



Wealth High Governance

21 de maio de 2021 | Asset Management

# Economic Insights

O excesso de poupança nos EUA pós-Covid



- A crise causada pela pandemia do Covid-19 se destaca em relação a eventos recessivos anteriores por não ter causado queda no patrimônio líquido das famílias.
- Normalmente, antes da crise, há um período de alta no nível de riqueza, seguido de um “crash”. Ademais, demoram-se alguns anos para que todas as perdas sejam recuperadas.
- Na crise atual, houve uma rápida queda e uma acelerada recuperação no nível de riqueza das famílias, que hoje já supera o pico cíclico alcançado em 2007.
- Parte relevante desse patrimônio está hoje em ativos líquidos, constituindo um forte aumento da poupança, que atualmente está em US\$6 trilhões, ou 27,6% da renda, muito acima dos 8% vigentes antes da crise.
- Quanto dessa poupança excedente será direcionada ao consumo e quanto será “entesourada” em investimentos pode ser um fator determinante para o nível de crescimento e inflação nos próximos anos.
- Nossa conclusão é que, graças aos excelentes fundamentos de riqueza, renda e liquidez das famílias americanas vigentes neste momento de saída da crise atual, uma parte relevante do excesso de poupança pode ser direcionado ao consumo, o que deve ter impacto relevante não apenas no crescimento, mas também nos riscos inflacionários.

Todas as crises econômicas e recessões apresentam algumas semelhanças entre si, mas a recente crise causada pela pandemia global não se assemelha a nenhum outro evento recente deste tipo. Uma das dimensões onde a recente crise se destaca foi no efeito sobre a posição patrimonial das famílias. Normalmente, crises geram *stress* financeiro pela queda do patrimônio líquido das famílias, ou seja, por uma maior contração no valor dos ativos das famílias, em relação aos passivos. Quando isso ocorre – junto com a perda de renda decorrente da queda dos salários e do emprego – os efeitos negativos sobre a demanda agregada podem durar anos, mesmo já terminada a recessão. Essa foi a dinâmica de todas os eventos recessivos vivenciados nas últimas décadas.

Podemos ver isso comparando o que ocorreu com o patrimônio das famílias nos EUA ao redor do *crash* da Nasdaq em 2000, da grande crise financeira de 2008 e na crise atual. O gráfico a seguir traz as oscilações do valor de todos os ativos financeiros das famílias americanas em relação à sua tendência<sup>1</sup>:

### Ativos Financeiros das Famílias

US\$ bi, desvio em relação à tendência



Fonte: Federal Reserve, WHG

Percebe-se que, antes das crises de 2000 e 2008, houve uma alta no valor dos ativos financeiros (o “*boom*” inicial), que foi seguido de uma queda (o “*crash*”), de igual ou maior proporção. Ademais, é possível notar que se demoram anos para que o ativo das famílias retome os picos atingidos antes dos eventos de crise. O pico atingido em 2000

<sup>1</sup> A diferença entre o valor dos ativos e a sua tendência, extraída utilizando a metodologia de filtro HP.

somente foi recuperado em 2006, enquanto o pico de 2007, alcançado antes da grande crise financeira de 2008, somente foi recuperado recentemente, fazendo com que hoje o valor dos ativos financeiros se encontre US\$6 trilhões acima do normal.

Uma classe de ativos importantes para a posição patrimonial das famílias americanas é a imobiliária, e é possível enxergar que o valor dos mesmos também apresenta um comportamento semelhante diante de crises, como mostrado no gráfico a seguir:

### Ativos Imobiliários das Famílias

US\$ bi, desvio em relação à tendência



Fonte: Federal Reserve, WHG

Dado que a crise de 2008 foi centrada no mercado imobiliário, a queda registrada nesse período foi muito mais expressiva, mas nota-se que, apesar de a crise de 2000 ter sido originada no mercado de ações, mais especificamente no Nasdaq, ainda assim houve queda no valor dos imóveis em relação à sua tendência. O pico cíclico atingido em 2006 não foi recuperado até hoje.

**Nada disso aconteceu na atual recessão causada pela pandemia. Não houve uma alta de preços inicial, fruto de uma economia e mercados superaquecidos, seguida de um “crash”.** O que ocorreu foi uma rápida queda, rapidamente superada e seguida de uma expressiva alta na posição patrimonial das famílias (o saldo entre ativos e passivos) como um todo.

<sup>2</sup> Poupança e consumo são dados mensais anualizados com ajuste sazonal.

### O excesso de poupança

Qual é o tamanho do excesso de poupança gerado durante a crise? Antes da pandemia, o valor total da poupança americana estava ligeiramente acima de US\$1 trilhão, o equivalente a aproximadamente 8% da renda disponível. **Atualmente, esse valor ultrapassou os US\$6 trilhões<sup>2</sup>, representando 27.6% da renda.**

### EUA - Poupança Pessoal

US\$ bi



Fonte: Bureau of Economic Analysis, WHG

Por que que a poupança subiu tanto? Em primeiro lugar, pela natureza dos pacotes fiscais executados durante a crise atual, que privilegiaram as transferências diretas de renda às famílias. Somou-se a isso a queda do valor nas despesas com serviços, dadas as restrições de mobilidade que afetaram fortemente o setor durante a pandemia, que foi parcialmente compensada por um consumo maior de bens.

Uma das possíveis razões para se estar menos preocupado com o risco de sobreaquecimento da economia seria o fato de que o consumidor não compensa plenamente o consumo perdido de serviços. Por exemplo, se o consumidor não frequentou restaurantes durante a pandemia, mas pode com a reabertura voltar a comer fora regularmente, ele não vai compensar todas as visitas não feitas durante a pandemia. Isso seria diferente do consumo de bens, em especial dos bens duráveis. Se o consumidor decidiu não comprar um carro durante a crise, por exemplo, quando fizer tal

compra, ele terá compensado totalmente o consumo não feito durante a pandemia. Há evidências que a intensidade de uma recuperação econômica será menor se o consumo postergado foi maior em serviços relativos a bens duráveis<sup>3</sup>.

Mas, ainda que uma demanda “reprimida” mais concentrada em serviços ajude a evitar uma explosão imediata do consumo, ainda há o risco de um período longo de excesso de demanda, caso uma parte substancial da poupança acumulada seja direcionada para o consumo. Tal risco se dá, pois o nível total de consumo das famílias já ultrapassou o patamar pré-crise, como nota-se no gráfico a seguir.

### EUA - Consumo Pessoal



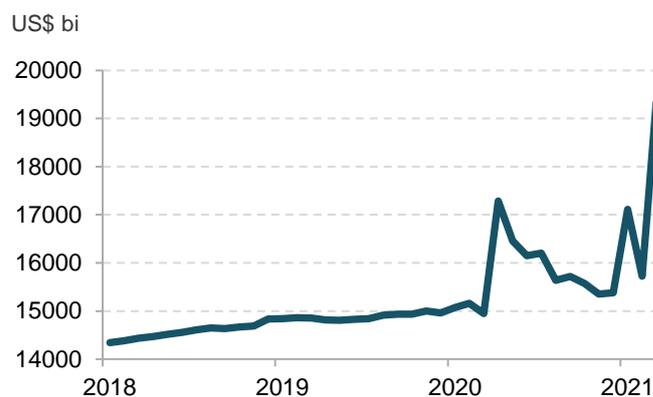
Fonte: Bureau of Economic Analysis, WHG

Logo, a questão mais relevante seria: **partindo do fato de que o nível total de consumo já se recuperou, quanto da poupança acumulada durante a pandemia deverá ser destinada ao consumo e em qual velocidade?**

Um estudo do Federal Reserve de Nova York<sup>4</sup> mostrou que, após os primeiros pacotes fiscais feitos em 2020, 29% das transferências recebidas foram consumidas, 36% foram poupadas e os 35% restantes destinaram-se ao pagamento de dívidas. Assim, teríamos uma propensão marginal a consumir (PMC) de aproximadamente 0,3<sup>5</sup>.

Tal estimativa, no entanto, deve ser utilizada com cautela como aproximação da PMC para o futuro. Por um lado, muitas famílias de menor renda enfrentaram dificuldades em sanar suas despesas e tiveram problemas de liquidez durante o auge da pandemia, tendo que direcionar a maior parte das transferências para suprir suas necessidades de consumo, o que aumentaria a PMC. Por outro lado, para famílias que não enfrentavam essas dificuldades, a PMC pode ter sido menor em função de motivos precaucionais, dadas as incertezas em relação a pandemia e o futuro da economia. Tais incertezas, no entanto, já são bem menores hoje, dada a forte elevação do nível de renda, por exemplo, que se encontra 30% acima do registrado no ano passado, graças aos recentes pacotes fiscais. Com isso, as famílias se encontram em melhor posição financeira.

### EUA - Renda Pessoal



Fonte: Bureau of Economic Analysis, WHG

Assim, a distribuição dessa poupança excedente entre as diferentes faixas de renda deve ser um determinante importante de quanto da poupança deve ir ao consumo. Os gráficos a seguir trazem algumas informações relevantes sobre esse tópico.

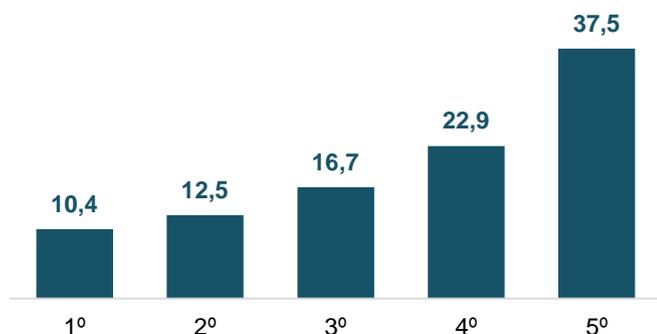
<sup>3</sup> Ver Martin Beraja, Christian K. Wolf, “Demand composition and the strength of recoveries”, Working Paper, February 2021.

<sup>4</sup> Armentier, Olivier et al, “How have households used their stimulus payments and how would they spend next?”, Liberty Street Economics, October 13, 2020.

<sup>5</sup> A propensão marginal a consumir (PMC) mede quanto aumenta o consumo de uma pessoa quando há um acréscimo na renda disponível. Nesse caso, uma PMC de 0,3 significa que, para cada 1 unidade de renda adicional, 30% desta será direcionada para o consumo.

## Distribuição da Poupança das Famílias por Quintil de Renda

% do excesso de poupança

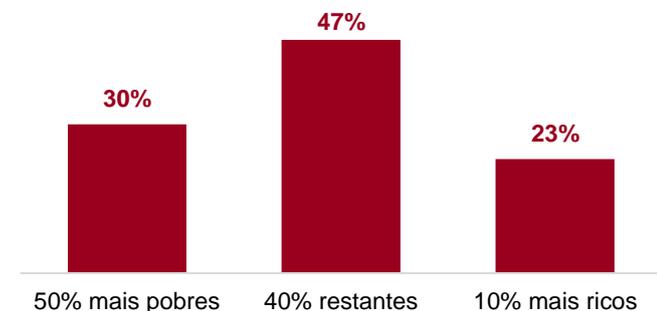


Fonte: Goldman Sachs

É possível notar que as faixas de renda mais baixas hoje detêm menos desse excesso de poupança.

## Participação no Consumo por Faixa de Renda

% do total



Fonte: Goldman Sachs

No entanto, o nível de consumo entre as faixas de renda está mais concentrado no meio da distribuição. Isso indica que a concentração da poupança em grupos de relativa alta renda não necessariamente implica em uma tendência menor de consumo.

## A propensão do consumo e o multiplicador fiscal

Mas quais seriam as consequências de uma PMC de 0,3? O ex-economista chefe do FMI, Olivier Blanchard, argumenta que<sup>6</sup>, pressupondo que a taxa de desemprego de 3,5% observada antes da crise (a menor desde 1953) representava o pleno emprego e que o potencial de crescimento da economia americana esteja perto da estimativa de 1,7% do Congressional Budget Office (órgão equivalente ao nosso Instituto Fiscal Independente), o hiato do produto seria de 4,2% no final de 2020, ou US\$900 bilhões.

Os últimos dois programas fiscais de combate à pandemia somam US\$ 2,8 trilhões (US\$900 bilhões aprovados no final do governo do Trump e US\$ 1,9 trilhão no início da gestão Biden). Blanchard nota então que, se o multiplicador do gasto fiscal for igual a um, o efeito desses pacotes fiscais na demanda agregada seria de três vezes o hiato de US\$900 bilhões mencionado anteriormente. Ademais, é importante ressaltar que, em suas contas, o autor não leva em consideração nenhum consumo adicional fruto do nível de poupança já acumulado antes desses pacotes.

Blanchard reconhece que há muitas incertezas sobre o multiplicador efetivo da despesa fiscal. Usando a fórmula sugerida por Keynes, que liga o multiplicador fiscal à PMC, o autor nota que uma PMC de 0,25 geraria um multiplicador fiscal de 0,33. Ou seja, os dois últimos pacotes fiscais teriam um efeito de US\$933 bilhões na demanda agregada, fechando assim o hiato do produto. Por fim, Blanchard alerta que o impacto da PMC sobre o multiplicador é não-linear. Sendo assim, por exemplo, uma PMC ligeiramente acima de 0,5 geraria um multiplicador fiscal de 1.

<sup>6</sup> Ver Olivier Blanchard, "In defense of the concerns over the \$1,9 trillion relief plan", PIIE, February 18, 2021.

## O que fará o consumidor?

**O comportamento do consumidor dependerá muito da forma como ele enxerga seu atual nível de poupança.** Se for encarada como parte do patrimônio líquido/riqueza, a proporção que irá ao consumo deve ser pequena, algo perto de 10%<sup>7</sup>. No entanto, se for vista como parte da renda, podemos ver de 60 a 70% indo para o consumo.

**Ao nosso ver, o valor que será direcionado ao consumo não é fixo e depende da percepção da situação prospectiva, que pode mudar ao longo do tempo.** Hoje, as famílias americanas enfrentam uma situação invejável em termos de riqueza, renda e liquidez, como já vimos, mas ainda há incertezas em relação ao emprego, especialmente entre famílias de menor renda que foram afetadas desproporcionalmente pela pandemia. A parcela consumida do excesso de poupança deverá ser proporcional à queda de incerteza e da confiança no futuro da economia.

Vamos fazer um pequeno exercício sobre o que pode acontecer com o nível do consumo futuro como fruto da normalização do nível de poupança. Começamos notando que o nível do consumo das famílias em relação ao PIB é quase constante, ao redor de 65%. Assim, podemos aplicar uma taxa de crescimento do consumo à nossa estimativa do crescimento da economia americana, de 7,5% neste ano e 3,7% em 2022.

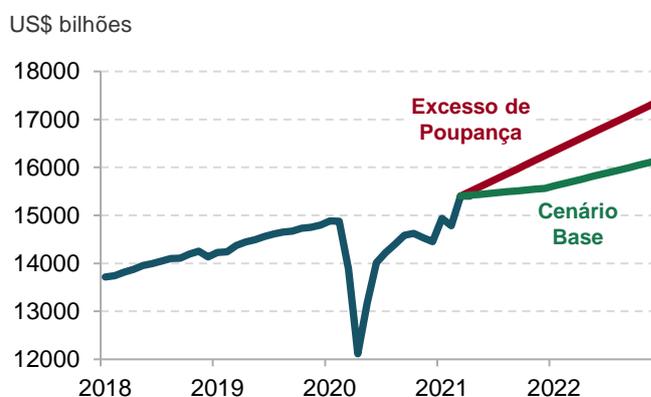
Hoje, o nível de poupança se encontra em US\$6,04 trilhões, enquanto a média da poupança entre 2018-2019 foi de US\$1,23 trilhões. Assim, o “excesso” seria de US\$4,8 trilhões, ou 31% do nível do consumo atual, de US\$15,4 trilhões. Vamos pressupor que este excesso seja diminuído de forma linear, no montante de US\$93,5 bilhões por mês até o final de 2022, pressupondo uma taxa média de propensão do consumo de 50%<sup>8</sup>.

<sup>7</sup> Ressaltamos que aqui estamos pensando na média do consumo em relação à riqueza ou renda, e não ao valor marginal. Para estimativas, veja Fisher, Jonathan et al, “Estimating the marginal propensity to consume using the distribution of income, consumption and wealth”, Federal Reserve Bank of Boston, Working paper 19-4, February 2019.

Imaginamos que na prática haverá tanto fatores puxando a queda da poupança mais para o início do período (como o consumo “reprimido” durante a pandemia), quanto fatores empurrando a queda mais para frente (como a vontade do consumidor de ter mais certeza do cenário prospectivo). Seguindo as premissas enunciadas acima, teríamos uma taxa de poupança alcançando 8,1% da renda real disponível no final de 2022, um pouco acima da média observada entre 2015-2020, e bem acima dos níveis que vistos antes da crise de 2008, quando a taxa de poupança chegou a ficar abaixo de 3%, dada a exuberância dos mercados financeiros e imobiliários - cenário que está se repetindo hoje. Assim, podemos concluir que o efeito total da normalização da poupança pode ser maior do que estamos imaginando.

Acrescentando o efeito da liquidação da poupança em excesso, teríamos um relevante crescimento adicional do consumo:

## Trajetórias para o Consumo Pessoal



Fonte: WHG

<sup>8</sup> Notamos também que, hoje, a soma de depósitos bancários em conta corrente e poupança, mais fundos de *money market*, está em US\$16,5 trilhões - US\$3,5 trilhões acima de seu nível normal. A manutenção de um excedente de liquidez pode ser uma sinalização por parte das famílias que o direcionamento desses recursos depende da evolução futura da situação econômica, onde parte será consumido e parte será “entesourado” em ativos de menor liquidez.

---

Nesse simples exercício<sup>9</sup>, no final de 2022 teríamos um nível de consumo 22% maior somente devido ao efeito do ajuste da poupança. A taxa de crescimento anual do consumo pularia de uma média de 4,2% entre 2015 -2020 para 6,9% no final de 2022.

Enfatizamos que o cálculo acima pressupõe que não ocorrem efeitos colaterais deste consumo adicional fruto da liquidação do excesso de poupança, o que não deve ocorrer na prática. Ainda assim, serve como indicador da possível proporcionalidade do efeito de uma poupança em excesso, que hoje já está em 31% do nível do consumo total das famílias, uma situação historicamente inédita.

## E a inflação?

A visão mais benigna sobre a questão da inflação seria que o processo de reabertura vai gerar um pico temporário de inflação, devido a descasamentos setoriais entre demanda e oferta, mas que, com passar do tempo, haverá uma equalização dessas diferenças, de tal forma que a inflação como um todo convergiria para valores condizentes com a atual meta e expectativas de inflação.

**O risco a esta tese está no fato de que estamos vivendo uma situação contrária à observada na crise de 2008. Não houve destruição de riqueza patrimonial, mas sim crescimento desta. Não houve queda duradora do consumo, mas sim uma rápida recuperação.** Há ainda dano ao nível de emprego, mas está ficando mais claro que parte dessa recuperação mais lenta do mercado de trabalho tem ocorrido devido às restrições de oferta (menos pessoas procurando vagas de emprego), e não à falta de demanda (vagas abertas para contratação), e que, portanto, o ajuste natural virá por aumentos salariais.

Assim, se o cenário pós-crise de 2008 foi de crescimento menor do consumo e baixa inflação, hoje temos exatamente o contrário nos fundamentos de riqueza, renda e liquidez.

Temos outros fatores que podem atenuar os efeitos positivos sobre a demanda agregada da normalização do nível da poupança, mas isoladamente os fundamentos de riqueza, renda e liquidez que diferenciam a situação atual de qualquer outra crise podem gerar forças mais duradouras, para além do período de ajustes “transitórios” de somente alguns meses previstos atualmente pelo Federal Reserve.

---

<sup>9</sup> Outra limitação é que adicionamos o efeito sobre o consumo da liquidação da poupança sobre uma estimativa de crescimento de PIB que já inclui implicitamente esse efeito. No entanto, como isso

foi feito para as duas series comparadas, o incremento relativo (a diferença entre as taxas de crescimento) não muda.

Este material de divulgação é meramente informativo e foi elaborado para os clientes da Wealth High Governance (“WHG”), e não considera objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Este material foi elaborado pela equipe de gestão de fundos de investimento (“time de gestão”) da Wealth High Governance Capital Ltda. (“WHG Capital”), empresa responsável pela gestão de fundos de investimento. Os parâmetros aqui descritos são meramente referenciais e exemplificativos, podendo ser alterados pela WHG Capital a seu exclusivo critério, a qualquer momento, sem prévio aviso. O material foi preparado com base em informações públicas, dados desenvolvidos internamente e outras fontes externas e não deve ser entendido como análise de valor mobiliário, consultoria de investimentos, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento ou sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Recomendamos uma consulta a profissionais especializados para uma análise específica e personalizada antes da sua decisão sobre produtos, serviços e investimentos. Este material pode apresentar conclusões e opiniões feitas sob determinadas premissas. Ainda que o time de gestão da WHG acredite que essas premissas sejam razoáveis e factíveis, não pode assegurar que sejam precisas ou válidas em condições de mercado no futuro ou, ainda, que todos os fatores relevantes tenham sido considerados na determinação dessas conclusões, opiniões, sugestões, projeções e hipóteses. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização da WHG.



## Wealth High Governance

### Andrew Reider

Chief Investment Officer (CIO)  
andrew.reider@whg.com.br

### Fernando Fenolio

Economista-chefe  
da Asset Management  
fernando.fenolio@whg.com.br

### Tony Volpon

Estrategista-chefe  
tony.volpon@whg.com.br

### Bruno Diniz

Head de Produtos  
bruno.diniz@whg.com.br



Avenida Cidade Jardim, 803 | 7º andar  
Itaim Bibi | São Paulo | CEP 01453-000



[www.whg.com.br](http://www.whg.com.br)



WHG no LinkedIn