

## **Nota CEMEC 10/2020**

# **POUPANÇA, CONSUMO E ESTOQUES NA RECUPERAÇÃO DA CRISE DA COVID 19**

**Outubro de 2020**

## Sumário

1. Sumário e conclusões .....	3
2. Colocação do Problema .....	4
3. Visão macroeconômica: consumo, poupança e estoques .....	5
4. Poupança financeira das famílias.....	7
5. Restrições da oferta e o desinvestimento em estoques .....	10

# 1. Sumário e conclusões

As principais observações são as seguintes:

- a. Uma análise das mudanças das contas nacionais do IBGE do segundo trimestre de 2020 em relação ao primeiro trimestre pode gerar indicações importantes para explicar o desempenho da economia brasileira no segundo semestre de 2020 e ajudar na formulação do cenário para 2021.
- b. Dois pontos são especialmente importantes:
  - a. A queda de 64,5% para 60,7%, de quase 4 p.p., do coeficiente do consumo das famílias e o PIB, fazendo com que a redução de R\$ 160 bilhões do consumo, cerca de R\$63 bilhões representam aumento de poupança; embora se refiram a fluxos de caixa no período de janeiro a maio de 2020, estudos do CEMEC Fipe<sup>1</sup>, na mesma linha, estimam em R\$ 80 bilhões a poupança financeira das famílias;
  - b. DA redução de R\$ 93 bilhões do investimento entre o primeiro e o segundo trimestres de 2020, cerca de R\$ 55 bilhões correspondem a desinvestimento em estoques.
- c. Nesse contexto, o relaxamento gradual das restrições ligadas ao afastamento social a partir do terceiro trimestre pode explicar um aumento de consumo maior que o esperado, na medida em que a relação consumo/PIB retorne gradativamente ao seu padrão histórico da ordem de 64,5%, ao mesmo tempo em que as famílias destinem parcela da poupança<sup>2</sup> gerada para suas compras; não obstante também tenham sido levantadas hipóteses de que o aumento da poupança tenha razões precaucionais, somente os dados das contas nacionais do terceiro trimestre poderão indicar qual a hipótese mais se aproxima da realidade.
- d. Por sua vez o desinvestimento em estoques revela o impacto do afastamento social sobre a produção e a oferta de produtos; existem várias indicações de que mesmo após a retomada da produção industrial, a insuficiência de estoques não foi superada até o mês de setembro, revelando o comprometimento das cadeias de oferta e sua incapacidade de atender ao aumento da demanda.

---

<sup>1</sup> Nota CEMEC 07/2020 – Poupança das famílias e das empresas na crise da COVID 19 – Julho de 2020

<sup>2</sup> Na medida em que o aumento de poupança seja de natureza precaucional, a continuidade da pandemia pode reduzir ou eliminar esse efeito; entretanto, se a maior parte dessa poupança foi não intencional, o reforço da demanda de consumo pode ser substancial e eventualmente se estender até o primeiro semestre de 2021.

- e. Nesse contexto esse desequilíbrio temporário de oferta e demanda promove pressões de aumento de preços no atacado mais generalizada que aquelas atribuíveis ao aumento de preços de produtos relacionados com o preço de commodities alimentares. O citado desequilíbrio de oferta e demanda de vários produtos e insumos industriais pode ter alavancado o efeito da mudança de preços relativos de bens comercializáveis como resultado do aumento da taxa de câmbio.

## 2. Colocação do Problema

O objetivo desta Nota é estender a análise apresentada na Nota CEMEC 07/2020 de julho de 2020, que analisou a evolução da poupança financeira e os ajustes feitos em suas carteiras de investimentos na crise da COVID 19, com base em estimativas obtidas com apoio no Modelo de Contas Financeiras do CEMEC Fipe. A ideia é incorporar a análise de alguns fatores que aparentemente tem sido negligenciados e que provavelmente tem reforçado a o crescimento da demanda de consumo no terceiro trimestre de 2020 e seu impacto sobre a inflação.

Naquela Nota, associou-se ocorrência do aumento da poupança financeira das famílias às medidas de afastamento social e fechamento da maioria das lojas e atividades de esportes, lazer e eventos. No caso das empresas, o aumento de poupança financeira foi atribuído ao reforço de caixa promovido pelas empresas ainda em março deste ano, visando enfrentar a perda de receita gerada pela crise, mediante a antecipação de operações de crédito bancário facilitadas pelas medidas emergenciais adotadas pelo BACEN naquele mês.

Um dos temas mais recorrentes do noticiário recente sobre a conjuntura econômica tem sido a rápida e até certo ponto surpreendente recuperação das vendas do varejo, atribuída em larga medida ao impacto do grande volume de recursos transferidos pelo auxílio emergencial a mais de 60 milhões de beneficiários. Por sua vez, a aceleração de preços no atacado resultaria principalmente da combinação desse aumento da demanda de consumo doméstica com a desvalorização cambial sobre os preços de exportação de commodities agrícolas e carnes, com influencia relevante sobre o preço dos alimentos, cujo preço em dólares também tem se elevado face à recuperação da demanda chinesa.

Os dados apresentados adiante adicionam pelo menos dois fatores que podem explicar a superação das expectativas de retomada do consumo, as limitações da oferta para atender essa demanda e, portanto, a geração de pressões inflacionarias além das induzidas pela desvalorização cambial.

### 3. Visão macroeconômica: consumo, poupança e estoques

A economia brasileira sofreu em abril o maior impacto das indispensáveis medidas de quarentena e afastamento social implementadas para conter a velocidade do contágio da pandemia. A **Tabela 01** mostra o desempenho dos principais componentes da demanda agregada numa comparação entre o segundo e o primeiro trimestres de 2020.

**TABELA 01**

Componente	R\$ bi	Variação %	% 1T2020	%2T2020	Diferença p.p.
	2T – 1T	2T/1T			2T – 1T
<b>PIB</b>	<b>-151</b>	<b>-8,3%</b>	<b>100,0%</b>	<b>100,0%</b>	<b>- 0 -</b>
<b>C - Consumo</b>	<b>-160</b>	<b>-13,7%</b>	<b>64,5%</b>	<b>60,7%</b>	<b>-3,8 p.p.</b>
<b>I Investimento (1)</b>	<b>-93</b>	<b>-29,7%</b>	<b>17,4%</b>	<b>13,3%</b>	<b>-4,1 p.p.</b>
<b>G -Governo</b>	<b>+27</b>	<b>+7,8%</b>	<b>19,0%</b>	<b>22,4%</b>	<b>+3,4 p.p.</b>
<b>(X-M) Exp.-Imp.</b>	<b>+75</b>	<b>(2)</b>	<b>-0,9%</b>	<b>3,6%</b>	<b>+ 4,5 p.p.</b>
<b>X</b>	<b>+58</b>	<b>+21,8%</b>	<b>14,7%</b>	<b>19,6%</b>	<b>+ 4,9 p.p.</b>
<b>M</b>	<b>-17</b>	<b>-6,0%</b>	<b>15,6%</b>	<b>16,0%</b>	<b>+ 0,4 p.p.</b>

Fonte: Contas Nacionais IBGE

(1) Composição: (-) R\$ 38 bilhões de FBCF e (-) R\$ 55 bilhões de variação de estoques

(2) (X-M) em 1T2020 = (-) R\$ 15,0 bilhões; (X-M) em 2T2020 = (+) R\$ 60,0 bilhões

Além da acentuada queda de R\$ 151 bilhões do PIB em relação ao primeiro trimestre, equivalente a uma variação negativa de (-) 8,3%, chama a atenção a intensidade das quedas do consumo e dos estoques, desempenho esse muito importante para entender melhor a evolução da economia no segundo semestre, com o relaxamento das restrições impostas pelo afastamento social. Em resumo as principais observações são as seguintes:

- a. Os maiores fatores de queda do PIB são a redução do consumo das famílias, de (-) R\$ 160 bilhões e da demanda de investimento, de (-) 93 bilhões; não fosse o aumento de

exportações líquidas de (+) 75 bilhões e dos gastos de consumo do Governo de (+) 27 bilhões, a queda do PIB teria sido de R\$ 253 bilhões, ou (-) 13,9% em relação ao primeiro trimestre;

- b.** Uma observação importante é de que a relação entre consumo e PIB, um indicador próximo da propensão a consumir, ao contrário da experiência histórica de relativa estabilidade, tem acentuada queda de quase 4p.p., de 64,5% no primeiro trimestre para 60,7%; trata-se do resultado das medidas de afastamento social e fechamento de lojas, que embora não tenha afetado de modo significativos o consumo de alimentos e alguns itens essenciais, gerou queda acentuada da demanda de bens semi duráveis e duráveis e serviços; a consequência é pelo menos um aumento pontual da poupança financeira<sup>3</sup>, que pode ser estimada em cerca de R\$ 63 bilhões; como se vê adiante, estimativas do CEMEC Fipe indicam poupança financeira das famílias de R\$ 80 bilhões no período de janeiro a maio de 2020.
- c.** Uma segunda observação diz respeito à forte redução do investimento e especialmente o desinvestimento em estoques, um indicador que revela o impacto das medidas de afastamento social e quarentena sobre a produção; com a semiparalisa do processo do processo produtivo, envolvendo muitas cadeias de oferta, as empresas utilizaram os estoques disponíveis para atender à demanda; ao mesmo tempo em que o desinvestimento em estoques pode ter gerado algum efeito positivo de caixa, este foi substancialmente reforçado com a antecipação de operações de crédito bancário já em março, facilitadas pelas medidas emergenciais de aumento da liquidez adotadas pelo BACEN, para enfrentar a perda de receita de vendas<sup>4</sup>
- d.** A principal implicação desses movimentos é o comprometimento da cadeia de oferta de vários setores industriais já no início do terceiro trimestre, ao contar com estoques muito abaixo do requerido para sustentar um fluxo de oferta compatível com uma recuperação mais forte de demanda.

---

<sup>3</sup> Alguns analistas atribuem a esse aumento de poupança uma decisão precaucional das famílias em face das incertezas da evolução da pandemia e de seus efeitos. V. por exemplo Afonso, Jose Roberto R. e Abreu, Thiago Felipe r. – A poupança precaucional da Covid 19: o desafio de seu aproveitamento

<sup>4</sup> V Nota CEMEC-FIPE 07/2020 – Empresas e famílias aumentam poupança e mudam sua carteira na crise – Julho de 2020

## 4. Poupança financeira das famílias

Com a utilização do Modelo de Contas Financeiras do CEMEC Fipe foram obtidas as estimativas das diferenças de saldos de poupança financeira por tipos de investidores e alternativas de aplicação no período de dezembro de 2019 a maio de 2020, apresentadas na **Tabela 02**.

**TABELA 02**  
**POUPANÇA FINANCEIRA POR ALTERNATIVAS DE APLICAÇÃO**  
**VARIAÇÃO DE SALDOS – DEZ 2019 A MAI 2020**

Alternativas de Aplicação	Mai 2020 menos Dez 2019						
	Investidores institucionais	Investidores Estrangeiros	Outros Inv.não Financeiros	PF	PJ	Outros	TOTAL
1.1 Títulos de Dívida Privada	-832	3.096	192.511	48.990	121.756	21.765	177.411
1.2. Depósitos Bancários	964	1.173	426.749	135.155	279.722	11.872	446.250
Depósitos a Vista	0	0	23.111	2.680	20.676	-245	23.111
Depósitos a Prazo	964	1.173	328.036	82.975	232.944	12.117	347.537
Depósitos de Poupança	0	0	75.602	49.500	26.102	0	75.602
1.3. Títulos da Dívida Pública	-17.030	-58.487	-71.038	4.372	-73.537	-1.873	-140.456
1.4. Fundos de Investimento	-67.105	34.081	-117.396	-147.939	-36.300	66.843	-150.419
1.5. Outros	1.699	2.240	0	0	0	0	3.939
<b>TOTAL ex-ações</b>	<b>-82.303</b>	<b>-17.897</b>	<b>430.826</b>	<b>40.578</b>	<b>291.641</b>	<b>98.607</b>	<b>336.725</b>

Fontes: BACEN, CVM, STN, SUSEP, ANBIMA<sup>5</sup>, B3, ABRAPP, PREVIC

Elaboração: Cemec-Fipe

A variação de saldos contém variações de fluxos de caixa e diferenças de valor dos ativos financeiros, seja por variação de preço de ações ou da marcação a mercado dos ativos de renda fixa, seja pela apropriação de rendimentos desses ativos. Feitos os ajustes necessários<sup>6</sup> foram obtidas as estimativas de fluxo líquido de caixa de poupança das famílias, apresentadas na **Tabela 03**.

<sup>5</sup> Fonte: ANBIMA – Consolidado Histórico de Fundos de Investimento - Maio de 2020 – Pag. 7 – PL por Ativos. O relatório não inclui ativos de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e os ativos de Fundos de Investimentos em Participações (FIP) em empresas fechadas.

<sup>6</sup> Ver detalhes da metodologia utilizada na Nota CEMEC 07/2020.

**TABELA 03****ESTIMATIVA DE FLUXO DE POUPANÇA FINANCEIRA DAS FAMILIAS R\$BILHÕES**

<b>Alternativas de aplicação PF</b>	<b>Ago-Dez 2019</b>	<b>Jan.- Mai 2020</b>
Depósitos a prazo	16,0	78,6
Títulos de dívida privada	3,3	48,5
Títulos de dívida pública	-1,5	3,0
Ações	8,8	33,0
Depósitos de poupança	27,6	39,5
Depósitos à vista	18,8	2,7
Fundos de investimento	-16,8	-125,1
<b>TOTAL</b>	<b>56,2</b>	<b>80,2</b>

Embora, com alguma frequência, a variação dos saldos das cadernetas de poupança seja utilizada como indicador da poupança das famílias, verifica-se que a consideração das demais alternativas de aplicação revela uma realidade consideravelmente mais complexa e diferente. A estimativa do fluxo de caixa destinado pelas famílias para aplicações no período é de R\$ 80,2 bilhões, cerca do dobro da destinação para depósitos de poupança.

O valor de R\$ 80,2 bilhões se soma aos R\$ 125,1 bilhões provenientes do resgate de quotas de fundos de investimento, totalizando R\$ 205,3 bilhões. Desse valor R\$ 78,6 bilhões foram destinados para depósitos a prazo e o restante principalmente para depósitos de poupança, títulos de dívida privada e ações.

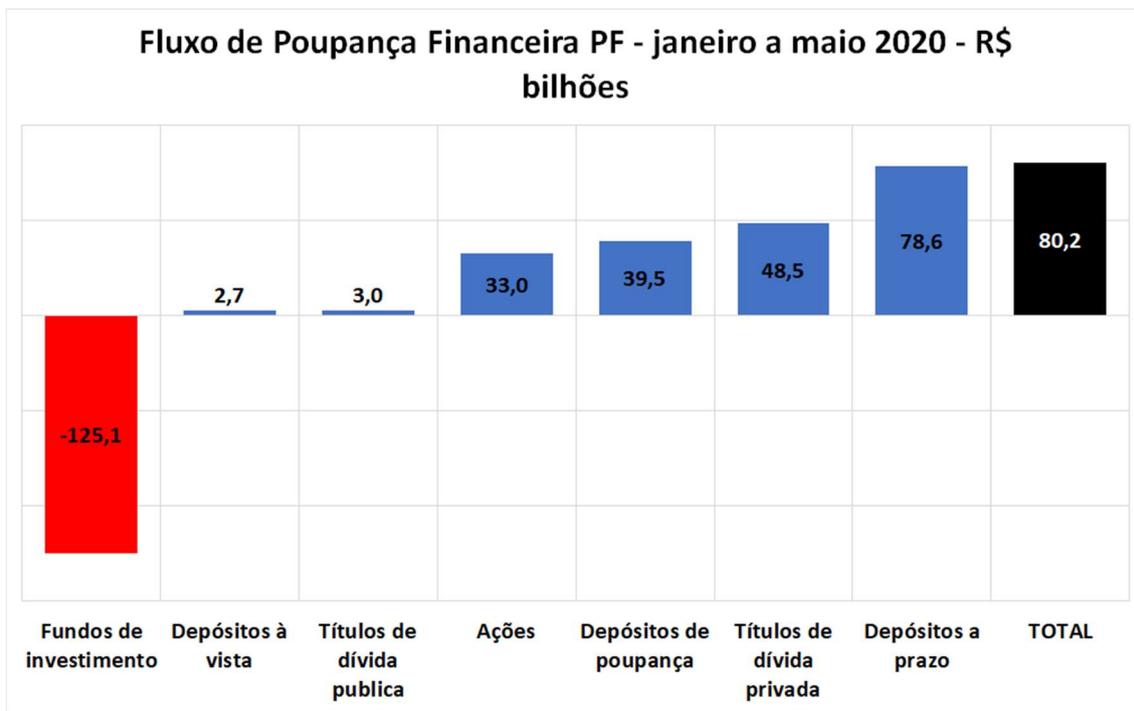
Embora o conceito de contas nacionais seja de competência e não de fluxos de caixa, é interessante notar que o aumento de poupança das famílias apenas no segundo trimestre, indicado pela redução de 3,8 p.p. da relação consumo/PIB, equivale a R\$63 bilhões. Trata-se de valor não muito distante do obtido nas estimativas de poupança financeira do CEMEC Fipe no período de janeiro a maio. R\$ 80,2 bilhões.

O **Gráfico 01** facilita a visualização dos movimentos financeiros da poupança das famílias.

## Gráfico 01

### ESTIMATIVA DE FLUXO DE POUPANÇA FINANCEIRA | PESSOAS FÍSICAS

DEZ 2019 A MAI 2020 – R\$ bilhões



Fonte: Modelo de Contas Financeiras – CEMEC Fipe

Além do aumento da massa de rendimentos com o pagamento do auxílio emergencial para mais de 60 milhões de pessoas e de alguma recuperação da renda e do emprego, com o relaxamento das medidas de afastamento social a partir do início do terceiro trimestre de 2020, existem razões para acreditar que a recomposição da propensão a consumir e o uso de parte das poupança acumulada podem estar reforçando a demanda de consumo no segundo semestre. Pode-se identificar dois componentes do aumento de demanda de consumo em relação ao segundo trimestre de 2020:

- Com o relaxamento gradual das medidas de afastamento social e reabertura das lojas, é razoável supor que a relação consumo/PIB se eleve dos 60,7% observados no segundo trimestre para valores mais próximos de 64,5% sobre o PIB no terceiro e quarto trimestres de 2020;
- O segundo componente está relacionado com a possível destinação da poupança gerada no primeiro semestre; se prevalecer a hipótese de que a poupança gerada é principalmente pelas circunstâncias excepcionais do período, é razoável admitir que uma parcela será destinada às compras, reforçando a demanda de consumo ao longo

dos trimestres seguintes ; se prevalecer a hipótese de que o principal fator do aumento de poupança foi de natureza precaucional, esse efeito pode ser muito pequeno ou mesmo inexistente.

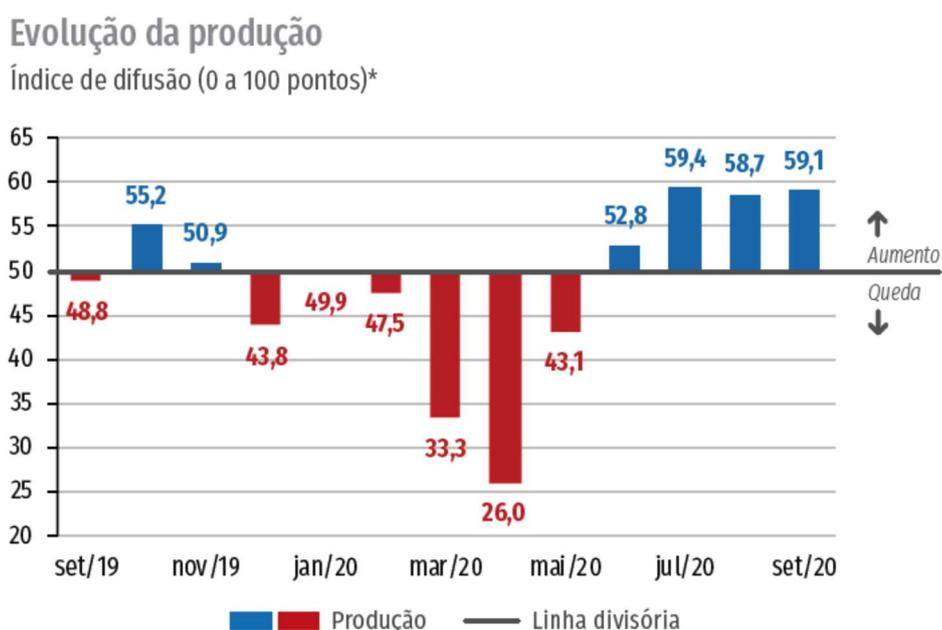
- c. De qualquer modo, alguns ou todos esses fatores podem estar fazendo com que a intensidade de recuperação das vendas do varejo esteja superando nos últimos meses as expectativas mais otimistas

## 5. Restrições da oferta e o desinvestimento em estoques

A interrupção da produção da maioria das empresas e redução de estoques no segundo trimestre tem limitado a capacidade da oferta responder à intensidade de recuperação da demanda. Como se observa, esses fatores têm comprometido a dinâmica de várias cadeias de oferta ao limitar o suprimento de matérias primas e componentes. Alguns indicadores do desempenho da indústria oferecem sólida evidência dessas dificuldades.

O **Gráfico 02** mostra que a produção industrial sofreu forte impacto negativo da crise, especialmente nos meses de março e abril de 2020, seguida de recuperação especialmente a partir de julho.

**GRÁFICO 02**



\*Valores acima de 50 indicam aumento na produção frente ao mês anterior. Valores abaixo de 50 pontos indicam queda da produção frente ao mês anterior. Quanto mais distante dos 50 pontos, maior e mais disseminada é a variação.

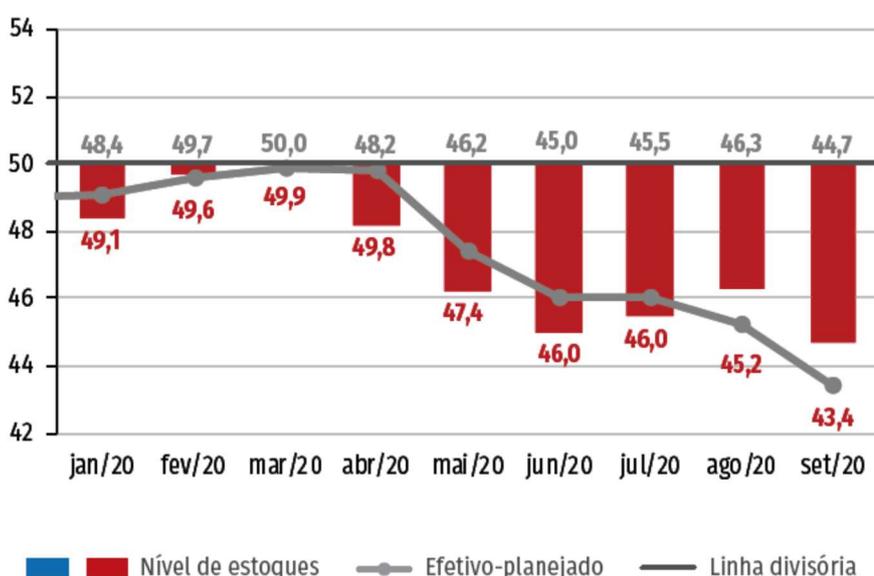
Fonte : CNI – Sondagem Industrial – Setembro de 2020

Entretanto, fica evidenciado que essa recuperação da produção industrial não tem sido suficiente para compensar a redução de estoques ocorrida no segundo trimestre. Em outras palavras, a maioria das empresas industriais iniciou o terceiro trimestre com estoques insuficientes até para manter o nível baixo de produção do período, insuficiência essa que se agravou nos meses seguintes, apesar do aumento da produção<sup>7</sup>. Os números do **Gráfico 03** reforçam essas hipóteses, mostrando que a insuficiência de estoques é ainda muito relevante em setembro.

**GRÁFICO 03**

### Evolução do nível de estoques e do estoque efetivo em relação ao planejado

Índice de difusão (0 a 100 pontos)\*



\*Valores acima de 50 pontos indicam crescimento do nível de estoques ou estoque efetivo acima do planejado. Valores abaixo de 50 pontos indicam queda do nível de estoques ou estoque efetivo abaixo do planejado. Quanto mais distante dos 50 pontos, maior é a variação ou a distância do planejado.

**Fonte: CNI- Sondagem Industrial -Setembro de 2020**

Nesse contexto, não é difícil associar esse desequilíbrio temporário de oferta e demanda à ocorrência de pressões de aumento de preços no atacado, mais generalizada que aquelas atribuíveis ao aumento de preços de produtos integrantes da cadeia de oferta com origem em commodities alimentares. O aumento da demanda chinesa elevando os preços

<sup>7</sup> Dados da CNI mostram que cerca da metade das empresas consultadas informam que estavam com estoques insuficientes para atender à demanda; noticiários da imprensa dão conta da dificuldade de atendimento de pedidos em materiais básicos, como resinas, plásticos e aço, bem como de bens finais, como é o caso calçados e confecções

internacionais e a desvalorização cambial tem impactado especialmente os preços de alimentos. Entretanto, existem indicações de que o citado desequilíbrio de oferta e demanda de vários produtos e insumos industriais tem alavancado o efeito da mudança de preços relativos de bens comercializáveis como resultado do aumento da taxa de câmbio.

## **Equipe Técnica:**

Diretor: Carlos Antonio Rocca

Superintendente: Lauro Modesto Santos Jr.

Analistas: Marly Paes e Fernando M. Fumagalli

Dúvidas e Comentários:

[cemec@fipe.org.br](mailto:cemec@fipe.org.br)

\*As opiniões emitidas nesta publicação são de inteira e exclusiva responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Centro de Estudos de Mercado de Capitais ou da FIPE. Este Relatório utiliza dados das fontes citadas disponíveis até a data de sua elaboração, que podem estar sujeitos a alterações posteriores. O CEMEC não se responsabiliza pelo uso dessas informações para tomada de decisões e de compra ou venda ou qualquer transação de ativos financeiros, ou outras que possam causar algum prejuízo, de qualquer natureza, aos usuários da informação.

\*\* A publicação foi produzida com as informações existentes em outubro de 2020.