



MESTRADO EM ESTRATÉGIA DE INVESTIMENTO E  
INTERNACIONALIZAÇÃO

**A estagnação secular e os seus impactos nas  
políticas financeiras das empresas**

Ana Patrícia Silva Luís

Lisboa

2025

Ana Patrícia Silva Luís

**A estagnação secular e os seus impactos nas  
políticas financeiras das empresas**

Dissertação apresentada ao Instituto Superior de Gestão  
como requisito parcial para a obtenção do grau de Mestre  
em Estratégia de Investimento e Internacionalização

Orientador: Professor Doutor Henrique Morais

Lisboa  
2025

## **Agradecimentos**

Ao meu Orientador, Professor Doutor Henrique Morais, pelo apoio e orientação ao longo deste desafio. A sua experiência e paciência inabalável foram fundamentais para definir a direção desta pesquisa e garantir a sua conclusão. A sua dedicação à excelência académica e a sua orientação foram uma constante fonte de motivação.

À Professora Doutora Rosa Rodrigues, pela partilha do conhecimento e motivação ao longo desta jornada que parecia não ter fim.

À minha família, especialmente ao meu marido António, que nunca me deixou desistir. Aos meus pais e à minha avó Silvina, que sempre me apoiaram, mesmo à distância.

À minha Rosarita, Joaquim e Raquel por terem chegado à minha vida e serem motivos do meu sorriso em dias cinzentos.

À Nini e ao Michael por serem uma inspiração para o meu futuro.

Aos meus amigos, António, Rosa e Sara, a quem dedico também este trabalho apesar de não entenderem nada do tema. São uma inspiração para continuar a ser cada vez melhor.

Sou grata e bastante afortunada por ter-vos no meu caminho!

## Resumo

A presente dissertação examina os impactos da estagnação secular nas políticas financeiras das empresas, numa conjuntura marcada por um crescimento económico reduzido e taxas de juro historicamente baixas durante um período prolongado. Partindo de uma revisão teórica que integra os contributos de Hansen, Summers e outros estudos económicos contemporâneos, o trabalho aprofunda o modo como este fenómeno condiciona as decisões estratégicas no domínio da gestão financeira. A investigação adota uma abordagem qualitativa, assente na análise de quatro empresas europeias representativas de diferentes sectores – Siemens AG, Allianz SE, SAP SE e BNP Paribas – o que permite aferir as principais tendências e ajustamentos adotados. Entre os aspetos mais relevantes destacam-se a reconfiguração da estrutura de capital, a contenção nos investimentos a longo prazo, a valorização da liquidez como ativo estratégico e a preferência por estratégias conservadoras de distribuição de resultados. A estagnação secular revela-se, assim, um fator estruturante da prudência financeira, originando uma redefinição dos objetivos empresariais, que evoluem de uma lógica de expansão acelerada para uma orientação assente na resiliência sustentada. Embora o presente trabalho contribua para a compreensão das respostas empresariais em contextos de crescimento limitado, importa reconhecer algumas limitações, nomeadamente o número reduzido de casos analisados. Neste enquadramento, sugere-se que futuras investigações possam considerar o recurso a metodologias quantitativas e a inclusão de empresas de menor dimensão e inseridas em diferentes realidades geográficas.

**Palavras-chave:** estagnação secular, estratégia financeira, liquidez, estrutura de capital, gestão empresarial.

## Abstract

This dissertation examines the impacts of secular stagnation on corporate financial policies, within a context characterized by subdued economic growth and historically low interest rates over an extended period. Drawing on a theoretical framework that includes the contributions of Hansen, Summers, and other contemporary economic studies, the research explores how this phenomenon shapes strategic decision-making in financial management. A qualitative approach is adopted, based on the analysis of four European companies from distinct sectors – Siemens AG, Allianz SE, SAP SE and BNP Paribas – which enables the identification of key trends and financial adjustments. Among the most salient aspects are the reconfiguration of capital structure, the restraint in long-term investment, the emphasis on liquidity as a strategic asset, and the preference for conservative profit distribution policies. Secular stagnation thus emerges as a structural driver of financial prudence, prompting a redefinition of corporate objectives, which shift from a logic of accelerated expansion towards a focus on sustained resilience. While this study contributes to a better understanding of corporate responses under constrained growth conditions, some limitations must be acknowledged, particularly the limited number of cases analyzed. In this regard, future research might consider the adoption of quantitative methodologies and the inclusion of smaller enterprises operating in diverse geographical contexts.

**Keywords:** secular stagnation, financial strategy, liquidity, capital structure, corporate management.

# Índice

Índice de figuras .....	viii
Índice de tabelas .....	ix
Lista de siglas, acrónimos e abreviaturas .....	x
Introdução .....	1
Capítulo 1 – Revisão de literatura .....	2
1.1. Contexto histórico e enquadramento teórico .....	2
1.1.1 Década de 30 e Alvin H. Hansen .....	2
1.1.2 O relançamento da estagnação secular por Lawrence Summers .....	3
1.1.3 Outros defensores da teoria da estagnação secular .....	6
1.1.4 Os críticos da estagnação secular .....	7
1.2. Estagnação secular e teoria macroeconómica .....	10
1.2.1. Modelo Keynesiano .....	10
1.2.2. Modelo neoclássico .....	10
1.2.3. Modelo IS-LM .....	11
1.2.4. Hipótese do excesso de poupança .....	11
1.2.5. Modelo monetarista .....	11
1.3. Finanças empresariais na era da estagnação secular .....	12
1.3.1. Teorias da estrutura de capital .....	12
1.3.2. Financiamento: dívida versus capital próprio .....	13
1.3.3. Políticas de dividendos, recompra de ações e distribuições financeiras ...	14
1.3.4. Políticas de investimento .....	18
1.3.5. Gestão do risco e liquidez .....	19
1.3.6. Alocação de ativos .....	20
1.3.7. Outras tendências e implicações financeiras .....	23
Capítulo 2 – Enquadramento metodológico .....	26
2.1. Metodologia .....	26
2.2. Objetivos do estudo .....	26
2.3. Recolha de dados .....	26
2.4. Procedimentos .....	26
Capítulo 3 – Apresentação e discussão dos resultados .....	29
3.1. Impactos na estrutura de capital e gestão da dívida .....	29

3.2. Impactos nas políticas de investimento e distribuição de dividendos .....	30
3.3. Impactos na gestão do risco e liquidez .....	31
3.4. Estratégias empresariais face a uma possível estagnação secular .....	32
3.4.1. Siemens AG .....	32
3.4.2. Allianz SE .....	33
3.4.3. SAP SE .....	34
3.4.4. BNP Paribas .....	34
3.5. Análise comparativa .....	36
Conclusão .....	38
Referências .....	40

## Índice de figuras

Figura 1.	Distribuição de dividendos em empresas norte-americanas 2018-2024 .....	16
Figura 2.	Recompra de ações nos EUA 2018-2024 .....	17
Figura 3.	Ativos do mercado privado sob gestão 2016-2023 .....	23
Figura 4.	Fusões e aquisições globais 2018-Q1 2025 .....	24
Figura 5.	Fluxograma do método PRISMA .....	27

## Índice de tabelas

Tabela 1.	Diferenças entre a estagnação secular de Hansen e Summers .....	6
Tabela 2.	Comparação das estratégias financeiras face à estagnação secular .....	36

## Lista de siglas, acrónimos e abreviaturas

ALM	-	<i>Asset-Liability Management</i>
BCE	-	Banco Central Europeu
BEI	-	Banco Europeu de Investimento
CET1	-	<i>Common Equity Tier 1</i>
CRM	-	<i>Customer Relationship Management</i>
CSR	-	<i>Corporate Social Responsibility</i>
DEGREE	-	<i>Decarbonization, Ethics, Governance, Resource Efficiency, Equity e Employability</i>
EPS	-	<i>Earnings per share</i>
ESG	-	<i>Environment, Social and Governance</i>
EUA	-	Estados Unidos da América
FMI	-	Fundo Monetário Internacional
HCM	-	<i>Human Capital Management</i>
I&D	-	Investigação e desenvolvimento
IS-LM	-	<i>Investment–Saving / Liquidity Preference–Money Supply</i>
M&A	-	<i>Merges &amp; Acquisitions</i>
PIB	-	Produto Interno Bruto
PIMCO	-	Pacific Investment Management Company
PME	-	Pequenas e Médias Empresas
PRISMA	-	<i>Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses</i>
S&P	-	<i>Standard &amp; Poor’s</i>
SIFMA	-	<i>Securities Industry and Financial Markets Association</i>
TCFD	-	<i>Task Force on Climate-related Financial Disclosures</i>
TI	-	Tecnologias da Informação
UE	-	União Europeia

## Introdução

Incerteza. No último século e, principalmente, nos últimos anos, tornámo-nos mais conscientes de que certezas temos poucas e que precisamos de analisar eventos de forma crítica por isso mesmo (Duflo & Banerjee, 2019). Em todas as áreas de conhecimento. Escusado será afirmar que a Economia e o seu impacto na Gestão de uma empresa é uma delas.

Mesmo com o advento da Internet e o consequente desenvolvimento de novas tecnologias, pode-se verificar um crescimento das economias desenvolvidas muito aquém do esperado (Gordon, 2016). O termo introduzido inicialmente para descrever tal acontecimento foi a estagnação secular no final da década de 30 (Hansen, 1939). Estagnação devido ao quase não-crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) das economias dos países desenvolvidos, como os Estados Unidos da América, e secular porque projetava-se que não seria algo cíclico, mas sim algo que se estendesse no tempo (século).

A débil performance económica dos países desenvolvidas pode ser explicada pela hipótese da estagnação secular (Summers, 2014). No entanto, é um tema que divide economistas quanto à sua capacidade de explicar esse fenómeno na sua totalidade (Bucchianico, 2019). Quer do lado da procura e da oferta, a busca de alternativas que consigam justificar este plateau é deveras crucial de forma a entender quais as consequências para o tecido empresarial (Caballero et al., 2017)

O objetivo de estudo passa por isso mesmo, especialmente pelos impactos que a estagnação secular traz para a estratégia financeira das empresas. Depois das bem conhecidas crises económico-financeiras das últimas décadas, adicionando o colapso mundial aquando da pandemia COVID-19, as empresas passaram a tomar decisões com um carácter mais conservador, evidenciando cautela, de forma a protegerem a sustentabilidade do negócio. Assim sendo, parte-se de uma revisão teórica que integra não só os contributos de Hansen, Summers e outros investigadores no que respeita à estagnação secular, como também o relacionamento com as teorias macroeconómicas, passando por conceitos de finanças empresariais. A investigação adota uma abordagem qualitativa que assenta na análise de quatro empresas europeias representativas de diferentes setores de atividade em que se demonstra as principais tendências e ajustes feitos a nível das suas estratégias financeiras.

## Capítulo 1

### Revisão de literatura

#### 1.1. Contexto histórico e enquadramento teórico

O conceito de estagnação secular surge como resposta ao crescimento económico limitado em situações de crise prolongada, marcado por uma fraca procura e subutilização dos recursos. Desenvolvido por Alvin H. Hansen na década de 1930, o tema voltou ao centro do debate académico no século XXI, sobretudo após a crise financeira de 2008, sendo reformulado por Lawrence Summers (2014). Nos pontos seguintes, exploram-se as principais formulações teóricas associadas a este conceito.

##### 1.1.1. Década de 30 e Alvin H. Hansen

O conceito de estagnação secular visava alertar para os níveis baixos de crescimento económico após quase uma década desde a Grande Depressão de 1929 que assolou os Estados Unidos da América e, conseqüentemente, se alastrou internacionalmente. Hansen (1939) propõe que a essência da estagnação secular se traduz em “recuperações ténues que morrem na sua infância e depressões que se alimentam de si mesmas e criam um núcleo duro e aparentemente inamovível de desemprego”. De forma abreviada, a estagnação secular traduz-se na incapacidade estrutural da economia em alcançar o pleno emprego, na ausência de investimentos privados suficientemente robustos que permitam colmatar o hiato entre a produção potencial e a procura agregada. Num cenário de pleno emprego, esse hiato tenderia a desaparecer, eliminando simultaneamente o subaproveitamento dos recursos produtivos. Menciona ainda que os principais motores de investimento são o crescimento populacional, novos territórios e descoberta de novos recursos, e inovação tecnológica, apesar dos dois primeiros terem pouca relevância a partir da década de 30 (Hansen, 1939). No seu trabalho, Hansen estabelece três fatores estruturais por detrás da potencial estagnação:

1. **Diminuição do crescimento demográfico:** à medida que as taxas de natalidade diminuem, a procura de mão-de-obra diminui, levando à redução do consumo. (procura fraca). Normalmente, um crescimento demográfico impulsiona o crescimento económico (Eurostat, 2025). Dados mostram que a taxa de fertilidade diminuiu acentuadamente no início do século XX nos Estados Unidos. Pode-se verificar que em 1900 o número total de nascimentos por mulher estabelecia-se em

cerca de 3.56 e que em 1930, apenas 30 anos depois, este número reduz-se para 2.45 nascimentos por mulher (Haines, 2008).

2. **Maturidade tecnológica:** Hansen (1939) observou que várias indústrias tinham atingido a sua maturidade tecnológica nos anos 30. Setores como a agricultura, têxteis e a indústria transformadora tornaram-se mais eficientes desde a sua criação (Federal Reserve Board, 1931). Esta maturidade levou a um decréscimo nas oportunidades para impulsionar o crescimento económico através de novos investimentos, limitando assim a expansão da economia do país.
3. **Expansão territorial limitada:** a década de 30 marca uma época em que as oportunidades para expansão territorial e descoberta de novos recursos deixam de estar disponíveis. Uma expansão territorial por si só é limitada às fronteiras existentes e até quase autoexplicativa (Gibson & Jung, 2002) Dados sobre a população norte-americana mostram um contraste drástico entre o início do século XIX e 1930. De 5.3 milhões para quase 123 milhões de habitantes, é notório o advento da expansão territorial e de novos recursos ao longo dos 130 anos de janela temporal (Martin, 2024).

A teoria de Hansen (1939) postulava que sem qualquer intervenção externa, a economia poderia experienciar uma estagnação de longa duração caracterizada por pouco investimento, taxas de crescimento mais baixas e a subutilização do potencial da mão-de-obra. De acordo com o autor, o problema central traduzia-se no desequilíbrio entre investimento e poupança, isto porque quando a poupança é maior que o investimento, guarda-se o dinheiro em vez de o investir, restringindo assim o crescimento económica do país (Ramey, 2020). Sem qualquer intervenção externa, por exemplo ao nível de políticas orçamentais por parte do governo, bem como aliada à maturidade tecnológica e desaceleramento no crescimento da população, a atividade económica do país irá assistir a um longo período de estagnação. Dados de 1930 da Reserva Federal Norte-Americana apontam para um excesso na poupança, apesar do desemprego generalizado e do subaproveitamento da mão-de-obra (Federal Reserve Board, 1931).

### **1.1.2. O relançamento da estagnação secular por Lawrence Summers**

Atualmente, e de uma forma bastante simplista, a estagnação secular é caracterizada por um longo período de lento crescimento económico, taxas de juro baixas persistentes e inflação

baixa. Contudo, importa salientar que não existe consenso entre os demais economistas da atualidade sobre as causas ou até sobre a existência de uma estagnação secular. Após Hansen (1939), é em 2013 que esta hipótese vem novamente ao debate por Lawrence Summers (2014), na conferência anual do Fundo Monetário Internacional (FMI), principalmente no que toca às políticas monetárias adotadas pelas diferentes economias. A hipótese inicial defendida por Summers viria a sofrer ajustes. Inicialmente defendia que o ciclo dos negócios afetava as tendências de crescimento, reforçado por outros estudos conduzidos no final dos anos 80 e durante a década de 90 (Summers, 2014). É nesta conferência que Summers defende que a economia mundial estava perante uma era de estagnação secular caracterizada pela escassez por parte da procura, prejudicando assim o crescimento económico e levando a baixas taxas de juro.

Summers (2016) destaca vários fatores fundamentais que podem contribuir para a estagnação secular:

1. **Alterações demográficas:** o envelhecimento da população nas economias avançadas, como EUA e Europa, poderia reduzir a procura global. Isto porque a população mais velha tende a trabalhar menos e a poupar mais para a reforma, levando a uma redução no consumo (Bloom et al., 2011), que como é sabido é uma variável importante para o crescimento do produto interno bruto. Dados mostram que a idade média de cidadãos norte-americanos aumentou de 35.3 anos para 39.2 anos no período compreendido entre 2000 e 2023 (U.S. Census Bureau, 2001; 2025). Na zona euro, a tendência é a mesma. Pode-se observar uma evolução crescente na idade média dos cidadãos europeus de 38 anos para 44.7 anos no período compreendido entre 2001 e 2024 (Eurostat, 2020; 2025).
2. **Diminuição no investimento:** embora a economia mundial tenha registado avanços tecnológicos notáveis na década de 2000, muitos dos setores existentes já tinham sofrido grandes mudanças tecnológicas, o que leva a menos espaço para investimentos transformadores (Gordan, 2016). Este desaceleramento é evidente nos EUA, onde se pode verificar uma diminuição no crescimento do investimento empresarial de cerca de 7% por ano na década de 80 para apenas cerca de 3% por ano entre os anos 2000 e 2019 (U.S. Bureau of Economic Analysis, 2025).
3. **Excesso de poupança:** Summers destaca ainda o desequilíbrio entre a poupança e o investimento a nível mundial. Países como a China têm registado elevadas taxas de poupança, enquanto outros países desenvolvidos têm registado baixas taxas de

investimento (Yahan & Qitong, 2025). Este excesso de poupança tem contribuído para taxas de juro baixas e para uma procura insuficiente de bens e serviços (Rachel & Summers, 2019).

4. **Políticas monetárias:** Summers defendeu que os bancos centrais têm capacidade limitada para estimular a procura quando as taxas de juro já estão próximas de zero, ou seja, a política monetária convencional tem efeitos limitados no estímulo ao investimento e ao consumo. Quer a U.S. Federal Reserve, quer o Banco Central Europeu mantiveram as taxas de juro perto de zero por cerca de uma década (U.S. Federal Reserve, 2025) (European Central Bank, 2025).

A teoria de Summers (2016) tem vindo a ser suportada por dados reais que mostram tendências de estagnação a longo prazo em economias avançadas como o crescimento lento do PIB, as taxas de juro baixas, o declínio da mão-de-obra devido ao envelhecimento da população e a recuperação lenta dos mercados de trabalho, e as fracas taxas de investimento (Tabela 1).

Todos estes fatores têm grande influência nas políticas implementadas atualmente, bem como futuras. Desta forma, os decisores políticos deverão mudar o seu foco dos instrumentos de gestão tradicionais como políticas monetárias, para outras formas diretas de estímulo orçamental e investimento. Uma das sugestões passa pelo gasto público, onde uma política orçamental orientada ao investimento em infraestruturas, investigação e desenvolvimento (I&D) e educação pode levar a um *boost* na procura e estimular a economia, ajudando a colmatar o hiato deixado pelo investimento do setor privado. Por outro lado, passa pela coordenação global entre países com uma política orçamental internacional que ajude no investimento em economias emergentes.

**Tabela 1**

*Diferenças entre a estagnação secular de Hansen e Summers*

	<b>Hansen</b>	<b>Summers</b>
Contexto	Após a Grande Depressão – 1930	Após a crise financeira de 2008 – 2010
Principais fatores	Diminuição do crescimento da população; fim da expansão do território	Excesso de poupança; procura fraca; taxas de juro baixas; populações envelhecidas; desigualdade nos rendimentos
Taxas de juro	Taxas baixas insuficientes para estimular crescimento	Taxas nulas ou negativas incapazes de estimular a procura
Políticas	Investimento público; intervenção do governo	Estímulos orçamentais; redução das desigualdades; investimento em infraestruturas
Mudança tecnológica	Menos inovações revolucionárias; reduzida criação de capital	Tecnologia reduz necessidade de investimento devido a ganhos de eficiência
Globalização	Foco nos EUA e Europa Ocidental	Ênfase nos fatores globais, fluxos de capitais e desequilíbrios comerciais
Demografia	Foco na diminuição da taxa de natalidade	Envelhecimento da população; desequilíbrios na poupança a nível global

Fonte: Elaboração própria

### **1.1.3. Outros defensores da teoria da estagnação secular**

Apesar de ter começado como uma hipótese por Hansen e, mais tarde, relançada por Summers, já como uma teoria, muitos são aqueles que suportam e expandem a teoria de que estamos perante uma estagnação secular.

Olivier Blanchard, antigo Economista-Chefe do FMI, defende a teoria da estagnação secular com especial ênfase nas taxas de juro baixas e no desempenho insuficiente persistente das economias avançadas, apontando o crescimento dos EUA de apenas 2.2% entre os anos 2009 a 2019 (U.S. Bureau of Economic Analysis, 2025). Sugere ainda que o crescimento só se tornará robusto com a escolha certa de políticas fiscais para estimular a procura (Blanchard, 2019).

Por outro lado, Paul Krugman (prémio Nobel da Economia em 2008) aponta fatores-chave explicativos como a combinação das alterações demográficas e o progresso mais lento da tecnologia. Reitera, lado a lado de Summers, sobre a importância de estímulos fiscais que contrariem a recuperação lenta das economias, alcançando taxa de emprego plena (Krugman, 2023).

Também Richard Koo e Brad DeLong defendem a teoria de que estamos atualmente perante uma estagnação secular. Koo acredita que as economias não conseguem recuperar para os níveis considerados normais, visto que quer as empresas, quer os governos, quer os indivíduos estão focados em pagar dívida e não em investir e consumir. Mais uma vez, apenas incentivos fiscais robustos conseguem alavancar a economia. Exemplo que nos traz é a evolução média do PIB japonês: 0.9% ao longo de quase duas décadas (período considerado entre 1990 e 2018) (Koo, 2014). DeLong, um dos principais economistas da Universidade de Berkeley na Califórnia, manifesta a sua preocupação com o facto da economia global estar a enfrentar desafios estruturais, como alterações demográficas e inovação a um ritmo lento, que impedem o regresso a taxas de crescimento elevadas. Sublinha ainda que embora a crise de 2008 tenha uma componente cíclica, os fatores subjacentes que conduziram a baixas taxas de crescimento são anteriores à crise e irão persistir a menos que sejam tomadas medidas políticas significativas para estimular a procura (Summers & DeLong, 2012).

Todos estes economistas salientam que a economia mundial está a enfrentar desafios estruturais significativos e de longo prazo, que incluem alterações demográficas, baixo investimento e estagnação tecnológica, conforme sugerido pelos dados anteriormente apresentados. Mostram ainda que após a crise de 2008, a estagnação secular não é um fenómeno temporário, mas sim um reflexo de forças económicas profundamente enraizadas. Defendem, portanto, a adoção de políticas orçamentais proactivas para a estimulação da procura, bem como abordar as causas profundas da estagnação com a finalidade de promover uma recuperação económica mais equilibrada e sustentável.

#### **1.1.4. Os críticos da estagnação secular**

Embora a ideia de estagnação secular, particularmente defendida por Lawrence Summers, tenha ganho uma atenção generalizada, vários economistas proeminentes expressaram ceticismo em relação a esta hipótese. Economistas como Robert Gordon, John Taylor, Nouriel Roubini e outros argumentam que o crescimento lento registado nas últimas décadas não é o resultado de uma tendência permanente para a estagnação, mas reflete antes um regresso a taxas de crescimento mais normais após um período de extraordinária expansão económica.

Um dos maiores críticos à estagnação secular é Robert Gordon, economista da Universidade Northwestern e autor do livro *The Rise and Fall of America Growth* (2016). Gordon argumenta que a economia, em particular dos EUA, está a sofrer um desaceleramento devido aos elevados níveis de crescimento registados no século XIX e no início do século XX

e não devido a um estado de estagnação duradouro (Gordon, 2016). Gordon sublinha 3 fatores-chave:

1. **Contexto histórico do crescimento:** afirma que os EUA registaram um crescimento económico sem precedentes desde o final do século XIX até ao início do século XX (“Idade de Ouro da inovação e crescimento”) devido a uma série de inovações tecnológicas transformadoras, como a máquina a vapor, o desenvolvimento da eletricidade, o saneamento moderno e o motor de combustão interna. Este período de crescimento foi rápido e único e não pode ser facilmente reproduzido atualmente, mesmo quando trazendo para a discussão a tecnologia digital.
2. **Progresso tecnológico mais lento:** de acordo com Gordon, a taxa de progresso tecnológico abrandou drasticamente desde a década de 70, particularmente em termos de inovações que conduzem a aumentos maciços de produtividade. Embora tecnologias digitais como a internet, os telemóveis e a inteligência artificial tenham tido impacto significativo, não correspondem à escala revolucionária das invenções anteriores.
3. **Alterações demográficas e envelhecimento da população:** tal como os defensores da teoria da estagnação secular, Gordon reconhece que os fatores demográficos devem ser considerados nas análises. No entanto, defende que estas alterações são um resultado natural após um longo período de elevado crescimento e não necessariamente um sinal de estagnação secular duradoura. Afirma ainda que as sociedades devem adaptar-se à realidade de um menor crescimento demográfico e que a inovação tecnológica, por si só, pode não ser suficiente para manter as elevadas taxas de crescimento observadas no passado.

Também John Taylor defende que a recuperação lenta das economias avançadas é consequência de políticas económicas fracas, com especial ênfase na intervenção monetária. Taylor considera que as taxas de juro baixas e as políticas de *quantitative easing* (com o objetivo de proporcionar alívio no curto prazo) aplicadas pelos bancos centrais após 2008 têm efeitos de distorção no crescimento económico. Alega ainda que embora as políticas monetárias tenham ajudado a estabilizar a economia, não foram a solução para se verificar um crescimento sustentável (Bucchianico, 2019).

Já Nouriel Roubini, conhecido por ter previsto a crise financeira de 2008, é outro economista que se mostra cético em relação à teoria da estagnação secular. Apesar de

reconhecer que o envelhecimento da população e taxas de juro baixas são desafiantes, não acredita que os mesmos levem a um período prolongado de estagnação. Segundo Roubini, a estagnação é uma fase cíclica que poderá levar a uma nova expansão global à medida que os mercados emergentes se continuem a desenvolver, lado a lado com o progresso tecnológico (Roubini, 2015).

Valerie A. Ramsey defende de que não se está perante uma estagnação secular, mas sim um período de dormência tecnológica, resultando num lento crescimento quer da produtividade, quer do PIB potencial. Apesar de concordar que os Estados Unidos da América se encontram num período de crescimento lento, não reconhece estar perante elevadas taxas de desemprego ou de baixo investimento – condições principais para a estagnação secular (Ramsey, 2020).

Ramsey afirma que o período de dormência tecnológica (“technological lull”) é um resultado normal e esperado face a uma descoberta. A inovação leva a variações a médio prazo no crescimento da produtividade, seguindo-se de períodos com menores variações (a longo prazo) até à chegada da próxima novidade relevante. Refere ainda, em concordância com vários economistas, que inovações tecnológicas de grande impacto no crescimento têm de ser em grande escala, com um propósito geral, não frequentes, aleatórias no tempo e, acima de tudo, disruptivas. A inserção da nova tecnologia pode levar a um decréscimo no crescimento devido à necessidade de adaptação das indústrias, das empresas existentes e, conseqüentemente, dos indivíduos.

A interpretação desta autora sugere que se terá de esperar pacientemente até ao próximo grande acontecimento tecnológico disruptivo, reforçando que as vagas tecnológicas acontecem e só passado alguns anos com a implementação da tecnologia é que a sociedade se apercebe do que está a acontecer com as mudanças subjacentes obrigatórias. Ramsey oferece-nos dados interessantes sobre o número de descobertas por ano entre 1900 e 1960. Curiosamente, a década de 30 é a que apresenta mais invenções por ano. Adicionalmente presenteia-nos com uma série referente ao fator de crescimento de produtividade total (Gordon, 2016), onde mostra que a mesma atinge o pico depois do discurso de Alvin H. Hansen em 1938, levando a suportar a ideia de que se encontravam numa vaga de inovação e apenas anos mais tarde é que tiveram os retornos destas novas criações.

Embora estes críticos reconheçam que a economia global enfrenta diversos desafios, não acreditam que estas questões conduzam a uma estagnação económica inevitável e permanente. Em vez disso defendem intervenções políticas que possam estimular o crescimento e conduzir a uma trajetória económica mais equilibrada e sustentável ao longo do tempo.

## **1.2. Estagnação secular e teoria macroeconómica**

A estagnação secular, proposta inicialmente por Hansen e posteriormente retomada por Summers, refere-se a um período prolongado de baixo crescimento económico, particularmente nas economias avançadas. Este fenómeno levantou questões fundamentais na teoria macroeconómica, especialmente no que diz respeito à persistência do baixo crescimento, apesar de várias intervenções, incluindo políticas orçamentais e monetárias.

Vários modelos macroeconómicos procuram explicar a persistência do baixo crescimento e da estagnação económica. Estes modelos estão principalmente centrados no desequilíbrio entre poupança e investimento, no papel do progresso tecnológico e nas restrições da procura e da oferta na economia.

### **1.2.1. Modelo Keynesiano**

O modelo keynesiano centra-se no papel da procura agregada como motor da atividade económica. Em períodos de estagnação, a perspetiva keynesiana defende que a procura insuficiente pode levar a períodos prolongados de baixo crescimento e elevado desemprego. A economia keynesiana postula que as economias são frequentemente suscetíveis a quedas na procura, especialmente em períodos de poupança elevada e baixo investimento. Quando a confiança do consumidor está fraca e os salários reais estagnam, os gastos do consumidor – um impulsionador essencial da procura agregada – diminuem, exacerbando a estagnação. Além disso, a elevada desigualdade de rendimentos pode suprimir ainda mais a procura, porque os indivíduos mais ricos tendem a poupar mais, reduzindo o consumo global. Para contrariar esta situação, a economia keynesiana defende a intervenção do governo, principalmente através da política fiscal, para estimular a procura através do aumento da despesa pública ou da redução dos impostos. A incapacidade de resolver adequadamente as deficiências da procura pode prender uma economia num equilíbrio de baixo crescimento, uma condição associada à estagnação secular (Keynes, 1936).

### **1.2.2. Modelo neoclássico**

Já o modelo de crescimento neoclássico de Robert Solow (1956) enfatiza o papel da acumulação de capital e do progresso tecnológico no crescimento a longo prazo. O modelo sugere que uma economia pode passar por um período de baixo crescimento quando não há inovação tecnológica suficiente para estimular a produtividade, especialmente quando há rendimentos decrescentes do investimento em capital físico (Solow, 1956). No entanto, no

contexto da estagnação, esse modelo torna-se problemático, uma vez que mesmo com a acumulação de capital, o crescimento desacelera se o progresso tecnológico estagnar.

### **1.2.3. Modelo IS-LM**

O modelo IS-LM para uma análise de curto prazo, estabelece a ligação entre três mercados (bens e serviços, monetário e títulos), através de duas variáveis endógenas, o produto ou rendimento e a taxa de juro, mantendo-se o pressuposto Keynesiano da rigidez de preços (Carvalho, 2008). Num contexto de estagnação, a curva IS torna-se mais plana à medida que a economia experiencia baixo investimento devido à combinação de fatores como procura fraca, poupança elevada e fraca confiança no setor privado. Também a curva LM, que representa o equilíbrio do mercado monetário, pode ficar plana devido às baixas taxas de juro, levando a uma situação em que as ferramentas tradicionais de política não conseguem impulsionar suficientemente a atividade económica. Como resultado, o modelo IS-LM sugere que, para enfrentar a estagnação, é necessário mais do que apenas política monetária — é também necessário um aumento do estímulo orçamental para impulsionar a procura (Hicks, 1937).

### **1.2.4. Hipótese do excesso de poupança**

Considerando a hipótese do excesso de poupança de Bernanke, a estagnação é impulsionada por um excesso de poupança em relação às oportunidades de investimento. Num mundo globalizado, os fluxos de capital das economias em desenvolvimento (como a China) para as economias desenvolvidas criaram um excesso de poupança, o que reduz as taxas de juro, mas não gera investimento adequado. Este desequilíbrio global agrava a estagnação nas economias avançadas, onde os rendimentos marginais do investimento são mais baixos (Bernanke, 2005), podendo levar à formação de “bolhas” de ativos e a uma maior instabilidade financeira (Caballero et al., 2017).

### **1.2.5. Modelo monetarista**

O modelo monetarista, associado principalmente a Milton Friedman, enfatiza o papel da oferta monetária no controlo da inflação e na influência do crescimento económico. Embora os monetaristas geralmente argumentem que as forças do mercado devem determinar a trajetória da economia, o modelo também destaca como a procura insuficiente — um componente da procura agregada — pode levar à estagnação. A perspetiva monetarista sugere que o baixo crescimento pode resultar da incapacidade de aumentar a oferta monetária ou de gastos

insuficientes por parte dos consumidores, empresas e governos. Mesmo que a oferta monetária seja aumentada, a fraca procura e a relutância em gastar ou investir podem resultar em estagnação. Na visão monetarista, a solução para a estagnação é aumentar a oferta monetária e permitir que as forças do mercado conduzam a recuperação. No entanto, se as empresas e os consumidores não estiverem dispostos a gastar (devido à incerteza ou ao excesso de poupança), a economia permanecerá atolada na estagnação, apesar da expansão monetária (Friedman, 1968).

### **1.3. Finanças empresariais na era da estagnação secular**

#### **1.3.1. Teorias da estrutura de capital**

A teoria da estrutura de capital trata da forma como as empresas financiam as suas operações e crescimento através de várias fontes de capital, tais como dívida e capital próprio. A decisão relativa à estrutura de capital ideal desempenha um papel crucial na maximização do valor da empresa e na minimização do seu custo de capital.

A Teoria da Irrelevância da Estrutura de Capital de Modigliani e Miller de 1958 sugere que, num mercado perfeito, o valor de uma empresa não é afetado pela forma como financia as suas operações, seja através de dívida ou capital próprio (Pinho & Tavares, 2012). No entanto, no mundo real, as imperfeições do mercado, tais como impostos, custos de falência e informação assimétrica, tornam as decisões relativas à estrutura de capital fundamentais.

Em períodos de taxas de juros baixas, as empresas são incentivadas a contrair mais dívidas, pois os custos dos empréstimos são baixos. Essa decisão é particularmente atraente quando uma empresa pode garantir dívidas de longo prazo com taxas fixas em níveis historicamente baixos. Uma vantagem importante é a proteção fiscal que a dívida oferece devido à dedutibilidade dos juros, o que pode reduzir significativamente a carga tributária geral de uma empresa (Brealey et al., 2014).

No entanto, com a persistência da estagnação secular, os retornos dos investimentos tornam-se mais incertos. Isso leva a um maior custo do capital próprio, pois os investidores exigem mais retorno para assumir o risco de mercados com baixo crescimento. Além disso, a dependência excessiva do endividamento aumenta o risco de falência, especialmente em uma economia estagnada, onde a geração de receitas é incerta.

A Teoria do *Trade-Off* da estrutura de capital postula que as empresas equilibram os benefícios da dívida com os custos. Num período de estagnação secular, as empresas podem

preferir reduzir a sua alavancagem para diminuir os custos financeiros, podendo resultar num custo de capital mais elevado a longo prazo.

À medida que os lucros das empresas se tornam mais voláteis num ambiente de baixo crescimento, as empresas podem optar por mais financiamento de capital para evitar o risco associado ao excesso de dívida. Por exemplo, empresas de tecnologia e empresas de biotecnologia, que muitas vezes enfrentam receitas imprevisíveis, podem optar por evitar o endividamento excessivo em favor da manutenção da flexibilidade financeira (Graham & Harvey, 2001).

### **1.3.2. Financiamento: dívida *versus* capital próprio**

Um dos principais temas nas empresas em períodos de estagnação é a escolha de como vão financiar a sua atividade: se através de dívida ou capital próprio. Tradicionalmente, a escolha entre dívida e capitais próprios tem sido orientada por fatores como o custo do capital, as condições de mercado e as estratégias empresariais.

Num período de estagnação e em que as taxas de juro estão baixas, é mais provável que a estratégia seja financiamento por dívida. Isto porque (1) o custo da dívida é menor (Kashyap, Tsoykos, & Vardoulakis, 2014) e (2) o controlo mantém-se, uma vez o financiamento por capitais próprios dilui a propriedade e o controlo.

Este ambiente tornou o financiamento por dívida mais atrativo para as empresas. O custo dos empréstimos tem-se mantido próximo de mínimos históricos, encorajando as empresas a alavancar a dívida como uma fonte de capital barata. De acordo com o Banco de Pagamentos Internacionais (BIS na nomenclatura anglo-saxónica), a dívida das empresas a nível mundial aumentou drasticamente desde a crise financeira de 2008, com a dívida das empresas não financeiras nas economias avançadas a atingir cerca de 90% do PIB até 2019, contra cerca de 60% no início da década de 2000 (BIS, 2019). A realidade de excesso de dívida é uma característica presente no ambiente económico pós-2008 (Funashima, 2020; Reinhart & Rogoff, 2014). Dados apontam que a dívida das empresas norte-americanas atingiu um máximo histórico em 2020 com 10,4 biliões de dólares (Boyarchenko et al., 2021).

Com o setor empresarial dos EUA a recorrer cada vez mais à emissão de dívida para financiar a expansão e operações, dados da Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA) mostram que, em 2020, as empresas norte-americanas emitiram 1,4 biliões de dólares em obrigações de empresas com grau de investimento, o que representa o nível de emissão mais elevado de que há registo (SIFMA, 2021). A procura por títulos com

grau de investimento permanece robusta, uma vez que apesar destes títulos apresentarem uma rentabilidade baixa, possuem uma liquidez alta. No entanto, se a empresa se endividar demasiado pode levar a limitar o investimento futuro, afetando o crescimento a longo prazo.

Apesar das vantagens do endividamento a baixo custo, a volatilidade da bolsa de valores e o potencial de diluição dos lucros continuam a fazer com que o financiamento com capitais próprios seja uma opção mais cautelosa para algumas empresas. A dependência do financiamento por capitais próprios tem sido mais acentuada em sectores de elevado crescimento, como a tecnologia, onde as empresas enfrentam menos pressão para gerar fluxos de caixa imediatos, mas necessitam de capital para I&D. Em contrapartida, os sectores maduros recorreram mais ao financiamento por dívida, tirando partido dos baixos custos dos empréstimos. O rácio de endividamento (D/E) das empresas americanas em 2020 era de 1,7, um aumento acentuado em relação a 0,8 em 2000 (U.S. Federal Reserve, 2020).

### **1.3.3. Políticas de dividendos, recompra de ações e distribuições financeiras**

Perante condições económicas incertas e poucas oportunidades de investimento, as empresas dão frequentemente prioridade ao retorno de valor para os acionistas. Normalmente, o retorno é feito através de estratégias financeiras como a distribuição de dividendos e de recompra de ações (*share buybacks*). Em períodos de fraco crescimento, as empresas podem reduzir os dividendos de acordo com as suas políticas internas, de forma a preservar a liquidez ou até mesmo adotar políticas de dividendos mais flexíveis (Miller & Modigliani, 1961). Já a recompra de ações permite à empresa comprar de novo as suas ações ao mercado, reduzindo assim o número total de ações em circulação, com a finalidade de aumentar o valor das restantes. Apesar da recompra de ações ser uma estratégia proeminente nos últimos anos, pode trazer consequências a longo prazo se as empresas não possuírem uma estratégia de reinvestimento de capital (Manconi et al., 2019).

À medida que as empresas navegam num ambiente de estagnação, a sua abordagem às políticas de dividendos tem evoluído. Com um crescimento económico lento, as empresas ajustaram as suas distribuições financeiras aos acionistas, estabelecendo um equilíbrio entre a recompensa dos investidores de forma a garantir que não ficam desapontados com a falta de retornos, e a retenção de capital para reinvestimento e crescimento. Apesar do teorema de Modigliani e Miller sugerir que os dividendos não deveriam afetar o valor da empresa, pagamentos elevados de dividendos podem sinalizar ao mercado que a empresa está em uma posição financeira sólida, mesmo na ausência de fortes perspectivas de crescimento. No entanto,

essa estratégia não é isenta de riscos, pois pagamentos excessivos podem levar à redução do reinvestimento e prejudicar as perspectivas futuras da empresa.

Historicamente, as empresas têm utilizado os dividendos como forma de distribuir lucros aos acionistas. No entanto, no ambiente de baixo crescimento da estagnação secular, os rácios de distribuição de dividendos têm flutuado à medida que as empresas avaliam a sua saúde financeira a longo prazo. Muitas empresas passaram a reter lucros para financiar investimentos internos ou recompras de ações, em vez de aumentar o pagamento de dividendos, refletindo uma tendência mais ampla de conservação de capital na sequência da crise financeira de 2008. Desta forma, as empresas conseguem posicionar-se estrategicamente de forma a resistir a choques económicos e/ou até investir em projetos de longo prazo que poderão gerar um retorno mais elevado num futuro incerto.

Assim sendo, as políticas de retenção tornam-se cruciais. Numa economia em estagnação, as empresas podem manter mais reservas de caixa como medida de precaução. A teoria da hierarquia de prioridades das finanças corporativas, proposta por Myers em 1984, sugere que as empresas preferem usar primeiro o financiamento interno (lucros retidos), depois a dívida e, por último, emitir ações quando o financiamento externo é necessário (Corporate Finance Institute, n.d.). No entanto, dados apontam que financiamento interno não é suficiente para cobrir o gasto médio com investimento (Murray & Vidham, 2023). De acordo com Brav et al. (2005), as empresas do S&P 500 têm-se tornado cada vez mais conservadoras no pagamento de dividendos, optando por reter mais lucros para fortalecer os seus balanços. Esta tendência tem sido particularmente utilizada em empresas de tecnologia, como a Apple e a Microsoft, que têm utilizado os lucros retidos para recompra de ações e reinvestimento em inovação.

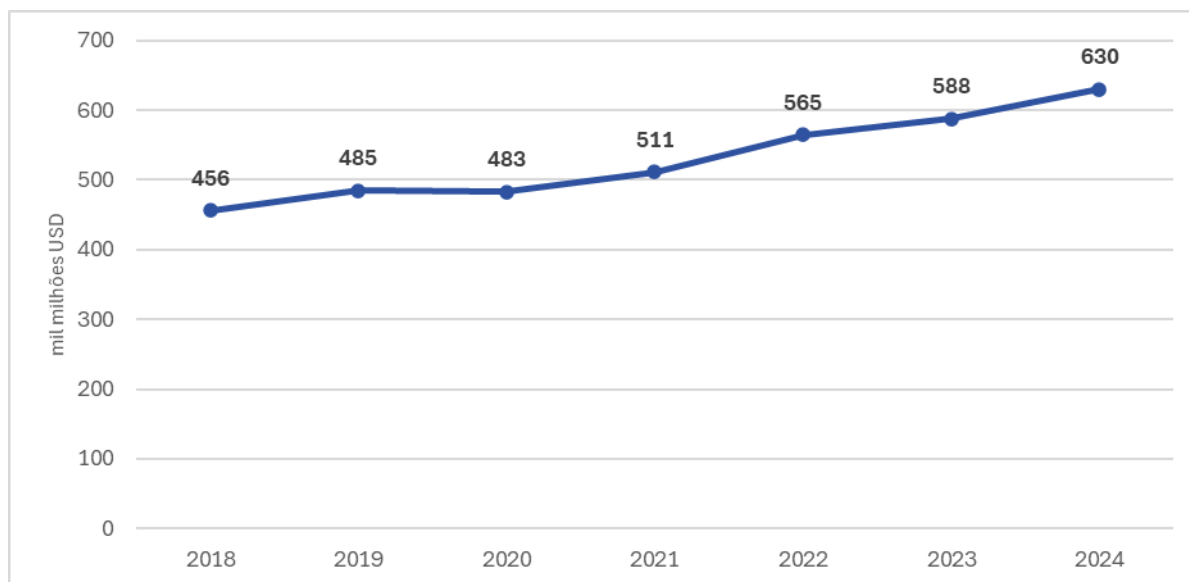
Dados do Gabinete de Análise Económica dos EUA mostram que o rácio de distribuição de dividendos das empresas americanas diminuiu de cerca de 50% na década de 1990 para 40% na década de 2010 (Fred, 2025), com as empresas a reterem cada vez mais os lucros para fortalecer os seus balanços em resposta à incerteza do mercado. No entanto, os pagamentos de dividendos mantiveram-se resistentes em sectores com fluxos de caixa estáveis, como os serviços de utilidade pública e os bens de consumo básicos.

Esta tendência pode ser observada de forma empírica na evolução recente da distribuição de dividendos pelas empresas norte-americanas. Apesar de flutuações pontuais, os dados revelam uma trajetória globalmente ascendente, refletindo uma prática contínua de recompensa

aos acionistas, mesmo num contexto de crescimento económico contido e elevada incerteza (Figura 1).

### Figura 1

*Distribuição de dividendos em empresas norte-americanas 2018-2024*



Fonte: Elaboração própria

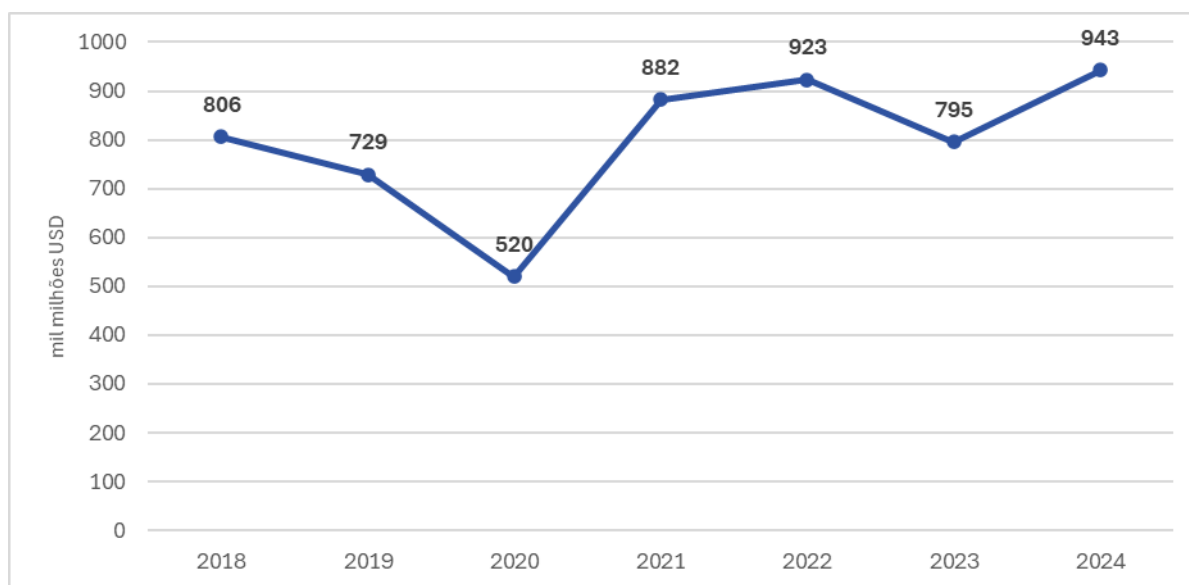
Os pagamentos de dividendos das empresas norte-americanas apresentam uma tendência de crescimento sustentado ao longo da última década. Valores de 2018 apresentam um total de 456 mil milhões de dólares, 2019 termina com um total de 485 mil milhões de dólares (S&P Dow Jones Indices, 2024). No entanto, em 2020 existe um decréscimo de 2.3 mil milhões de dólares associado à crise pandémica COVID-19. 2021 recupera para um total histórico de 511 mil milhões de dólares (S&P Dow Jones Indices, 2024). 2022, 2023 e 2024 não desapontam e voltam a determinar novos recordes com pagamentos de dividendos de aproximadamente 565, 588 e 630 mil milhões de dólares, respetivamente (Randewich, 2020; S&P Dow Jones Indices, 2024; S&P Dow Jones Indices, 2025), evidenciando a preferência contínua pela distribuição aos acionistas em alguns sectores.

As recompras de ações tornaram-se uma alternativa cada vez mais popular ao pagamento de dividendos, sobretudo num contexto de baixo crescimento e de baixas taxas de juro. As empresas recorreram às recompras para reduzir a oferta de ações, aumentar os lucros por ação (EPS – *Earnings per share*) e impulsionar os preços das ações, aumentando assim o valor para os acionistas sem aumentar os dividendos.

A par do aumento consistente nos pagamentos de dividendos, as empresas norte-americanas têm também recorrido de forma expressiva à recompra de ações como estratégia de distribuição de valor. Esta abordagem alternativa ganhou particular destaque na última década, refletindo-se nos valores acumulados de recompra observados entre 2018 e 2024 (Figura 2).

**Figura 2**

*Recompra de ações nos EUA 2018-2024*



Fonte: Elaboração própria

O montante total das recompras de ações nos EUA atingiu um record de 806 mil milhões de dólares em 2018, 729 mil milhões de dólares em 2019, 520 mil milhões de dólares em 2020 (S&P Dow Jones Indices, 2021). Desde 2021, os valores publicados pelo S&P não desapontam, refletindo a preferência crescente por este método de distribuição financeira 2021 atingiu a marca dos 882 mil milhões de dólares, ultrapassando os valores pré-pandemia (S&P Dow Jones Indices, 2024). 2022 continua a crescer, terminando o ano com 923 mil milhões de dólares (S&P Dow Jones Indices, 2024). Mesmo com 2023 a terminar com um decréscimo de 128 mil milhões de dólares (S&P Dow Jones Indices, 2024), 2024 recupera com um novo record de 943 mil milhões de dólares (S&P Dow Jones Indices, 2025). Para muitas empresas, especialmente as que dispõem de reservas de tesouraria substanciais, as recompras tornaram-se a principal forma de restituir valor aos acionistas. Embora as recompras tenham sido elogiadas pelo seu efeito positivo sobre os preços das ações, poderão estar a ser feitas à custa do investimento na inovação e crescimento a longo prazo. Esta estratégia de distribuição tem sido aplicada

frequentemente em empresas maduras do setor tecnológico, onde existe registo de fluxos de caixa robustos e oportunidades limitadas de reinvestimento.

Num mundo em eventual estagnação secular, as empresas estão cada vez mais a equilibrar dividendos e recompras como parte da sua estratégia de afetação de capital. Em sectores como a tecnologia, onde as oportunidades de investimento são abundantes, mas as perspetivas de crescimento são incertas, as empresas têm estado na vanguarda da combinação de ambos os métodos. A título de exemplo, a Apple gastou mais de 73 mil milhões de dólares em recompras de ações em 2020, mas também distribuiu dividendos no valor total de 14.5 mil milhões de dólares no mesmo ano (Apple Inc., 2020). Essa combinação permite que as empresas recompensem os acionistas, mantendo a flexibilidade na sua estrutura de capital.

Em setores sujeitos a recessões cíclicas, as empresas tendem a acumular cada vez mais reservas de caixa como forma de seguro contra incertezas. Uma pesquisa realizada descobriu que empresas com níveis mais elevados de reservas de caixa eram mais capazes de resistir a recessões económicas (Faulkender & Wang, 2006). Em setores onde o desenvolvimento de produtos e a procura são altamente incertos, manter a liquidez torna-se um componente essencial da estratégia corporativa.

#### **1.3.4. Políticas de investimento**

Num ambiente caracterizado por baixo crescimento e taxas de juro baixas, as empresas enfrentam um cenário de investimento desafiante. A decisão sobre investimentos de capital a longo prazo torna-se crucial, particularmente em I&D e planos de expansão.

Uma das principais áreas afetadas pelos baixos retornos esperados é o investimento em I&D, que é frequentemente vista como uma estratégia de crescimento a longo prazo, mas em períodos de estagnação, os retornos desses investimentos tornam-se mais incertos. Quando os retornos esperados são baixos, as empresas podem adiar ou reduzir as suas despesas com I&D, especialmente se não tiverem certeza da procura futura do mercado por novos produtos (Brown et al., 2015).

Os investimentos de capital de longo prazo em ativos físicos, como fábricas e infraestruturas, também são afetados pela estagnação secular. Com a falta de procura e as fracas perspetivas de crescimento, as empresas podem preferir manter o dinheiro em caixa em vez de investir em planos de expansão que podem não render retornos elevados. À medida que as empresas se adaptam a estes baixos retornos, a eficiência marginal do capital (conforme descrita por Keynes) também diminui, levando a uma maior cautela nas decisões de investimento.

Além disso, as empresas em setores de baixo crescimento podem optar por manter a capacidade existente em vez de expandi-la, uma vez que o potencial de procura futura permanece incerto.

### 1.3.5. Gestão do risco e liquidez

As estratégias de gestão do risco foram ajustadas, levando à concentração na diversificação das carteiras de investimentos de baixo risco, manutenção das reservas de liquidez e evitamento do endividamento excessivo para reduzir a vulnerabilidade financeira. Como é de esperar, as empresas tornaram-se mais relutantes ao risco e, por isso, têm preferência por ativos seguros, como títulos do governo e investimentos a curto prazo.

Numa era de estagnação onde a incerteza reina, os gestores financeiros podem ter de sugerir e implementar ajustes nas estratégias empresariais no que toca à gestão do risco e às práticas correntes de afetação de ativos.

Em resposta a uma estagnação prolongada, as empresas tendem a deter mais ativos líquidos e a adotar estratégias de investimento conservadora. A aversão ao risco é superior ao considerado como normal até ali, o que significa que as empresas dão prioridade à liquidez e à estabilidade a curto prazo em detrimento do crescimento a longo prazo e como proteção contra futuras recessões económicas. A tendência para a acumulação de liquidez tem sido particularmente evidente nos setores tecnológico e farmacêutico (Federal Reserve Bank of Kansas City, 2024; Jolley, 2025)

As estratégias financeiras empresariais num período de estagnação secular são fortemente influenciadas por fatores externos, entre os quais:

- **Políticas governamentais:** políticas fiscais, como os incentivos fiscais e os subsídios, podem incentivar as empresas a investir em determinados sectores, onde as reduções de impostos introduzidas em vários países durante períodos de estagnação podem levar as empresas a investir mais (mesmo que estas se concentrem principalmente na recompra de ações e não em investimentos em I&D).
- **Políticas dos bancos centrais:** as decisões dos bancos centrais no que toca a taxas de juro e ao *quantitative easing* desempenham um papel fundamental na definição das estratégias financeiras das empresas. Estas políticas afetam o custo do capital, tornando os empréstimos mais baratos, influenciando também o sentimento dos investidores e a apetência pelo risco.

Em ambientes de baixo crescimento, o cenário de risco muda significativamente. As medidas de risco tradicionais, como a volatilidade do mercado, podem permanecer baixas devido ao crescimento moderado, mas os riscos associados às baixas taxas de juro, à fraca procura e aos choques económicos podem ter um impacto mais profundo na estabilidade financeira a longo prazo. As empresas e os investidores devem, por conseguinte, adotar uma abordagem mais ampla e dinâmica da gestão dos riscos.

Em resposta ao baixo crescimento e ao ambiente económico incerto, as empresas e os investidores institucionais recorrem cada vez mais a estratégias de diversificação e de cobertura de risco. A diversificação entre classes de ativos, sectores e regiões geográficas ajuda a atenuar o impacto de recessões económicas localizadas (Arnott & Hampton, 2025). Já as estratégias de *hedging*, incluindo a utilização de derivados, podem proteger contra riscos como as flutuações das taxas de juro, a volatilidade da moeda e as oscilações dos preços das matérias-primas. Por exemplo, em ambientes de baixo crescimento, os *swaps* de taxas de juro e as coberturas cambiais podem proteger as empresas de movimentos adversos do mercado que possam surgir devido ao abrandamento económico global.

O risco de crédito torna-se assim uma questão crucial para as instituições financeiras. Num ambiente de baixas taxas de juro, os custos de empréstimo para as empresas e para os governos permanecem baixos, mas os níveis de dívida aumentam, o que pode conduzir a riscos de incumprimento mais elevados, especialmente em sectores fortemente dependentes da alavancagem. Assim, as instituições financeiras devem implementar avaliações de crédito e testes de resistência mais rigorosos, garantindo que estão preparadas para choques adversos na economia ou para alterações súbitas nas taxas de juro. Além disso, os títulos garantidos por ativos e outros instrumentos podem ajudar a gerir a exposição ao risco de crédito.

Também a gestão da liquidez é fundamental ter em consideração uma vez que as empresas costumam manter grandes saldos de caixa para garantir que possam enfrentar possíveis recessões ou financiar novas oportunidades. Essa estratégia é especialmente comum entre empresas de setores intensivos em capital, como energia, automóvel e farmacêutico. A gigante Apple é um exemplo na acumulação de dinheiro em várias moedas de forma a manter a flexibilidade e reduzir os custos operacionais (Kovar, 2018).

### **1.3.6. Alocação de ativos**

Numa realidade de baixo crescimento, os ativos tradicionais como as ações e as obrigações podem não oferecer os mesmos níveis de rentabilidade. Consequentemente, os

investidores institucionais, os fundos de pensões e as sociedades de capital de risco estão a afetar cada vez mais fundos a ativos alternativos como o imobiliário, as infraestruturas, o capital de risco e as matérias-primas. Alguns destes alinham com a tendência da procura pela sustentabilidade nas finanças empresariais, resultando tanto em retorno financeiro como benefícios ambientais a longo prazo. Dados apontam que o investimento em capital privado aumentou drasticamente desde 2020, representado assim uma mudança significativa para ativos alternativos devido à limitação do potencial de crescimento dos mercados tradicionais (Edlich et al., 2025; Garwood, 2025).

Com as taxas de rendibilidade das obrigações do Tesouro a manterem-se próximas de mínimos históricos, os investidores voltaram-se para ativos de rendimento fixo mais arriscados, como as obrigações de elevado rendimento e a dívida de mercados emergentes, com o objetivo de obterem rendimentos mais elevados (S&P Global, 2021). No entanto, isto aumenta a exposição ao risco de crédito. Desta forma, investidores devem também considerar o impacto potencial das baixas taxas de juro nos fundos de pensões e nas companhias de seguros que dependem fortemente dos rendimentos das obrigações para cumprir as obrigações a longo prazo. Um período prolongado de taxas baixas poderia obrigar estas instituições a ajustar as suas estratégias de gestão de ativos e passivos.

Embora o mercado de ações possa permanecer volátil em ambientes de baixo crescimento, sectores como os serviços públicos, os bens de consumo básico e os cuidados de saúde, tendem a ter um melhor desempenho devido à sua estabilidade e procura consistente, mesmo em tempos de estagnação económica. Exemplo disso são os resultados do Standard & Poor's (S&P) 500 *Utilities* que superou o desempenho do mercado mais vasto em 7% no ano 2020 (Pound, 2020), refletindo a resiliência dos sectores defensivos durante períodos de fraco crescimento económico. Para os investidores a longo prazo, o aumento das alocações a estes sectores defensivos e às ações que pagam dividendos pode proporcionar retornos estáveis, apesar da maior volatilidade do mercado.

A influência de fatores externos também é relevante nos ajustes das políticas financeiras e fiscais atuais. Riscos geopolíticos, incluindo guerras comerciais, alterações regulamentares e instabilidade política, podem levar a um exacerbamento dos desafios atuais. Desta forma, as empresas devem continuar a ajustar as suas políticas financeiras para mitigar estes riscos através da diversificação das cadeias de abastecimento e exploração de outras estratégias de *hedging*. A guerra comercial entre os EUA e a China, bem como o Brexit, são exemplos de como os fatores externos podem perturbar os mercados e criar riscos adicionais a empresas que operam

a nível global. O ano de 2019 também foi palco de uma das maiores disrupções vistas no mercado, com o declínio de 5.3% no comércio global em 2020 devido maioritariamente à pandemia COVID-19 (World Trade Organization, 2020).

Também os bancos centrais mantiveram as taxas de juro baixas e implementaram o *quantitative easing* (QE), uma política monetária que consiste na injeção de liquidez no mercado através da compra de títulos públicos e privados para estimular a atividade económica. No entanto, políticas monetárias por si só não são suficientes para tal quando as taxas de juro estão muito próximas de zero. Já os governos viraram-se para medidas de estímulo orçamentais, incluindo projetos de infraestruturas, programas de apoio sociais e redução de impostos. Contudo, políticas deste género tendem a sofrer escrutínio elevado, uma vez que levam ao aumento da dívida em muitas economias avançadas. De acordo com FMI, o estímulo orçamental global para combater os efeitos da pandemia COVID-19 atingiu os 14 biliões de dólares, levando assim a um maior endividamento de países com uma dívida já considerável (FMI, 2021).

A crescente atenção dada à sustentabilidade ambiental introduziu novos riscos, mas também novas oportunidades financeiras. As alterações climáticas representam um risco a longo prazo para os mercados financeiros, podendo afetar o valor dos ativos, bem como a estabilidade económica. Como resultado, a divulgação de informações sobre os riscos relacionados com o clima e as práticas de investimento sustentáveis estão a tornar-se cada vez mais relevantes. Empresas proativas neste campo e que integram esta nova dinâmica nas suas estratégias financeiras, estão mais bem posicionadas para enfrentar os desafios de um ambiente de baixo crescimento (Demski et al., 2025).

Em suma, as estratégias de gestão do risco devem evoluir para lidar com o cenário em mudança dos riscos financeiros, incluindo risco de crédito, volatilidade do mercado e incertezas geopolíticas. As estratégias de alocação de ativos já estão a mudar para investimentos alternativos, setores defensivos e diversificação global para melhor navegar pela instabilidade do mercado. A necessidade de ajustes sólidos nas políticas financeiras é clara: as empresas e os governos devem adotar estratégias dinâmicas e flexíveis que levem em conta esses riscos e oportunidades de longo prazo. Ao fazer isso, criam caminhos de crescimento sustentável, mesmo diante de uma persistente estagnação económica.

### 1.3.7. Outras tendências e implicações financeiras

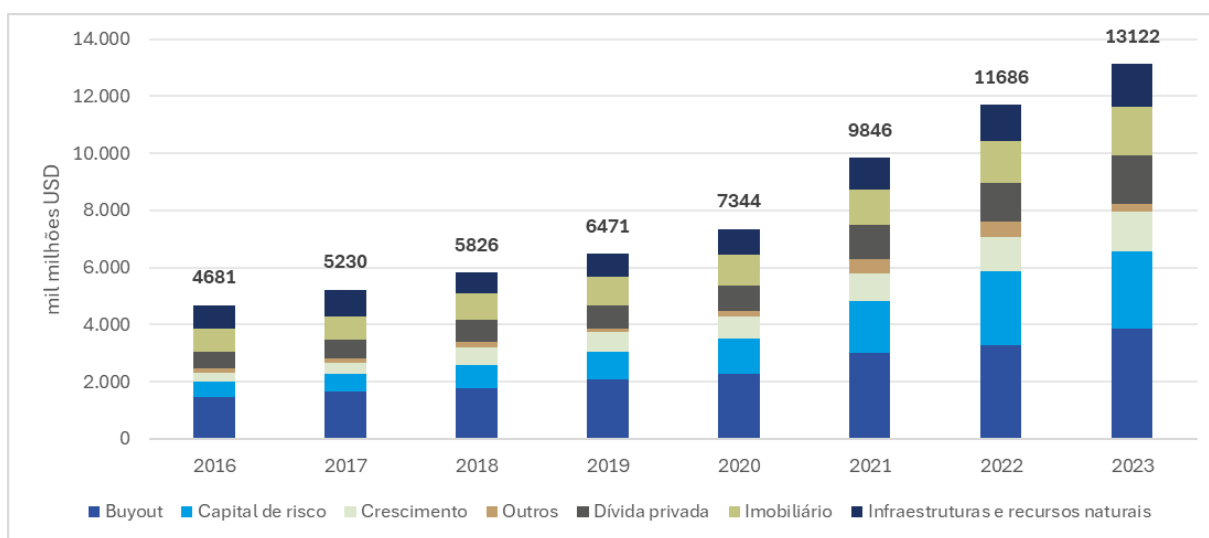
O panorama financeiro das empresas numa possível estagnação secular caracteriza-se não só, mas também por outras tendências financeiras que têm implicações significativas para os seus processos de tomada de decisão.

Com o abrandamento do crescimento dos mercados públicos e a manutenção de taxas de juro em níveis historicamente baixos, observa-se um ressurgimento dos fundos de capital não cotado (*private equity*). As empresas recorrem frequentemente a este tipo de financiamento, porque lhes permite aceder a capital sem estarem sujeitas às pressões dos mercados bolsistas e ao escrutínio imediato dos acionistas. Esta opção confere uma maior margem de manobra para o desenvolvimento de estratégias a médio e longo prazo, especialmente em contextos de elevada incerteza económica (McKinsey & Company, 2024).

Os dados disponibilizados pela McKinsey & Company, entre 2016 e 2023, evidenciam uma diversificação progressiva nas modalidades e estratégias de investimento em capital privado. Esta evolução reflete uma transformação do ecossistema financeiro, no qual os mercados privados assumem um papel cada vez mais relevante na mobilização de capitais para o tecido empresarial (Figura 3).

**Figura 3**

*Ativos do mercado privado sob gestão 2016-2023*



Fonte: Elaboração própria

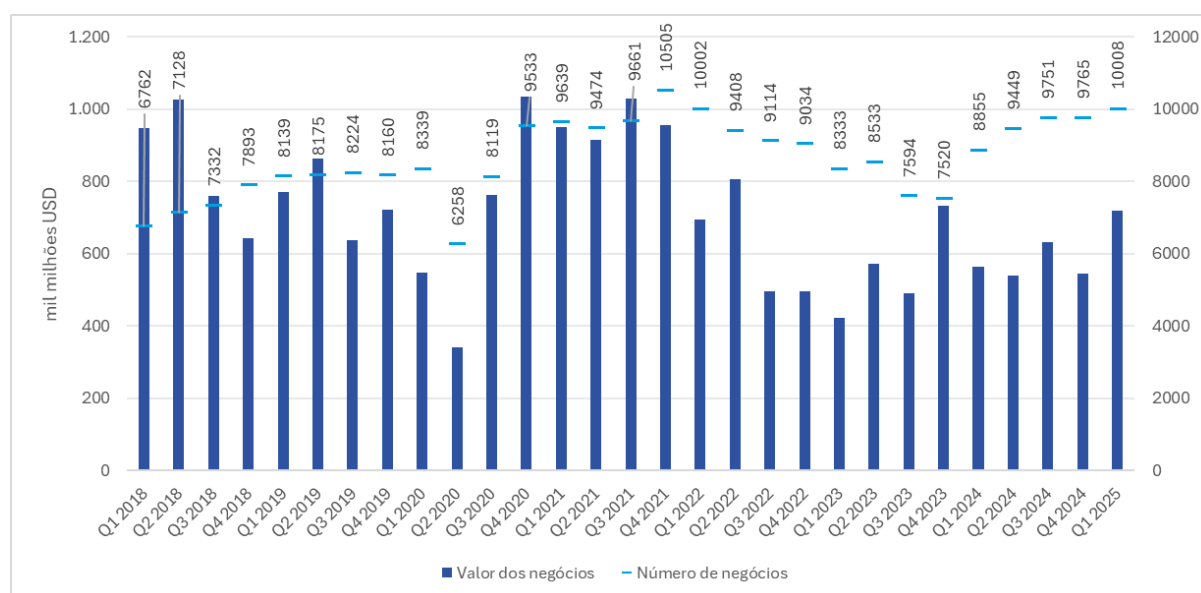
Também a atividade de fusões e aquisições (M&A – *Merges & Acquisitions*) tem sido uma tendência importante nos últimos anos, sobretudo porque as empresas procuram crescer

através da consolidação e não da expansão orgânica. Na era da estagnação secular, as fusões e aquisições têm sido utilizadas estrategicamente para aumentar a quota de mercado, diversificar as carteiras e capitalizar as sinergias. A atividade de M&A atingiu 2,8 biliões de dólares a nível mundial em 2020, impulsionada pelas baixas taxas de juro e pela necessidade de as empresas reforçarem a sua posição no mercado num ambiente de baixo crescimento (GlobalData, 2021).

Desde 2022, que se tem notado um decréscimo generalizado da atividade de M&A, apesar de se verificarem algumas recuperações pontuais (Figura 4). Estes resultados refletem os efeitos da instabilidade geopolítica, das taxas de juro elevadas e de um enquadramento regulatório mais exigente (GlobalData, 2022; S&P Global, 2025).

**Figura 4**

*Fusões e aquisições globais 2018-Q1 2025*



Fonte: Elaboração própria

Por outro prisma, novos desafios como alterações climáticas, desigualdade social e instabilidade geopolítica estão a levar as finanças empresariais a serem influenciadas pelo aumento do investimento sustentável e pela responsabilidade social das empresas (CSR – *Corporate Social Responsibility*). Cada vez mais existe a pressão por parte de investidores para que as empresas integrem fatores ambientais, sociais e de *governance* (ESG – *Environment, Social and Governance*) nos seus processos de tomada de decisão. As finanças sustentáveis tornaram-se uma área em crescimento. Os instrumentos de dívida sustentáveis, como as obrigações verdes, sociais e as ligadas à sustentabilidade, registaram um crescimento

substancial com a emissão de títulos verdes a chegar aos 269 mil milhões de dólares em 2020, 13 mil milhões de dólares a mais quando comparando o número de 2019 (Initiative Climate Bonds, 2021).

Perante este novo paradigma, as empresas devem adotar políticas financeiras flexíveis, resilientes e orientadas para o futuro. Estas políticas devem ser capazes de responder aos desafios estruturais de um contexto económico em que as alavancas tradicionais de crescimento, como a inovação tecnológica e a expansão demográfica, já não são suficientes para assegurar uma trajetória de crescimento robusto e sustentado.

## Capítulo 2

### Enquadramento metodológico

#### 2.1. Metodologia

A investigação seguiu uma abordagem não experimental, de natureza predominantemente descritiva, com elementos explicativos relativamente a determinados fenómenos associados à estagnação prolongada. Optou-se por uma metodologia qualitativa, assente na análise documental como principal técnica de recolha de dados.

#### 2.2. Objetivos do estudo

A presente dissertação teve como principal objetivo identificar a relação entre a estagnação secular e a estratégia financeira da empresa. Deste modo, são analisadas detalhadamente as possíveis consequências da estagnação secular na determinação e execução das estratégias financeiras nas empresas, nomeadamente considerando a evolução das taxas de juro e do desenvolvimento das políticas monetárias implementadas atualmente.

#### 2.3. Recolha de dados

Os dados foram recolhidos nas bases de dados *Web of Science*, *Google Scholar* e *b-ON*. Complementarmente, recorreram-se a ferramentas de mapeamento de conhecimento, nomeadamente o *Open Knowledge Maps*, o *Connected Papers* e o *VOSviewer*, com base nas palavras-chave previamente definidas para o delineamento temático do estudo, nomeadamente: estagnação secular (*secular stagnation*), estratégia financeira (*financial strategy*), gestão (*management*), taxas de juro (*interest rates*) e política monetária (*monetary policy*).

#### 2.4. Procedimentos

No que se refere aos procedimentos metodológicos adotados especificamente neste projeto de investigação, recorreu-se aos métodos PICO e PRISMA (*Preferred Reporting Items for Systematic Reviews and Meta-Analyses*).

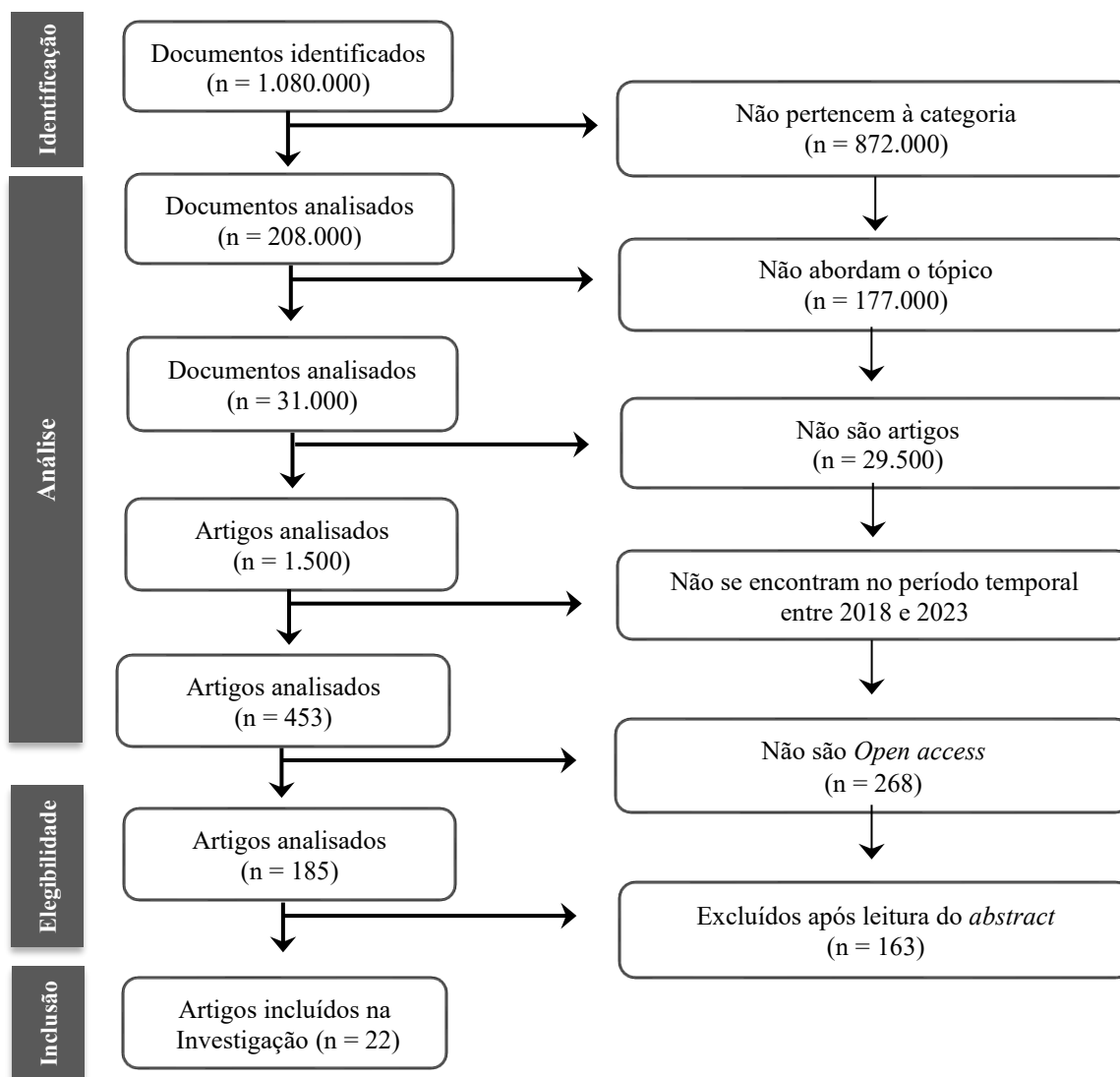
O método PICO constitui uma abordagem particularmente adequada à formulação de questões de investigação em estudos não clínicos, proporcionando uma estrutura orientadora para a definição do problema de investigação e para a identificação de evidência relevante (Frandsen et al., 2020). Este acrónimo corresponde aos elementos “P” de Problema, “I” de

Interesse e “C” de Comparação e “O” de *Outcome*. No âmbito do presente estudo, a aplicação deste método permitiu formular a seguinte questão de investigação: *Quais as consequências da estagnação secular na estratégia financeira da empresa?*

A operacionalização desta questão fundamentou a seleção dos termos de pesquisa, nomeadamente: estagnação secular, estratégia financeira e gestão. Por sua vez, o método PRISMA tem como finalidade orientar a apresentação de revisões sistemáticas, assegurando a sua transparência e rigor metodológico (Rethlefsen et al., 2021). Para este efeito, a Figura 5 apresenta o fluxograma que sintetiza as etapas do processo de exclusão e seleção dos artigos.

**Figura 5**

*Fluxograma do método PRISMA*



Fonte: Elaboração própria

Aquando da utilização das bases de dados descritas no ponto anterior, no processo de *screening* aplicaram-se os seguintes critérios de exclusão:

1. **Intervalo temporal a considerar:** 5 anos, ou seja, os artigos considerados têm data de publicação entre 2018 e 2023. Note-se que devido ao tema da estagnação secular ser algo que provém da década de 30 do milénio passado, é expectável a utilização de artigos já seleccionados previamente que não cumprem este critério. Estes artigos são considerados a base para explicação da evolução da teoria da estagnação secular ao longo dos anos até à atualidade.
2. **Conceitos-chave para pesquisa:** estagnação secular (*secular stagnation*), estratégia financeira (*financial strategy*), gestão (*management*), taxas de juro (*interest rates*) e política monetária (*monetary policy*).
3. **Outros:** resumos/abstracts dos artigos não se enquadram no âmbito do projeto de investigação, não contribuindo, assim, para a resposta da pergunta de investigação construída através do método PICO.

Após todo o processo de *screening* acima descrito e aplicação dos critérios de exclusão, chegou-se a um conjunto de 22 artigos a serem analisados em combinação com dados estatísticos de outras plataformas *online*.

## Capítulo 3

### Apresentação e discussão dos resultados

Este capítulo apresenta uma análise baseada em quatro empresas europeias de diferentes setores: Siemens AG (manufatura), Allianz SE (serviços financeiros), SAP SE (tecnologia) e BNP Paribas (banca). A análise foi estruturada em três eixos principais: (1) estrutura de capital e gestão da dívida; (2) políticas de investimento e distribuição de dividendos; e (3) gestão de liquidez e de risco. Além da descrição das práticas adotadas, foi realizada uma análise crítica das principais diferenças e semelhanças entre os casos estudados, com o intuito de identificar os fatores estruturais que possam justificar as variações observadas nas estratégias financeiras.

#### 3.1. Impactos na estrutura de capital e gestão da dívida

Entre 2011 e 2021, a Siemens AG aumentou a sua emissão de dívida consideravelmente. De acordo com o relatório anual de 2021, a empresa detinha uma dívida total de 39.3 mil milhões de euros, dos quais 70% era de longo prazo e emitida a taxas historicamente baixas. Este capital não foi alocado na íntegra a expansão da atividade. Parte dele foi utilizado para a recompra de ações e aumento da distribuição de dividendos aos acionistas. Isto mostra como a política de estrutura de capital pode e deve alterar consoante a posição da empresa no mercado (Siemens AG, 2020).

Já a Allianz SE manteve uma abordagem conservadora quanto ao rácio de endividamento, mantendo-o em cerca de 25% durante a década de 2010, mantendo-se alinhada com os regulamentos do setor dos seguros, bem como com as diretrizes de Solvência II (EIOPA, n.d.).

A SAP SE optou por financiamento interno e alavancagem mínima. Apresentando fluxos de caixa com uma margem acima de 25% entre 2015 e 2020, a empresa priorizou a liquidez e flexibilidade em vez de dívida barata, apontando para uma postura avessa ao risco devido a uma elevada incerteza no mercado.

No caso do BNP Paribas, uma das principais instituições bancárias europeias, adaptou a sua estratégia financeira de forma conservadora, independentemente de a instituição ter mantido o capital estável, mantendo-se em conformidade com os requisitos Basel III (BIS, n.d.). O rácio de fundos próprios principais de nível 1 (CET1 – *Common Equity Tier 1*), representando o capital próprio essencial que pode ser utilizado para absorver perdas imediatas, rondava os 13,2% em 2023, refletindo uma gestão prudente do capital durante uma incerteza económica.

Apesar dos bancos terem a preferência por financiamento de baixo custo, o BNP optou por emitir dívida estrategicamente, dando prioridade a instrumentos de dívida a longo prazo de forma a garantir um crescimento sustentável.

### **3.2. Impactos nas políticas de investimento e distribuição de dividendos**

Depois da crise de 2008, as empresas tornaram-se mais cautelosas em termos de investimentos. Mostram preferência por projetos flexíveis e de curta duração, diminuindo a sua exposição ao risco.

Na Siemens, os gastos diminuíram de 3.5 mil milhões de euros em 2012 para 2.6 mil milhões em 2020, apesar do aumento do fluxo de caixa. A empresa canalizou recursos para aquisições específicas como a Mentor Graphics e a Varian, com o objetivo de diversificação de portfólio. A tendência passa de se observar crescimento por aquisição ao invés de crescimento orgânico.

Já a SAP investiu fortemente em I&D e infraestrutura de *cloud*. Contudo, mesmo este investimento considerável foi feito com cautela, mantendo-se em cerca de 14% da faturação com foco em processos de digitalização e inteligência artificial.

Entretanto, a Allianz deparou-se com um outro dilema. Como prestadora de serviços financeiros com necessidades de investimento tangíveis limitadas, manteve taxas elevadas de distribuição de dividendos (em média 50-60%) e lançou programas recorrentes de recompra de ações no valor de 1000 milhões de euros em 2019 (Allianz Group, 2020). Estas políticas foram resposta às expectativas dos investidores num contexto de baixas taxas de juro das obrigações e poupanças.

Para o BNP Paribas, o investimento foi dedicado maioritariamente à transformação digital e iniciativas ESG ao invés de expansão física, reforçando a mudança para a criação de valor intangível. Em adição, o BNP adaptou as suas políticas de distribuição de dividendos à luz das diretrizes do Banco Central Europeu aquando da pandemia COVID-19. Assim, em 2020, o banco procedeu à suspensão do pagamento de dividendos para preservar capital caso fosse necessária intervenção quanto a risco sistémico. Os pagamentos de dividendos foram retomados em 2021 e 2022, mas foram ajustados para abaixo dos níveis pré-crise pandémica, de forma a conservar liquidez e mostrando, mais uma vez, aversão a risco quando perante condições macroeconómicas altamente incertas. Em 2023, o rácio de distribuição permaneceu em cerca de 50% com a recompra de ações a ser um mecanismo alternativo de distribuição. Sendo uma

abordagem híbrida, demonstra uma estratégia flexível com a tentativa de equilíbrio entre distribuição de dividendos e recompra de ações.

### **3.3. Impactos na gestão de liquidez e do risco**

Em ambientes marcados por baixo crescimento e elevada incerteza política, a liquidez torna-se um ativo estratégico.

No caso da Siemens, a empresa aumentou as suas reservas de 7.9 mil milhões de euros em 2010 para mais de 11.5 mil milhões de euros em 2021, apesar do crescimento relativamente estável da faturação. Esta estratégia de liquidez permite uma maior agilidade em fusões e aquisições de outros negócios, em choques operacionais e ainda se existir interrupções nas cadeias de abastecimento.

Já Allianz apresenta requisitos de liquidez mais complexos devido às regulamentações do setor a que está sujeita. No entanto, aumentou o seu índice de cobertura de liquidez (LCR – *Liquidity Coverage Ratio*) e reportou 19 mil milhões de ativos líquidos de curta duração em 2020. Esta estratégia reflete um desejo mais amplo de manter reservas anticíclicas em caso de possíveis reduções nos prémios e nos retornos dos investimentos.

A SAP manteve um robusto fluxo de caixa livre e operou com uma posição de caixa líquida, evitando grandes despesas de capital e concentrando-se nas subscrições mensais e faturação dos serviços na *cloud*, que oferecem faturação recorrente e previsível. A alteração dos modelos de licenciamento pontual para modelos baseados em *cloud* permitiu à empresa proteger-se da volatilidade e ganhar previsibilidade financeira.

Na mesma tendência que a Allianz, o BNP Paribas manteve um LCR elevado, normalmente acima dos 130%, garantindo a sua capacidade de resistir a choques do mercado. Além disso, as reservas de caixa e os ativos líquidos de curto prazo têm-se mantido consistentemente elevados. Quanto ao risco, o banco reforçou os seus modelos de testes de resistência (*stress tests*), incorporando cenários macroeconómicos que simulam crescimento baixo a longo prazo e taxas de juro nulas. O BNP também adotou uma abordagem mais conservadora no que toca à concessão do crédito, de forma a mitigar risco de não pagamento.

A estagnação secular redefiniu o que é a prudência financeira. Enquanto, baixas taxas de juro criam oportunidades de acesso barato a capital, a procura estagnada desencoraja o investimento agressivo. Desta forma, as empresas privilegiam a liquidez, um balanço resiliente e atraem investidores através quer da distribuição de dividendos, quer da recompra de ações.

Estas estratégias sinalizam uma mudança no paradigma do mundo corporativo: da maximização do crescimento para a preservação do valor ajustado ao risco.

Também é relevante indicar que decisores políticos são chamados a esta nova realidade, e que o seu papel é bastante importante. Devem estar cientes de que taxas de juro baixas prolongadas podem levar à inércia das políticas financeiras, favorecendo a distribuição de dividendos em vez de proporcionar investimento produtivo.

### **3.4. Estratégias empresariais face a uma possível estagnação secular**

#### **3.4.1. Siemens AG**

Como parte da sua estratégia, maioritariamente após 2014, a Siemens implementou vários programas que fomentavam as eficiências e produtividade. Com o objetivo de reduzir custos operacionais e exposição a indústrias voláteis, o *spin-off* da Siemens Energy e da Osram é um exemplo disso. Atualmente, as suas áreas principais – *Smart Infrastructure*, *Digital Industries*, e *Healthinners* –, trabalham com muito mais eficiência e margens mais elevadas (Siemens AG, 2025; Siemens Healthinners, 2025).

A Siemens também se reposicionou como um *player* na indústria digital. Com um foco estratégico na eletrificação, automação e digitalização, a empresa consegue alinhar-se com tendências a longo prazo, como urbanização, transição energética e manufatura *smart*. Com o seu portfólio diversificado (saúde, *software*, mobilidade) consegue proteger-se da estagnação que afeta setores específicos.

Com um investimento anual de aproximadamente 5.6 mil milhões de euros em I&D, a Siemens aposta forte no digital e inteligência artificial. Lançou ainda em 2022 uma plataforma digital, a Siemens Xcelerator, que permite aos clientes extraírem ganhos na produtividade sem um montante elevado de investimento (*capex*), mesmo em setores de baixo crescimento (Siemens Xcelerator, 2022).

Desde 2019, a Siemens incorporou na sua estratégia de sustentabilidade a abordagem DEGREE (*Decarbonization, Ethics, Governance, Resource Efficiency, Equity e Employability*) com o objetivo de atingir zero emissões e de comercializar tal produto ao setor industrial (Siemens AG, 2022). Estes serviços tornam-se mais uma opção num portfólio diversificado que continua a blindar a empresa dos efeitos negativos de uma possível estagnação secular.

Apesar do esforço feito pela parte da empresa, o desafio mantém-se mesmo com as cadeias de abastecimento integradas. Após 2022, os choques na cadeia de abastecimento e a

volatilidade dos preços da energia acresceram maior complexidade às operações globais (Siemens AG, 2024).

A Siemens ganha nos segmentos que, ironicamente, são apoiados pela estagnação secular (Siemens AG, 2025):

- Infraestruturas inteligentes para edifícios (impulsionada pelas diretivas climáticas da União Europeia);
- Digitalização de fábricas *brownfield* (otimização dos ativos existentes em detrimento da aquisição de novos);
- Automação de cuidados de saúde, particularmente através da Siemens Healthineers, onde o envelhecimento da população e as pressões sobre o sistema de saúde são fatores importantes.

Em termos de alinhamento estratégico, a Siemens consegue aliar o mercado com as suas políticas. As suas parcerias governamentais e institucionais reforçam a sua liderança. Desta forma, a Siemens mantém-se preparada como parceiro tecnológico e bem posicionada num eventual evento de estagnação secular.

### **3.4.2. Allianz SE**

Através da PIMCO e da Allianz Global Investors, a Allianz faz a gestão de ativos, ajudando a atenuar o impacto cíclico nos resultados das subscrições. Além disso, tem vindo a alargar o seu alcance geográfico, nomeadamente na Ásia e na Europa Oriental, onde tem um potencial de crescimento muito superior ao da Europa Ocidental, que se encontra em recessão (Allianz Global Investors, 2025).

A Allianz investe ainda em *startups* e plataformas digitais como parte do braço de investimento digital do grupo, Allianz X, reforçando a agilidade e a velocidade da empresa na adoção de serviços digitais (Wills, 2021). Isso inclui participações na Lemonade e na MoneyFarm, que visam clientes *millennials* e experientes em tecnologia.

Em matéria de sustentabilidade, alinha ainda as suas carteiras com o Acordo de Paris. Tais abordagens, em conjunto com as obrigações verdes, não só estão em consonância com imperativos morais, como também servem para satisfazer as exigências regulamentares e dos investidores num mundo de baixos rendimentos. Também se verifica a oportunidade de crescimento na área dos seguros de saúde ou cibernéticos, e até mesmo na gestão de ativos (aumentando assim a faturação não relacionada com seguros) (Allianz SE, 2025).

A estrutura de capital conservadora da Allianz e a conformidade com a Solvency II promovem a resiliência da empresa.

A estratégia da Allianz para 2025 define que a mesma deve ser “uma empresa habilitada pela tecnologia”, com plataformas focadas no cliente, ferramentas digitais de avaliação de risco e *governance* ágil, posicionando-se assim para as tendências de longo prazo, mesmo numa realidade de crescimento lento.

### **3.4.3. SAP SE**

Entre 2019 e 2021, a SAP promoveu a mudança para serviços fornecidos na *cloud*. Isso beneficiou as margens operacionais, eliminando custos de infraestrutura, ao mesmo tempo em que se beneficia cada vez mais de faturação recorrente de subscrições na *cloud*.

Embora as suas raízes estejam no software ERP, a SAP expandiu-se também para CRM e HCM. Aquisições como a Qualtrics e a SuccessFactors expandiram essa base.

A SAP também investiu recursos consideráveis em IA, aprendizagem automática e análise como parte da sua Plataforma de Tecnologia Empresarial. O pacote SAP S/4HANA é fundamental para apoiar as empresas na sua transformação digital, durante um período de desafios económicos e políticos. A procura por soluções na *cloud* aumenta durante as recessões devido à previsibilidade dos custos (SAP, 2025).

O programa *Rise with SAP* encaixa-se em cenários de estagnação: um conjunto de soluções digitais modulares e flexíveis que podem crescer a seu ritmo, levando-as para a *cloud* sem um investimento inicial elevado (SAP, 2025). Esta orientação estratégica permite permanecer relevante em um ambiente com restrições de capital.

### **3.4.4. BNP Paribas**

Para combater as políticas de taxas de juro baixas do BCE, o BNP Paribas lançou programas transversais de eficiência que abrangem maioritariamente a consolidação da infraestrutura de TI, centros de serviços partilhados e integração de clientes sem papel. O plano estratégico 2020-2025 do grupo concentra-se na industrialização dos processos (BNP Paribas, 2021; 2022; 2023;2024;2025).

O BNP Paribas opera um modelo bancário universal que atua ativamente na banca de retalho, banca corporativa e de investimento, seguros e gestão de ativos. Este tipo de diversidade é uma fonte crítica de força quando não há crescimento. Com margens de crédito estreitas, o banco está a concentrar-se em receitas não relacionadas com juros através de

negócios como gestão de património, banca digital e financiamento estruturado. Também reduziu a exposição a mercados voláteis e saiu de negócios com desempenho insatisfatório nos EUA com a venda do Bank of the West e em África, com a desconsolidação de entidades situadas no Mali e no Burkina Faso.

O banco investiu fortemente em colaborações com *fintechs* e inovação interna. Com o “Banco do Futuro”, o BNP criou ferramentas de conformidade e pontuação de risco com IA, aprovações digitais de hipotecas e ferramentas de consultoria robótica com o Hello bank! e o Easy Banking. Simplificou os procedimentos administrativos com automação de processos robóticos e recorreu à blockchain para o financiamento comercial (consórcio We.trade).

O BNP Paribas é um dos bancos pioneiros no financiamento sustentável. Comprometeu-se a alinhar as suas carteiras com percursos de zero emissões líquidas, está a abandonar o carvão e foi o primeiro banco europeu a capitalizar a publicação de divulgações climáticas alinhadas com o TCFD. Em nichos de mercado como estes, onde o ESG acompanha os empréstimos e as obrigações verdes, é um canal de crescimento diferenciado para o BNP num panorama que testemunha uma escalada na necessidade de soluções sustentáveis (BNP Paribas, 2022).

Taxas baixas prolongadas corroem a rentabilidade bancária básica. A pressão regulatória (Basel IV, testes de stress de risco climático) aumenta os custos de conformidade sustentável. Apesar do crédito barato, a estagnação dos empréstimos também reflete a fraca procura por parte das famílias e das pequenas empresas.

O BNP tem como oportunidades:

- Financiamento barato e de longo prazo para expandir a carteira de empréstimos ou apoiar aquisições estratégicas;
- Liderança em financiamento verde para atrair clientes institucionais com foco em ESG;
- Expansão digital em territórios onde os bancos tradicionais estão a retirar-se, incluindo Itália e Bélgica.

O BNP Paribas enquadra-se nas macroestratégias da UE em matéria de transição ecológica, integração financeira e soberania digital. A sua parceria com o Banco Europeu de Investimento (BEI) em iniciativas climáticas e no apoio às PME é um exemplo de como as empresas financeiras podem procurar nichos estratégicos em áreas de crescimento lento, mas com políticas dinâmicas.

### 3.5. Análise comparativa

Os casos da Siemens AG, Allianz SE, SAP SE e BNP Paribas evidenciam estratégias financeiras diferenciadas perante os desafios impostos por um contexto de estagnação secular. Esta comparação permite identificar padrões de resposta comuns, mas também variações significativas, que são explicadas por fatores estruturais como o setor de atividade, a maturidade tecnológica, o modelo de negócio e a exposição ao risco regulatório e macroeconómico.

A Tabela 2 sistematiza as principais estratégias adotadas pelas empresas analisadas nos domínios da estrutura de capital, políticas de investimento, gestão de risco e orientação estratégica, evidenciando padrões comuns e diferenciações relevantes.

**Tabela 2**

*Comparação das estratégias financeiras face à estagnação secular*

<b>Dimensão analisada</b>	<b>Siemens AG</b>	<b>Allianz SE</b>	<b>SAP SE</b>	<b>BNP Paribas</b>
Estrutura de capital e gestão da dívida	Emissão significativa; uso para recompra de ações	Conservadora; em linha com Solvência II	Alavancagem mínima; autofinanciamento	Conservadora; prioridade ao CET1
Políticas de investimento	Aquisições seletivas; I&D moderado	Elevada distribuição de dividendos	Forte em I&D e <i>cloud</i>	Digitalização e ESG; adaptação a BCE
Gestão da liquidez e do risco	Aumento de reservas	Elevado LCR; ativos líquidos de curto prazo	Posição líquida; receita recorrente <i>cloud</i>	LCR elevado; <i>stress tests</i> reforçados
Estratégia perante estagnação secular	Diversificação e digitalização	Expansão digital e ESG	<i>Cloud</i> , IA, modularidade	Diversificação, financiamento sustentável
Alinhamento com políticas públicas e ESG	Parcerias institucionais, DEGREE	Alinhamento com Acordo de Paris, seguros verdes	Sustentabilidade na <i>cloud</i> e ERP	ESG, TCFD, colaborações com BEI

Fonte: Elaboração própria

A análise comparativa evidencia abordagens diferenciadas entre as quatro empresas face à estagnação secular. A Siemens e a SAP adotaram estratégias centradas na inovação digital, enquanto a Allianz e o BNP Paribas priorizaram a robustez financeira e o alinhamento regulatório. A transversalidade da digitalização e das práticas sustentáveis revela-se como um denominador comum, embora com variações no grau de investimento e de risco assumido. Esta análise permite concluir que, apesar das especificidades setoriais, as empresas mais resilientes são aquelas que conseguiram aliar prudência financeira, flexibilidade operacional e compromisso estratégico com a transformação estrutural.

Em termos temporais, verifica-se que as estratégias foram moldadas por diferentes ciclos económicos: a crise de 2008 incentivou prudência; a pandemia de 2020 impôs ajustamentos adicionais nas políticas de liquidez e distribuição de capital; e a conjuntura pós-2022, marcada pela inflação, a subida de taxas e a instabilidade geopolítica, acelerou a digitalização e a sustentabilidade como eixos centrais.

As quatro empresas analisadas demonstram capacidade de adaptação, mas revelam também que a resiliência em tempos de estagnação depende da antecipação estratégica, da solidez financeira e da capacidade de alinhar práticas internas com megatendências estruturais. Estas evidências sustentam a tese de que, num contexto de crescimento lento, a preservação do valor ajustado ao risco se torna uma prioridade central da governação financeira empresarial.

## Conclusão

A presente dissertação procurou analisar os impactos da estagnação secular nas políticas financeiras das organizações, com foco na estrutura de capital, comportamento de investimento, distribuição de dividendos, gestão de liquidez e mitigação de riscos. Através de uma combinação de enquadramento teórico e análise de estudos de caso de empresas de diferentes indústrias – incluindo Siemens AG, Allianz SE, SAP SE e BNP Paribas – foi possível identificar adaptações estratégicas consistentes impulsionadas por um ambiente prolongado de baixo crescimento e baixas taxas de juro.

A análise comparativa revelou que, embora os impactos da estagnação secular se façam sentir de forma transversal, as respostas estratégicas variam significativamente consoante o setor de atividade, o modelo de negócio, o perfil de risco e a cultura organizacional

Embora esta dissertação contribua para a compreensão de como a estagnação secular influencia as políticas financeiras das empresas, é necessário reconhecer várias limitações: (a) a utilização de estudos de caso é rica em informação, mas limita a generalização dos resultados. Apesar das organizações escolhidas serem sediadas na zona euro (altamente influenciadas pela política monetária do Banco Central Europeu, regulamentações e tendências demográficas europeias), são empresas com capitalização elevada e acesso a mercados financeiros globais. Já pequenas e médias empresas podem responder de forma completamente diferente, assim como as empresas de mercados emergentes ou até de empresas altamente alavancadas que operam em ambientes regulatórios ou económicos diferentes; (b) apesar da análise ser baseada em fontes credíveis (relatórios financeiros públicos, relatórios de investidores e dados macroeconómicos), estas podem esconder algumas nuances qualitativas que podem influenciar decisões financeiras (exemplo: deliberações internas estratégicas ou avaliações informais de risco). A ausência de dados primários, como entrevistas a Diretores Financeiros ou *controllers* financeiros, limita a compreensão dos processos de tomada de decisão subjacentes às políticas observadas; (c) o estudo abrange um período caracterizado pela sobreposição de fenómenos económicos como: a crise financeira de 2008, a crise da dívida soberana europeia, as políticas de flexibilização quantitativa, a pandemia COVID-19 e outras disrupções geopolíticas. Certos comportamentos financeiros podem ser influenciados por choques cíclicos de curto prazo, em vez de se observarem tendências de longo prazo (ou até seculares); (d) a própria estagnação secular é um conceito em constante evolução, o que pode gerar ambiguidade conceptual e

deturpar a interpretação de respostas por parte das empresas; e (e) sendo esta uma dissertação exploratória e interpretativa por si só, não estabelece relações de causa-efeito entre estagnação secular e decisões financeiras específicas, pois exigiria modelagem econométrica e dados mais granulares do que o âmbito deste estudo permite.

De forma a mitigar algumas das limitações desta dissertação, utilizou-se dados de fontes independentes e instituições conceituadas, como o FMI e o Banco Central Europeu (BCE), bem como artigos científicos para a revisão de literatura. Também a inclusão dos quatro estudos de caso, que remetem a empresas que representam setores diferentes: manufatura, serviços financeiros, tecnologia e banca, enriquece a qualidade dos dados recolhidos e, conseqüente análise. Além disso, o foco em empresas da zona euro deve-se ao facto que nesta região consegue-se identificar os fatores que estão por detrás de uma possível estagnação secular.

Apesar desta dissertação oferecer uma compreensão básica de como a estagnação secular influencia as políticas financeiras nas empresas, vários tópicos merecem uma investigação aprofundada, aplicando metodologias quantitativas, tais como:

- Realização de estudos comparativos entre PME e grandes empresas europeias, norte-americanas e asiáticas, para aferir se a dimensão organizacional, políticas monetárias, perfis demográficos e sistemas financeiros condicionam a resposta à estagnação secular;
- Análise de disrupções tecnológicas, com o intuito de verificar se a inteligência artificial ou biotecnologia conseguem fazer o *offset* da estagnação económica;
- Análise de comportamentos dos gestores na tomada de decisões financeiras, incluindo variáveis associadas ao *governance*, cultura organizacional e perceção do risco;
- Análise longitudinal da evolução das estratégias financeiras ao longo dos ciclos económicos para avaliar a capacidade de adaptação estratégica em diferentes conjunturas temporais.

Este estudo evidencia que a estagnação secular não constitui apenas uma preocupação macroeconómica, mas um fator estruturante das decisões financeiras empresariais. A resposta organizacional a este fenómeno exige uma abordagem estratégica à gestão do capital que ultrapasse as lógicas convencionais de crescimento e a maximização do retorno, e privilegie a adaptação contínua, a sustentabilidade das operações e a consolidação da resiliência financeira.

## Referências

- Allianz Global Investors. (2025). Sustainable investing. <https://www.allianzgi.com/en/sustainability/sustainableinvesting#:~:text=Finance%20Disclosure%20Regulation,Active%20stewardship,is%20key%20to%20this%20ambition.>
- Allianz Group. (2020). *Annual report 2019*. [https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz\\_com/investor-relations/en/results-reports/annual-report/ar-2019/en-AR-Group-Annual-Report-Allianz-2019.pdf](https://www.allianz.com/content/dam/onemarketing/azcom/Allianz_com/investor-relations/en/results-reports/annual-report/ar-2019/en-AR-Group-Annual-Report-Allianz-2019.pdf)
- Allianz SE. (2025). *Annual Reports 2024*. [https://www.allianz.com/en/investor\\_relations/results-reports.html](https://www.allianz.com/en/investor_relations/results-reports.html)
- Apple Inc. (2020). *Annual report on Form 10-K for the fiscal year ended September 26, 2020*. U.S. Securities and Exchange Commission. <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/320193/000032019320000096/aapl-20200926.htm>
- Arnott, A., & Hampton, I. (2025, June 6). Portfolio diversification is winning in 2025. *Morningstar*. <https://www.morningstar.com/portfolios/portfolio-diversification-is-winning-2025>
- Bernanke, B. (2005, March 10). The global saving glut and the U.S. current account deficit. *Board of Governors of the Federal Reserve System*. <https://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/200503102/>
- Bank for International Settlements. (2019). *Annual economic report 2019*. <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2019e.htm>
- Bank for International Settlements. (2025). *Basel III: International regulatory framework for banks*. <https://www.bis.org/bcbs/basel3.htm>
- Blanchard, O. (2019). Public debt and low interest rates. *American Economic Review*, 109(4), 1197-1229. <https://doi.org/10.1257/aer.109.4.1197>
- BNP Paribas. (2022). *Climate Analytics and Alignment Report*. [https://group.bnpparibas/uploads/file/bnpp\\_climateanalytics\\_alignmentreport\\_final.pdf](https://group.bnpparibas/uploads/file/bnpp_climateanalytics_alignmentreport_final.pdf)
- BNP Paribas. (2021). *Universal registration document & annual financial report 2020*. <https://invest.bnpparibas/en/search/reports/documents/financial-reports>
- BNP Paribas. (2022). *Universal registration document & annual financial report 2021*. <https://invest.bnpparibas/en/search/reports/documents/financial-reports>

- BNP Paribas. (2023). *Universal registration document & annual financial report 2022*.  
<https://invest.bnpparibas/en/search/reports/documents/financial-reports>
- BNP Paribas. (2024). *Universal registration document & annual financial report 2023*.  
<https://invest.bnpparibas/en/search/reports/documents/financial-reports>
- BNP Paribas. (2025). *Universal registration document & annual financial report 2024*.  
<https://invest.bnpparibas/en/search/reports/documents/financial-reports>
- Boyarchenko, N., Crump, R., Kovner, A., & Shachar, O. (2021, February 22). Measuring the forest through the trees: The corporate bond market distress index. *Federal Reserve Bank of New York – Liberty Street Economics*. <https://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2021/02/measuring-the-forest-through-the-trees-the-corporate-bond-market-distress-index/>
- Brav, A., Graham, J., Harvey, C., & Michaely, R. (2005). Payout policy in the 21st century. *Journal of Financial Economics*, 77(3), 483–527. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2004.07.004>
- Brealey, R., Myers, S., & Allen, F. (2014). *Principles of corporate finance* (11<sup>th</sup> ed.). McGraw-Hill Education.
- Brown, J., Martinsson, G., & Petersen, B. (2015, January). Do financing constraints matter for R&D? *The Royal Institute of Technology – CESIS Working Paper Series*. <https://static.sys.kth.se/itm/wp/cesis/cesiswp394.pdf>
- Bucchianico, S. D. (2019, October). Secular stagnation: The limits of conventional wisdom. *Institute for New Economic Thinking*. <https://www.ineteconomics.org/perspectives/blog/secular-stagnation-the-limits-of-conventional-wisdom>
- Caballero, R., Farhi, E., & Gourinchas, P. (2017). The safe assets shortage conundrum. *Journal of Economic Perspectives*, 31(3), 29-46. <https://doi.org/10.1257/jep.31.3.29>
- Carvalho, V. (2008). O modelo IS/LM – Economia fechada ou grande economia aberta. *Universidade do Porto*. <https://www.fep.up.pt/disciplinas/1g202/complementar/IS%20LM%20economia%20fechada.pdf>
- Climate Bonds Initiative. (2021, January 24). *Record \$269.5bn green issuance for 2020*. <https://www.climatebonds.net/2021/01/record-2695bn-green-issuance-2020-late-surge-sees-pandemic-year-pip-2019-total-3bn>
- Corporate Finance Institute. (2025). *Pecking order theory*. <https://corporatefinanceinstitute.com/resources/valuation/pecking-order-theory/>

- Demski, J., Dong, Y., McGuire, P., & Mojon, B. (2025). Growth of the green bond market and greenhouse gas emissions. *BIS Quarterly Review*, 53–71. [https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2503d.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2503d.pdf)
- Edlich, A., Croke, C., Dahlqvist, F., & Teichner, W. (2025, May 20). Global private markets report 2025: Braced for shifting weather. *McKinsey & Company*. <https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/global-private-markets-report>
- European Insurance and Occupational Pensions Authority. (2025). *Solvency II*. [https://www.eiopa.europa.eu/browse/regulation-and-policy/solvency-ii\\_en](https://www.eiopa.europa.eu/browse/regulation-and-policy/solvency-ii_en)
- European Central Bank. (2025). Euro area interest rate. *Trading Economics*. <https://tradingeconomics.com/euro-area/interest-rate>
- Eurostat. (2020). *An ageing population*. [https://www.ine.es/prodyser/demografia\\_UE/bloc-1c.html?lang=en#:~:text=The%20median%20age%20has%20increased,the%20EU%20during%20this%20period.](https://www.ine.es/prodyser/demografia_UE/bloc-1c.html?lang=en#:~:text=The%20median%20age%20has%20increased,the%20EU%20during%20this%20period.)
- Eurostat. (2025). *Median age in the EU increased by 2.2 years since 2014*. <https://ec.europa.eu/eurostat/web/products-eurostat-news/w/ddn-20250221-2#:~:text=%C2%A9%20Rawpixel.com/Shutterstock.,younger%20and%20older%20age%20groups.>
- Faulkender, M., & Wang, R. (2006). Corporate financial policy and the value of cash. *The Journal of Finance*, 61(4), 1957–1990. <https://doi.org/10.2139/ssrn.563595>
- Federal Reserve Bank of Kansas City. (2024, June 25). Are firms hoarding cash post-pandemic? *Economic Bulletin*. <https://www.kansascityfed.org/research/economic-bulletin/are-firms-hoarding-cash-post-pandemic/#:~:text=Although%20firm%20risk%20does%20appear,%2D%20and%20post%2Dpandemic%20periods.>
- Federal Reserve Board. (1931). *Seventeenth annual report of the Federal Reserve Board covering operations for the year 1930*. U.S. Government Printing Office. <https://fraser.stlouisfed.org/title/annual-report-board-governors-federal-reserve-system-117/1930-2487>
- International Monetary Fund. (2021, January). *Fiscal monitor update*. <https://www.imf.org/-/media/Files/Publications/fiscal-monitor/2021/Update/January/English/text.ashx>
- Frandsen, T., Nielsen, M., Lindhardt, C., & Eriksen, M. (2020). Using the full PICO model as a search tool for systematic reviews resulted in lower recall for some PICO elements. *Journal of Clinical Epidemiology*, 127, 69–75. <https://doi.org/10.1016/j.jclinepi.2020.06.013>

- Federal Reserve Bank of St. Louis. (2025). Net corporate dividend payments/Gross Domestic Product [B056RC1A027NBEA]. *FRED*. <https://fred.stlouisfed.org/graph/?g=t8O>
- Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review*, 58(1), 1–17. <https://fraser.stlouisfed.org/title/american-economic-review-1161/role-monetary-policy-2352?page=17>
- Funashima, Y. (2020). Monetary policy, financial uncertainty, and secular stagnation. *The North American Journal of Economics and Finance*, 51, Article 100863. <https://doi.org/10.1016/j.najef.2018.10.011>
- Garwood, R. (2025, April 3). S&P: US private equity AUM reaches \$3.1 trillion in 2024, highest since 2020. *ABF Journal*. <https://www.abfjournal.com/sp-us-private-equity-aum-reaches-3-1-trillion-in-2024-highest-since-2020/>
- Gibson, C., & Jung, K. (2002). *Historical census statistics on population totals by race, 1790 to 1990, and by Hispanic origin, 1970 to 1990, for the United States, regions, divisions, and states*. U.S. Census Bureau. <https://www2.census.gov/library/working-papers/2002/demo/pop-twps0056/pop-twps0056.pdf>
- GlobalData. (2021, May 27). *Global M&A activity increased by 48% in Q1 2021 by deal value as compared to Q1 2020, says GlobalData*. <https://www.globaldata.com/media/thematic-research/global-ma-activity-increased-48-q1-2021-deal-value-compared-q1-2020-says-globaldata/#:~:text=Despite%20the%20global%20pandemic%2C%20global,in%20Q3%20and%20Q4%202020.>
- GlobalData. (2022, October 21). *In M&A deal activity, Q3 2022 saw a 48% drop from Q3 2021, says GlobalData*. <https://www.globaldata.com/media/thematic-research/ma-deal-activity-q3-2022-saw-48-drop-q3-2021-says-globaldata/>
- GlobalData. (2024, October 30). *Supply chain resilience drives 18% YoY growth in global M&A deal activity in Q3 2024, reveals GlobalData*. <https://www.globaldata.com/media/thematic-research/supply-chain-resilience-drives-18-yoy-growth-in-global-ma-deal-activity-in-q3-2024-reveals-globaldata/>
- Gordon, R. (2016a). Secular stagnation: A supply-side view. *American Economic Review*, 105(5), 54–59.
- Gordon, R. (2016b). *The rise and fall of American growth*. Princeton University Press.
- Graham, J., & Harvey, C. (2001). The theory and practice of corporate finance: Evidence from the field. *Journal of Financial Economics*, 60(2–3), 187–243. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(01\)00044-7](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(01)00044-7)

- Haines, M. (2008, March 19). Fertility and mortality in the United States. *EH.Net Encyclopedia*.  
<https://eh.net/encyclopedia/fertility-and-mortality-in-the-united-states/>
- Hansen, A. (1939). Economic progress and declining population growth. *The American Economic Review*, 29(1), 1–15.
- Hicks, J. (1937). Mr. Keynes and the “Classics”; A suggested interpretation. *Econometrica*, 5(2), 147–159. <https://doi.org/10.2307/1907242>
- Jolley, D. (2025, March 20). From cash hoards to cures: Unleashing pharma’s \$150B to flip the R&D script. *LinkedIn*. <https://www.linkedin.com/pulse/from-cash-hoards-cures-unleashing-pharmas-150b-flip-rd-david-jolley-3q4se/>
- Kashyap, A., Tsomocos, D., & Vardoulakis, A. (2014, May). How does macroprudential regulation change bank credit supply? *National Bureau of Economic Research*.  
<https://doi.org/10.3386/w20165>
- Keynes, J. (1936). *The general theory of employment, interest, and money*. Harcourt Brace.
- Koo, R. (2014). Secular stagnation: Facts, causes and cures. In C. Teulings & R. Baldwin (Eds.), *Secular stagnation: Facts, causes and cures* (pp. 131–142). Centre for Economic Policy Research Press.
- Kovar, J. (2018, January 17). Apple to repatriate overseas cash as part of ‘a \$350 billion contribution’ to the U.S. economy. *CRN*. <https://www.crn.com/news/channel-programs/300098106/apple-to-repatriate-overseas-cash-as-part-of-a-350-billion-contribution-to-the-u-s-economy>
- Krugman, P. (2023, November). Secular stagnation, coalmines, bubbles, and Larry Summers. *The New York Times*. <https://archive.nytimes.com/krugman.blogs.nytimes.com/2013/11/16/secular-stagnation-coalmines-bubbles-and-larry-summers/>
- Manconi, A., Peyer, U., & Vermaelen, T. (2019). Are buybacks good for long-term shareholder value? Evidence from buybacks around the world. *The Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 54(5), 1899–1935. <https://doi.org/10.1017/S0022109018000984>
- Martin, E. (2024). *Space, the Final Economic Frontier (And Maybe a Cure for 'Secular Stagnation')*. American Enterprise Institute.
- McKinsey & Company. (2017). *McKinsey Global Private Markets Review 2017*. [https://www.mckinsey.com.br/~/\\_/media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/a%20routinely%20exceptional%20year%20for%20private%20equity/mckinsey-global-private-markets-review-february-2017.pdf](https://www.mckinsey.com.br/~/_/media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/a%20routinely%20exceptional%20year%20for%20private%20equity/mckinsey-global-private-markets-review-february-2017.pdf)

- McKinsey & Company. (2018). *McKinsey Global Private Markets Review 2018*.  
<https://www.mckinsey.com.br/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/the%20rise%20and%20rise%20of%20private%20equity/the-rise-and-rise-of-private-markets-mckinsey-global-private-markets-review-2018.pdf>
- McKinsey & Company. (2019). *McKinsey Global Private Markets Review 2019*.  
<https://www.mckinsey.com.br/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/private%20markets%20come%20of%20age/private-markets-come-of-age-mckinsey-global-private-markets-review-2019-vf.pdf>
- McKinsey & Company. (2020). *McKinsey Global Private Markets Review 2020*.  
<https://www.mckinsey.com.br/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20global%20private%20markets%20report/2020/mckinsey-global-private-markets-review-2020-v4.pdf>
- McKinsey & Company. (2021). *McKinsey Global Private Markets Review 2021*.  
<https://www.mckinsey.com.br/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20global%20private%20markets%20report/2021/mckinsey-global-private-markets-review-2021-v3.pdf>
- McKinsey & Company. (2022). *McKinsey Global Private Markets Review 2022*.  
<https://www.mckinsey.com.br/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20global%20private%20markets%20report/2022/mckinseys-private-markets-annual-review-private-markets-rally-to-new-heights-vf.pdf>
- McKinsey & Company. (2023). *McKinsey Global Private Markets Review 2023*.  
<https://www.mckinsey.com/industries/private-capital/our-insights/mckinseys-private-markets-annual-review-2023#/>
- McKinsey & Company. (2024). *McKinsey Global Private Markets Review 2024*.  
<https://www.mckinsey.com/alumni/~media/mckinsey/industries/private%20equity%20and%20principal%20investors/our%20insights/mckinseys%20global%20private%20markets%20report/2024/mckinsey-global-private-markets-review-2024.pdf>
- Miller, M., & Modigliani, F. (1961). Dividend policy, growth, and the valuation of shares. *The Journal of Business*, 34(4), 411–433. <https://doi.org/10.1086/294442>

- Murray, F., & Vidham, G. (2023). Testing the pecking order theory of capital structure. *Journal of Financial Economics*, 67(2), 217–248. [https://doi.org/10.1016/S0304-405X\(02\)00252-0](https://doi.org/10.1016/S0304-405X(02)00252-0)
- Pinho, C., & Tavares, S. (2012). A teoria da estrutura de capital. *Universidade Aberta*. <https://repositorioaberto.uab.pt/bitstream/10400.2/13486/5/TEORIA%20DA%20ESTRUTURA%20DE%20CAPITAL.pdf>
- Pound, J. (2020, February 5). Stodgy utilities competing with tech stocks for hottest sector in the market right now. *CNBC*. <https://www.cnbc.com/2020/02/05/stodgy-utilities-competing-with-tech-stocks-for-hottest-sector-in-the-market-right-now.html>
- Ramsey, V. (2020). Secular stagnation or technological lull? *Journal of Policy Modeling*, 42(4), 767–777.
- Randewich, N. (2020, November 18). S&P 500 dividends seen dropping 1% in 2020. *Reuters*. <https://www.reuters.com/article/business/sp-500-dividends-seen-dropping-1-in-2020-idUSKBN27Y2S7/>
- Reinhart, C., & Rogoff, K. (2014). Recovery from financial crises: Evidence from 100 episodes. *American Economic Review*, 104(5), 50–55. <https://doi.org/10.1257/aer.104.5.50>
- Rethlefsen, M., Kirtley, S., Waffenschmidt, S., Ayala, A., Moher, D., Page, M., Koffel, J., & PRISMA-S Group. (2021). PRISMA-S: An extension to the PRISMA Statement for reporting literature searches in systematic reviews. *Systematic Reviews*, 10(39). <https://doi.org/10.1186/s13643-020-01542-z>
- Roubini, N. (2015, February 1). An unconventional truth. *Project Syndicate*. <https://www.project-syndicate.org/commentary/unconventional-monetary-policies-and-fiscal-stimulus-by-nouriel-roubini-2015-02>
- SAP SE. (2025). *RISE with SAP*. <https://www.sap.com/products/erp/rise.html>
- SAP SE. (2025). *SAP integrated report 2024*. <https://www.sap.com/integrated-reports/2024/en.html>
- S&P Dow Jones Indices. (2020). S&P 500 dividend payout totals and forecast for 2020. *S&P Global*. <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/index-news-and-announcements/20210106-spdji-dividend-press-release-final-2020.pdf>
- S&P Dow Jones Indices. (2021, September 23). S&P 500 buyback final report, Q2 2021. *S&P Global*. <https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/index-news-and-announcements/20210923-sp-500-buyback-q2-final-press-release.pdf>

- S&P Dow Jones Indices. (2024, October 07). S&P 500 Q2 2024 Buybacks. *S&P Global*.  
<https://www.spglobal.com/spdji/en/documents/index-news-and-announcements/20241007-sp-500-buyback-q2-2024.pdf>
- S&P Dow Jones Indices. (2025, March 19). S&P 500 Q4 2024 Buybacks. *S&P Global*.  
<https://press.spglobal.com/2025-03-19-S-P-500-Q4-2024-Buybacks-Increase-7-4-and-2024-Expenditure-Sets-New-Record-by-Increasing-18-5-Earnings-Per-Share-Increases-from-Buybacks-Drop-for-the-Quarter,-as-Q1-2025s-Impact-is-Expected-to-Increase>
- S&P Global. (2021, October 25). *Credit trends: Global financing conditions – Bond issuance is expected to finish the year close to 2020 levels; drop 2% next year*.  
<https://www.spglobal.com/ratings/en/research/articles/211025-credit-trends-global-financing-conditions-bond-issuance-is-expected-to-finish-the-year-close-to-2020-levels-12157771>
- S&P Global. (2025, May 14). *Global M&A by the Numbers: Q1 2025*  
<https://www.spglobal.com/market-intelligence/en/news-insights/research/global-m-and-a-by-the-numbers-q1-2025>
- Siemens AG. (2021). *Annual report 2020*. <https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:45446098-6c39-45ba-a5fc-e5f27ebfa875/siemens-ar2020.pdf>
- Siemens AG. (2024). *Annual report 2023*.  
<https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:be1828a9-2368-4c3b-a85f-f1bcb1f14a59/Siemens-Annual-Report-2023.pdf>
- Siemens AG. (2025). *Annual report 2024*.  
<https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:344347ec-a1bd-44cb-aaaa-711d1b3ec1b8/Siemens-Annual-Report-2024.pdf>
- Siemens AG. (2022). *Siemens launches Siemens Xcelerator*  
[https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:fb1094a4-db91-4cca-9e7b-532a65f66bdb/2022-06-EN-Siemens-launches-Siemens-Xcelerator\\_original.pdf](https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:fb1094a4-db91-4cca-9e7b-532a65f66bdb/2022-06-EN-Siemens-launches-Siemens-Xcelerator_original.pdf)
- Siemens AG. (2022). *Our DEGREE framework sets clear and measurable ambitions*  
<https://assets.new.siemens.com/siemens/assets/api/uuid:5c6ab536-efc1-4fe4-b770-01da7dc0df7c/DEGREE-Ilerleme-Raporu.pdf>
- Siemens Healthineers. (2025) *Annual report 2024*. <https://corporate.webassets.siemens-healthineers.com/427714ab59c7e09a/34f542dcc913/siemens-healthineers-ir-annual-report-2024.pdf>

- Securities Industry and Financial Markets Association. (2021). *2021 capital markets fact book*.  
<https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2020/09/US-Fact-Book-2021-SIFMA.pdf>
- Solow, R. (1956). A contribution to the theory of economic growth. *Quarterly Journal of Economics*, 70(1), 65–94. <https://doi.org/10.2307/1884513>
- Summers, L. (2014). U.S. economic prospects: Secular stagnation, hysteresis, and the zero lower bound. *Business Economics*, 49(2), 65–73.
- Summers, L. (2016). The age of secular stagnation: What is it and what to do about it. *Foreign Affairs*, 95(2), 2–9.
- Summers, L., & DeLong, B. (2012). Fiscal policy in a depressed economy. *Brookings Papers on Economic Activity*. <https://doi.org/10.1353/eca.2012.0000>
- U.S. Bureau of Economic Analysis. (2025). Gross domestic product. *FRED – Federal Reserve Bank of St. Louis*. <https://fred.stlouisfed.org/series/GDP>
- U.S. Census Bureau. (2001). *Historical statistics of the United States*.  
<https://www.census.gov/prod/cen2000/doc/sf1.pdf>
- U.S. Census Bureau. (2025). *Median age by sex*. <https://data.census.gov/table?q=B01002:+Median+Age+by+Sex&g=010XX00US&y=2023>
- U.S. Federal Reserve. (2020). *Financial accounts of the United States: Flows of funds, balance sheets, and the economics of households and businesses*. <https://home.treasury.gov/system/files/261/FSOC2020AnnualReport.pdf>
- U.S. Federal Reserve. (2025). United States fed funds interest rate. *Trading Economics*.  
<https://tradingeconomics.com/united-states/interest-rate#>
- Wills, Gregor. (2021). *Taking it to the next level, together: Allianz X's winning strategy*.  
<https://medium.com/allianz-x/taking-it-to-the-next-level-together-allianz-xs-winning-strategy-cfc6a3365ef7>
- World Trade Organization. (2020). *World trade and economic growth, 2020–21*.  
[https://www.wto.org/english/res\\_e/statis\\_e/wts2021\\_e/wts2021chapter03\\_e.pdf](https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/wts2021_e/wts2021chapter03_e.pdf)
- Yahan, L., & Qitong, H. (2025). Behind China's growth numbers, a nation still saving. *Sixth Tone*. <https://www.sixthtone.com/news/1016979>