



DEPARTAMENTO DE RELAÇÕES INTERNACIONAIS
DOUTORAMENTO EM RELAÇÕES INTERNACIONAIS: GEOPOLÍTICA E
GEOECONOMIA
UNIVERSIDADE AUTÓNOMA DE LISBOA
“LUÍS DE CAMÕES”

A ESTAGNAÇÃO SECULAR E OS SEUS EFEITOS NAS ESTRUTURAS DE PODER
GLOBAL

Tese para a obtenção do grau de Doutor em Relações Internacionais: Geopolítica e
Goeconomia

Autor: Henrique Nuno Esteves Correia dos Santos Morais

Orientador: Professor Doutor Luís Tomé

Número do candidato: 20151444

Abril de 2021

Lisboa

DEDICATÓRIA

À mãe e à Susana,

Ao João, ao Nuno e ao Tiago

Sem vós teria sido impossível.

AGRADECIMENTOS

Tenho por muitos uma enorme dívida de gratidão.

Ao meu Orientador, Professor Doutor Luís Tomé, pelo privilégio que me concedeu ao aceitar orientar esta Tese, pela permanente disponibilidade em me apoiar, pelos incentivos e desafios, sugestões e comentários que me foi transmitindo e que me permitiram ir muito mais além.

Ao Professor Doutor Luís Moita, pelos constantes ensinamentos que me deu a honra de receber ao longo de três décadas, sempre com a humildade dos Grandes, e pelos incentivos para que este projeto ganhasse corpo.

Ao Professor Doutor Manuel Farto, pelas cumplicidades intelectuais e amizade que fomos criando e que são alicerces fundamentais da minha formação.

Ao Professor Miguel Santos Neves, pela importância do seu saber e dos seus conselhos ao longo deste projeto.

Aos meus amigos, também professores, Pedro Pinto, Sofia Terlica, Sandra Ribeiro, Fernando Cardoso, e a tantos outros, companheiros de muitos percursos em que se foi formatando esta ideia.

A todos os meus colegas e professores do 1º Doutoramento em Relações Internacionais da Universidade Autónoma de Lisboa que, pelo risco de omissão, me abstenho de nomear, por muitos meses de reflexão e de partilha do seu saber, essenciais para as reflexões que aqui me conduziram.

Institucionalmente, um grande obrigado ao Professor Doutor Reginaldo de Almeida, que me dá também a honra da sua amizade, cujos incentivos foram absolutamente fundamentais para que nunca pensasse em desistir.

À minha família, especialmente à minha mãe, à Susana, minha companheira de sempre, e aos meus filhos, João, Nuno e Tiago, tantas vezes espectadores involuntários dos meus silêncios e das minhas ausências.

A todos, muito obrigado!

RESUMO

Vivemos tempos incertos na Economia e nas Relações Internacionais.

A primeira vê ressurgir o espectro da estagnação, quiçá secular, num fenómeno assimétrico, tanto na sua materialização geográfica como nos seus efeitos, enquanto nas Relações Internacionais os tradicionais mecanismos e instrumentos de poder reconfiguram-se, juntando-se à força militar e económica o poder suave, de outras armas, num mundo progressivamente mais global e digitalizado.

Neste trabalho pretendemos avaliar o que a ciência nos diz sobre o fenómeno da estagnação secular e validar até que ponto se pode considerar estarem algumas das mais importantes economias avançadas a viver esse cenário. Desenvolvemos análise similar para os equilíbrios de poder mundial, observando também como se situam as principais forças de poder nacional no contexto atual e como tem sido a sua evolução, a partir da análise de um vasto conjunto de indicadores, nalguns casos compósitos.

Centrámos a nossa análise em dois países, os Estados Unidos e a China, convictos que estamos de se tratarem das maiores potências económicas da atualidade, com a China a ameaçar tornar-se a muito curto prazo a mais poderosa economia do planeta, enquanto os norte-americanos, embora pareçam ver progressivamente atenuar-se a sua superioridade económica vão resistindo, pelo menos na aparência, mais firmemente à perda da primazia enquanto potência global, nas suas mais variadas dimensões.

Desenvolvemos uma reflexão e uma análise críticas sobre as possíveis implicações que este novo normal económico, o de uma estagnação secular muito provável nos EUA mas ausente na China, poderá ter nos equilíbrios de poder global nas próximas décadas. Começámos com o estado da arte em termos dos três grandes debates que motivaram este estudo, nomeadamente em torno da estagnação secular, da evolução da política monetária e da influência do poder económico na esfera diplomática e nas dinâmicas de poder globais. Prosseguimos com a caracterização da estagnação secular e com os seus efeitos nas dinâmicas de poder, para concluirmos com a identificação das transformações necessárias para evitar a eternização do fenómeno da estagnação secular.

Mais do que pretender identificar um novo paradigma nos equilíbrios de poder foi nosso objetivo dar um contributo, quiçá modestamente inovador pela forma de abordagem seguida, para uma reflexão sobre as consequências que poderão advir para a própria política económica

e para os equilíbrios de poder mundial de décadas de fraco crescimento económico, baixas taxas de juro e quase ausência de inflação.

Palavras-chave: Estagnação secular; Política Monetária; Poder Global; *Hard Power*; *Soft Power*.

ABSTRACT

We are living uncertainty days in the Economy and the International Relations.

Economy is facing the shadow of the secular stagnation, resurfacing in an asymmetric phenomenon, both in its geographical materialization and its effects, while in International Relations, the traditional mechanisms and power instruments are changing, with soft power being able to compete with military force and economic power, in a progressively more global and digitalized World.

In this work we intend to evaluate the scientific analysis regarding secular stagnation and validate the assumption that some of the most important advanced economies can be considered to be experiencing this scenario. We developed a similar analysis regarding world power balances, also focusing on the main national powers relative strength and their recent evolution, based on the analysis of a vast set of indicators, in some cases composite indicators.

We centered our analysis in the United States and China, namely because we are dealing with the greatest economic powers today, with China threatening to become in the short term the most powerful economy, and United States facing a progressive decrease of their economic superiority, but still struggling to maintain the primacy as a global power, in all of their dimensions.

We have developed a critical thinking and analysis on the possible implications of this new economic normal, secular stagnation most likely in the USA but absent in China, on global power balances in the coming decades. We started with the state of the art in terms of the three major debates behind this study, namely the secular stagnation, the evolution of monetary policy and the influence of economic power in the diplomatic dimension and the global power. We proceed with the characterization of secular stagnation and its effects on the dynamics of power, to conclude with the identification of the necessary changes to avoid secular stagnation being the new normal.

More than trying to identify a new paradigm in the balance of power our main proposal is to contribute, perhaps with an innovative approach, for the scientific debate on the consequences that may arise from decades of weak economic growth, low interest rates and almost no inflation to economic policies and the world power balance.

Keywords: Secular Stagnation; Monetary Policy; Global Power; Hard Power; Soft Power.

ÍNDICE DA TESE

AGRADECIMENTOS	2
RESUMO.....	3
ABSTRACT.....	5
ÍNDICE DA TESE.....	7
LISTA DE FIGURAS.....	10
LISTA DE QUADROS.....	14
LISTA DE MAPAS	17
LISTA DE SIGLAS.....	18
INTRODUÇÃO	20
Problema, Objetivos e Argumento	20
Quadro Teórico	22
Metodologia e Estrutura	24
Capítulo I. ENQUADRAMENTO E ESTADO DA ARTE	28
I.1. Os debates em torno da estagnação secular	28
I.1.1. Abordagens centradas nos fatores do lado da procura	30
I.1.2. Abordagens centradas nos fatores do lado da oferta	42
I.1.3. As vozes durante o longo silêncio.....	48
I.1.4. Alternativas à visão da estagnação secular	54
I.2. Os debates em torno da política monetária	69
I.3. Os debates em torno da dimensão económica do poder – a pertinência do neoliberalismo	83
I.3.1. Discussão sobre conceitos de estratégia e de poder	85
I.3.2. O <i>hard power</i> e o <i>soft power</i>	90
I.3.3. Diplomacia económica.....	97

Capítulo II. ESTAGNAÇÃO SECULAR – CONCEPTUALIZAÇÃO E CARACTERIZAÇÃO	103
II. 1. O conceito e as suas múltiplas valências	106
II.1.1. Produto Interno Bruto (e suas projeções), <i>output gap</i> e taxa de utilização da capacidade produtiva	108
II.1.2. Taxas de juro e de inflação	117
II.1.3. Poupança e investimento.....	122
II.2. O papel da demografia.....	125
III.2.1. Enquadramento	125
II.2.2. Evidência empírica.....	133
Capítulo III. ESTAGNAÇÃO SECULAR E SUAS CONSEQUÊNCIAS NA ESTRUTURA DE PODER GLOBAL – EUA <i>VERSUS</i> CHINA.....	153
III.1. As alterações nos equilíbrios do poder global pela via económica, financeira e social	156
III.1.1. A vertente económica e suas consequências nos equilíbrios do poder global....	158
III.1.2. A vertente financeira e suas consequências nos equilíbrios do poder global	174
III.1.3. A vertente social: a evolução da pobreza e das desigualdades	182
III.2. A influência da política monetária em contexto de <i>zero lower bound</i>	188
III.3. As alterações das estruturas de poder na perspetiva de outros indicadores de <i>hard power</i> e de <i>soft power</i>	196
III.3.1. A vertente militar	197
III.3.2. Indicadores a nível da investigação e desenvolvimento	204
III.3.3. Indicadores compósitos de <i>hard power</i>	211
III.3.4. Indicadores de <i>soft power</i>	224
Capítulo IV. AS TRANSFORMAÇÕES NECESSÁRIAS PARA ATENUAR OS PROCESSOS DE ESTAGNAÇÃO SECULAR	233
IV.1. As abordagens globais e as sugestões criativas	233

IV.2. As sugestões dos cétricos da estagnação secular.....	245
IV.3. Um contributo	249
CONCLUSÃO	262
BIBLIOGRAFIA	268

LISTA DE FIGURAS

Figura 1. Produto Interno Bruto nominal (preços constantes) – médias móveis a 10 anos da taxa de crescimento anual, em percentagem	110
Figura 2. Produto Interno Bruto real (preços constantes) – médias móveis a 10 anos da taxa de crescimento anual, em percentagem	111
Figura 3. Produto Interno Bruto nominal e real (preços constantes) - China e EUA, médias móveis a 10 anos da taxa de crescimento anual, em percentagem	111
Figura 4. Produto Interno Bruto nominal (preços constantes) nos mercados emergentes, Ásia emergente e China – médias móveis a 10 anos da taxa de crescimento anual, em percentagem	112
Figura 5. Produto Interno Bruto real (preços constantes) nos mercados emergentes, Ásia emergente e China – médias móveis a 10 anos da taxa de crescimento anual, em percentagem	113
Figura 6. Evolução do <i>Output Gap</i> – EUA e Área do euro, em percentagem.....	114
Figura 7. Taxa de utilização da capacidade produtiva – EUA, em percentagem	114
Figura 8. Taxa de utilização da capacidade produtiva – Área do euro, em percentagem.....	116
Figura 9. Projeção de crescimento do PIB longo prazo pelo FOMC para os EUA, em percentagem	116
Figura 10. Projeção do PIB potencial pela CBO para os EUA, em percentagem	117
Figura 11. Preços no consumidor – médias móveis a 10 anos, em percentagem	118
Figura 12. Taxas de juro de referência dos bancos centrais, em percentagem	119
Figura 13. Taxas de juro reais de curto prazo - EUA e Área do euro, em percentagem.....	120
Figura 14. Taxas de juro reais de longo prazo – EUA e Área do euro, em percentagem.....	120
Figura 15. Taxa de juro reais a 2 e a 10 anos – China, em percentagem.....	121
Figura 16. Saldo da balança corrente face ao PIB, em percentagem.....	122
Figura 17. Investimento em percentagem do produto interno bruto.....	124
Figura 18. Esperança média de vida à nascença – EUA e China (em anos).....	135

Figura 19. Taxa de mortalidade – EUA e China (mortos por mil habitantes)	136
Figura 20. Taxa de natalidade – EUA e China (nascimentos por mil habitantes)	136
Figura 21. Taxa de fertilidade – EUA e China (nº de filhos por mulher)	137
Figura 22. Taxa de desemprego – EUA, em percentagem	138
Figura 23. Criação de emprego não agrícola (médias móveis a 12 meses) – EUA, em milhares	139
Figura 24. Subemprego (desempregados, pessoas em <i>part-time</i> e pessoas marginalmente colocadas no mercado de trabalho) – EUA, em percentagem da força de trabalho e das pessoas marginalmente colocadas no mercado de trabalho	140
Figura 25. Rácio do emprego face à população total – EUA, em percentagem	141
Figura 26. Rácio emprego face à pop. Homens 24-54 anos – EUA, em percentagem.	141
Figura 27. Rácio de dependência – população menor que 15 anos e maior de 64 anos face à população ativa nalgumas economias avançadas, em percentagem	142
Figura 28. Rácio de dependência – população maior de 64 anos face à população ativa nalgumas economias avançadas, em percentagem	143
Figura 29. Rácio de dependência – população menor que 15 anos face à população ativa nalgumas economias avançadas, em percentagem	144
Figura 30. Rácio de dependência – população menor que 15 anos e maior de 64 anos face à população ativa, na OCDE, EUA e China, em percentagem.....	144
Figura 31. Rácio de dependência – população maior de 64 anos face à população ativa na OCDE, EUA e China, em percentagem.....	145
Figura 32. Rácio de dependência – população menor que 15 anos face à população ativa na OCDE, EUA e China, em percentagem.....	145
Figura 33. Despesas de saúde <i>per capita</i> – EUA e China, em dólares dos EUA	146
Figura 34. Despesas de saúde – EUA e China, em percentagem do produto interno bruto	147
Figura 35. Horas de trabalho anuais – OCDE e seleção de países, número de horas...	148
Figura 36. Emigração líquida – EUA, Reino Unido e França, por mil habitantes	149
Figura 37. Produto Interno Bruto – Economias avançadas <i>versus</i> Emergentes	158

Figura 38. Produto Interno Bruto em paridade de poder de compra – Economias avançadas <i>versus</i> Emergentes, em percentagem	159
Figura 39. Peso do Produto Interno Bruto face ao total mundial – Top 10, em 1980 (figura esquerda) e 2020 (figura direita).....	160
Figura 40. Peso do Produto Interno Bruto em paridade de poder de compra face ao total mundial – Top 10, em 1980 e 2020	162
Figura 41. Balança Corrente – Economias avançadas <i>versus</i> Emergentes.....	163
Figura 42. Evolução das exportações e das importações de mercadorias desde 1980 – Top 5 mundial, em mil milhões de dólares dos EUA	165
Figura 43. Orçamento (excedente ou défice) em percentagem do PIB – EUA	171
Figura 44. Dívida pública, em montante e percentagem do PIB – EUA.....	171
Figura 45. Dívida soberana detida pelo público – EUA, em percentagem do PIB.....	172
Figura 46. Índices de ações – EUA, China e Alemanha.....	175
Figura 47. Taxas de rendibilidade da dívida soberana a 2 anos – EUA, China e Alemanha, em percentagem	176
Figura 48. Taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos – EUA, China e Alemanha, em percentagem	177
Figura 49. Rácio e número de pessoas em pobreza extrema - mundo, Estados Unido e China, desde 1981	183
Figura 50. Evolução do Índice de <i>Gini</i> – Mundo, economias avançadas e emergentes e zonas geográficas, em percentagem.....	185
Figura 51. Evolução do Índice de Gini – EUA e China, em percentagem	186
Figura 52. Despesas militares a preços constantes de 2018, em mil milhões de dólares dos EUA	199
Figura 53. Despesas militares <i>per capita</i> , em dólares dos EUA.....	199
Figura 54. Despesas militares em percentagem do PIB.....	200
Figura 55. Despesas militares em percentagem do orçamento do Estado	201
Figura 56. Vendas de armas pelas 100 maiores empresas mundiais, a preços de 2018	202

Figura 57. Despesas totais em investigação e desenvolvimento em percentagem do produto interno bruto.....	205
Figura 58. Despesas das empresas em investigação e desenvolvimento em percentagem do produto interno bruto	206
Figura 59. Investigadores por mil habitantes.....	206
Figura 60. Despesa em investigação e desenvolvimento – peso do setor privado, em percentagem do total	207
Figura 61. Número total de patentes ao abrigo do <i>Patent Cooperation Treaty</i>	208
Figura 62. Número total de patentes no setor das tecnologias da informação e da comunicação	208
Figura 63. Quota de mercado nas exportações da indústria farmacêutica.....	209
Figura 64. Quota de mercado nas exportações da indústria aeroespacial.....	209
Figura 65. Quota de mercado nas exportações da indústria das tecnologias da informação e da comunicação	210
Figura 66. Índice Composto de Capacidade Nacional.....	211
Figura 67. Utilização da internet – total mundial e percentagem da população total, desde 2005	217
Figura 68. Indicadores globais da <i>Pew</i> – Opinião favorável sobre os EUA (esq.) e sobre a China (dir.) – 2019, em percentagem	228
Figura 69. Indicadores globais da <i>Pew</i> – Opinião favorável sobre os EUA (esq.) e sobre a China (dir.), 2002 em percentagem	229
Figura 70. Indicadores globais da <i>Pew</i> – Líder económico mundial, EUA ou China, 2019 (esq.) e 2008 (dir.), em percentagem dos inquiridos.....	230

LISTA DE QUADROS

Quadro 1. Produto Interno Bruto (preços constantes) – taxa de crescimento anual, em percentagem	109
Quadro 2. Preços no consumidor – taxa média, em percentagem	118
Quadro 3. Taxa de crescimento da população - taxa média, em percentagem	134
Quadro 4. Transição demográfica nos países da OCDE.....	134
Quadro 5. Produto Interno Bruto a preços correntes, em biliões de dólares dos EUA – Top 10 mundial	160
Quadro 6. Produto Interno Bruto a preços correntes em paridade de poder de compra, em biliões de dólares dos EUA – Top 10 mundial.....	161
Quadro 7. Evolução do PIB antes e depois de 2007, em percentagem.....	162
Quadro 8. Comércio internacional de mercadorias e de serviços – exportações e importações, por país (top 10), em 2019	164
Quadro 9. Importações de bens finais e de bens intermédios, top 5, em 2018 e mil milhões de dólares dos EUA	165
Quadro 10. Evolução das exportações por zona geográfica e país, em percentagem do total, desde 1948	166
Quadro 11. Evolução das importações por zona geográfica e país, em percentagem do total, desde 1948	167
Quadro 12. Comércio internacional de bens da indústria transformadora, top 10, exportações (esquerda) e importações (direita), valor em 2019 (em mil milhões de USD) e peso mundial desde 2000	168
Quadro 13. Comércio de serviços por origem e destino, em 2018, em valor (mil milhões de dólares dos EUA) e peso, União Europeia, EUA e China	169
Quadro 14. Dívida pública norte-americana segundo o respetivo detentor (junho de 2020)	173
Quadro 15. Distribuição das reservas cambiais por moeda, em percentagem.....	179

Quadro 16. Posição de dívida emitida por país, total e nos mercados internacionais (em mil milhões de dólares dos EUA)	180
Quadro 17. <i>Gap</i> do rácio do crédito face ao produto interno bruto, em percentagem..	181
Quadro 18. Prosperidade Partilhada, por zona geográfica e total (2010-12/2012-17) .	187
Quadro 19. Prémio de Prosperidade Partilhada, por zona geográfica e total (2010-12 e 2012-17)	188
Quadro 20. Exportações de armamento, top 10 mundial em 2019 e comparação com 2000 (em mil milhões de dólares e percentagem do total).....	203
Quadro 21. Países de destino das exportações de armas dos EUA, 2000 a 2019, em percentagem do total	203
Quadro 22. Países de destino das exportações de armas da Rússia (à esquerda) e da China (à direita), entre 2000 e 2019, em percentagem do total.....	204
Quadro 23. Poder de fogo global	213
Quadro 24. Desagregação do Índice de Militarização Global por componentes, 2018	215
Quadro 25. Indicadores do <i>Global Cybersecurity Index</i> por pilar (2018)	218
Quadro 26. <i>Global Cybersecurity Index</i> (2018)	219
Quadro 27. <i>E-Government Development Index</i> (EGDI) – dez melhores, Rússia e China (2020)	220
Quadro 28. <i>E-Government Development Index</i> (EGDI) – dez melhores, Rússia e China (2003)	221
Quadro 29. <i>E-Participation Index</i> – doze melhores (2020).....	221
Quadro 30. <i>Information and Communication Technology Development Index</i> (IDI) - Componentes, valores de referência e peso	222
Quadro 31. <i>Information and Communication Technology Development Index</i> (IDI) – Top 10, EUA, Rússia e China	223
Quadro 32. Indicador <i>Soft Power 30</i> – Dimensões objetivas do indicador e respetivas métricas	225
Quadro 33. Indicador <i>Soft Power 30</i> – Top 10, China e Rússia, em 2019 e 2015	226

Quadro 34. *Global Soft Power Index*, suas componentes e pilares – 2019, top 10 227

LISTA DE MAPAS

Mapa 1. Índice de Militarização Global - 2018	214
Mapa 2. Índice de Militarização Global - 2000	216

LISTA DE SIGLAS

BCE: Banco Central Europeu

BIS: Bank for International Settlements

BM: Banco Mundial

BRICS: Grupo informal constituído pelo Brasil, Rússia, Índia, China e África do Sul

CBO: Congressional Budget Office

COVID-19: Coronavirus Disease 2019

DBRS: DBRS Morningstar

EUA: Estados Unidos da América

FED: Federal Reserve Board

FITCH: Fitch Ratings

FMI: Fundo Monetário Internacional

FOMC: Federal Open Market Committee

G7: Grupo dos Sete (países mais industrializados)

G8: Grupo dos Oito (países mais industrializados)

I&D: Investigação e Desenvolvimento

IHPC: Índice Harmonizado de Preços no Consumidor

MOODY`S: Moody`s Investor Services

MRO: Main Refinancing Operations

OTAN: Organização do Tratado do Atlântico Norte

OCDE: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico

OMC: Organização Mundial de Comércio

ONG: Organizações Não-Governamentais

PBC: People Bank of China

PIB: Produto Interno Bruto

QE: Quantitative Easing

S&P: Standard and Poor's Global Ratings

SDR: Special Drawing Right do FMI

SMI: Sistema Monetário Internacional

TPF: Total Productivity Factors

UE: União Europeia

USD: United States Dollar

WB: World Bank

INTRODUÇÃO

O mundo vive momentos únicos que simultaneamente nos criam medos e ansiedades mas também nos oferecem oportunidades, talvez únicas, de reequacionar boa parte dos paradigmas que nortearam a sociedade e a Economia após a Segunda Guerra Mundial.

Ao desmembramento do Sistema Monetário Internacional de *Bretton-Woods*, nos anos setenta do século XX, às crises cambiais sem precedentes, designadamente mas não apenas na Ásia em 1997 e na Rússia em 1998, de premeio com um período de alguma euforia associado às bolhas das *dotcom*, sucederam-se no século XXI movimentos disruptivos, alguns gerados pelo ser humano, outros pela natureza cada vez mais pressionada pelo próprio Homem.

Veio assim a crise financeira de 2007/2008, a mais significativa e com efeitos mais devastadores provavelmente desde a que se verificou em 1929/30, logo seguida pela Grande Recessão de 2009. Depois, qual tempestade quando ainda todos recuperávamos, mais uma vez próximo do final da década, surge a pandemia do *COVID-19* e consigo uma crise económica que promete rivalizar, em dimensão e impacto, com a Grande Depressão do final da segunda década do século XX.

Mais do que enfatizar todos estes fenómenos, e não sendo evidentemente nossa intenção desvalorizar os seus impactos, aos vários níveis, é nossa convicção que eles mais não são do que movimentos pontuais num longo caminho, esse sim mais estrutural e preocupante, de estagnação do crescimento económico numa parte significativa da economia mundial, concretamente no grupo dos países que o Fundo Monetário Internacional apelidou de “Economias Avançadas”.

E esse caminho já vinha de longe, desde pelo menos o último quartel do século XX, quando, em conjunto, estas economias avançadas representavam cerca de três quartos do produto interno bruto mundial, eram o centro nevrálgico e a locomotiva do crescimento global.

Desde então, com um vigor difícil de imaginar mesmo para os mais crédulos do que a globalização poderia significar em matéria de maior equilíbrio internacional na criação de riqueza, assistiu-se a uma dinâmica de fortalecimento das economias emergentes, como a China, mas não apenas este país, a par de uma progressiva estagnação do crescimento nas referidas economias avançadas.

Problema, Objetivos e Argumento

A primeira ponderação que se nos afigurou necessária correspondeu ao tema e ao momento iniciais da nossa pesquisa científica.

Decidimos que a abordagem inicial ao tema seria simplesmente a “Estagnação Secular”, conceito que motiva largamente a elaboração desta tese e que o momento inicial para a revisão da literatura seria os anos trinta do século XX e a introdução daquele conceito por Alvin Hansen (1939).

Ainda que pareça ter existido uma longa interrupção dos debates científicos imediatamente após o marcante contributo de Hansen julgámos que seria pouco adequado retomar a pesquisa científica já no século XXI, com o ressurgimento do tema que ficou associado às intervenções de Lawrence Summers (2014). Ou seja, a mencionada ponderação não podia excluir o regresso à segunda metade do século XX, desde logo porque os economistas, especialmente os keynesianos, mantiveram o tema “vivo” e porque outros, designadamente associados à escola neomarxista norte-americana, pretenderam olhar para os fenómenos que iremos descrever e explicar como uma decorrência de uma estrutura mais complexa, ou seja, a evolução do próprio sistema capitalista.

Além disso, associado aos debates em torno da estagnação secular, parecia-nos imprescindível discorrer sobre outros debates fundamentais, sobretudo atentos os anos da (e após a) Grande Recessão que se seguiu à Crise Financeira de 2007-2008. Esses debates têm na política monetária o seu centro, e na forma como ela evoluiu rumo a medidas não-convencionais um dos seus pontos de interesse fundamentais.

Era ainda fundamental analisar outros debates, nomeadamente sobre a influência do poder económico na esfera diplomática e nas dinâmicas de poder global. Afinal, de que serviriam eventuais conclusões que o autor destas linhas pudesse retirar sobre a economia mundial no presente e o futuro que se avizinha se daí não resultassem corolários claros e bem demonstrados quanto aos seus múltiplos impactos, nomeadamente políticos e sociais? Mais ainda, seria importante avaliar de que forma as duas dinâmicas analisadas anteriormente no âmbito do estado da arte, a estagnação secular e a política monetária, poderão estar a condicionar a terceira das dinâmicas, isto é, a influência do poder económico na diplomacia e no poder global.

O problema, assim colocado, corresponde, em síntese, à existência eventual de um fenómeno de estagnação do crescimento económico mundial e às consequências que esse fenómeno poderá acarretar para os equilíbrios do poder mundial.

Aqui chegados, e não se vislumbrando mudanças radicais nos próximos tempos, como por exemplo uma reversão dos processos de globalização e de digitalização das sociedades que poderia naturalmente ter impactos assinaláveis em toda a ordem económica atual, antes sendo possível prever que se intensificará o movimento anterior, interrogamo-nos sobre as consequências que daqui poderão advir para o poder global, seus atores e instrumentos, seus equilíbrios e instabilidades.

A um primeiro objetivo deste estudo, o de determinar se o cenário da estagnação secular, mais do que meramente teórico, é um fenómeno identificável na atualidade nalgum país ou região do mundo, sucede-se um segundo objetivo, quiçá ainda mais desafiante, o de avaliar até que ponto aquele fenómeno poderá ter implicações nos equilíbrios de poder.

Estabelecemos ainda um terceiro objetivo que corresponde à identificação de medidas de política, não apenas económica, mas também social e de redistribuição do rendimento, de combate aos efeitos perniciosos da transição demográfica a que assistimos em vastas zonas do mundo, que permitam atenuar os impactos negativos da materialização dos fenómenos de estagnação do crescimento económico.

O argumento, que tentaremos defender ao longo das páginas deste trabalho, é que a estagnação secular não é um fenómeno generalizado na sociedade contemporânea, antes muito localizado no que o Fundo Monetário Internacional designa de “economias avançadas” e, portanto, as suas consequências assimétricas são suscetíveis de pôr em causa os equilíbrios de poder mundial instituídos e, quiçá, a potência dominante, ela própria eventualmente uma das mais afetadas por aquele fenómeno de estagnação.

Quadro Teórico

A nossa formação de base, em economia, deixa-nos uma marca, porventura comum a muitos dos investigadores nesta área, nomeadamente a tendência para a utilização de metodologias dedutivas e métodos quantitativos, sendo estes últimos alicerçados, regra geral, em abordagens estatístico-económicas para encontrar possíveis caminhos explicativos dos fenómenos que tantas vezes nos escapam.

A esta formação de base juntam-se, indeléveis, três décadas de ensino na componente geoeconómica das Relações Internacionais, acompanhadas por tempo idêntico na observação e análise do comportamento da Economia Internacional e dos mercados financeiros.

Acontece que aquela “marca” nos aproxima de uma abordagem de investigação epistemologicamente positivista (ou pós-positivista) e, muito provavelmente, de um de dois paradigmas maiores das Relações Internacionais, o realismo ou o liberalismo.

Não nos revendo no primeiro dos paradigmas também temos a aproximação ao segundo, até porque nos parecia mais aconselhável falar em neoliberalismo e isso despertava em nós episódios em que, ao longo de duas décadas, nos sentimos adversários de muitas das abordagens que a ele foram associadas, quiçá de forma algo abusiva ou descontextualizada.

Procurar abrigo em abordagens alternativas não nos pareceu caminho possível. É bem verdade que a teoria crítica, o construtivismo, a teoria da complexidade, autores como Wallerstein, Cox, Booth, Chandler, Frisch ou Kahneman, entre muitos outros, não só não questionam a cientificidade daquelas outras abordagens teóricas de que nos sentimos mais próximos, como, antes, procuram alternativas, dizemos nós, muito válidas, na capacidade de perceber que na ciência não existe apenas um caminho.

Mas, mesmo reconhecendo que os paradigmas nos empurram porventura para caminhos em linha demasiadamente reta na busca da compreensão de realidades mais vastas e complexas, tanto o nosso problema de partida, de que forma uma realidade tão complexa como a estagnação secular do crescimento económico afeta os equilíbrios globais de poder, como o argumento, nem todos os candidatos a força maior do poder global vivem este fenómeno da estagnação secular, são suscetíveis de motivar o nosso modesto contributo para o saber científico de uma forma mais aceitável se nos mantivermos fieis aos nossos fundamentos paradigmáticos.

Regressamos, pois, ao ponto de partida, ao objetivismo ontológico que nos leva a confiar no papel dos atores sociais mas também a acreditar que o fenómeno social tem uma existência e significado(s) próprios e irrefutáveis. Não vamos procurar leis universais onde elas não existem, mas antes tentar identificar fenómenos e suas consequências previsíveis numa estrutura de poder mundial que aparenta estar em mudança lenta mas gradual, por ora não disruptiva mas potencialmente geradora de uma alteração significativa na organização política e económica do mundo tal como as conhecemos atualmente.

Mas este traço ontológico, muito comum aos positivistas, não pode esconder a diferença epistemológica entre aqueles e os outros, os pós-positivistas. Guba e Lincoln (2000, p. 168) falam em realismo ingénuo por parte dos positivistas, contrapondo ao realismo crítico dos pós-positivistas. Os primeiros identificam uma realidade perfeitamente apreensível também pelo

cientista social, enquanto os pós-positivistas, mantendo-se fiéis à ideia da “existência verdadeira” da realidade, defendem que esta só pode ser apreensível de forma imperfeita e probabilística.

Tal como os pós-positivistas, também nós consideramos que os resultados desta investigação apenas podem provavelmente considerar-se verdadeiros. Isto faz de nós um pós-positivista? Provavelmente sim, quiçá um pós-positivista crítico.

Esta visão crítica está também provavelmente presente na opção pelo paradigma neoliberal, em detrimento da abordagem realista, na medida em nos sentimos motivados, ou talvez fascinados, pela ideia de que a dimensão económica do poder, certamente balanceado pelas análises fundamentais ao nível da Geoeconomia e da Geopolítica, será porventura a mais aconselhada aproximação para a compreensão científica dos equilíbrios de poder global atuais e, provavelmente, o caminho mais seguro para compreendermos as alterações que o tempo trará a esses equilíbrios.

Metodologia e Estrutura

O trabalho é simultaneamente descritivo e explicativo, pretendendo identificar e partilhar factos, nomeadamente relacionados com a tendência de fundo de estagnação muito longa, por isso secular, do crescimento económico nalgumas zonas geográficas mundiais, bem como as alterações que se vislumbram nalgumas das principais dimensões do poder mundial e, no patamar explicativo, buscando a sua integração e contextualização, à luz dos parâmetros do pós-positivismo que orientam o seu autor.

Resulta da investigação documental e da utilização de extensas bases de dados de informação quantitativa, bem como da análise empírica e da nossa experiência profissional, enquanto economista com trinta décadas de experiência e alguém que acompanha ativamente as relações internacionais, também na sua missão enquanto professor universitário. Procuraram-se em publicações especializadas e estudos académicos de relevo as informações mais relevantes para o trabalho, complementadas amiúde com as fontes diretas, nomeadamente através da utilização da informação quantitativa nas suas várias dimensões, com destaque para a económica, financeira, social, militar e política.

Embora reconhecendo que a abordagem utilizada foi preferencialmente dedutiva, favorecendo o experimentalismo, não foi nosso objetivo formular hipóteses demasiado herméticas que depois pudéssemos verificar através de métodos quantitativos. Perante os desafios de um tema,

o da estagnação secular, ainda tão embrionário e uma abordagem, a da sua relação com os equilíbrios de poder que julgamos inovadora, preferimos a cautela e a humildade científica à arrogância de determinismos modelados pelo recurso à econometria e privilegiámos também a adoção de métodos qualitativos e uma experimentação modificada, a metodologias experimentalistas e manipulativas¹.

Na ponderação da estrutura do trabalho houve necessidade de proceder a escolhas que se revelariam importantes para a sua prossecução. Lógicas de poder entre economias avançadas, tomadas como um todo, e mercados emergentes pareceram-nos pouco realistas, sobretudo porque esconderiam realidades muito diferentes em ambos os grupos identificados. Na certeza de que a potência unipolar, simultaneamente ainda a maior economia mundial, os Estados Unidos, seriam seguramente um ator privilegiado para a nossa escolha, no que ao trabalho empírico diz respeito, faltava então determinar o segundo ator. Pensámos na União Europeia e na Rússia. Do segundo facilmente desistimos, pese embora a dimensão imperial dos eslavos do Norte, muito alicerçada na força nacionalista que Putin imprimiu ao povo russo, talvez porque se perceba que a dimensão económica da Rússia não se aproxima, nem provavelmente lá chegará em mais de meio século, do que se passa nos EUA ou mesmo na China.

A não-escolha da União Europeia foi uma decisão mais difícil. Em termos estritamente económicos, a União compara-se relativamente bem com os EUA e, pese embora as duas últimas décadas sejam de progressivo afastamento da primeira potência económica mundial em relação aos europeus, tempos mais favoráveis poderiam facilmente significar a recuperação do terreno perdido recentemente pela União Europeia. A dado momento, equacionámos até que ponto os desenvolvimentos políticos nos EUA desde 2016 não serão um sinal de que a Europa tem de repensar a sua estratégia e o alcance do poder (e das alianças) que pondera desenvolver a nível global, não apenas na dimensão económica, mas nas outras dimensões do *hard power* e do *soft power*, precavida que deve estar em relação às, impensáveis até 2016, derivas totalitárias da Administração norte-americana.

A decisão acabou por recair na China, não só porque na verdade é a economia que está a disputar com os EUA a liderança da economia mundial como também por, ao contrário dos EUA ou da União Europeia, ao menos por agora, estar muito longe dos ventos da estagnação secular e, *last but not least*, apresentar uma coesão nacional e, sobretudo, uma estratégia de

¹ Entre muitos outros, destaque para o trabalho de Bryman (2001) a propósito dos métodos de pesquisa sociais.

longo prazo muito bem delineadas, algo que a União Europeia não parece ter, ou talvez seja mesmo impossível ter, por agregar um grupo de países que não constituem um Estado-Nação.

A estrutura do trabalho contempla quatro Capítulos. No primeiro desses capítulos, dedicado ao enquadramento teórico e conceptual e ao estado da arte, expressamos o nosso problema, nomeadamente a hipótese da materialização da estagnação secular do crescimento económico e as suas consequências na estrutura de poder global, e o nosso argumento de que essa estagnação é assimétrica, não afeta todas as regiões e países do globo da mesma forma e, por isso, é suscetível de provocar alterações nos equilíbrios de poder global, nas próximas décadas. No trabalho de levantamento do “estado da arte” procedemos à identificação de debates em três dimensões, começando pela dimensão da estagnação secular, com as várias abordagens em função da prevalência dos fatores da procura ou da oferta, continuando com as abordagens, essencialmente marxistas, ao longo do que apelidamos de “longo silêncio”, entre os trabalhos iniciáticos de Alvin Hansen nos anos trinta do século XX e o retomar em força do tema já no século XXI, por Lawrence Summers, para concluir esta primeira dimensão com as correntes alternativas à visão da estagnação secular. Na segunda dimensão, abordamos o que a literatura científica tem a dizer a propósito da esfera monetária, mais concretamente de que forma são perspectivadas as consequências para a eficácia da política monetária de uma fase muito prolongada, que atravessamos, do que a literatura apelida de *zero lower bound*, isto é taxas de juro muito próximas ou mesmo abaixo do limiar dos zero por cento, para, na terceira e última dimensão, detalharmos o estado da arte em matéria de debate científico sobre a influência do poder económico na esfera diplomática e nas dinâmicas de poder globais.

No segundo capítulo, procedemos a uma caracterização do fenómeno da estagnação secular, apresentando o conceito e as suas muitas valências, designadamente a sua expressão a nível de um conjunto massivo de indicadores económicos, designadamente, entre tantos outros, o produto interno bruto, o *output gap*, a taxa de utilização da capacidade produtiva, as taxas de juro e de inflação, a poupança e o investimento. Na segunda parte deste capítulo daremos um destaque especial à demografia, pelo que ela tem de central no fenómeno da estagnação secular.

No terceiro capítulo, identificamos as consequências do fenómeno da estagnação secular nas estruturas de poder global, promovendo uma análise crítica, mas necessariamente muito limitada, das alterações que se vão percecionando ou perspectivando naquelas estruturas, por via dos impactos da dimensão económica e financeira, da política monetária e da sua discutível

eficácia no difícil contexto do *zero lower bound*, ou ainda das dimensões do *hard power* e do *soft power* nas Relações Internacionais.

No quarto capítulo, apresentamos e discutimos algumas das medidas que poderão ser equacionadas para evitar o fenómeno descrito ou, admitindo a sua materialização, para o afastar progressivamente e conter os seus efeitos assimétricos para o posicionamento de cada um dos atores nas estruturas de poder mundiais. Fazemo-lo em duas dimensões: na primeira, através de uma análise detalhada de alguns dos (muitos) contributos que foram sendo dados ao longo dos últimos anos para o tema, tanto por aqueles que afirmam a existência da estagnação secular, como pelos cientistas que nela não se revêm mas que, ainda assim, consideram existir um problema associado ao fraco crescimento económico que, com maior ou menor incidência ao nível das diversas dimensões da política, económica e não só, deve ser encarado e resolvido. Na segunda dimensão, tentaremos dar um modesto contributo para o debate científico em torno do tema, sugerindo caminhos, pontualmente distintos daquilo que é mais comum observar na literatura mas, acima de tudo, tentando pautar uma escala de importância relativa que nos parece aconselhável na escolha necessária das medidas e do seu grau de implementação.

Por último, nas conclusões, enunciamos as ilações presentes neste trabalho, nomeadamente a propósito da caracterização da estagnação secular e dos seus efeitos nas estruturas de poder mundial nas suas várias dimensões, e sintetizamos a análise efetuada.

Capítulo I. ENQUADRAMENTO E ESTADO DA ARTE

No primeiro capítulo deste trabalho iremos apresentar o enquadramento do tema e respetivo estado da arte, destacando os debates que se estabeleceram na ciência a nível da estagnação do crescimento económico, da influência da política monetária e, por último, da influência do poder económico nas dinâmicas de poder globais e respetivos equilíbrios.

I.1. Os debates em torno da estagnação secular

Em março de 1939, um dos mais prestigiados economistas do seu tempo, o Professor Alvin Hansen, muito frequentemente apelidado de “Keynes norte-americano”, num discurso proferido no encontro anual da *American Economic Association* intitulado “*Economic Progress and Declining Population Growth*”, afirmava a dado ponto, reportando-se à situação económica do final dos anos trinta do século XX: “Esta é a essência da estagnação secular, 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” (Hansen, 1939, p. 4).

Hansen defendia que os EUA estariam a passar por um período intermédio, após a era de crescimento e expansão do século XIX, que “ninguém que não queira embarcar numa simples conjectura pode ainda caracterizar com clareza ou precisão” (*ibid.*, p. 1).

E apontava uma enorme alteração na década de trinta: de um aumento da população em dezasseis milhões de pessoas na década de vinte, ter-se-ia assistido a uma queda para metade na década seguinte e as previsões apontavam para menos de um terço na década de quarenta (*ibid.*, p. 2). Na aparente estagnação da população estariam implícitos “sérios desajustamentos estruturais que podem ser evitados ou mitigados apenas se as políticas económicas apropriadas para uma situação em mudança forem aplicadas” (*ibid.*, p. 2).

E o que estaria a mudar na economia norte-americana? Hansen começou por apontar três fatores que teriam estado na origem dos fortes fluxos de investimento nas primeiras décadas da história económica norte-americana, garantindo assim níveis de crescimento do produto interno bruto anormalmente elevados, face aos padrões do resto do mundo nos séculos anteriores: as invenções, a descoberta e desenvolvimento de novos territórios e recursos e o crescimento da população (*ibid.*, p. 3).

Estas “forças externas” estariam em mudança e a economia via surgir o problema fundamental: o subemprego, isto é a incapacidade de atingir o pleno-emprego (*ibid.*, p. 4). Hansen sugeriu que o fraco crescimento populacional era determinante, porque travava o aumento da procura,

gerando o perigo potencial da estagnação e um efetivo subemprego dos fatores produtivos, o capital e o trabalho.

Como assinala Backhouse *et al.* (2016, p. 946), Hansen usou o termo “estagnação secular” para se referir a um movimento histórico, baseado na experiência dos EUA, sendo uma tese sobre as consequências da maturidade económica. Hansen começou por explicar os ciclos de prosperidade e depressão como resultado de alterações na moeda e crédito, procurando desde o início um modelo dinâmico e mostrando que um abrandamento do crescimento do consumo pode induzir uma queda absoluta do investimento (*ibid.* p. 949).

Durante os anos 20, começou a ver as flutuações do investimento, geradas por alterações populacionais e pelas vagas de inovação, como a causa do ciclo: embora os fatores monetários ainda estivessem presentes, já não eram um fator independente mas sim algo que exponenciava essas outras forças. Defendeu que existem oportunidades de investimento disponíveis e que quando essas se esgotam o investimento deve cair, causando abrandamento do crescimento (*ibid.* p. 949)².

E, no entanto, numa apenas aparente contradição face a alguma desvalorização dos fatores monetários, Hansen considerava que a Grande Depressão foi particularmente profunda porque resultou de fortes choques monetários e tecnológicos que atuaram em simultâneo.

Backhouse *et al.* defende ainda (*ibid.* p. 950) que Hansen acrescentou à sua noção de estado estacionário a ideia de que um crescimento populacional em desaceleração levaria à queda do investimento se não existisse progresso técnico e que o mecanismo do acelerador era central, permitindo que o aumento do investimento público “em recursos humanos e naturais e nos consumidores” (Hansen, 1939, p. 12) compensasse a queda do investimento privado. Mas, se a despesa do governo for levada demasiado longe pode alterar a estrutura de custos e impedir que o pleno emprego seja atingido.

No seu tempo, a crítica a Hansen foi efetuada a dois níveis: um primeiro grupo de autores rejeitou o conceito de estado estacionário, com Knight (1936) a afirmar não existir uma tendência para a diminuição dos retornos do capital para zero, Simons (1942) a defender que a procura por ativos duradouros aumenta rapidamente se as taxas de juro forem muito baixas (mas sempre positivas) e Pigou (1943) a aceitar a noção clássica do estado estacionário mas a rejeitar a reformulação de Hansen (Backhouse *et al.*, 2016, p. 952). Num segundo grupo surge

² Partilhando assim a ideia inicialmente apresentada por Arthur Spiethoff (1925, versão inglesa em 1953).

a crítica empírica à tese da estagnação secular, nomeadamente de Terborgh (1945), para quem o declínio na taxa de crescimento da população e o fecho da fronteira geográfica nos EUA estavam presentes no final do século XIX sem terem causado depressões. Por outro lado, um abrandamento do crescimento populacional alteraria a estrutura etária e reduziria a poupança, compensando alguma queda do investimento (*ibid.* p. 953).

Alguns dos seus alunos, entre os quais Domar e Samuelson, utilizaram a expressão “estagnação secular” para referir uma possibilidade teórica mas foi Steindl (1952) e Svernilson (1954) que associaram a maturidade económica à estagnação (*ibid.*, p. 947).

Todavia, em 1960 a associação de maturidade com estagnação estava perdida: a maturidade económica era agora vista como sinal de prosperidade, nomeadamente em Galbraith (1958) e Rostow (1960), num certo sentido no regresso à noção clássica de estado estacionário de pleno emprego de Stuart Mill que Hansen tinha criticado, embora com ele partilhasse a descrição de um fenómeno que era caracterizado pela ausência de crescimento populacional, com o foco na política monetária e nos ajustamentos tecnológicos através do mecanismo de preços (*ibid.* p. 947).

Não obstante, foi Hansen que iniciou o caminho para uma série de debates quanto ao que significa efetivamente a estagnação secular, a real possibilidade de se materializar e ainda as diferentes abordagens em função das várias escolas de pensamento dos autores que a defendem, que muitas vezes também diferem dentro de uma mesma escola de pensamento, sendo talvez o exemplo mais expressivo o dos keynesianos.

Nos dois próximos pontos vamo-nos centrar nas abordagens que admitem a existência da estagnação secular, ainda que ela possa significar fenómenos muito heterogéneos entre os diferentes autores e que não exista unanimidade quanto à sua materialização. No terceiro ponto (1.2.3.) analisaremos as abordagens que quebraram o longo silêncio sobre a estagnação secular que se seguiu, nos anos trinta, ao contributo de Hansen e, por último (ponto 1.2.4.) iremos debruçar-nos sobre visões alternativas à da estagnação secular.

1.1.1. Abordagens centradas nos fatores do lado da procura

A literatura em torno do conceito de “estagnação” é muito vasta e difusa, pelo que um primeiro desafio que tivemos de enfrentar foi o de tentar organizar as diferentes abordagens em função de denominadores comuns que as tornam semelhantes entre si.

Identificámos um primeiro grupo de autores, correspondente àqueles que acreditam na materialização da estagnação secular e que apontam para a prevalência dos fatores do lado da procura como determinantes principais daquele fenómeno, separando-os desde logo dos que apontam antes para fatores do lado da oferta. Esta reconhecidamente limitada distinção tem todavia o mérito, ou talvez apenas o conforto para o autor destas linhas, de permitir uma primeira separação de águas entre correntes de pensamento.

Mas o problema essencial fica apenas mitigado: a ponderação dos fatores do lado da procura é muito distinta entre as diversas abordagens, como aliás o é o próprio diagnóstico da estagnação secular e, ainda mais, as (ténues) tentativas de definição das suas consequências. Os trabalhos iniciais já aludidos de Alvin Hansen talvez só encontrem paralelo próximo em Samuelson, na assunção mais genérica de que as recuperações seriam essencialmente baseadas no consumo, e que por isso teriam “vida curta” e terminariam numa desaceleração permanente até ocorrer outro choque exógeno favorável (Samuelson, 2002, p. 221).

Summers (2014) partilha com Krugman, Blanchard e Bernanke a visão de que na génese da estagnação se encontra o desequilíbrio fundamental entre a poupança e o investimento e a armadilha de liquidez, tendo colocado três patamares de análise: a dificuldade da política económica em atingir múltiplos objetivos, isto é, uma boa utilização da capacidade produtiva e a estabilidade financeira; o que, por sua vez, está muito relacionado com a descida da taxa de juro real de equilíbrio e com a necessidade de diferentes abordagens nas políticas económicas (*ibid.*, p. 65-66).

Consideremos por agora a primeira das vertentes, deixando a questão da taxa de juro real para o subcapítulo em que se analisa o debate científico em torno da política monetária e as abordagens das alterações necessárias a nível da política económica para o capítulo quatro. Summers (2014) reconhece que a Macroeconomia se alterou desde a crise financeira de 2007-2008, passando de um contexto em que se utilizava essencialmente a política monetária para reduzir a, já pequena, amplitude das flutuações face a uma tendência, para um tempo em que se ambiciona justamente ter de enfrentar o problema da minimização das flutuações em torno de uma tendência satisfatória. Ou seja, há agora espaço para dúvidas quanto ao carácter cíclico do próprio ciclo (*ibid.*, p. 65-66).

Em Summers (2016) defende-se que, apesar da resposta da política económica em 2008 ter sido muito maior do que aquando da crise de 1929-30, a projeção do crescimento do PIB *per capita* é exatamente igual ao que aconteceu entre 1929 e 1941 (*ibid.*, p. 93 e 96), isto é,

respostas massivas de política monetária encontraram resultados muito aquém do esperado e do desejado. As crises levaram a destruição de emprego que não tem sido reposto, sendo a maior explicação para a tendência de descida do PIB potencial a redução do investimento de capital, seguida pelo contributo do trabalho e, em menor escala, pelo comportamento da produtividade (2014, p. 66).

E quanto às causas destes fenómeno de anemia do crescimento económico? Summers (2014) defende que as alterações estruturais da economia levaram a mudanças profundas no equilíbrio natural entre a poupança e o investimento, causando uma queda na taxa real de equilíbrio associada ao pleno emprego (*ibid.*, p. 69). Em Summers (2016) a interrogação principal é o que causa o aumento da poupança e a descida do investimento, criando esta pressão descendente, esta tendência para a estagnação? (*ibid.*, p. 100).

O aumento da poupança é associado a alterações na distribuição do rendimento e na repartição dos lucros (mais desigualdade implicaria uma maior poupança), à acumulação de reservas ou fluxos de capitais e à desalavancagem e preparação para a reforma, num contexto em que uma maior expectativa de vida geraria mais resistência ao endividamento³ (*ibid.*, p. 100 e 102). A descida da propensão a investir (*ibid.*, p. 102 e 103) resulta do menor crescimento da população e/ou da tecnologia, da menor massificação da economia e, finalmente, de descida dos preços dos bens de capital.

Rachel, L. e Summers, L., (2019a) mantêm o foco na taxa de juro real de equilíbrio (também designada de taxa neutra) e reforçam a sua convicção de que a inflação presente e futura permanecerá muito abaixo do objetivo nos países industrializados (2%) e que a recuperação económica será ainda mais lenta. Todavia, face à investigação anterior, introduzem um elemento novo quando defendem que, ao contrário das práticas usuais, é mais adequado estimar as taxas de juro reais neutras⁴ para o conjunto das economias industrializadas e não individualmente, dada a mobilidade do capital e as flutuações reduzidas das contas correntes.

³ Summers faz notar que a desalavancagem das famílias e o pagamento antecipado das dívidas são formas de poupança (*ibid.*, p. 102).

⁴ Trata-se da taxa de juro definida por Wicksell em 1898 que permite a absorção pelo investimento de toda a poupança, com pleno emprego dos fatores produtivos. Os autores citam Powell (2018), Presidente do FED, que aponta para um nível desta taxa de 0,5% nos EUA e os estudos recentes do BCE (2018, p.3.) que indicam que a maioria das estimativas chegam a taxas reais neutras negativas, independentemente dos modelos utilizados.

Demonstrando que numa geração as taxas de juro reais neutras terão descido cerca de três pontos percentuais⁵, defendem que tal se deve mais a alterações nas propensões a poupar e a investir do que a alguma modificação das características dos instrumentos do tesouro, em matéria de segurança/risco e liquidez, no que revela uma abordagem diferente da tradicionalmente utilizada para analisar alterações de longo prazo nas taxas de juro reais de equilíbrio. E esta descida das taxas de juro reais neutras é tanto mais significativa quanto os fenómenos de aumento da dívida dos Estados, das contribuições para as pensões de reforma em função das decisões dos pensionistas ao longo do período contributivo e dos programas de saúde governamentais deveriam justamente elevar os níveis das taxas de juro reais neutras (*ibid.*, p. 2).

Não sendo a taxa de juro real neutra uma característica estrutural profunda da economia, mas antes uma consequência das políticas implementadas, Rachel e Summers concluem que a tendência já longa para o aumento da dívida pública, das despesas com segurança social e das despesas com a saúde dos idosos atenuaram fortemente este movimento de descida das taxas de juro reais neutras nas últimas quatro décadas⁶, pondo a descoberto uma ainda mais acentuada evolução negativa da taxa de juro real do setor privado (*ibid.*, p. 5).

E concluem que o setor privado da economia é propenso a ser capturado por um equilíbrio de subemprego e baixa inflação se as taxas de juro reais não puderem descer bem abaixo de zero por cento (*ibid.* p. 46).

Krugman (2014) aponta três razões para considerar séria a possibilidade de estagnação secular, ou seja, o limite de zero por cento nas *taxas* de juro oficiais (designado de *zero lower bound*) parece ter mais importância do que se pensava anteriormente, está a ocorrer uma tendência secular de descida das taxas de juro reais que se observava mesmo antes da crise financeira de 2007-2008 e existe uma forte probabilidade de a desalavancagem financeira e a demografia provocarem um enfraquecimento da procura futura (*ibid.*, p. 61 e 65).

⁵ No mesmo período, isto é desde os anos setenta do século XX, os autores apontam para uma descida de sete pontos percentuais naquilo a que chamam de “taxa de juro real neutra do setor privado”.

⁶ Os autores demonstram, para o conjunto dos países industrializados e nas últimas quatro décadas, que o aumento do rácio da dívida face ao PIB de 18% para 68% contribuiu, tudo o resto constante, para o aumento das taxas de juro reais entre 1,5 e 2 pontos percentuais. Um aumento de 3% do rácio das despesas com a segurança social face ao PIB deve ter adicionado mais 0,5 a 1 pontos percentuais nas taxas de juro reais – ver também Rachel *et al.* (2019b).

Define a estagnação secular como “a proposição de que os períodos, como os últimos cinco anos ou mais,⁷ em que mesmo as taxas de juro oficiais a zero por cento não foram suficientes para restaurar o pleno emprego, serão muito mais frequentes no futuro, ou seja, a armadilha da liquidez estará a tornar-se o novo normal”. E acrescenta que desde a entrada, nos anos oitenta, numa era de baixa inflação, os EUA estiveram muito mais tempo do que seria de esperar com taxas diretoras de zero por cento⁸ (*ibid.*, p. 62).

A desalavancagem financeira deverá provocar a futura descida da taxa de juro de equilíbrio, num fenómeno também impulsionado pelo abrandamento do crescimento populacional que se traduz na diminuição da população ativa, o que significa menos procura por novos investimentos, nomeadamente no capital produtivo e no imobiliário, reduzindo a taxa de juro natural (*ibid.*, p. 64).

Mesmo as medidas não convencionais enfrentam problemas ao lidar com a estagnação. Krugman (*ibid.*, p. 65) considera que a extensa literatura sobre o *zero lower bound* trata as condições da armadilha da liquidez como o resultado de um choque temporário, o que moldou a análise da política monetária e da política orçamental mas que talvez não seja uma evidência na situação atual.

Blanchard *et al.* (2014) corrobora a ideia de que a taxa de juro real⁹ global deverá permanecer baixa, provavelmente ainda mais baixa do que antes da crise. E os fatores descritos como centrais para a descida das taxas de juro reais antes da crise financeira de 2007/2008 foram a política monetária, o aumento substancial das taxas de poupança nos mercados emergentes e a forte procura por ativos de refúgio.

Blanchard *et al.* (2017) argumenta que a procura está temporariamente fraca dado que as pessoas estão a ajustar-se à expectativa de um futuro menos brilhante (*ibid.*, p. 2), o que a nosso ver enfraquece a hipótese de estagnação secular, pois sugere que a necessidade de taxas de juro muito baixas para sustentar a procura pode ser temporária e que as taxas de juro atuais podem estar a subestimar a força da procura futura e a necessidade de taxas de juro mais elevadas no futuro.

⁷ Krugman refere-se a 2009-2014.

⁸ O limite inferior da taxa dos *Fed Funds* manteve-se em zero por cento entre dezembro de 2008 e novembro de 2015, isto é, mais de um ano após a publicação deste artigo de Krugman.

⁹ Sobre o nível da taxa de juro real mundial, destaque para o trabalho de King e Low (2014) que propuseram uma metodologia interessante para medir essa taxa e para avaliar a taxa implícita para o futuro.

De qualquer forma, neste segundo contributo é possível encontrar duas ideias centrais: primeiro, o forte impacto das revisões das perspetivas de crescimento potencial de longo prazo nos movimentos (inesperados) do consumo e do investimento¹⁰ e, em segundo lugar, a existência de diferentes canais pelos quais as previsões mais baixas para o crescimento de longo prazo da produtividade podem afetar o produto interno bruto (PIB) e a inflação no curto prazo. Assim, as revisões do PIB potencial estão mais ligadas às revisões da produtividade¹¹ do que a fatores demográficos altamente previsíveis ou à acumulação de capital que tem um papel limitado na determinação do crescimento potencial no longo prazo (*ibid.*, p. 5), o que gera um modelo de efeitos conjuntos procura/oferta e o aproxima muito mais de autores que enfatizam os fatores da oferta, como Gordon, do que de Favero com a sua abordagem essencialmente demográfica.

O mecanismo pode ser descrito sinteticamente da seguinte forma: menos produtividade implica uma baixa da taxa de juro, que por sua vez se traduz em menor rendimento marginal do capital, com o consequente aumento do *stock* de capital em empresas eficientes. Olhando para a oferta, verifica-se que os trabalhadores estarão relutantes em aceitar um menor acréscimo no crescimento dos salários reais, provocando um acréscimo temporário da taxa natural de desemprego¹². Do lado da procura, a expectativa de menor crescimento dos salários pode levar os consumidores a rever a sua avaliação do rendimento permanente e a consequente expectativa de menor procura leva as empresas a rever planos de investimento em baixa. Em conjunto, os efeitos da oferta e da procura induzirão um aumento da taxa de desemprego atual e a inflação dependerá de a taxa de desemprego crescer mais ou menos do que a taxa natural: se o crescimento da taxa de desemprego for superior, a diminuição da procura será muito intensa materializando-se em abrandamento da inflação mas, ao invés, se a taxa de desemprego crescer

¹⁰ O modelo aponta para que 0,1 pontos percentuais (p.p.) de revisão em baixa do crescimento potencial possa provocar uma queda do consumo entre 0,4 e 0,7 p.p.. Os mesmos 0,1 p.p. de revisão em baixa do PIB potencial provoca uma redução anual entre 0,6 e 1,1 p.p. do investimento residencial e 1 a 2 p.p. do investimento não residencial (*ibid.*, p. 2 a 5).

¹¹ Em Fernald (2014) e Fernald et al (2017) já encontrávamos a defesa de que o decréscimo do produto potencial estava muito correlacionado com a evolução negativa da produtividade, que se teria registado antes da Grande Recessão de 2009, tanto a nível do fator trabalho como da totalidade dos fatores de produção.

¹² A questão do emprego e do desemprego é transversal em boa parte das intervenções de Blanchard, nomeadamente em Blanchard *et al.* (1986) a propósito da Europa.

menos do que a taxa natural, o efeito na procura é limitado e poderá ocorrer uma aceleração da inflação¹³ (*ibid.*, p. 5).

Caballero *et al.* (2016) aproxima-se de Krugman na consideração da armadilha da liquidez e de Bernanke na identificação de fluxos de capitais “perniciosos” resultantes de mercados imperfeitos. Deste modo, a sua análise pode ser resumida em dois níveis: a descida das taxas de juro reais indica uma crescente escassez dos chamados “ativos de refúgio” e este contexto de *zero lower bound* induz desequilíbrios globais e a possibilidade de se materializarem guerras cambiais.

A escassez dos ativos de refúgio cria fortes incentivos para que o sistema financeiro se envolva em formas de engenharia financeira de tipo *subprime*, num processo pode chegar a extremos e culminar em fenómenos violentos em que a sociedade se apercebe finalmente do risco real dos ativos que tem em sua posse.

Na ausência de inovações financeiras relevantes ou alterações nas preferências dos agentes e nos mandatos das instituições, essa escassez poderá acentuar-se, empurrando ainda mais as taxas de juro para um caminho descendente, pondo pressão adicional no sistema financeiro e “esforçando” a política monetária durante períodos de contração. E, por isso, são necessárias medidas nomeadamente a nível do investimento público em infraestruturas, mas também de emissão pelos governos de dívida segura, justamente para colmatar a tal escassez de ativos de refúgio.

Parte de um modelo que considera um mundo estacionário, em que todos partilham as mesmas preferências pelos produtos domésticos e externos, bem como a existência de mercados de capitais totalmente integrados mas heterogéneos (*ibid.*, p. 3) para analisar as consequências de taxas de juro reais extremamente baixas (armadilha da liquidez) nos desequilíbrios globais.

As economias que vivem períodos de armadilha da liquidez induzem esse problema ao resto do mundo, na medida em que têm excedentes da balança corrente que vão “canalizar”, sob a forma de compra de ativos de refúgio (nomeadamente de dívida pública) de outros países (*ibid.*, p. 1 e 57). É este o paradoxo: aquele que exporta a armadilha para o mundo, acaba por ser mais afetado por ela, ou seja, o que fora da armadilha da liquidez seria uma “bênção”, na medida em que os excedentes gerariam mais poder de compra, com a armadilha é um desastre.

¹³ Porque empresas e consumidores não tomaram logo em conta a descida do crescimento subjacente à diminuição da procura. De notar que se admite serem as taxas de juro constantes, pelo que, se assim não for, as baixas taxas de juro podem limitar os efeitos na procura.

Em conclusão, no *zero lower bound*, o mercado de ativos está em desequilíbrio a nível global, existindo uma falta de ativos de refúgio que não pode ser resolvida por mais baixas taxas de juro e desenvolvendo-se uma recessão mundial que se propaga pelos desequilíbrios globais. A política cambial torna-se num jogo de soma nula de guerras cambiais, em que cada país procura depreciar a sua moeda para estimular a economia, à custa de todos os outros (*ibid.*, p. 57).

Eggertsson *et al.* (2014, 2016 e 2019) avança com um modelo que formaliza a teoria da estagnação secular e a define como o resultado de uma *zero lower bound* permanente nas economias abertas. No entanto, contrariamente a muitos outros (como o já referenciado Caballero *et al.*) admite a hipótese de só parte do mundo estar em estagnação secular, o que pode ser assumido por considerar que a integração financeira permanece incompleta.

As políticas que estimulam a economia doméstica podem ter consequências muito distintas no exterior, caso se esteja em estagnação secular, o que leva a fazer a distinção entre os efeitos da política monetária e das medidas dirigidas à competitividade nacional, que trazem externalidades negativas, e da política orçamental e direcionadas ao estímulo da procura interna, que provocam externalidades positivas (2016, p. 582)

Os desequilíbrios globais, com a consequente redução sistemática das taxas de juro reais nos EUA e nas economias avançadas, foram justamente gerados pela acumulação de reservas na Ásia Oriental e nos principais produtores de petróleo, reservas essas que foram utilizadas para adquirir dívida norte-americana e de algumas economias avançadas, reduzindo o *stock* de dívida no mercado, aumentando o seu preço e, no final, provocando uma diminuição das taxas de juro de equilíbrio. Ora, para países que já estão em *zero lower bound* e em estagnação secular, isto configura uma pressão adicional sobre a inflação (já baixa) e a redução do crescimento económico (*ibid.*, p. 595).

E mostra-se muito cético em relação à capacidade de alterações no quadro da política monetária poderem contribuir para a saída da estagnação secular, dando como exemplo o aumento do objetivo de inflação (*ibid.*, p. 610).

Os desequilíbrios da balança corrente são mecanismos de transmissão de baixas taxas de juro reais: é a estratégia neomercantilista do “vizinho mendigo”, que fomenta elevados excedentes comerciais e que, num contexto de taxas de juro nominais próximas de zero por cento, transmite uma externalidade negativa aos seus parceiros comerciais. Outros exemplos do “vizinho

mendigo” são as reformas estruturais, como a flexibilização dos salários, e ainda as depreciações cambiais. (*ibid.*, p. 584)¹⁴.

A política orçamental é vista como uma resposta à estagnação secular consistente com a restrição orçamental de longo prazo do país, na medida em que a expansão orçamental reduz o rácio de dívida face ao PIB. Ou seja, o financiamento da despesa por impostos ou pagamentos à segurança social tem impacto orçamental positivo, aumentando a procura e sendo por isso sustentável num contexto de estagnação secular (*ibid.*, p. 582).

Eggertsson *et al.* dá ainda dois contributos de natureza empírica que nos parecem de realçar: o primeiro corresponde à consideração de que a subida das taxas de juro oficiais pelo *Federal Reserve* não tem sido acompanhada por subida das taxas de rendibilidade nos prazos mais longos da curva de rendimentos, o que é um forte indício de que os EUA poderão já estar em estagnação secular; o segundo, reportando-se à ideia de que o abrandamento do crescimento nalguns mercados emergentes (por exemplo no grupo dos BRICS) poderia reduzir a procura por dívida e ativos seguros dos EUA/economias avançadas, provocando uma subida das taxas de juro, leva-o a considerar que esse menor crescimento também pode fazer diminuir o investimento nesses países, pelo que os fluxos líquidos para as economias avançadas poderão acabar por ser ainda maiores, perpetuando as taxas de juro baixas e a estagnação secular.

Koo (2014) defende que o denominador comum à Grande Recessão, à estagnação do Japão desde 1990 e a Grande Depressão dos anos 30 é a constituição de uma bolha especulativa financiada por dívida, e que essas “*balance sheet recessions*” demoram muito tempo a recuperar, não havendo necessidade de sofrer a estagnação secular se os governos eliminarem a desalavancagem do setor privado com estímulos orçamentais. Trata-se, todavia, de um processo de difícil gestão política, tendo as democracias que lutar para as implementar, porque sofrem a oposição daqueles que têm bons rendimentos e balanços equilibrados e que não desejam um “maior Estado”, sobretudo se isso significar salvar aqueles que participaram nas bolhas especulativas (*ibid.*, p. 131, 137 e 138).

Favero *et al.* (2015a) tenta aplicar o modelo demográfico para a validação da hipótese da estagnação secular na Europa, o que é desde logo de realçar porque a maioria das abordagens encontradas na literatura se focam nos EUA. A questão central é qual a melhor estratégia para

¹⁴ Os ganhos da flexibilidade salarial, num contexto também de dependência da política cambial, são ilustrados para pequenas economias abertas, por exemplo, em Galí *et al.* (2014).

promover o crescimento, as reformas estruturais e/ou o ajustamento macroeconómico? (*ibid.*, p. 4).

Parte da consideração do papel da demografia e dos seus efeitos nas políticas, nomeadamente a nível das reformas que sejam eventualmente necessárias, por grupo etário. Utiliza uma projeção para a mortalidade para quinze países europeus e combina-a com a projeção para a estrutura da população, concluindo que nos próximos vinte anos o crescimento potencial será menor mas as taxas de juro reais vão voltar à sua média histórica (*ibid.*, p. 5).

Considerando que nas últimas décadas, especialmente na Europa, a necessidade de maior crescimento foi associada à de reformas estruturais tenta averiguar se haverá uma relação entre a estrutura etária e o ritmo das reformas e, nesse âmbito, faz três observações: o mercado de produtos regista mais liberalização quando o peso dos trabalhadores nas classes etárias de 20-39 e 40-59 é maior, o que tem um forte impacto nos setores da energia e das comunicações; ocorre maior desregulamentação do trabalho quando o peso dos jovens (20-39) é maior (existe mais união sindical quando o peso dos idosos é maior) e a segurança social é mais “generosa” quando o peso dos trabalhadores entre 40-59 é maior (*ibid.*, p. 6, 14 e 21).

Salienta a existência de argumentos que sustentam visões opostas quanto à necessidade de reformas¹⁵ mas que ainda assim algo parece indiscutível: as reformas estruturais nos mercados dos produtos e do trabalho têm consequências na redistribuição do rendimento. A liberalização do trabalho gera mais emprego mas também implica benefícios menos generosos aos desempregados, reduzindo o grau de segurança desses trabalhadores, enquanto a liberalização dos produtos reduz a renda económica de que beneficiam as indústrias protegidas e, como os trabalhadores mais velhos dessas indústrias podem extrair mais dessas rendas, vai emergir uma clivagem etária (*ibid.*, p. 28 e 29).

Em conclusão, defende que face à projeção do impacto da demografia (penalizador para o crescimento, mas não para as taxas de juro) as políticas que promovam o crescimento tornam-se cruciais, mas a implementação de reformas não será facilitada pela estrutura etária da população, uma vez que deverão ter o apoio dos mais jovens mas a forte oposição dos mais

¹⁵ E dá como exemplos os trabalhos de Eggertsson *et al.* (2014) - reformas estruturais podem ser contraproducentes no curto prazo, se o decréscimo dos salários levar a políticas deflacionistas que não possam ser acomodadas pelo banco central com a redução da taxa de juro e de Gali and Monacelli (2014) - reformas estruturais assimétricas em vários países requerem políticas monetárias também assimétricas, o que não pode ocorrer quando se tem a mesma moeda.

idosos. Por isso, não será surpresa se nos países em que a percentagem de idosos é maior seja privilegiado o ajustamento macroeconómico, enquanto naqueles em que esse peso é mais reduzido exista um maior apoio às reformas estruturais (*ibid.*, p. 31).

Mas mesmo entre autores próximos do pensamento keynesiano se encontram várias fraturas. Taylor L. (2017) é muito crítico do que considera a “nova ortodoxia keynesiana”, começando por se interrogar quando à possibilidade dos EUA recuperarem o crescimento económico através da política monetária ou terem de ser necessários estímulos orçamentais, aumento do poder negocial dos sindicatos e taxas de imposto sobre o rendimento mais progressivas, medidas que considera aparentemente impossíveis por motivos políticos (*ibid.*, p. 27).

A ideia da nova ortodoxia keynesiana de que o desempenho económico de curto e médio prazo é determinado pela evolução do crédito, por sua vez dependente das taxas de juro, subjacente às abordagens do *zero lower bound*, tem por corolário que a procura por investimento pode ser tão reduzida e o desejo por poupança tão elevado que a taxa de juro de equilíbrio (taxa diretora dos bancos centrais) pode ser negativa.

Ora, Taylor defende que a forma como a taxa de juro afeta os fluxos de poupança é algo difusa (*ibid.*, p. 30), porque a descida da taxa de juro pode levar à diminuição da poupança das famílias e ao aumento do investimento residencial mas o seu impacto no produto interno bruto (PIB) é diminuto, não parecendo também que o investimento empresarial seja muito sensível a essa alteração da taxa de juro¹⁶. Citando a crise de 2007/2008, defende que os estabilizadores automáticos e o pacote de estímulo orçamental nos EUA foram os fatores centrais para limitar as perdas do PIB e “puxar” o crescimento no caminho da tendência de longo prazo.

Por outro lado, a teoria do excesso de poupança de Bernanke (2015), que Taylor considera ser “a alternativa mais popular a Keynes” (2017, p. 36-37) remete a “responsabilidade” do défice excessivo dos EUA para países que poupam em excesso, como a China e a Alemanha, o que exigiria taxas de juro muito baixas para manter a poupança baixa e o investimento muito elevado. Ora Taylor (*ibid.*, p. 37) afirma que os fluxos de financiamento líquido, especialmente para o governo, não permitem concluir que o défice comercial seja a chave para a evolução da economia dos EUA.

¹⁶ E uma taxa de juro mais elevada pode reduzir a poupança por forçar as empresas a aumentar as transferências financeiras para outros setores.

Em conclusão, embora apresentem como denominador comum a consideração de que a estagnação secular se materializou, ou pode vir a materializar-se, e que tem como causa profunda a fraqueza da procura nas economias avançadas, os vários contributos científicos que analisámos diferem em quase tudo o resto, ainda que maioritariamente associados ao pensamento keynesiano¹⁷.

Summers aponta como causa maior para a fraqueza da economia o desequilíbrio entre a poupança e o investimento, num contexto de enfraquecimento do crescimento populacional, opinião algo partilhada por Krugman, que todavia difere nas soluções para o problema da estagnação secular, em particular no papel que poderá ter a política orçamental¹⁸.

Blanchard concorda com o diagnóstico mas discorda que resulte de uma menor procura por bens e novos investimentos pós-crise financeira de 2007-2008, defendendo que as taxas de juro reais baixas são um fenómeno muito anterior à crise e que irá perdurar porque os agentes económicos estão a ajustar-se à expectativa de um futuro menos risonho, o que em rigor até pode enfraquecer a hipótese da estagnação secular.

Caballero fala na escassez de ativos de refúgio que coloca pressão acrescida para a descida das taxas de juro e nos desequilíbrios globais que se tornam mais “perigosos” com essas taxas de juro mais baixas, salientando os respetivos efeitos de contágio entre diferentes economias.

Eggertsson volta ao problema do aumento da desigualdade, ao abrandamento do crescimento populacional e ao aperto das condições de crédito como causas da estagnação secular mas avança a hipótese, pioneira, de esta poderá estar a afetar apenas parte do mundo. E isso acontece porque a integração financeira está incompleta, contrastando assim com os autores da armadilha da liquidez global (como Krugman).

Eggertsson alarga o seu contributo afirmando o papel central dos desequilíbrios globais na estagnação secular, como em Caballero, mas avança com a hipótese de os EUA já estarem nesse cenário.

¹⁷ Alguns autores vão ainda mais longe, defendendo que a necessidade de uma reformulação do próprio modelo de prosperidade assente no crescimento económico, uma vez que os recursos finitos do planeta muito explorados por esse objetivo de crescimento económico limitam presentemente o objetivo de alcançar a aquela prosperidade o que poderá agravar-se no futuro – ver a este propósito, por exemplo, Jackson (2009).

¹⁸ Embora o próprio Summers (nomeadamente em Delong e Summers, 2012) tenha enunciado o papel da política orçamental nas economias deprimidas e os seus potenciais efeitos positivos. Aliás, mesmo para as economias mais avançadas, Gaspar (2020) enuncia, em especial num contexto pandémico, a importância da política orçamental para suportar o acesso a cuidados de saúde e ao emprego.

Koo fala em bolhas especulativas financiadas por dívida e na dificuldade de recuperação perante “*balance sheet recessions*”, sobretudo se os governos não combaterem a desalavancagem do setor privado com estímulos orçamentais, justamente o que, dizemos nós, não foi efetuado, seguramente no pós-crise na Europa.

Favero é um dos muitos autores que tenta aplicar o modelo demográfico para validar a estagnação secular, com a particularidade de que o faz para a Europa, defendendo políticas e reformas que promovam o crescimento, cuja implementação poderá todavia não ser facilitada pela estrutura etária (envelhecida) da população.

Por último, uma referência para as vozes (keynesianas) muito críticas do que apelidam de “nova ortodoxia keynesiana”, corporizada, por exemplo, nos trabalhos de Taylor, que ataca com alguma veemência a assunção das ideias de Wicksell sobre o crédito e as taxas de juro.

Independentemente do mérito que nos parece indiscutível de cada uma destas abordagens, porventura porque preocupadas essencialmente com o diagnóstico e a caracterização dos fatores que impulsionam a estagnação secular, não é evidente quais são as consequências do fenómeno. Isto é, a estagnação secular parece ser encarada, de per si, como a consequência de um conjunto muito alargado de outros fatores, não se discutindo que consequências decorrem da sua efetiva materialização.

Veremos adiante que essa lacuna está igualmente presente noutras abordagens, mais nas análises que enfatizam os fatores da oferta, talvez em pouco menos nas visões alternativas que apresentaremos. E dessa lacuna nasce justamente a pergunta de investigação que motiva a elaboração desta tese.

I.1.2. Abordagens centradas nos fatores do lado da oferta

Nos contributos que se enquadram nos fatores do lado da oferta encontramos autores que defendem a possibilidade de materialização da estagnação, nomeadamente porque admitem uma forte diminuição do crescimento potencial de longo prazo (Gordon e Crafts), outros apontam para a evolução do preço dos bens de investimento (Thwaites). Alguns não admitem a estagnação secular a partir da análise do crescimento potencial (Mokyr), outros advogam antes a existência de um clima anti negócio criado pelo aumento da incerteza política e da regulação e que deprime o investimento (Taylor, Baker e Bloom) ou defendem a assunção de um cenário de desemprego secular (Glaeser).

Gordon (2015) afirma que o crescimento potencial de longo prazo tem vindo a diminuir significativamente nas últimas décadas, perante as dificuldades sentidas pelo capital humano face à evolução da demografia e aos efeitos menos expressivos das alterações tecnológicas no crescimento económico. Focando-se nos fatores do lado da oferta, diz que o menor crescimento potencial das economias reflete o abrandamento do crescimento na produtividade do trabalho e nas horas de trabalho e que este último se deve, simultaneamente, ao menor crescimento da população e ao declínio da taxa de participação do trabalho (2015, p. 54).

Embora considere a sua análise uma visão sobre a estagnação secular do ponto de vista do “*supply-side*”, conclui que “o crescimento mais lento do produto potencial do lado da oferta, que decorre não apenas do lento crescimento da produtividade, mas do menor crescimento da população e do declínio da força de trabalho, reduz a necessidade de formação de capital e, por sua vez, subtrai-se à procura agregada e reforça o declínio do crescimento da produtividade. No final, a estagnação secular não se trata apenas de procura ou oferta, mas também da interação entre procura e oferta” (*ibid.*, p. 58), tornando evidente a sua defesa de uma visão integrada (oferta/procura) das condições que podem contribuir para a materialização da estagnação secular.

As razões centrais apresentadas por Gordon para a estagnação secular nos EUA são o abrandamento da produtividade e das horas de trabalho, demonstrando que a taxa média de crescimento anual da produtividade total dos fatores de 1972 a 2014 é pouco mais de um terço do registado entre 1920 e 1972, num movimento muito relacionado com a desaceleração da produtividade do trabalho¹⁹.

Gordon interroga-se quanto ao término da Terceira Revolução Industrial, associando-o a três elementos de estagnação: no escritório, na medida em que o escritório moderno estaria praticamente acabado em 2005, quando já tinha sido criado o computador pessoal, os *écrans* planos e a *internet*; no retalho, desde o desenvolvimento do “*big box*”, isto é, as grandes cadeias de hipermercados, e do código de barras; finalmente, na dinâmica dos negócios, o chamado “processo de destruição criativa”, tendo-se assistido a um menor crescimento do emprego e das empresas *start-ups*, fonte de ganhos de produtividade quando introduzem melhores práticas tecnológicas (*ibid.*, p. 56).

¹⁹ Gordon (2014) havia refletido sobre a “morte” do crescimento económico nos EUA, afirmando que a média de crescimento anual do produto *per capita* havia sido de 2% entre 1891 e 2007, mas prevendo que no período de 25 a 40 anos após 2007 será muito mais lento para a maioria da população.

E aponta dois fatores, a educação e a coesão social, que contribuíram historicamente para o crescimento da produtividade do trabalho e que estarão a ver esgotados os seus efeitos nos EUA (*ibid.*, p. 56). Cita Goldin e Katz (2008), que mostra ter a percentagem de jovens norte-americanos com o ensino secundário estagnado a partir de 1970 e que o aumento brutal dos custos com o ensino universitário afastou os EUA das posições cimeiras do *raking* mundial, Murray (2012) que demonstra a erosão da família, nomeadamente com a evidência do aumento de crianças e jovens que vivem com apenas um dos pais biológicos, Carbone *et al.* (2014) que defende estar a família a mudar e que isso se refletirá em maior desigualdade na próxima geração, e ainda Pettit (2012) que apresenta indicadores do aumento nas últimas décadas de cidadãos norte-americanos com problemas com a justiça, sobretudo nas minorias étnicas (*ibid.*, p. 57).

A possibilidade de se voltar a registar proximamente um crescimento da produtividade similar ao ocorrido entre 1996 e 2004 é considerada por Gordon como improvável, pelo menor crescimento da capacidade na indústria transformadora, pela diminuição do peso do investimento privado líquido face ao *stock* de capital também privado e pela desaceleração do declínio do preço e da capacidade dos computadores (*ibid.*, p. 58).

A questão da inovação é central. Desde 2000 (Gordon, 2012, p. 1-2), as invenções centraram-se no entretenimento e dispositivos de comunicação que não alteram a produtividade do trabalho ou o nível de vida da forma como o fizeram a eletricidade, o motor de combustão ou a canalização interior. Os benefícios das invenções em curso, nomeadamente no nível de vida, não irão cessar, mas materializar-se-ão a um ritmo inferior ao do passado.

Crafts (2014) mantém-se fiel a uma análise da estagnação secular pelo lado da oferta, apelidando-a de “hipocondria norte-americana e doença europeia” (2014, p. 91), o que revela a ponderação de um maior risco para as economias europeias²⁰.

E defende que, tal como aquando da Grande Depressão, também agora, pós-Grande Recessão, a estagnação secular nos EUA pode ser mais uma hipocondria do que uma previsão à distância. Justifica esta ideia porque, apesar dos “ventos contrários” (menor crescimento do trabalho, face a movimentos demográficos adversos, incerteza quanto à evolução da produtividade total dos fatores e dos desenvolvimentos tecnológicos), a economia dos EUA deverá ter um crescimento

²⁰ Crafts (2013) interroga-se mesmo sobre que efeitos poderá ter tido a crise financeira numa Europa em que o crescimento de longo prazo já era muito reduzido, defendendo que esses efeitos seriam muito negativos se não fossem implementadas reformas que aumentassem a produtividade na Europa.

do produto interno bruto, no período 2014-2024, próximo de 2.1% ao ano e da produtividade do trabalho em torno de 1.6% por ano, o que dificilmente será compatível com uma quebra permanente da poupança ou a necessidade constante de taxas de juro reais negativas (*ibid.*, p. 91-92).

A Europa parece mais exposta por razões relacionadas com o comportamento da economia, as condições demográficas e o crescimento da produtividade, bem como pelas respostas de política, na medida em que o ajustamento orçamental num contexto de elevado rácio da dívida pública é muito pesado - com elevados valores de dívida, a restauração da sustentabilidade orçamental provoca cortes no investimento público e na educação, justamente o que se deveria impulsionar para combater/evitar a estagnação secular (*ibid.*, p. 93).²¹

Thwaites (2015) apresenta um modelo de estagnação secular derivado da interação do ciclo de vida das poupanças com as alterações nas tecnologias de produção de bens de investimento. O autor defende a existência de algumas tendências mais marcantes no mundo industrializado, nomeadamente a descida das taxas de juro reais e das taxas de investimento nominais e o aumento dos preços da habitação e da dívida das famílias. Estes movimentos poderão ser explicados pelo declínio no preço relativo dos bens de investimento (comparativamente ao consumo) e não por fatores como a demografia, o excesso de poupança nos mercados emergentes e o agravamento das desigualdades que são apontados como responsáveis pela descida das taxas de juro mas que, ao invés, levariam a taxas nominais de investimento mais elevadas (*ibid.*, p. 3).

O essencial do modelo pode ser resumido da seguinte forma: quando o preço dos bens de capital desce, porque os reformados vendem os ativos de capital acumulados ao longo da vida ativa, a mesma quantidade de poupança pode comprar mais bens de capital, aumentando o retorno do investimento. Mas o aumento do volume de bens de capital faz diminuir o produto marginal, tornando mais baixo o retorno do investimento. Em função da elasticidade de substituição entre capital e trabalho é possível que a diminuição do preço relativo do capital possa levar a uma queda das taxas de juro e do investimento. Neste contexto, a descida da taxa de juro induz o decréscimo do custo de uso imobiliário que tem de ser compensado pelo aumento dos preços da habitação, se a oferta for inelástica, provocando o aumento do endividamento das famílias (*ibid.* p. 4-5).

²¹ De notar que Crafts não teve em conta, porque ainda não implementado à data em que elaborou a sua análise, o *quantitative easing* na Área do euro.

A ideia subjacente a este trabalho é crítica quanto à hipótese de um aumento das taxas de juro: as taxas de juro reais baixas podem ser a “*new normal*”, mesmo que o preço relativo dos bens de capital pare de descer, uma vez que a dívida dos mais novos é uma alternativa para as poupanças para a reforma dos idosos e, deste modo, se a política macro prudencial prevenir a acumulação de dívida assistir-se-á a uma ainda maior descida das taxas de juro.

Em conclusão, Thwaites contrasta claramente com as abordagens do lado da procura em praticamente todas as vertentes que analisámos anteriormente.

Gruber *et al.* (2015) foca-se no aumento do financiamento oriundo das empresas não financeiras nos últimos anos, num contexto de excesso dos lucros face aos investimentos dessas empresas que terá sido o fator decisivo para a baixa das taxas de juro, defendendo ainda que a diminuição do investimento empresarial esteve relacionada com a fraqueza do crescimento económico na sequência da grande crise e com a maior cautela das empresas, cortando o investimento para fortalecerem os seus balanços (*ibid.*, p. 1).

Corsetti *et al.* (2018), num dos raros estudos sobre os efeitos da estagnação secular nas pequenas economias abertas, demonstra que estas podem atingir o pleno emprego através da depreciação da moeda e da aquisição líquida de ativos externos, diminuindo os respetivos termos de troca, o que naturalmente irá reduzir o bem-estar interno. Embora, em termos reais, as taxas de juro internas tenham apenas um aumento temporário, permanecendo ancoradas aos mercados internacionais de ativos, em termos nominais as taxas permanecerão acima de zero por cento no longo prazo, em proporção à inflação mais elevada e à depreciação nominal da moeda em pleno emprego (2018, p. 97).

Acontece que os autores apresentam um modelo que demonstra ser o comércio transfronteiriço de bens e ativos uma boa estratégia para evitar a estagnação nas pequenas economias abertas mas também reconhecem que com a integração total dos mercados financeiros as políticas que podem ser eficazes em economias fechadas (em particular a armadilha da liquidez temporária, aceitando taxas de juro próximas ou abaixo de zero por cento) não o são nas economias abertas que se encontram em ambientes de estagnação permanente (*ibid.*, p. 97). Não será imprudente concluir que uma eventual imunização das economias pequenas e abertas a um mundo em estagnação secular, por via da liberalização de movimentos de capitais associados ao comércio é, por outro lado, o entrave à saída de uma conjuntura de estagnação associada aos movimentos financeiros.

Petach e Tavani (2018) apontam para três fatos estilizados que caracterizam a economia norte-americana nas últimas décadas, nomeadamente o acréscimo da desigualdade na distribuição da riqueza e da razão do capital em relação ao rendimento, a diminuição relativa da proporção do rendimento destinada ao trabalho, em comparação com o capital, e o decréscimo da produtividade do fator trabalho (Petach e Tavani, 2018, p. 13).

A diminuição da produtividade do fator trabalho é a consequência da ausência de incentivos à inovação que poupe nos custos unitários do trabalho, num contexto de diminuição do peso relativo da riqueza relativa do trabalho face ao capital associada às alterações institucionais, nomeadamente o menor peso dos sindicatos, o aumento do poder de monopsonio no mercado de trabalho e as consequências nesse mercado de um ambiente global muito competitivo (*ibid.*, p. 1).

Esta diminuição da produtividade do fator trabalho é a chave para se entender a estagnação secular, dado ser essa produtividade a âncora do crescimento económico de longo prazo (*ibid.*, p. 13). Defendendo existirem alternativas de política que tornam este fenómeno evitável, designadamente políticas fiscais que interrompam o processo de acumulação de riqueza nas famílias cujos rendimentos provêm maioritariamente de lucros e ainda o termo de políticas que “esmagam” os trabalhadores, mostram-se todavia pouco convictos da sua eventual implementação, perante os incentivos que os países têm em suprimir o trabalho para aumentarem a sua quota de mercado nas exportações e a dificuldade em tomar decisões unilaterais nestas matérias, num contexto de completa flexibilidade dos movimentos de capital (*ibid.*, p. 14).

É importante assinalar que os contributos apresentados nesta seção, embora enfatizem com maior intensidade os fatores do lado da oferta na explicação da estagnação secular, não afastam a importância da interação entre a oferta e a procura na materialização do fenómeno. Deste modo, o que diferencia estas abordagens das que vimos na seção anterior é essencialmente o maior relevo dado a fenómenos como a evolução negativa da produtividade, nomeadamente nas economias avançadas, o ciclo menos favorável da tecnologia a que temos assistido nas últimas décadas ou ainda o aumento do financiamento das empresas não financeiras, via recompra de ações próprias, maiores dividendos ou simplesmente menor investimento e respetivo financiamento. São assim relegados para um segundo plano, na explicação da estagnação secular, fenómenos como o excesso de poupança ou ao aumento das desigualdades e, por outro lado, é dado maior ênfase à possibilidade de as taxas de juro permanecerem baixas

por um muito prolongado período de tempo, no que configura a “*new normal*” com que as economias mais avançadas convivem há vários anos e eventualmente deverão continuar a assistir no médio e longo prazo.

I.1.3. As vozes durante o longo silêncio

A Grande Depressão de 1929-30 contribuiu amplamente para que o centro do debate científico nos anos trinta do século vinte fosse justamente a estagnação económica. Ora, após a Segunda Guerra Mundial e face à recuperação do crescimento económico, a questão foi compreensivelmente relegada para um plano menos central, tanto mais que outros problemas, nomeadamente a inflação, emergiam como prioritários.

Ainda assim, Hansen e alguns outros economistas keynesianos mantiveram o debate científico aceso, embora as discussões em torno da estagnação secular tivessem sido direcionadas mais para a história económica e para as economias em desenvolvimento (Backhouse *et al.*, 2016, p. 959)²². Destacam-se, nesse âmbito, economistas como Samuelson (1943) para quem a estagnação secular justificava que o orçamento pudesse não estar equilibrado em determinadas circunstâncias, Domar (1944) que fez notar a relação entre a estagnação e a dívida pública, Higgins (1948) que procurou formalizar o conceito de estagnação, defendendo antes uma abordagem em torno do progressivo aumento do desemprego, Harrod (1948) que explicava a estagnação pela relação entre as taxas de crescimento de equilíbrio garantida e verificada, correspondendo esses níveis de equilíbrio ao somatório da taxa de crescimento populacional com o progresso técnico, ou ainda Klein (1947) que se focou num dos elementos centrais da estagnação secular, isto é, a probabilidade da taxa de juro de equilíbrio ser negativa dependeria da elasticidade-juro da poupança e do investimento.

Mas, em rigor, o maior contributo durante o período de longo silêncio após a abordagem de Hansen, antes do assunto ser retomado com estrondo por Summers, veio de autores marxistas, em especial da escola marxista norte-americana.

É, neste contexto, de assinalar os contributos de Sweezy (1942), apelidado pelo *Wall Street Journal* de “reitor dos economistas radicais” mas que, com a sua obra *The Theory of Capitalist*

²² Delong (2015) chega a apelidar o debate em torno da estagnação secular como “assustador”, em larga medida devido às consequências que poderão advir da confirmação eventual de que o cenário é não apenas provável como empiricamente demonstrável nalgum país/zona económica.

Development (1942), foi talvez o maior responsável pelo reavivar da corrente económica marxista, fenómeno notável sendo um norte-americano do tempo do Macartismo.²³

O argumento utilizado por Sweezy para caracterizar a sociedade capitalista passa pelo conceito de “estagnação”. Estagnação da produção, porque a utilização dos fatores produtivos abaixo do seu potencial deve ser considerada a situação normal do sistema capitalista, pelo que a questão não será tanto o que nos leva a crises e depressões, mas sim o que conduz à expansão (Baran e Sweezy, 1966, p. 107). Esta visão assume que a economia capitalista monopolista tenderá para a estagnação, pelo que o “problema” a ser explicado será justamente a expansão, sendo esta a exceção que confirma a norma.²⁴

A ideia de um sistema competitivo, o capitalismo, que gera competição imperfeita (oligopólio e monopólio) e assim propicia um aumento dos lucros, uma diminuição da utilização da capacidade produtiva e o excesso dessa capacidade está presente noutros autores marxistas de meados do século XX, como Kalecki (1939 e 1954) e Steindl (1952).

Kalecki menciona que “a tragédia do investimento é causar crises porque elas são úteis” (1939, p. 149), querendo dizer que o excesso de produção que não pode ser consumido acaba por ser mitigado justamente pelas crises, sendo o consumo e o investimento as duas formas de absorção desse excedente na sociedade capitalista. O processo passaria, nas economias capitalistas de livre competição, por fenómenos de concentração e centralização do capital, que fariam emergir empresas progressivamente maiores e que contribuiriam para a intensificação do excesso de poupança e da falta de investimento.

Para Steindl,²⁵ em vez de se procurarem as causas da estagnação secular que “são em si mesmo *puzzling* e problemas misteriosos, como o desenvolvimento da tecnologia e a tendência populacional” (1952, p. 168-169) é fundamental observar o aumento do oligopólio como explicação para o aparente declínio do crescimento norte-americano desde o final do século

²³ Juntamente com Paul Baron, Sweezy publicou, em 1966, o *Monopoly Capital* e, com Huberman, fundou a revista *Monthly Review*, em 1949.

²⁴ Esta análise tem pontos de convergência com uma abordagem, frequente entre historiadores económicos, que menciona ser a segunda metade do século XX um período ímpar em termos de crescimento económico acelerado, algo que não ocorreu em séculos de história económica.

²⁵ Hansen (1954) fez uma revisão muito positiva ao trabalho de Steindl, identificando-o como um dos “representantes” dos três tipos de teorias da estagnação, isto é, a baseada em fatores microeconómicos endógenos como a competição imperfeita e o oligopólio. As outras duas eram baseadas em fatores exógenos, como o progresso tecnológico e os desenvolvimentos demográficos, representada por Hansen e por Harrod, e a fundamentada em alterações institucionais e o seu impacto no capitalismo, como o aumento da intervenção do Estado e o crescimento do movimento sindical, defendida por Schumpeter.

dezanove, numa abordagem muito semelhante à de Kalecki. Existiriam, pois, fatores endógenos ao capitalismo na génese da estagnação secular, como a competição imperfeita, o monopólio e o oligopólio. Nestas situações de concentração do capital assistir-se-ia a um aumento do lucro das empresas de maior dimensão e ao decréscimo da taxa de utilização do *stock* de capital, o que acabaria por induzir um processo de diminuição da acumulação capitalística e, portanto, do próprio investimento.

Sweezy foi mais longe, afirmando que o consumo e o investimento isoladamente não conseguem assimilar o excesso de produção do sistema capitalista, pelo que emerge o desperdício nas suas várias formas, nomeadamente, nas vendas (consultoria, *marketing*, relações públicas), nos gastos públicos, com guerras e despesas públicas desnecessárias e, por último, no setor financeiro (Baran e Sweezy, 1966, p. 115-141). Um tanto ou quanto premonitoriamente, em 1994, Sweezy afirmava que o excesso de lucro deixou de ser sobretudo absorvido pelo esforço de vendas e pela dívida pública e passou a ser pelo setor financeiro, o que este autor chamou de “completo triunfo do capital financeiro” (Sweezy, 1994, p. 1-11).

Magdoff e Sweezy (1987) avançam, provavelmente de forma pioneira, com a ideia de que o que chamam a “*financial explositon*”, ou seja, o forte aumento da dívida mais não seria do que uma forma de combater os problemas gerados pela estagnação do crescimento económico.

Ainda no contexto das abordagens marxistas, mas já depois do “longo silêncio”, Despain (2015) defende o investimento público em infraestruturas e despesa nos setores não-defesa, a par de uma política de progressiva criação de emprego, considerando que isso seria capaz de absorver o excesso de lucro sem aumentar o excesso de capacidade das grandes empresas. Mas o sistema capitalista de monopólio financeiro não o aceita, pelo que a absorção do excedente continuará através do desperdício, sobretudo a nível da finança, mantendo-se fracos crescimentos do PIB e elevado desemprego mas não necessariamente instabilidade financeira e crises socioeconómicas.

Kennedy (2018) defende que o capitalismo renascido teve relutantemente de aceitar a linguagem do socialismo (a social democracia) para garantir que o desenvolvimento intelectual geral pudesse ser colocado à disposição do desenvolvimento real do capitalismo e da prevenção do comunismo. Isso terá permitido à elite capitalista escapar da estagnação secular, eventualmente apenas até a própria social-democracia ter sido afastada pelo neoliberalismo, a política económica de baixo crescimento e especulação financeira e se ter iniciado a longa marcha da estagnação secular (2018, p. 524).

Kennedy refere-se à estagnação secular como aquilo que sobra do capital quando a elite capitalista já não se sente suficientemente confiante para se reforçar através do socialismo, de uma forma ou de outra²⁶. Acontece que este “meio de fuga” implica um risco político (*ibid.*, p. 524).

A sua reflexão fundamental aponta para que o significado da estagnação secular é mais provável ser encontrado nos movimentos reais do capitalismo, socialismo e comunismo, do que nos modelos económicos do capital. Não sendo o socialismo um sistema, enquanto não estiver clara a relação contraditória entre socialismo e comunismo nas sociedades em transição continuará a apresentar-se a ele mesmo como um bloqueio político para a chegada do comunismo (*ibid.*, p. 526).

No fundo estaria aqui uma contradição intrínseca entre algo, o socialismo, que deveria ser um processo de transição para o comunismo e que simultaneamente se apresenta como uma forma de salvar o capitalismo.

Por último, uma palavra para Johnson (1971) que tentou explicar as condições de sucesso da revolução keynesiana e da contrarrevolução monetarista e fez parte dos investigadores não marxistas que mantiveram o debate sobre a estagnação secular, nomeadamente afirmando o papel das teses da estagnação na afirmação da “*Keynesian economics*” como a nova ortodoxia do pós Segunda Guerra Mundial (Backhouse e Boianovsky, 2016, p. 959). Johnson defende que a economia contemporânea é o resultado de quatro revoluções que ocorreram nas décadas de vinte e trinta do século vinte: i) a revolução da competição monopolística que alterou a hipótese da concorrência perfeita introduzida pela revolução marginalista de 1870, a qual havia introduzido uma nova forma de abordar o problema ricardiano da distribuição; ii) a revolução empírica ou econométrica, com a sua insistência na medição das relações económicas e no teste de hipóteses económicas; iii) a revolução do equilíbrio geral, com Hicks (1935) a introduzir nos países anglo-saxónicos a abordagem continental Walras-Pareto em substituição do equilíbrio parcial Marshaliano e iv) a revolução keynesiana (Johnson, 1971, p. 2).

O problema é a forma de distinguir revoluções e contrarrevoluções de outros processos de alteração da economia que Johnson apelida de “mais lentos e racionais”, o que deverá ser feito

²⁶ Para Kennedy este “meio de fuga” implica riscos políticos porque, embora facilite o investimento capitalista e previna o comunismo, tem de ser uma forma de socialismo (*ibid.*, p. 24).

pela velocidade das alterações, menor nestes processos, e pelo grau de justificação dessa velocidade (*ibid.*, p. 2).

Ora, com esta regra são afastadas do conceito de revolução os contributos de Adam Smith e marginalista (ambos pela sua lenta difusão), a competição monopolística (resultado final de um *puzzle* sobre o qual se debruçaram muitas mentes, sem sucesso, isto é, a existência de curvas de custos negativamente inclinadas para as empresas), o equilíbrio geral (resultado da tardia percepção dos economistas de que precisariam de técnicas matemáticas, porque a ciência económica estava muito associada à filosofia, na vertente britânica, e à lei, na continental) e o contributo empírico ou econométrico (dependeu do desenvolvimento de técnicas de inferência estatística), restando apenas três verdadeiras revoluções: a ricardiana, a keynesiana e a contra-revolução monetarista (*ibid.*, p. 2).

Johnson defende que o sucesso de uma verdadeira teoria depende de ser capaz de atacar a proposição central da ortodoxia anterior, parecer nova, mas absorver o máximo possível do que é válido, ou pelo menos não é discutido, da ortodoxia existente, ter uma dificuldade de entendimento adequada, oferecer uma nova metodologia mais apelativa do que a disponível e, no caso específico da revolução keynesiana, conseguir oferecer uma relação empírica importante para os econometristas emergentes poderem medir, ou seja, a função consumo (*ibid.*, p. 4-5).

O sucesso da revolução keynesiana tornou-a na nova ortodoxia que todos depois tentarão “abater” e essa transformação ocorreu, por altura dos anos cinquenta, pela convicção de que o desemprego massivo dos anos trinta representaria a situação normal da sociedade capitalista e que é sempre o mais urgente problema social – desvalorizando as consequências adversas da inflação – que se tornara entretanto o problema central, não explicado pela nova ortodoxia. Acresce que os primeiros keynesianos tomaram a liderança do processo deixando os “juniores” para trás e abrindo assim caminho para a contrarrevolução por esses mais jovens e, por outro lado, rapidamente os modelos de equilíbrio geral e a sua estimação econométrica deixaram de ser apelativos (e de gerar rendimentos) para as gerações de economistas mais jovens (*ibid.*, p. 6).

E essa nova ortodoxia foi objeto de uma contrarrevolução, justamente a monetarista, que encontrou na inflação o problema social importante com o qual os keynesianos não sabiam lidar e foi capaz de desenvolver uma teoria que satisfaça requisitos académicos e profissionais adequados para substituir a teoria revolucionária anterior (*ibid.*, p. 7).

Os monetaristas também seguiram a estratégia keynesiana de criar uma aparentemente nova teoria mas que absorvia tudo o que era válido na teoria existente, dando-lhe outros nomes, se possível meio confusos (*ibid.*, p. 9). Mas, defende Johnson, em última instância o sucesso da revolução/contrarrevolução não reside no reino académico mas sim nas medidas para enfrentar e combater os problemas centrais.

Uma palavra final antes de apresentarmos as abordagens alternativas à estagnação secular para os trabalhos de natureza estatística que pretenderam colmatar uma das “falhas” sentidas durante os primeiros anos após o tema ter sido ressuscitado por Lawrence Summers, ou seja, a ausência de trabalhos consistentes que validem a existência de uma tendência persistente de baixo crescimento económico.

Fritz *et al.* (2019, p. 47) desenvolve um método de previsão não paramétrico associado a um teste de hipóteses para averiguar se existe efetivamente uma tendência secular para o declínio do crescimento. O modelo não só consegue determinar o momento em que as condições económicas começaram a alterar-se, como ainda pretende identificar possíveis semelhanças com o observado aquando da Grande Depressão do século XX.

A aplicação do modelo leva-nos à conclusão de que existe, com forte significância estatística, um declínio persistente nos EUA do produto interno bruto e da produtividade dos fatores, movimento que se observava já antes da crise financeira de 2008 e que remonta à queda da bolha especulativa das *dot.com*, em 2000. Todavia, contrariamente à Grande Depressão de 1929/30, em que se registou uma tendência negativa com taxas de crescimento também negativas do produto, na Grande Recessão (2009) a tendência é de estagnação mas as taxas de crescimento permaneceram positivas, ainda que a um nível baixo (*ibid.*, p. 50).

Fernard *et al.* (2017) constata que apesar do regresso da taxa de desemprego nos EUA aos níveis anteriores à recessão de 2009 o crescimento do produto interno bruto foi muito lento e, por isso, elaboram um modelo de decomposição do produto para tentar explicar essa lentidão da recuperação económica. Conclui que a mesma se deve essencialmente a dois fatores, o crescimento reduzido da produtividade total dos fatores e a diminuição da taxa de participação do trabalho, mas que estes dois movimentos e a própria desaceleração do crescimento do produto interno bruto se iniciaram antes da Grande Recessão de 2009 (*ibid.*, p. 1 e p. 53-54).

Em jeito de previsão sugere que embora uma reviravolta no fraco crescimento da produtividade dos fatores possa ocorrer, tal não parece perfilar-se no horizonte próximo, o mesmo acontecendo à evolução da taxa de participação do trabalho, não apenas por razões

demográficas, o que, em conjunto, sugere uma estabilização do crescimento económico próximo dos baixos níveis atuais no futuro (*ibid.*, p. 54).

Rye *et al.* (2020) utiliza os chamados indicadores de desaceleração crítica (CSD) para analisar a variabilidade do crescimento económico e a estagnação secular com dados históricos muito longos do produto interno bruto, permitindo identificar a variabilidade/instabilidade inter-décadas e destacar períodos de grandes ciclos de crescimento lento e períodos de pequenos ciclos de crescimento rápido, nomeadamente entre 1900 e 1940, 1960 e 2010 em que o CSD aumentou, contrariamente ao período entre 1930 e 1970 em que desceu (*ibid.*, p. 6).

Os autores mostram alguma cautela nas conclusões que retiram destes indicadores, nomeadamente quando esclarecem que se trata de identificar períodos de maior ou menor instabilidade, não estando claro se os períodos de "estabilidade" ou "instabilidade" (neste contexto) são ideais para o bem-estar ou prosperidade de uma sociedade (*ibid.*, p. 6).

No entanto, advertem que antes da crise pandémica e dos seus mais do que prováveis efeitos numa das maiores recessões desde a Grande Depressão da década de 1930, muitas economias avançadas já apresentavam um elevado CSD, o que sinaliza um prolongado ciclo lento de crescimento económico e sugere que uma recuperação pós-coronavírus pode ser caracterizada por um lento retorno ao equilíbrio. Neste contexto, a pandemia representa uma clara ameaça à estabilidade estrutural da economia global mas, por outro lado, pode oferecer oportunidades de reestruturação económica que não teriam sido possíveis num contexto diferente, caracterizado por menor instabilidade (*ibid.*, p. 7-8).

I.1.4. Alternativas à visão da estagnação secular

Uma das abordagens alternativas à hipótese da estagnação secular mais difundidas corresponde à tese do chamado superciclo da dívida, apresentada por nomes como Rogoff e Borio, que em síntese considera ser a fase de estagnação do crescimento económico observada nas últimas décadas consistente com um período pós- crise financeira, cujos efeitos terão tendência a esgotar-se. Uma consequência importante desta abordagem é a convicção de que a estagnação é um fenómeno temporário, logo não-secular.

Rogoff (2015) questiona-se se o mundo mergulhou numa fase de estagnação secular e de um longo período de crescimento baixo do produto *per capita* provocado especialmente por uma significativa deficiência da procura global ou, em alternativa, o fraco crescimento económico pós- crise reflete a fase de crise pós- financeira de um superciclo de dívida, esperando-se que

após a desalavancagem e a diminuição do endividamento as tendências de crescimento esperadas possam ser superiores às que resultam de uma pura extrapolação face ao desempenho recente das economias.

Embora reconhecendo a importância de alguns dos fatores apontados no âmbito da análise de estagnação secular como explicação para o fraco crescimento económico pós-crise, nomeadamente o declínio demográfico, o aumento da participação das mulheres no mercado de trabalho e, embora com um maior grau de incerteza, a questão tecnológica, considera muito mais adequada a visão do superciclo da dívida, que é validada por centenas de anos de comportamento similar das economias em situações semelhantes de crise financeira²⁷.

Reportando-se às muito baixas taxas de juro reais, primeira evidência da estagnação secular para os seus defensores, Rogoff considera que não se observa a verdadeira taxa de juro real, o que exigiria a construção de um indicador de preços baseado nas *utilities*, que poderia demonstrar ser a taxa de juro real mais elevada do que se pensa atualmente e a inflação mais baixa do que os valores que os bancos centrais estão a tentar combater²⁸. Por outro lado, a regulação bancária e financeira favoreceu os mutuários de baixo risco, governos e empresas com elevadíssima liquidez, reduzindo substancialmente o acesso ao crédito para os mutuários mais pequenos e de maior risco, pelo que as baixas taxas de rendibilidade da dívida pública não são indicadores que reflitam cabalmente a amplitude do crédito concedido à economia global.

Rogoff (em Reinhart *et al.*, 2010) parte da avaliação do impacto de maiores défices e ajudas aos bancos, aparentemente úteis no combate ao abrandamento económico, a nível macroeconómico no longo prazo, especialmente com uma população envelhecida e custos de segurança social acrescidos (*ibid.*, p. 3), concluindo que a sustentabilidade da dívida exigirá o aumento de impostos ou cortes na despesa, em ambos os casos com efeitos negativos no PIB (*ibid.*, p. 6).

E a forma como a dívida é gerada também é relevante, isto é, dívida gerada em tempo de guerra é melhor “amortecida” com a reconstrução pós-guerra, até porque o excesso de despesa cessa

²⁷ Ao invés, considera que a visão da estagnação secular não capta o essencial e a demografia não explica as fortes bolhas e os colapsos no mercado imobiliário.

²⁸ Esse novo indicador de preços é muito difícil de construir num mundo em rápida mudança nos bens que se consomem e na forma como se consomem.

naturalmente quando chega a paz. Em tempo de paz, o despesismo ganha uma dinâmica difícil de eliminar (*ibid.*, p. 6).

Em conclusão, Rogoff defende a “intolerância à dívida”, ou seja, existe um limite de dívida a partir do qual o prémio de risco aumenta abruptamente, tornando-a um obstáculo ao crescimento económico.

Borio (2017) questiona as duas formas de interpretar a situação atual da economia, isto é, a estagnação secular e o “arrastamento” do ciclo financeiro (*Financial Cycle Drag*), defendendo esta última de forma muito semelhante ao trabalho de Rogoff (2015).

Por outro lado, na análise da hipótese de estagnação secular centra-se numa das suas duas variantes, isto é, a que atribui o abrandamento do crescimento pós Crise Financeira de 2007-2008 a uma deficiência estrutural na procura agregada muito anterior à própria crise. Deste modo, deixa de lado a visão alternativa da estagnação secular (Gordon, 2012) que se centra no abrandamento da produtividade devido ao “marcar passo” da inovação tecnológica (Borio, 2017, p. 1).

Apresenta a estagnação secular em três proposições: i) trata-se de uma deficiência estrutural da procura agregada, perante uma população envelhecida, o aumento da desigualdade do rendimento e da riqueza e a queda do investimento tangível via alteração tecnológica; ii) a bolha pré-crise é a única razão para o produto atingir o potencial, isto é, o nível compatível com pleno emprego e iii) a taxa de juro real de equilíbrio tem vindo a descer constantemente e foi negativa por algum tempo. E opta pela mesma abordagem para a teoria do *Financial Cycle Drag*: i) o mundo foi “assombrado” pela inabilidade na contenção das bolhas financeiras; ii) a bolha pré-crise empurrou o PIB para valores acima do potencial e minou a produtividade e iii) a taxa de juro de equilíbrio real é positiva e superior ao que a hipótese da estagnação secular poderia sugerir (*ibid.*, p. 2).

O autor reconhece méritos à hipótese da estagnação secular, porque cimenta alguns aspetos da análise keynesiana, em especial, a ideia de que a procura agregada é função da taxa de juro real, de que, tudo o resto constante, se o produto estiver abaixo do potencial a inflação desce e ainda a consideração dos efeitos de histerese, isto é, existem elementos da procura que

influenciam a oferta no médio prazo, pelo que a fraqueza permanente da procura dilui as qualificações do trabalho e inibe a acumulação de capital²⁹ (*ibid.*, p. 3).

Mas critica essa abordagem essencialmente a partir de uma visão empírica porque foi desenvolvida para um país (EUA) com elevados défices da balança corrente, não se compreendendo como pode ter deficiências da procura interna, porque o crescimento pré-crise nos EUA não era espetacular mas estava longe de ser fraco, vivendo-se então no mundo uma época de elevado crescimento e de baixo desemprego, em termos históricos e, finalmente, porque as recentes quedas do desemprego nos EUA, para níveis próximos do pleno emprego, sugerem que se trata de um problema da oferta e não da procura (*ibid.*, p. 3).

Por outro lado, as crises bancárias causam usualmente danos muito prolongados à economia³⁰, pelo que a demora na retoma do crescimento não é assim tão espantosa, as bolhas do crédito tendem a penalizar o crescimento da produtividade, ajudando a explicar a fraqueza pós-crise, o que pode estar eventualmente associado ao facto de um excessivo endividamento e um sistema bancário destroçado terem tornado mais difícil realocar recursos fora dos setores “inchados” durante a bolha (uma espécie de histerese da oferta em vez de puramente da procura) e, por último, o PIB está atualmente acima do potencial pré-crise, fatores que em conjunto suportam a hipótese do *Financial Cycle Drag* (*ibid.*, p. 4 e 5).

Num outro patamar discute até que ponto a inflação baixa e a taxa de juro de equilíbrio num eventual movimento longo de descida são “*pivots*” da hipótese da estagnação secular, sinais claros da persistente deficiência da procura agregada. Reconhecendo que não se entende verdadeiramente o processo da inflação, o autor considera que a realidade é mais consistente com a presença de uma desinflação secular possivelmente associada à entrada de produtores de baixo custo no sistema internacional, muito antes da Crise Financeira, primeiro os países ex-comunistas e posteriormente os mercados emergentes em geral. O que ajudou os bancos centrais no início a conter a espiral de pressões salariais das economias avançadas tornou-se um vento frontal depois da crise, quando havia necessidade de colocar a inflação mais próxima do objetivo (*ibid.*, p. 7).

²⁹ Curiosamente, ou talvez não, autores mais focados nos fatores do lado da procura também apontam para o efeito de histerese, nomeadamente Blanchard (1986) quando o relaciona com a situação do mercado de trabalho na Europa.

³⁰ Ver a este propósito Reinhart *et al.* (2014) que analisam a recuperação de crises financeiras a partir de cem episódios de crises bancárias.

Distingue assim a desinflação “boa”, associada às forças da oferta, da desinflação “má”, derivada da fraqueza da procura, defendendo que o papel secular dos fatores da oferta na desinflação terá sido subestimado (*ibid.*, p. 7).

A abordagem da *Financial Cycle Drag* surge como uma narrativa alternativa, segundo a qual a situação atual da economia global reflete em larga medida uma série de *booms* financeiros que correram mal e uma inadequada e assimétrica resposta de política. A instabilidade nos mercados financeiros e a fraca gestão de risco, combinadas com uma política monetária focada na estabilidade de curto prazo, bem como a inadequada regulação e supervisão, induziram insustentáveis *booms* financeiros em vários países e causaram recessões que alastraram a todo o mundo. A resposta foi muito bem-sucedida em evitar uma maior depressão, em resultado da espiral recessiva entre o sistema financeiro e a economia real. Mas teve pouco sucesso no estabelecimento das bases para uma pronta, equilibrada, robusta e sustentada recuperação, na medida que se observou pouca reparação dos balanços e muita confiança na tradicional gestão da procura agregada. Este tipo de respostas tende a ser ineficiente quando o setor privado está sobre endividado (prefere reduzir do que gastar) e quando um setor bancário destruído falha na transmissão dos impulsos das medidas (*ibid.*, p. 9).

O movimento de descida das taxas de juro é em parte resultado de uma política monetária que responde de forma assimétrica ao ciclo financeiro: como a inflação não aumenta muito durante bolhas, uma política monetária focada na estabilidade de preços de curto prazo tem pouco incentivo para se tornar mais restritiva para combater os desequilíbrios financeiros; ao invés, tem todas as razões para ser forte e persistentemente expansionista se a economia e a inflação enfraquecem mais (*ibid.*, p. 10).

Borio (2017) questiona-se como pode a economia global evoluir a partir daqui e que riscos enfrenta, considerando que como os ventos frontais são temporários e não permanentes é provável que se assista a alguma melhoria, com a normalização da política monetária e o regresso ao crescimento económico (*ibid.*, p. 10). Existirão sobretudo três riscos, de natureza conjuntural, isto é, novos episódios de sério *stresse* financeiro noutras zonas do mundo, estruturais, associados à possibilidade da instabilidade estar entrincheirada na economia global e institucionais, caso a ordem económica vigente, caracterizada por economias globais e abertas, esteja em rutura (*ibid.*, p. 11-12).

E para enfrentar esses riscos pode-se proceder ao reequilíbrio das políticas, afastando-se aquelas que se centram sobretudo no lado da procura, especialmente as relativas à política

monetária, em direção a medidas estruturais que fortaleçam o crescimento económico de longo prazo³¹, e ainda a ajustamentos dos instrumentos de política orçamental e monetária para enfrentar as bolhas financeiras mais sistematicamente em vez de confiar apenas nas medidas de carácter prudencial (*ibid.*, p. 12-13).

Numa outra vertente da abordagem negacionista encontramos abordagens centradas na inovação, designadamente Glaeser e Mokyr.

Glaeser (Teulings e Baldwin, 2014) avança com uma abordagem do lado da oferta que refuta a existência de qualquer estagnação do processo de inovação e admite um cenário de estagnação apenas temporário: “... não posso deixar de pensar que a estagnação provavelmente será temporária. Eu também acredito que os benefícios da inovação futura continuarão a fluir...porque a *internet* parece favorecer fortemente a entrega gratuita ou a baixo custo de serviços e conteúdos” (*ibid.*, p. 73-74).

E aponta como principal problema uma disfunção do mercado de trabalho nos EUA perante os choques gerados pelas recessões, especialmente ao nível do emprego menos qualificado, segmento em que não ocorreu uma total reversão das perdas do emprego pós-recessão: “Outra forma de olhar o aumento secular do desemprego é que representa um fracasso na imaginação empresarial. Por que os inovadores inteligentes não descobriram formas de ganhar dinheiro ao empregar os desempregados? Uma explicação é que as tendências tecnológicas atuais simplesmente não favorecem produtos feitos com mão-de-obra menos qualificada. A segunda explicação é que a rede de segurança acabou de tornar este trabalho muito caro em relação a uma alternativa mais mecanizada” (*ibid.*, p. 76).

Além disso, deixa clara a sua oposição à visão do problema da estagnação pelos fatores da procura, quando afirma que “A enorme tendência secular no desemprego é um terrível problema social para os EUA...Não acredito que este seja um problema macroeconómico que possa ser resolvido com mais investimentos ou reduções de impostos. Os EUA precisam de investimentos específicos em educação e treino da força de trabalho e de melhorar radicalmente os incentivos ao trabalho” (*ibid.*, p. 78).

³¹ Por exemplo, medidas que fomentem o empreendedorismo, a competição e a alteração na afetação dos recursos. A política orçamental pode ter um papel, suportando a reparação dos balanços e as reformas estruturais ou ainda financiando investimentos em infraestruturas e formação de capital humano.

Mokyr (Teulings e Baldwin, 2014) defende que a estagnação secular será impedida pelo progresso tecnológico, nomeadamente em áreas como a computação, materiais e engenharia genética, num contexto em que “os efeitos indiretos da ciência sobre a produtividade através das ferramentas que fomentam a pesquisa científica podem diminuir os efeitos diretos a longo prazo. Embora os avanços tecnológicos possam polarizar os mercados de trabalho, também trazem benefícios generalizados que não são refletidos com precisão nas estatísticas agregadas” (*ibid.*, p. 83).

Noutro *cluster* encontramos abordagens negacionistas que se baseiam nas análises demográficas, muito próximas dos modelos de transição demográfica, como Favero, mas naturalmente com um ponto de partida distinto quanto à existência do fenómeno da estagnação secular.

Cervallati *et al.* (2016) defende que o centro do debate sobre a estagnação secular tem sido a análise das economias avançadas e a possibilidade da taxa de juro real consistente com o pleno emprego ser zero ou negativa, o que significa que o foco é quase exclusivamente colocado nos desenvolvimentos a nível dos mercados de capitais e de taxas de juro, com abordagens eminentemente de curto prazo (*ibid.*, p. 402).

Não afasta a abordagem *business cycle* que exponencia os fatores do lado da oferta (*ibid.*, p. 404) mas baseia-se em Galor e Weil (2000) para defender a utilização de modelos que integrem também fenómenos não lineares, como a transição demográfica, para explicar a passagem da estagnação para o crescimento.

As relações não lineares entre fenómenos demográficos e educativos e as variáveis económicas são explanadas pelo modelo a cinco níveis (*ibid.*, p. 415 a 426): a partir de determinado nível de esperança de vida o seu aumento não induz mais acumulação de capital; nas fases mais avançadas do desenvolvimento mais educação não induz rendimento futuro maior; quando a esperança de vida é baixa o respetivo aumento faz diminuir o rácio de dependência, mas quando aquela já é muito elevada novos acréscimos provocam o aumento da percentagem de reformados e do rácio de dependência, num processo agravado pela concomitante diminuição da fertilidade; a relação entre a esperança de vida e a formação bruta de capital tem efeitos de sentido inverso: por um lado, o aumento da esperança de vida induz mais poupança da população ativa para assegurar a sua reforma mas, por outro, o aumento da percentagem de idosos leva a menor poupança e reduz a acumulação de capital; por último, a maior esperança

de vida contribui para o aumento da produtividade mas esse efeito esbate-se nos países que já completaram a sua transição demográfica, ou seja, nas economias avançadas.

Todavia, isto não significa necessariamente que a economia mundial irá estagnar. Com o tempo, as dinâmicas de transição tornar-se-ão menos importantes e o crescimento económico irá basear-se mais especificamente no aumento da produtividade e nas alterações tecnológicas (*ibid.*, p. 427), o que o aproxima de Glaeser e Mokyr.

Goodhart *et al.* (2017) considera que entre 1980 e 2000 se assistiu ao maior choque de sempre na oferta de trabalho, resultante das dinâmicas demográficas e da inclusão da China e da Europa de Leste na Organização Mundial do Comércio, o que induziu várias alterações substanciais, designadamente o decréscimo dos rendimentos reais do trabalho, maiores desigualdades dentro dos países mas menores entre países e a descida das taxas de juro reais³² (*ibid.*, p. 1-2).

O choque estará agora a ser revertido devido a um fator demográfico, o envelhecimento da população a nível global, sendo de esperar um progressivo aumento das taxas de juro reais, dos preços e dos salários e a diminuição da desigualdade. O desafio mais incerto é o das taxas de juro porque existe o risco de, apesar de alguma desalavancagem dos bancos europeus, as taxas de juro baixas terem gerado mais dívida, o que reforça a necessidade de taxas baixas, agravando ainda mais o problema da dívida (*ibid.*, p. 1).

O ritmo de crescimento da população e da população ativa a nível mundial está a diminuir, o mesmo acontecendo ao rácio entre a população ativa e os idosos. Num contexto em que o envelhecimento da população vai exigir mais cuidados médicos, porque as doenças associadas à velhice, nomeadamente as demências, não diminuem a esperança de vida mas são exigentes do ponto de vista da mão-de-obra qualificada, irá assistir-se a uma pressão sobre os salários (*ibid.*, p. 6-7).

Argumenta que o envelhecimento vai fazer descer mais as poupanças desejadas do que o investimento desejado, pelo que conclui que as taxas de juro reais irão aumentar, numa visão muito distinta da ideia mais generalizada de que o envelhecimento pode ter o duplo efeito de provocar uma descida do produto potencial e das taxas de juro reais (*ibid.*, p. 7).

Empiricamente observa-se o oposto do que é defendido pelas abordagens do ciclo de vida que sugerem ser o consumo individual constante ao longo do tempo, pelo que, se o consumo na

³² Fala ainda na transferência das indústrias para a Ásia, no colapso do poder dos sindicatos e nas pressões deflacionistas.

reforma for possibilitado por poupança passada, então o perfil de consumo deve ser negativamente inclinado com a idade. Ora, parece que o consumo permanece estabilizado ou aumenta com a idade, por três motivos. Em primeiro lugar, porque as pessoas intuem que a segurança social continuará a existir, logo não vão poupar mais por terem maior longevidade, enquanto as despesas de saúde irão aumentar, uma vez que o aumento da idade de reforma não tem acompanhado o aumento da longevidade. Por outro lado, existe o que apelida de “efeito China”: o envelhecimento da população irá fazer diluir o excesso de poupança do passado, porque a política do filho-único retirou o suporte tradicional da velhice (os filhos) e exige aos trabalhadores no ativo mais poupanças para a sua velhice/reforma. O rácio de dependência vai aumentar, porque existem menos ativos e mais reformados, e a poupança das famílias e o excedente da balança corrente deverá diminuir. Finalmente, o crescimento económico chinês a abrandar irá contribuir para uma menor poupança dos produtores de petróleo (*ibid.*, p. 10).

E o investimento vai também diminuir, mas menos do que a poupança, porque um menor crescimento da população exige igualmente um menor crescimento do investimento, mas a relutância dos idosos em realocar e o comportamento das empresas levará o investimento a permanecer suportado (*ibid.*, p. 13).

A versão dominante é que as empresas respondem à transição demográfica fazendo baixar o rácio capital/trabalho. Os autores defendem o oposto, pois o fator que se tornará escasso e mais caro é precisamente o trabalho, ou seja, o custo do trabalho aumentará e o contrário acontecerá com o capital, numa correção do movimento recente e sem precedente histórico de forte diminuição do custo relativo do trabalho face ao capital (*ibid.*, p. 14).

Ora, o aumento dos salários vai fazer diminuir as desigualdades no futuro, e menores desigualdades significam menos excesso de poupança, com a consequente subida das taxas de juro reais (*ibid.*, p. 20).

Goodhart *et al.* (2017) oferece ainda um contributo interessante quando prevê um “confronto de gerações”, em que os idosos serão uma importante força política, com o seu aumento a dar-lhes um peso que impedirá os governos de cortar demasiado nas pensões, em contraponto aos jovens, que verão o seu peso relativo diminuir mas que detêm um instrumento poderoso do seu lado: a mão-de-obra, que deverá ter salários progressivamente mais elevados. A ideia é que os

jovens abdicam do poder político para os idosos mas recebem em troca mais salários, embora tenham que trabalhar por longos períodos de tempo (*ibid.*, p. 21)³³.

Tabellini (2014) segue um processo de análise dos desequilíbrios entre a poupança e o investimento, à semelhança de Summers, Krugman e Bernanke, mas aborda esses desequilíbrios numa escala global e afasta por completo o cenário da estagnação secular, embora admita que o *zero lower bound* é uma ameaça e tem implicações na política monetária. A estagnação secular implica uma taxa de juro natural real mais baixa. Acontece que nos modelos neokeynesianos a taxa de juro natural real de equilíbrio é uma função crescente da taxa de crescimento da produtividade total dos fatores (TPF), pelo que, se existissem sinais de estagnação secular, a TFP deveria observar uma forte queda, o que não aconteceu de todo, sugerindo que a taxa de juro de equilíbrio real não desceu. Até poderia dar-se o caso da estagnação secular ser um fenómeno global (há alguma evidência de que as taxas reais caíram globalmente) mas é improvável que o seja devido ao abrandamento do investimento, uma vez que o ocorrido nas economias avançadas foi mais do que compensado pelo aumento nas emergentes (*ibid.*, p. 2)³⁴.

Logo, se as taxas de equilíbrio desceram, isso aconteceu devido a um aumento da poupança global maior do que do investimento, o que nos mercados emergentes reflete a sua reação à crise asiática. Ora os mercados emergentes vão começar a poupar menos porque consumirão mais ou porque crescerão menos (*ibid.*, p. 2-3).

Finalmente, não é óbvio que o envelhecimento da população nas economias avançadas possa induzir um declínio na taxa de juro de equilíbrio, pelo que, embora acredite que o *zero lower bound* nas taxas de juro nominais continuará a ser uma preocupação relevante, duvida da hipótese da estagnação secular e, portanto, também de eventuais consequências que ela poderia ter para a política monetária (*ibid.*, p. 3).

Taylor, John B. (2016) tem uma posição muito crítica em relação às políticas e, embora reconhecendo o crescimento económico desanimador nas últimas décadas, afirma que “o ritmo lento do crescimento não era secular, mas deveu-se antes a recentes - e inteiramente reversíveis

³³ E citam os desfechos do Brexit e das eleições norte-americanas como exemplos desse confronto: idosos pelos resultados observados, jovens contra.

³⁴ London *et al.* (2004) mostram como o investimento multinacional começou a privilegiar os mercados emergentes, também porque aqui vislumbraram oportunidades, desde logo na dimensão das respetivas populações, mas sobretudo porque reconheceram que os padrões ocidentais para o desenvolvimento económico não se aplicam integralmente a estes mercados de baixo rendimento.

– afastamentos da boa política económica. Desde então, a política económica não reverteu o curso, o crescimento económico não recuperou...se os últimos dois anos forem um guia, quanto mais uma reversão de política for adiada, mais a estagnação secular parecerá real.” E as políticas a que Taylor alude e que devem ser revertidas são as que criam uma certa ideia Schumpeteriana de clima anti negócio, em larga escala porque associadas à incerteza política e ao excesso de regulação.

Uma referência para duas abordagens que, não tendo nada em comum, têm o mérito de uma tremenda originalidade na abordagem dos fenómenos da estagnação. Rostow (1956) fala na inexistência de um problema que induza a alteração dos valores tradicionais e um *take-off* no crescimento. O crescimento económico é centrado num relativamente curto período de tempo, duas a três décadas, em que a economia e a sociedade se transformam (no que o autor dedigna por “*take-off*”) de tal forma que o crescimento económico é mais ou menos automático (*ibid.*, p. 25).

O *take-off* é o intervalo durante o qual a taxa de investimento aumenta, provocando um acréscimo do produto interno bruto (PIB) real *per capita* e trazendo alterações radicais nas técnicas de produção e no rendimento que perpetuam a nova escala de investimento e o movimento inicial de subida do PIB *per capita* (*ibid.*, p. 25). As alterações iniciais no método exigem que algum grupo na sociedade tenha a vontade e a autoridade para instalar e difundir novas técnicas de produção. E a perpetuação do processo de crescimento requer que esse grupo-*leader* expanda a sua autoridade. Ou seja, o *take-off* exige uma sociedade preparada e alterações políticas, sociais, culturais e institucionais que permitem o aumento do investimento e resultam numa aceitação das inovações (*ibid.*, p. 25).

Rostow defende que o *take-off* pode ser atrasado porque a sociedade tem um elevado nível de bem-estar, não existindo portanto um “problema” em considerar os valores tradicionais inapropriados para o crescimento económico (*ibid.*, p. 27).

A abordagem permite vários corolários interessantes. Em primeiro lugar, desvaloriza o estímulo que impulsiona o processo de *take-off*, na medida em que se foca antes na forma como o desenvolvimento anterior da sociedade respondeu a esse estímulo (*ibid.*, p. 30). E isto corresponde também a relativizar a utilização de medidas agregadas de rendimento nacional, ou outras, como indicadores do processo em curso. Por outro lado, trata-se de uma abordagem muito distinta do conceito de “economia madura”, na medida em que valida a possibilidade de um contínuo progresso económico, impulsionado por fenómenos como uma revolução política,

uma inovação tecnológica, um ambiente internacional mais favorável ou ainda um desafio colocado por uma alteração desfavorável do ambiente internacional, nomeadamente a nível dos termos de troca ou de quaisquer práticas protecionistas (*ibid.*, p. 29).

Uma segunda abordagem muito original ocorre em Fogel (2005) que cita o exemplo das catastróficas previsões para a economia mundial proferidas no final da Segunda Guerra Mundial para se questionar como foi possível manter o debate sobre a estagnação secular durante tantas décadas, uma vez que a economia dos EUA se revelou robusta na absorção dos choques anteriores, criando milhões de empregos.

No entanto, o que considera o desvanecimento da tese da estagnação, no sentido em que haveria algo inerente ao sistema capitalista que o torna iminentemente instável, trouxe novos desafios e receios, nomeadamente o alargamento do fosso entre o rendimento das economias mais avançadas e das restantes economias, uma nova ênfase nas barreiras culturais e ideológicas ao crescimento económico dos países pobres, a mudança dos receios quanto ao excesso de poupança, uma nova abordagem ao crescimento com base nas exportações e, por último, a expectativa quanto ao impacto negativo de um forte aumento populacional no crescimento dos países menos desenvolvidos. Estes receios não eram partilhados pelos demógrafos que acreditavam ser a aceleração do crescimento da população mundial um fenómeno transitório, porque a taxa de natalidade acabaria também por descer, acompanhando com desfase a queda da taxa de mortalidade³⁵ (*ibid.*, p. 4-7).

Embora Fogel não tenha antecipado, por exemplo, que o excesso de poupança viria a tornar-se novamente um tema central no ressurgimento das teorias da estagnação, alguns dos exemplos que apresentou de comportamentos benignos não antecipados, designadamente a não materialização da teoria Malthusiana de que a produção alimentar não acompanharia o crescimento populacional (quando em 2004 se discutia a obesidade), o crescimento económico extraordinário na Sudeste asiático e na Ásia Oriental ou o forte, e sustentado, crescimento da produtividade agrícola, sugerem que algo de semelhante possa acontecer à hipótese da estagnação secular.

Uma palavra para Austin (2016), não tanto pelo seu ceticismo em relação à estagnação secular, mas por ter posto em causa, de forma muito corrosiva, o que chama de “*two articles of faith of the conventional wisdom*”. Afirma que a ortodoxia dominante não deixa que se discuta o

³⁵ Ideia base da teoria da transição demográfica.

incentivo à poupança (sobretudo dos Estados) nem a liberdade dos movimentos de capitais e os incentivos de que beneficiam para serem atraídos aos países. O processo é descrito de forma simples (*ibid.*, p. 56): a poupança do país A é canalizada para o país B provocando a diminuição da procura em B, o que gera uma crise nesse país e o enfraquecimento da economia global.

Criticando o otimismo de Bernanke (2015), quando este defende que “*any tendency to secular stagnation in the US alone should be mitigated or eliminated by foreign investment and trade*” (Austin, 2016, p. 56) considera que nada parece indicar que seja assim, e também não foi o que ocorreu no Japão durante vinte e cinco anos. Além disso, os EUA foram desde a crise asiática o garante “consumidor” da procura agregada do resto do mundo e não parece vislumbrar-se quem vai agora oferecer oportunidades de investimento e procura agregada para atrair os EUA e todas as outras economias em dificuldades (*ibid.*, p. 57).

Definindo melhor as duas profissões de fé que acusa de responsáveis pelo abrandamento do crescimento económico, isto é, “a poupança é sempre benéfica por permite maior acumulação de capital” e “os movimentos de capitais sem restrições são sempre economicamente eficientes e benéficos” (*ibid.*, p. 59-60) defende que a primeira traduz o fato da ética da economia ainda soar com força em muitos economistas.³⁶

Quando a poupança suplanta o desinvestimento adicionado à aquisição líquida de ativos fixos existe um excesso de procura por ativos financeiros, pelo que este desequilíbrio entre a poupança e o investimento irá levar ao abrandamento do crescimento económico (*ibid.*, p. 66). E se quem poupa não encontra suficientes ativos de qualidade, vai baixar os seus níveis de exigência, ou seja, as taxas de juro sem risco mais baixas geram maior tomada de risco pelos investidores à medida que procuram mais rendimento. A procura de rendimento pode levar à compra de maus ativos físicos, ao pagamento excessivo por ativos bons ou ao crédito para consumo financeiro de governos ou famílias com menos capacidade para solver esses compromissos, com as duas primeiras situações a poderem gerar bolhas especulativas, que não são apenas uma questão de exuberância irracional dado que “exigem” procura efetiva de ativos a preço excessivo, e a terceira, que significa crédito excessivo, a poder conduzir a crises da dívida (*ibid.*, p. 67-68).

³⁶ Muitos ainda acreditam que aumento da taxa de poupança induz o acréscimo do investimento, provocando um aumento do PIB e a melhoria do padrão vida (*ibid.*, p.59).

A questão da poupança deve ainda ser analisada a dois níveis: a sua heterogeneidade e a situação diferenciada entre economias avançadas e mercados emergentes.

Austin defende a existência de dois tipos de aforradores, os “tradicionais”, para quem o custo de oportunidade da poupança é o consumo presente, pelo que podem ser influenciados a alterar o seu comportamento, consumir mais e poupar menos, e os “acumuladores”, que não vão consumir mais, pois o seu nível absoluto de consumo pode ser alto mas a propensão marginal a consumir é extremamente baixa e movem-se em função de orgulho e distinção social³⁷ (*ibid.*, p. 71). Como parece que o peso dos acumuladores tem vindo a aumentar, assiste-se a um menor consumo global, não apenas porque o setor empresarial é agora um poupador líquido, oferecendo fundos ao resto da economia e acumulando ativos financeiros, mas também porque a propensão marginal a poupar dos rendimentos de capital é maior do que a dos rendimentos do trabalho, o que num contexto em que o peso dos fatores nos últimos anos tem-se alterado em favor do capital reforça a concentração de riqueza pelos acumuladores (*ibid.*, p. 72-73).

Por outro lado, o excesso de poupança deixou de ser uma característica apenas das economias avançadas, existindo países que têm excesso de poupança não porque são ricos mas porque estão a crescer rapidamente. Estes países privilegiam o crescimento via investimento e constroem o consumo, logo favorecem uma ainda maior poupança. Com uma taxa de crescimento elevada, a poupança interna ultrapassa o investimento interno, pelo que deixa de existir um constrangimento de poupança, para passar a verificar-se um excesso de poupança. Acontece que assim acabam por penalizar a procura agregada, o que limita o crescimento, numa sequência que Austin designa de “*terminal velocity problem*”. A solução poderia ser aumentar o rendimento e consumo, mas preferem desvalorizar a moeda e, assim, a exportação das poupanças é penalizadora do crescimento daqueles países que aceitam os excedentes dos outros (*ibid.*, p. 73-74).

Quanto à segunda profissão de fé, recordando, “os movimentos de capitais sem restrições são sempre economicamente eficientes e benéficos”, trata-se evidentemente de uma rejeição absoluta de quaisquer restrições aos movimentos de capitais. Austin, ao invés, defende que a inexistência de um mecanismo de transferência que faça fluir as poupanças da origem aos países que dela necessitam de uma forma equilibrada pode tornar os fluxos de capitais

³⁷ Para estes últimos é como se acumular fosse o objetivo de um jogo, deixar à família/herdeiros a sua fortuna, no caso das empresas o objetivo pode ser crescer sempre mais.

perniciosos,³⁸ ou seja, em especial os *safe-haven* têm origem nas preocupações quanto à situação dos países de origem e não na oportunidade de investimento dos países de destino, direcionando-se para locais onde o capital é protegido e não onde é necessário. Além disso, os programas de compra de ativos pelos bancos centrais também fazem os capitais “voar” para economias que deles não necessitam, existindo ainda outras distorções, de que destaca a fiscalidade, a lavagem de capitais e as intervenções cambiais (*ibid.*, p. 76-78).

Em conclusão, os fluxos de capitais são geradores de deflação sobretudo quando se destinam a economias que enfrentam o *zero lower bound* e que deles não necessitam (*ibid.*, p. 78).

Austin termina com algum ceticismo, afirmando que mesmo os economistas mais críticos parecem não querer encarar a necessidade de impor limitações aos movimentos de capitais, citando a propósito Krugman (2016)³⁹ que trata os influxos de capitais indesejados como algo que deve ser acomodado, por via da desvalorização do dólar, em vez de ser prevenido (*ibid.*, p. 80).

Ramey (2020)⁴⁰ defende que os EUA não estão a atravessar um período de estagnação secular, pelo menos na definição que Alvin Hansen avançou, uma vez que está em situação de pleno emprego e níveis normais de investimento, longe portanto dos requisitos de elevado desemprego e baixo investimento que foram identificados por Hansen para descrever o fenómeno. No entanto, a produtividade está efetivamente a abrandar, sendo esse o maior fator por detrás da diminuição do ritmo de crescimento económico (2020, p. 767).

Concordando com Gordon (2015) de que o problema está centrado na oferta agregada e não na procura agregada, contraria todavia a hipótese da estagnação secular salientando que a fraqueza da produtividade se deve a um período de acalmia do ciclo tecnológico, pelo que uma solução será simplesmente ser paciente e aguardar pela próxima revolução tecnológica ou, ao invés, definir políticas públicas que encorajam a inovação e a difusão da tecnologia, como por exemplo, incrementar os subsídios à investigação e ao desenvolvimento, promover investimentos públicos em infraestruturas ou em capital humano ou ainda implementar

³⁸ Eggertsson *et al.* (2014) vai ainda mais longe, sugerindo que os fluxos de capitais espalham os desequilíbrios macroeconómicos.

³⁹ Krugman (2016) “o nosso défice comercial é sobretudo o resultado de fatores diferentes da política comercial, como um dólar forte comprado pelo capital global que procura um porto seguro”.

⁴⁰ Keen (2014) defende igualmente que os dados económicos não apontam para a estagnação secular nos EUA.

medidas regulatórias e reformas estruturais que afastem os impedimentos à inovação e tenham uma ação *anti trust* (*ibid.*, p. 775-776).

I.2. Os debates em torno da política monetária

A crise financeira de 2007/2008 provocou alterações profundas no enquadramento em que a política económica deve funcionar e, de entre as várias dimensões da política económica, provavelmente terá sido na esfera monetária que os seus efeitos foram mais substanciais.

Num primeiro momento assistiu-se a uma escalada no fenómeno da falta de confiança que alastrou entre os agentes económicos, com especial ênfase entre o setor da economia real e o sistema bancário e financeiro e ainda entre as várias instituições financeiras, cujas consequências mais visíveis foram a interrupção, ou pelo menos o forte condicionamento, no funcionamento do mercado monetário e a materialização de exigências muito acrescidas dos mutuantes perante aqueles que necessitavam de crédito, fossem estes últimos famílias, empresas ou os próprios Estados soberanos.

Se as disrupções no funcionamento do mercado monetário penalizaram fortemente a gestão e rentabilidade de todo o sistema e exigiram novas formas de intervenção pelos bancos centrais, as exigências acrescidas em matéria de financiamento penalizaram toda a economia real, com a consequência conhecida: de uma forte crise financeira rapidamente se passou a uma talvez ainda mais significativa recessão económica, hoje em dia quase consensualmente conhecida pela Grande Recessão de 2009.

A desconfiança entre instituições financeiras e a crise económica que se seguiu à convulsão financeira como que se juntaram para criar uma “tempestade perfeita”, tornando necessárias novas medidas de política monetária. A certa altura ficou claro que as medidas convencionais já não eram suficientes, uma vez que as taxas de juro estavam próximas ou em zero por cento sem que os índices de preços nos consumidores saíssem de níveis perigosamente próximos da deflação ou a economia recuperasse de um prolongado crescimento anémico.

Surgiram, assim, programas de compra massiva de dívida pública pelos bancos centrais, a implementação ativa de taxas de juro diretores desses bancos centrais em níveis negativos, enfim, um conjunto de instrumentos nunca antes utilizados, pelo menos à escala a que se assistiu após-2008.⁴¹

⁴¹ Em rigor o Japão já tinha implementado um primeiro programa de *quantitative easing* em março de 2001.

É neste enquadramento que nos parece dever ser moldada a investigação produzida a propósito da política monetária e da sua relação com a hipótese da estagnação secular. E os resultados dessa investigação permitem-nos agrupar a mesma em duas linhas principais de pensamento: uma, maioritária, que põe em causa a eficácia da política monetária e/ou a adequação atual dos seus objetivos e outra, menos comum, que aponta fatores de natureza demográfica como preciosos apoios para a política monetária. Na primeira vertente encontramos Summers, Wolff, Pescatori, Hamilton, Ferrero, entre outros, enquanto na segunda Favero volta a ser um nome incontornável, acompanhado, entre outros, por Bobeica.

Em Summers (2014) a discussão em torno da política monetária começa por ser formulada na forma de uma interrogação: se as taxas de juro reais de equilíbrio desceram é normal que ocorram bolhas especulativas e instabilidade financeira. Logo, será razoável sugerir que essas taxas desceram? (*ibid.*, p. 69).

A resposta aponta no sentido afirmativo, por vários motivos. Em primeiro lugar, a redução da procura por investimento financiado por dívida levou a que muitas empresas tivessem que decidir o que fazer com montantes muito elevados de liquidez. Ora, o que fizeram foi recompra de ações próprias, financiamento de outras empresas e diminuição do recurso a capitais alheios, tudo isto provocando uma pressão descendente nas taxas de juro. Por outro lado, o declínio do crescimento populacional, a diminuição da força de trabalho e a desaceleração da taxa de progresso tecnológico provocaram igualmente uma descida da taxa de juro real de equilíbrio, para o que também contribuíram as alterações na distribuição do rendimento e a retenção de lucros pelas empresas, que em conjunto induziram o aumento da propensão a poupar. Outros fatores que contribuíram para a descida das taxas de juro reais foram o embaratecimento dos bens de capital, a intensificação da acumulação de reservas a nível global e, por último, as consequências da desinflação, que para a mesma taxa de juro real pós-impostos implica ter a taxa de juro antes de impostos de ser mais baixa do que no passado (*ibid.*, p. 69 e 70).

Recordando Hansen, Summers (2016) defende ter este formulado antes do tempo a hipótese de que a poupança era mais elevada do que o investimento, e que isso era (um) a causa da estagnação secular. Na verdade, se ocorresse um aumento significativo da poupança e uma forte redução da propensão a investir, seria de esperar que as taxas de juro caíssem significativamente e foi exatamente o que ocorreu (2016, p. 97).

Afirma ainda que existem expectativas de baixa inflação e reduzidas taxas de juro reais por muito tempo, o que não tem só a ver com a crise ou o ciclo económico atual, dado que se assiste a uma tendência para a descida das taxas de juro reais a longo prazo (*ibid.*, p. 97).

Admitindo que tem havido um conjunto de fatores que contribuíram para o aumento da propensão a poupar e para a diminuição da propensão a investir, fazendo descer a taxa de juro que equilibra ambas (*ibid.*, p. 97), interroga-se sobre o nível dessa taxa de juro real de equilíbrio e a sua eventual alteração no tempo, concluindo que a maioria dos econométristas defende que essa taxa é muito negativa e que tem exibido algum decréscimo nos últimos anos (*ibid.*, p. 100).

Mais tarde, (Summers, 2020) é ainda mais assertivo na ideia de que as teorias macroeconómicas podem estar desajustadas à atual realidade económica e assim conduzirem a medidas impróprias, nomeadamente quanto assumem que a política monetária pode determinar a taxa de inflação (*ibid.*, p. 17).

Defende por isso uma redefinição das políticas em torno de um regresso ao que designa de “*new old Keynesian economics*” (*ibid.*, p. 17).

Mantendo a ideia que serviu de base ao relançamento do tema da estagnação secular em Novembro de 2013, nomeadamente de que se assiste a uma diminuição da procura de investimento e ao aumento da poupança nas economias avançadas, Summers aponta quatro circunstâncias que se observariam caso a estagnação secular fosse uma evidência nos últimos anos: baixas taxas de juro em consequência desse desequilíbrio entre investimento e poupança; em segundo lugar, esperar-se-ia que as dificuldades em absorver a poupança levariam a um reduzido crescimento e à incapacidade em atingir os objetivos de inflação; em terceiro lugar, a estagnação secular é compatível com a coincidência, ano após anos, de um crescimento económico desolador e com a inflação a situar-se abaixo do esperado; por último, um período de baixo crescimento e deflação deveria ser também um momento de subida dos preços dos ativos (*ibid.*, p. 18).

Summers defende que a primeira das circunstâncias é notoriamente observada nos últimos vinte anos (o que demonstraremos também no segundo capítulo desta tese), mesmo tendo em conta o forte aumento dos défices orçamentais. Recorda ainda, reportando-se à segunda circunstância, que assistimos a um crescimento económico tépido e que a inflação está de facto muito abaixo dos respetivos objetivos dos bancos centrais, que aliás descobriram ser impossível aumentar as taxas de juro. Quanto à coincidência de reduzido crescimento e inflação sempre abaixo do esperado, Summers acrescenta que sem a definição de um conjunto de políticas

económicas extraordinárias estaríamos já em deflação, terminando com a evidência de que os preços do mercado acionista nos EUA estão a subir desde a crise de 2007/2008 e que os preços das habitações estão novamente próximo dos valores mais elevados registados antes dessa crise (*ibid.*, p. 18).

Wolff (2014) embora seja um defensor de que a estagnação secular é essencialmente um problema de procura, interroga-se sobre se a resposta deve ser mesmo fomentar essa procura através da política monetária, isto é, resolver o problema da armadilha da liquidez conseguindo um aumento da inflação, ainda antes da crise se desenvolver.

Considerando que uma solução desse género, defendida entre outros por Blanchard, Krugman e Summers, pode causar mais fenómenos de bolha especulativa, afirma que tal pode ser “uma tentativa de curar o problema com o problema em si? Se houver uma insuficiência da procura mesmo em tempos normais, esse problema precisaria de ser abordado com políticas estruturais. A resposta dificilmente pode ser mais bolhas para que as taxas de inflação subam” (*ibid.*, p. 145).

A utilização da política monetária para descer permanentemente a taxa de juro real para valores baixos ou mesmo negativos é difícil e pode criar distorções na economia, nomeadamente “as bolhas massivas que resultaram da combinação de uma política monetária relaxada e de um sistema de regulamentação financeira inadequado certamente devem ser considerados um problema e não uma solução” (*ibid.*, p. 145).

A não utilização da política monetária para solucionar a estagnação secular é também defendida para a Área do euro, nomeadamente porque alterar o objetivo da inflação do BCE face ao atual seria um erro, podendo minar a confiança numa jovem instituição e tornando-se altamente ineficaz, porque o objetivo não seria alcançado num horizonte de tempo relevante, pelo que aumentaria ainda mais o *gap*⁴² (*ibid.*, p. 145).

Por outro lado, a política monetária na Área do euro tem de lidar com dois problemas centrais: não deve inviabilizar o processo de ajustamento dos preços relativos entre o *core* (Alemanha) e a periferia, ou seja, medidas de carácter monetário que aumentem a inflação na periferia irão minar a restauração da saúde da economia na Área do euro e, ao invés, é indispensável que a inflação no *core* se mova “para bem acima do objetivo de 2% que o BCE estabeleceu para a

⁴² Recorde-se que estávamos em 2014 e a previsão de que a inflação estaria abaixo do objetivo do BCE por um longo período materializou-se efetivamente.

Área do euro”. O segundo problema prende-se com o facto do processo de “limpeza” dos bancos não estar terminado, pelo que o BCE quererá evitar uma reestruturação bancária através de medidas de política monetária que poderiam distorcer os preços (*ibid.*, p. 148)⁴³.

Pescatori *et al.* (2015) estima a taxa de juro de equilíbrio nos EUA a partir de um modelo semi-estrutural, definindo-a como a taxa de juro real consistente com o produto interno bruto potencial e com a estabilidade de preços (*ibid.*, p. 5).

Calcula ainda o que chama de “*gap de taxa de juro*”, isto é, a diferença entre as taxas de juro reais observadas e as taxas de juro neutras estimadas, que considera um indicador útil mas incompleto do cariz da política monetária (*ibid.*, p. 6).

Conclui que se observa um movimento tendencial negativo nas taxas de juro de equilíbrio ao longo do tempo, acompanhado pela queda do PIB potencial e do *gap* do produto, durante a crise financeira - a taxa de equilíbrio real estaria próxima de zero por cento em 2014, mas foi negativa durante a crise financeira. As taxas devem aumentar apenas gradualmente no futuro e manter-se muito afastadas da média das previsões de longo prazo dos membros do *FOMC* para a taxa diretora. Além disso, apesar da descida da taxa de equilíbrio, a política monetária tem sido muito acomodatória, especialmente quando passou a adotar medidas não convencionais (*ibid.*, p. 7).

O movimento de descida das taxas de equilíbrio é parcialmente resultante do declínio do PIB potencial e outros fatores, como o excesso de poupança global e o aumento do prémio de risco depois da crise financeira, são igualmente importantes (*ibid.*, p. 8).

Hamilton *et al.* (2015) reforça a ideia de que a incerteza quanto à taxa de juro de equilíbrio⁴⁴ é grande e a sua relação com o crescimento potencial muito ténue (*ibid.*, p. 1), aconselhando uma certa inércia da política monetária, face ao que seria aconselhável pela *Taylor rule*, o que poderia induzir desvios mais reduzidos face aos objetivos de crescimento e inflação (*ibid.*, p. 1).

⁴³ Wolff tem uma perspetiva idêntica em relação aos défices e aos custos do trabalho, considerando que se deve evitar aumentar os défices da periferia e, ao invés, promover um orçamento mais expansionista do *core* e minorar a divergência dos custos unitários de trabalho, através de medidas arrojadas como o aumento das horas de trabalho anuais e da idade de reforma nos países com défices ou ainda, nos países com excedentes, medidas que criem novas profissões e indústrias.

⁴⁴ Esta incerteza em torno das taxas de juro de equilíbrio já havia sido antes evidenciada, por exemplo, por Laubach e Williams (2003) e por Clark e Kozicki (2005).

Desafia o aparente consenso de que a taxa neutra será mais baixa no futuro (a tese do “*low for long*”) e, nesse sentido, pode ser considerado cético quanto à hipótese da estagnação secular, enquanto a ténue recuperação pós-crise é melhor explicada por fenómenos como o excesso de oferta imobiliária, desalavancagem das famílias e do setor financeiro e orçamentos contracionistas (*ibid.*, p. 1 e p. 21-22).

Outro sinal do seu ceticismo em relação à estagnação secular deriva de considerar que são múltiplos os fatores que condicionam o comportamento de longo prazo da taxa de juro real, pelo que qualquer previsão assume um elevado grau de incerteza, tanto mais que as baixas taxas de juro reais atuais têm precedentes históricos (*ibid.*, p. 3). E essa incerteza sobre a taxa de juro real de equilíbrio deve induzir a inércia das políticas, ou seja, aconselha o *FED* a ser muito lento na subida das taxas.

Ferrero *et al.* (2017b) discute as causas das baixas taxas de juro, confiando numa estrutura que possa auxiliar o debate sobre as suas implicações para a política monetária, num contexto em que considera que os desenvolvimentos desde a crise financeira não sustentam a visão de que as baixas taxas de juro, tudo o resto constante, conduzem mais tarde ou mais cedo ao aumento da inflação e à aceleração do crescimento do PIB (*ibid.*, p. 6).

A sua abordagem incide sobre as taxas de juro reais e de equilíbrio, o comportamento da inflação e os prémios de risco dos títulos de dívida pública.

Sem incerteza e sem fricções a taxa de juro real estará sempre no nível neutro mas, se elas surgirem, o banco central deve descer essa taxa para um nível inferior ao da taxa de equilíbrio, em resposta a choques deflacionários, para que o produto, o desemprego e a inflação voltem ao potencial, nível natural e objetivo, respetivamente (*ibid.*, p. 10-11).

Sustenta que a taxa de juro de equilíbrio se reduziu nas últimas três décadas,⁴⁵ embora a descida abrupta das estimativas entre 2008 e 2016 possa ter sido exagerada, devido à omissão no processo de estimação de variáveis relacionadas com a presença de fricções financeiras, e que

⁴⁵ Holston, Laubach and Williams (2016) mostram que a taxa natural de juro desceu nas principais economias avançadas de 3% nos anos oitenta para perto de 0% nos EUA e valores negativos na Área do euro. Curdia *et al.* (2015) mostram que durante e após a crise financeira a taxa de juro natural permaneceu bem abaixo de 0% nos EUA. Christensen and Rudebusch (2017) referem que as expectativas dos investidores para a taxa de juro natural subjacente entre o final de 1990 e dezembro de 2016 desceu de 2,25% para 0% (*ibid.*, p.11-12). King e Low (2014) estudam igualmente o nível próximo da taxa de juro de equilíbrio.

também não existe consenso sobre como a estimar ou sobre as suas estimativas específicas, porque não se trata de uma variável observável (*ibid.*, p. 11-12)⁴⁶.

Quanto à inflação, equaciona até que ponto as duas formas distintas de explicação das taxas de juro reais, a versão “estrutural/estagnação secular” e a “versão financeira/cíclica”, podem ser utilizadas para analisar o comportamento da inflação (*ibid.*, p. 18). Ora, até 2009/2010, a resposta na Área do euro é negativa, isto é, a inflação desceu por via da política monetária e pela enorme credibilidade dos bancos centrais, ou seja, as expectativas de longo prazo estavam bem ancoradas em níveis consistentes com a estabilidade de preços. Depois da crise (período de 2013-2016) surgiram sinais de desancoragem, nomeadamente a tendência para as expectativas de inflação de longo prazo terem comportamento semelhante às de curto prazo (*ibid.*, p. 18-19).

Na identificação dos fatores que explicam as diferenças no comportamento da inflação em 2013-2016 em relação à fase de desinflação de 2008-09, cita os contributos, entre outros, de Ferroni e Mojon (2016) em que a variação da inflação na OCDE é explicada em larga medida por fatores globais, nomeadamente associados à frequência do ciclo económico (a fraqueza da procura global foi um determinante central na inflação desde 2012); Bobeica e Jarocinski (2017a) em que, apesar da natureza global da inflação, os choques internos podem explicar os episódios de “desinflação perdida” e a “inflação perdida” nos EUA e na Área do euro; Conti, Neri e Nobili (2017) que apontam para a importância do maior efeito na inflação subjacente da descida do preço do petróleo em 2013-2016 do que em 2008-2009, bem como a contribuição da *zero lower bound*, ao diminuir a capacidade da política monetária em proporcionar o necessário grau de acomodação, num contexto de previsões enfraquecidas para a atividade económica e riscos acrescidos de uma inflação demasiado baixa por demasiado tempo antes do lançamento do programa de compra de ativos e de Buseti *et al.* (2015), defendendo que se os agentes tiverem informação incompleta sobre o funcionamento da economia e formarem expectativas através da aprendizagem adaptativa, o efeito de surpresas negativas na inflação

⁴⁶ Taylor e Wieland (2016) dizem que as aparentes tendências da taxa de juro de equilíbrio podem antes ser de outras variáveis de política que afetam a economia; Cukierman (2016) diz que as estimativas estão enviesadas à baixa (porque se abstraem das fricções financeiras) sobretudo depois do fim da crise e Borio *et al.* (2015) tem uma conclusão semelhante. Outros, como Pescatori and Turunen (2016) e Eggertsson *et al.* (2017) afirmam que se tomarmos em conta restrições como a *lower bound*, que limita a reação dos bancos centrais a choques adversos sobre a inflação, a taxa de equilíbrio estimada seria ainda menor do que a maioria das estimativas presentes na literatura.

pode tornar-se muito persistente quando se compara com a situação em que os agentes são “perfeitamente racionais” e conhecem os parâmetros corretos da economia, incluindo a taxa de inflação (*ibid.*, p. 20).

Por último, na questão dos prémios de risco, partindo das obrigações do tesouro de longo prazo, concluem que a maioria das análises apontam para o mesmo desenvolvimento nas últimas três décadas, isto é, tanto o prémio de inflação como o prémio de reembolso (associado à maturidade do título) registaram uma tendência descendente desde meados dos anos oitenta, com a contribuição deste último a ser superior na redução da taxa de juro de longo prazo (*ibid.*, p. 21).

Em Rachel *et al.* (2015) encontramos a procura dos determinantes seculares das taxas de juro reais de longo prazo a nível global e o reforço da perspetiva de que o desequilíbrio entre a poupança e o investimento é o principal causador da ineficácia da política monetária.

O estudo encontra dois fatores principais na génese do movimento secular de descida das taxas de juro reais de longo prazo, isto é, o abrandamento do crescimento económico e, sobretudo, as alterações nas preferências dos agentes económicos por poupança e investimento (*ibid.*, p. 1).

O abrandamento do crescimento económico dificilmente explica a descida da taxa de juro real pré-crise de 2007/08, uma vez que o crescimento económico esteve muito estável, sendo todavia aceitável que a crise possa ter gerado uma revisão em baixa das previsões de crescimento económico e que o pessimismo sobre o futuro tenha contribuído adicionalmente para a descida das taxas de juro reais. Por outro lado, o abrandamento da oferta do fator trabalho (fator demográfico) e os ventos frontais na tecnologia, face à estabilização do nível educacional, que deixou de apresentar o forte crescimento do passado, podem igualmente induzir a desaceleração do crescimento global e essa expectativa pode ter gerado uma queda nas taxas de juro reais de longo prazo (*ibid.*, p. 28-30).

Mas o movimento mais relevante terá sido o observado nas preferências de poupança e de investimento. A poupança global alterou-se nas últimas décadas devido a forças demográficas, a uma maior desigualdade e, em menor grau, ao excesso de poupança cautelar dos mercados emergentes (*ibid.*, p. 33-42). Além disso, os níveis desejados de investimento também desceram, num movimento associado ao decréscimo relativo do preço dos bens de capital, à diminuição do investimento público e ao aumento do diferencial entre as taxas de juro sem

risco e as taxas de juro atuais, dado que as taxas de juro sem risco diminuíram bastante mais do que as taxas de mercado (*ibid.*, p. 42-47).

As forças identificadas devem permanecer ou mesmo reforçar-se, pelo que a taxa de juro neutra global continuará baixa. Caso isso ocorra, haverá implicações para as políticas, nomeadamente como gerir o ciclo económico se a política monetária está frequentemente constrangida pelo *zero lower bound*. Mais medidas não convencionais poderão ser necessárias, mas sobre elas existem dúvidas, nomeadamente quanto ao seu mecanismo de transmissão, por exemplo, o *quantitative easing*, e ainda quanto aos limites à sua utilização, designadamente face ao aumento eventualmente excessivo dos balanços dos bancos centrais. Por outro lado, baixas taxas induzem mais movimentos de procura por rendimento, colocando desafios à macro e à micro supervisão prudencial.

Em Tabellini (2014) e Miles *et al.* (2017) encontramos uma ênfase muito acentuada no comportamento da inflação.

Tabellini (2014) advoga a necessidade de ser reconsiderada a estratégia de objetivo de inflação, porque embora essa estratégia tenha sido muito eficaz na luta contra a inflação e na estabilização das expectativas sobre ela, os desafios da política monetária atuais são outros, mesmo deixando de lado as questões de estabilidade financeira. E isso exige também uma avaliação das características operacionais do *inflation target* que devem ser alteradas, para além da simples dimensão numérica do objetivo.

Considera que tradicionalmente o problema de credibilidade da política monetária ocorria porque a expectativa de inflação era demasiado alta, o que levava a curva da oferta agregada para cima e para a esquerda, induzindo menor produto e mais alta inflação (*ibid.*, p. 1). Citando Eggertsson e Giannoni (2013), quando a taxa de juro nominal está na *zero lower bound*, o produto é tipicamente determinado pela procura e a inflação esperada é demasiado baixa em vez de demasiado alta. Quando o *zero lower bound* já não é uma restrição vinculativa, os bancos centrais preferem que a inflação permaneça baixa. Logo, há aqui um problema de credibilidade ao contrário: a economia precisa de uma inflação esperada mais alta mas o banco central não tem a credibilidade para a assegurar. Existe também o lado político da armadilha da baixa inflação: uma inflação próxima de 5-6% é claramente um assunto para a imprensa. Mas se esta se situar em -2% ou -3% não atrairá tão fortemente a atenção da imprensa (*ibid.*, p. 1).

A armadilha da inflação baixa é um perigo real, por razões económicas e políticas, e portanto a estrutura da política monetária deve ser reconsiderada. Um objetivo de inflação ligeiramente

acima de 2% é uma forma simples e direta de atacar os receios atuais e terá muito poucas desvantagens. Finalmente, na Área do euro, pôr o objetivo na trajetória do nível de preços, do Índice Harmonizado de Preços no Consumidor (IHPC) ou do rendimento nominal, será preferível do que no crescimento do IHPC, como ocorrer atualmente (*ibid.*, p. 8).

Miles *et al.* (2017) considera que o comportamento da inflação na sequência da crise financeira de 2007/2008 se alterou o suficiente para fazer ruir muitas das ideias-feitas sobre ela (*ibid.*, p. 69).

Como a maioria dos países considera a baixa inflação um objetivo central, reconhece ser tentador descrever a situação atual de baixa e ancorada inflação como uma vitória da política monetária. Todavia, a inflação está abaixo dos objetivos dos bancos centrais há muitos anos, levando-os a desejar mais inflação e, além disso, a convicção quase generalizada, por volta de 2010, de que se iria assistir a um período de mais elevada (e volátil) inflação revelou-se errada, pelo que se questionam sobre se isso foi o resultado de uma mistura de boas e más políticas e de boa e má sorte (*ibid.*, p.xvi).

Esta situação de inflação baixa pode motivar uma reação de alguma complacência por parte dos agentes, isto é, a convicção de que a inflação é um problema resolvido com o qual não precisamos de nos preocupar. E essa reação é perigosa porque se o objetivo do banco central for de 2% e a inflação se afastar muito desse nível isso mina a credibilidade do banco central, além de que uma inflação muito baixa, sobretudo se inesperada, penaliza os depositantes e pode levar a instabilidade financeira e recessões mais profundas por gerar um problema de deflação da dívida (*ibid.*, p. 19).

Tentar perceber o que aconteceu à inflação depois da crise financeira exige ter em conta uma multiplicidade de fatores, nomeadamente o papel do preço das *commodities*, as expectativas inflacionistas que se tornaram ancoradas, as alterações na curva de Phillips, as mudanças na relação preços/custos, a alteração nas responsabilidades dos bancos centrais da moeda para as reservas e o impacto dos anúncios de política (*ibid.*, p. 68).

Por outro lado, para se entender o comportamento recente e futuro da inflação deve ter-se em conta o papel do banco central, tanto a nível das componentes do balanço, que deverão continuar a níveis muito superiores aos anteriores à crise, devido aos programas de compra de ativos, como da sua estratégia muito sensível de *inflation targeting* que pode ser implementada

de forma simétrica⁴⁷ quando a inflação está acima/abaixo do objetivo e que admite a existência de “espaço” para a *forward guidance* (*ibid.*, p.vxiii).

Miles *et al.* alerta ainda para o facto de o pós-crise financeira ter sido um período de forte experimentação e inovação na política monetária (citando Blinder *et al.*, 2017), com cortes de taxas diretas para zero por cento, implementação de programas massivos de compra de ativos e de estratégias de *forward guidance* agressivas, fornecendo um mapa ao mercado sobre o processo gradual de subida das taxas de juro que permaneceriam abaixo do nível de equilíbrio por longo período (*ibid.*, p. 69).

Mas essa política monetária agressiva foi compensada por significativo aperto orçamental e das políticas macro prudenciais, isto é, a política monetária teve de desenvolver um esforço extra para compensar os efeitos recessivos das outras duas políticas (*ibid.*, p. 70).

Olhando para o futuro coloca-se um dilema: ter estabilizado a inflação abaixo de 2% é um feito impressionante mas será fonte de preocupação se isso implicar que, quando chegar a próxima recessão, os decisores terão menos espaço para descer as taxas de juro reais e atacar os choques (*ibid.*, p. 77).

Coeuré (2015) discorda da ideia muito generalizada de que as taxas de juro de curto prazo abaixo de zero por cento colocam dificuldades à política monetária. Para ele, a *lower bound* efetiva na Área do euro não é de zero por cento, mas sim uma taxa negativa. O argumento é muito interessante: em circunstâncias normais, a taxa diretora do Banco Central Europeu deve ser a referente às Operações Principais de Refinanciamento (*MRO*), atualmente em 0%. Contudo, num ambiente de excesso de liquidez e fricções no mercado financeiro, não se pode definir apenas uma *policy rate* e a escolha óbvia recai sobre a *EONIA* (*ibid.*, p. 2), atualmente em níveis negativos.⁴⁸ Conclui este membro do Conselho Executivo do BCE que “Tudo isso sugere que a taxa de juro de curto prazo abaixo de zero não coloca as dificuldades para a política monetária que possamos ter imaginado” (*ibid.*, p. 3).

Parece-nos que o problema pode ser colocado de uma forma ligeiramente diferente, não tanto em termos das dificuldades que o *zero lower bound* cria à política monetária, mas sim por que

⁴⁷ A relutância em abraçar a ideia da simetria presente numa estratégia de objetivo de inflação flexível e de considerar a possibilidade de um efeito de histerese significativo pode ter impedido que fosse atingido o objetivo para a inflação.

⁴⁸ Coeuré admite ainda que, numa perspetiva operacional, a *lower bound* possa ser a taxa de depósito, a qual é também atualmente negativa.

razão, mesmo com esse *lower bound*, ela se tem mostrado pouco efetiva na tentativa de fomentar o crescimento económico e promover um maior aumento dos preços. Numa observação notável a este propósito, Krugman afirma que “a estagnação secular é a proposição de que os períodos (...), em que mesmo as taxas de juro de zero por cento não são suficientes para restaurar o pleno emprego, serão muito mais comuns no futuro do que no passado – ou seja, a armadilha de liquidez está a tornar-se o novo normal” (Krugman, 2014, p. 62).

Ou seja, a política monetária ultra-acomodatória, caracterizada por taxas de juro de zero por cento, ou mesmo negativas, e mais tarde, por abordagens não convencionais, como as compras massivas de títulos pelos bancos centrais (o chamado *quantitative easing*) revelou-se, até agora, incapaz de gerar crescimento económico ou de restaurar o pleno emprego, mesmo depois de anos, nalguns casos décadas, de aplicação⁴⁹.

Coeuré discutiu também a eficácia das medidas não convencionais perante o *lower bound*, dizendo que “se pode argumentar que o verdadeiro limite inferior para a política monetária é alcançado somente quando toda a curva de rendimentos é horizontal no limite inferior efetivo. É aqui que as medidas não convencionais surgem” (Coeuré, 2015, p. 3).

Identificando devidamente essas medidas não convencionais, isto é a chamada *forward guidance*, que permite ancorar as expectativas quanto ao nível futuro das taxas de juro de curto prazo e, assim, reduzir a respetiva volatilidade, e ainda os programas de compra de títulos de dívida, pública ou privada, Coeuré, apesar de cauteloso, defende que as medidas se mostravam eficazes no combate ao constrangimento do *lower bound*.

Favero *et al.* (2015 b) constrói um modelo que explora a informação demográfica para capturar a dinâmica das taxas de rendibilidade da dívida pública e produzir previsões úteis para investidores de longo prazo. O contributo inovador deste estudo prende-se com a utilização da estrutura etária da população, ao invés do uso da dimensão da população, que era utilizada antes desta nova abordagem (*ibid.*, p. 1).

Quando as autoridades monetárias estabelecem as taxas centrais reagem a alterações cíclicas que são refletidas em variações esperadas transitórias do PIB face ao potencial e da inflação face ao objetivo, mas o sucesso da sua ação enfrenta a incerteza em torno da taxa de juro real de equilíbrio. Logo, as autoridades seguem a evolução lenta das alterações económicas, em

⁴⁹ Grauwe (2015) promove uma reflexão em torno do *quantitative easing* e dos seus efeitos positivos, realçando todavia que isoladamente é insuficiente para retirar nomeadamente a área do euro do seu crescimento anémico.

particular as tendências que se constroem com menor frequência: os objetivos da política monetária são estabelecidos tendo em conta o comportamento do ciclo de poupança da população na determinação da taxa de equilíbrio (*ibid.*, p. 3).

Assim, o debate recente sobre a estagnação secular fez renascer a ideia de que a demografia, através do menor crescimento populacional e do aumento das expectativas de vida, é um determinante essencial do comportamento das taxas de juro reais (*ibid.*, p. 2). A variável demográfica pode ser definida pelo rácio entre a população de meia-idade (40-49 anos) e os jovens (20-29), sendo um determinante da taxa de equilíbrio da política monetária, na medida em que captura o peso dos “poupadores” ativos (40-49) na população ativa, pelo que quando o rácio aumenta as taxas de juro de equilíbrio descem, afetando também a componente permanente das taxas de rendibilidade num período (*ibid.*, p. 4).

Parece existir evidência quanto ao impacto da estrutura demográfica da população na rendibilidade de longo prazo das ações mas o estudo da relação entre a demografia e o mercado obrigacionista é bastante mais limitado (*ibid.*, p. 8-9).

No entanto, a presença da demografia nas taxas de juro de curto prazo permite mais precisão na previsão das taxas centrais, especialmente num horizonte muito longo, e ajuda na modelização da curva de rendimentos, mesmo que utilizando apenas um modelo simples baseado na *Taylor rule*, nomeadamente porque capta a componente permanente das taxas de rendibilidade (*ibid.*, p. 30).

Bobeica *et al.*. (2017b) centra a análise na Área do euro, procurando estabelecer uma correlação entre a demografia e a inflação. Salienta que a maioria dos países da Área euro registou um aumento da esperança de vida e um declínio da fertilidade que foram acompanhados pelo acréscimo muito reduzido da idade de reforma, pelo que o rácio da população ativa face ao total da população desceu, induzindo alterações do comportamento do consumo e da poupança, com impacto importante na Macroeconomia (*ibid.*, p. 3).

Demonstra a existência de uma relação de longo prazo positiva entre a inflação⁵⁰ e o crescimento da população ativa em percentagem da população total na Área do euro (agregado), nos EUA e na Alemanha, isto é, a menor população ativa significa abrandamento da inflação. Essa relação é limitada à inflação *low-frequency* e é mitigada, embora se mantenha,

⁵⁰ Utiliza como *proxy* o Índice Harmonizado Preços no Consumidor subjacente, que exclui componentes como a energia e alimentação, porque é menos afetado por choques da oferta destes itens.

pela política monetária, o que é confirmado porque quando a taxa de juro de curto prazo aumenta a inflação desce⁵¹ (*ibid.*, p. 3).

As tendências demográficas estão entre as forças que moldam o ambiente económico no qual a política monetária opera. E isso é especialmente relevante para países, como a maior parte dos europeus, que enfrentam um processo de envelhecimento. E que por isso sofrem pressões deflacionistas, colocando mais frequentemente os bancos centrais perante o *lower bound*, precisando de recorrer a medidas não convencionais para contrabalançar a queda da taxa real de equilíbrio. Ou seja, as autoridades devem utilizar a informação demográfica para definir as suas políticas e previsões (*ibid.*, p. 4).

Em jeito de previsão, afirma que na Área do euro a transição nos próximos anos será de uma sociedade a envelhecer para uma sociedade velha, pelo efeito conjunto de descida da fertilidade e aumento da longevidade (*ibid.*, p. 8 e 9).

Funashima (2020) procura explicações complementares para a origem da estagnação secular às que se centram na inadequação da política monetária quando se está em *zero nominal lower bound*, focando-se nos efeitos colaterais e na forma de combater as crises financeiras e as subseqüentes recessões (*ibid.*, p. 1).

Partindo da observação de que, apesar da forte resposta da política monetária, a grande recessão depois da crise financeira de 2007/2008 foi seguida por uma muito lenta recuperação, defende que o grau de recuperação do *output gap* está relacionado com a política monetária adotada em resposta ao choque financeiro: quando estamos perante um objetivo de inflação dos bancos centrais (*inflation target*) a resposta do *output gap* aos estímulos de política monetária será lenta, tanto mais se existir incerteza financeira; pelo contrário, as chamadas *speed limit policies*, isto é, as políticas que se focam nas alterações do *output gap* e não tanto na inflação, parecem ter um impacto mais consistente na capacidade de recuperação do crescimento económico (*ibid.*, p. 11).

O trabalho de Funashima é claramente uma abordagem centrada nos fatores do lado da procura mas, muito sintomaticamente, o autor termina o seu artigo recomendando que se possa intensificar a investigação em torno das interações entre os mecanismos da oferta e da procura.

⁵¹ Os autores reconhecem que a relação encontrada pode não ter suficientemente em conta as alterações de política depois da experiência de elevada inflação dos anos setenta (*ibid.*, p. 4).

I.3. Os debates em torno da dimensão económica do poder – a pertinência do neoliberalismo

Identificados que estão os dois primeiros debates que nos pareceram essenciais na delimitação do campo de análise deste trabalho, nomeadamente a estagnação secular e a política monetária, trata-se agora de, modestamente, dada a magnitude da obra em vista e dos seus contornos, situar a abordagem nas múltiplas conexões e interdependências entre o poder económico e as dinâmicas de poder, atentos também a um dos instrumentos do poder do Estado, a diplomacia económica⁵².

Como muito bem assinalam Keohane e Nye (2012) a constatação de que a natureza da política mundial está a mudar, o que é assumido tanto por aqueles que os autores apelidam de “tradicionalistas”, como pelos “modernistas”, não altera a inevitabilidade de um olhar atento à teoria, “a necessidade de prestar atenção às disputas teóricas sobre a natureza do mundo”, num contexto em que “imagens inadequadas e perceções mal concebidas da política mundial podem levar diretamente a políticas nacionais inadequadas ou mesmo desastrosas” (ibid. p.4).

Pelas razões expostas nomeadamente na delimitação do quadro teórico do nosso trabalho vamos situar o debate teórico em torno das questões do poder nas duas correntes de pensamento quiçá mais relevantes ou, pelo menos, que mais cedo se confrontaram nas Relações Internacionais, ou seja, o realismo e o liberalismo.

Não que esta escolha, porque se trata efetivamente de uma escolha tendo em conta os objetivos definidos para o trabalho, sinalize de alguma forma uma menor atenção a outras abordagens que ao longo do tempo vêm apresentando caminhos alternativos e, quantas vezes, bem atrativos para percorrer a grande estrada das Relações Internacionais. Referimo-nos, por exemplo, à teoria crítica, ao construtivismo, à teoria da complexidade que mais do que confirmam a nossa convicção profunda de que na ciência não existe apenas um caminho, antes formas variadas e muitas vezes complementares de evoluir no saber.

Afigura-se-nos que na verdade o primeiro grande debate nas Relações Internacionais foi entre realistas e liberais, ou se preferirmos entre neorrealistas e neoliberais, e também nos parece que desde o primeiro momento a economia esteve em plano de destaque, do qual apenas terá sido

⁵² Em rigor, de forma transversal a este subcapítulo, estaremos muitas vezes confrontados com aquilo que Baru (2012) apelida de uma nova era da Geoeconomia, ou Luttwak (1990), Sparke (1998) e Soilen (2010) descrevem como a passagem da Geopolítica para a Geoeconomia e Thirlwell (2010) apelida de “regresso da Geoeconomia no contexto da globalização e da segurança”.

destronada quando os Realistas, num contexto de Guerra Fria e de corrida ao nuclear, sobretudo na década de cinquenta do século XX, a perspetivaram quase somente como um mero instrumento que justifica o investimento militar.

O estado de guerra que condicionou de forma dominante o comportamento dos Estados, ao menos no que à perspetiva do Realismo diz respeito, no que no fundo configura a visão tradicional (ou clássica) das Relações Internacionais, encontrou na Guerra Fria, na primeira Crise do Petróleo do início dos anos setenta do Século XX e no desmembramento do Sistema Monetário Internacional de Bretton-Woods terreno fértil para se afirmar. Por isso, rapidamente o realismo se tornou dominante entre os vários atores das Relações Internacionais, com as questões de segurança e militares a serem o foco central e quase exclusivo de análise.

Esta lógica muito própria do Realismo de que o poder está quase exclusivamente vinculado à força musculada, ao *hard power*, relegando o poder suave que se obtém pela influência e não somente pela força das armas, nos seus mais variados domínios, para um plano absolutamente secundário, afasta-nos definitivamente deste tipo de abordagem, justamente porque encontramos na moeda e na política monetária, nas organizações culturais e na investigação científica, na diplomacia económica dos Estados e na força das empresas privadas um conjunto de instrumentos decisivos para a afirmação do poder do Estado.

E esses instrumentos do poder suave são eventualmente ainda mais decisivos para a afirmação do Estado e da sua força nos palcos interdependentes do mundo contemporâneo quando o cenário macroeconómico apresenta as fragilidades que tentaremos mostrar em capítulos posteriores deste trabalho e que levantam a possibilidade de estarmos a viver ou, pelo menos, muito próximos de fenómenos de estagnação secular do crescimento económico.

Neste caminho, afigurou-se necessária uma discussão, ainda que breve e certamente muito limitada tendo em conta os objetivos principais do presente trabalho, sobre os conceitos de estratégia e de poder.

Trata-se com elevada probabilidade de dois dos conceitos mais amplamente discutidos nas Relações Internacionais, e por isso, em ambos os casos a ciência disponibiliza-nos séculos de contributos e de debates muitas vezes vigorosos, em esferas protagonizados também por filósofos ou políticos.

Por tudo isto, consideramos que é importante situarmos o nosso trabalho em função dos conceitos que acolheremos ao nível da estratégia e do poder, não tanto por reconhecer menos

méritos às restantes abordagens, mas apenas para melhor enquadrar a problemática económica que sustenta o primeiro grande objetivo do nosso trabalho.

I.3.1. Discussão sobre conceitos de estratégia e de poder

Couto (2005, p. 21) considera a existência de três tipos de conceção de estratégia: a clássica que, em traços gerais, restringe a estratégia ao domínio militar, “como ciência ou arte do general ou chefe militar em operações”; a moderna, que para além da coação militar considera também formas de coação económica, psicológica e diplomática, entre outras, “cada uma dando origem a uma estratégia geral, devendo todas elas ser devidamente articuladas numa única estratégia integral”, num contexto em que a estratégia utiliza vários instrumentos e não se resume a uma dimensão operacional, incluindo também as dimensões genética e estrutural e configurando duas formas, a que chama “modos”: o modo direto, que privilegia o instrumento militar (o *hard power*) e o modo indireto, que coloca a ênfase nos instrumentos não militares (ou *soft-power*); por último, a pós-moderna, em que o sistema internacional deixa de ser um sistema de Estados “nele agindo, com relevância crescente, e para além dos Estados, um número crescente de organizações internacionais e transnacionais, de movimentos políticos de base territorial ou não, de organizações clandestinas, etc., pelo que o sistema internacional é atualmente um sistema complexo, heterogéneo e heteromorfo” (*ibid.*, p. 22).

Couto parte de uma síntese das conceções Clausewitzianas, nomeadamente do conceito de Guerra como “um ato de violência destinado a forçar o adversário a submeter-se à nossa vontade”, ou seja a guerra é considerada um jogo de ação e reação de intensidades crescentes, gerando uma espiral de violência que tende a ascender aos extremos. Ou, citando ainda Clausewitz, “enquanto não tiver batido o adversário, mantenho-me receoso de que ele me abata. Eu não sou senhor dos meus atos, visto que o adversário me dita a sua lei, como eu lhe dito a minha”. É, afinal, o conceito de “Guerra Absoluta, que traduz as necessidades intrínsecas da guerra, ou seja a tendência para uma luta de morte, sem limites, até ao completo aniquilamento da resistência ou desarmamento do adversário”⁵³ (*ibid.*, p. 12-13).

⁵³ Através do conceito de “Guerra absoluta” Clausewitz, na opinião de Couto, “poderá ter conseguido explicar, não só a diversidade histórica e concreta das várias formas de guerra mas também articular os vários níveis conceptuais de compreensão da guerra e identificar e definir conceitos intemporais. Do conceito ideal, abstrato, de “guerra absoluta”, Clausewitz passa à realidade e estabelece uma nova conceção para as “guerras reais”, de que a “guerra absoluta” seria apenas um caso limite”. Está assim, defende Couto e concorda o autor destas linhas, longe da conceção determinística.

Aron, que “terá sido o último dos clássicos da estratégia” (*ibid.*, p. 7), na passagem do conceito abstrato à realidade, vislumbra três níveis de compreensão do fenómeno da guerra: o nível teórico ou da guerra ideal, o nível sociológico ou da guerra como um fenómeno social e o nível histórico, centrado no carácter único e singular de cada conflito (*ibid.*, p. 16). Identifica como fatores de potencial estratégico o meio, os recursos e a capacidade de ação coletiva, num contexto em que “a pluralidade dos objetivos políticos e o carácter trinitário⁵⁴ da guerra tornam impossível, no domínio da política, da estratégia ou da guerra, qualquer decisão racional, no sentido de solução única e exclusiva. Aquilo a que se pode aspirar é a um leque de opções razoáveis”.

Também para Aron não há lugar para pretensões deterministas, normativas ou moralistas. Como muito bem assinala Couto, o problema da estratégia mudou no tempo de Aron, porque “enquanto outrora visava a busca dos melhores caminhos e meios para travar a guerra, ao serviço da política, passou a visar, prioritariamente, a procura da melhor forma de se evitar um determinado tipo de guerra (a nuclear)” (*ibid.*, p. 18). Aron tornou-se um defensor da doutrina da resposta flexível, porque admitia que se a dissuasão falhasse a guerra deveria implicar o mais baixo grau de violência possível, manteve ao longo da sua vida uma conceção estratégica exclusiva para a vertente militar, o que não impediu de ter sido “o primeiro dos modernos na área da teoria das Relações Internacionais” (*ibid.*, p. 23).

Ao deslocarmo-nos da conceção clássica de estratégia para as conceções moderna e pós-moderna deparamos com a necessidade de “alargar o campo da estratégia à competição empresarial, no âmbito da consideração da estratégia como uma ética do conflito” (Fernandes, 2003, p. 145). Daí que, independentemente da complexidade de um contexto marcado pela globalização⁵⁵ e das “conexões entre a estratégia militar e aquilo que (...) vamos aceitar como sendo efetivamente a estratégia empresarial” (*ibid.*, p. 147) o debate pode ser colocado da seguinte forma: deve ou não a estratégia limitar-se aos fenómenos de hostilidade ou, pelo contrário, alargar-se aos da competitividade?⁵⁶

⁵⁴ Entendido como a passagem do abstrato à realidade.

⁵⁵ Nesse aspeto nada de novo em relação ao que postulava Clausewitz quando defendia que a estratégia não é o reino das certezas estabilizadas (Fernandes, 2003, p. 148).

⁵⁶ Num contexto eventualmente abrangente, Cramer (2002) coloca a ênfase na tendência do “homem económico” para procurar o conflito, perante a escolha racional associada ao individualismo inerente à economia liberal. Hirshleifer (1995) teoriza a propósito do conflito, alargando o conceito para além da guerra ao crime, greves, redistribuição do rendimento, entre outros, mostrando como se processa a escolha entre “conflito e solução”.

Em Abreu (2002, p. 15) encontramos a defesa de uma estratégia empresarial que vai muito para além dos aspetos meramente organizacionais, ou, citando novamente Fernandes (2003, p. 149-149) referindo-se a Abreu e a Couto “ procuram defender uma teoria geral da estratégia que abarque não só os fenómenos da hostilidade, mas também a competição, em particular, a competição económica e empresarial, o que permitiria falar de uma estratégia empresarial de corpo inteiro, ontologicamente inserta na disciplina estratégica” muito em linha com a escola francesa que, nomeadamente em Poirier (1987, p. 195) defendera uma conceção muito alargada da estratégia.

E, neste sentido, a estratégia torna-se o campo dos espaços de conflito ou, citando Couto (*in* Abreu, 2002, p. 20) “a ciência e arte de, à luz dos fins de uma organização, estabelecer e hierarquizar objetivos e gerar, estruturar e utilizar recursos, tangíveis e intangíveis, a fim de se atingirem aqueles objetivos, num ambiente admitido como conflitual ou competitivo”.

Ora, como observa Fernandes (2003, p. 150) esta abertura da definição de estratégia aos fenómenos competitivos é geradora de uma “inflação conceptual”, na medida em que se alarga o conceito “a atores essenciais nos processos e ações em que estão envolvidos, mas pouco ou nada estratégicos”. E subsiste uma “diferença radical entre a "estratégia" empresarial e a visão clássica de estratégia, na medida em que enquanto esta defende a legitimação da violência e não põe em causa a estocada decisiva sobre o adversário, na competição “as regras pretendem evitar a violência hostil, pois a punção sobre um rival nunca deverá ser superior aos ganhos globais da relação triádica” (*ibid.*, p. 151), isto é da relação entre produtor, consumidor e cliente.

E Fernandes conclui (*ibid.*, p. 151-152): “no âmbito da rivalidade interempresarial existe um fundo de regras (legislação), distintamente do campo da hostilidade, em que a sua "ontologia" é "para além de todas as regras (...) diferentemente do campo da hostilidade, na competição escoramo-nos num conjunto de regras as quais, muitas vezes, procuramos elidir, enquanto relativamente à hostilidade, apesar da mesma, e para além dela, existem regras”.

No que ao conceito de poder diz respeito, torna-se inevitável uma nota sobre um dos expoentes máximos do paradigma realista, Morgenthau (1960, p.4 e 5) que acredita ser a política, como a sociedade em geral, governada por leis objetivas que têm as suas raízes na natureza humana e que permitem que se desenvolva uma teoria racional. A principal indicação que ajuda o realismo político a posicionar-se no cenário da política internacional é o conceito de interesse definido em termos de poder.

No entanto, o tipo de interesse que determina a ação política num determinado período da história depende do contexto político e cultural em que a política externa é formulada e as metas que podem ser perseguidas pelas nações na sua política externa podem abranger todo o leque de objetivos que uma nação já perseguiu ou pode possivelmente perseguir (*ibid.*, p. 13).

A mesma observação aplica-se ao conceito realista de poder, na medida em que o seu conteúdo e a forma como é utilizado são determinados pelo ambiente político e cultural. O poder pode compreender tudo o que estabeleça e mantenha o controlo do homem sobre o homem. Assim, o poder cobre todas as relações sociais que servem esse fim, desde a violência física até os laços psicológicos mais subtis pelos quais uma mente controla a outra. O poder corresponde à dominação do homem pelo homem, tanto quando é disciplinado e orientado por fins morais, e controlado por salvaguardas constitucionais, como nas democracias ocidentais, como quando corresponde à força selvagem e bárbara que encontra as suas leis na sua própria força e a sua única justificação no seu engrandecimento (*ibid.*, p. 13).

O conceito da “luta pelo poder” é afinal a ideia de que o poder é um objetivo principal da nação e portanto também da política internacional, determinando por isso em larga medida a prática política e materializando-se na luta pelo domínio de um Estado sobre o(s) outro(s), num contexto de procura incessante pelo aumento do poder.

Ainda na corrente realista, Weber (1919) defende que o Estado se baseia na força e que não sendo a violência o único meio utilizado pelo Estado é o seu meio específico, no que em nada se opõe ao meio normal de poder que a violência significa para os agrupamentos políticos, a começar pelo parentesco. Na verdade, Weber enuncia a pertença ao Estado do monopólio da violência física legítima, na medida em que este a reivindica para si, o que torna a existência do Estado dependente da relação de dominação do homem pelo homem fundada na violência legítima e na aceitação dos dominados pela autoridade dos dominadores.

E das razões que justificam a dominação surgem os fundamentos da legitimidade e do próprio poder, que poderá assumir a forma de poder tradicional porque reside na autoridade do passado intemporal, que impõe ao homem o hábito de respeitar práticas e costumes enraizados (atributo por exemplo do senhor das terras ou do patriarca) ou ainda de carisma, sendo assim baseada nas qualidades do indivíduo que é o grande chefe político, o senhor da guerra ou simplesmente o demagogo ou, por último, o poder “legal” exercido pelo servidor do Estado em virtude de se acreditar na validade de um estatuto legal ou de uma competência positiva, numa frase, a autoridade fundada na obediência.

Nas dimensões do poder expostas avulta a importância dos recursos, que conferem esse poder, nomeadamente quando se trata de força militar, em homens e equipamentos, ou ainda de recursos económicos, mas também da capacidade de influenciar, nos palcos nacionais ou internacionais, as atitudes e decisões de outros atores.

O que na verdade vai distinguir as abordagens realistas do paradigma liberal ou neoliberal não será porventura tanto a forma como o poder é exercício e a sua legitimidade mas mais a capacidade de identificar fronteiras bem contextualizadas entre as duas dimensões e, sobretudo, como converter esses recursos em poder.

Para Nye o poder traduz-se na capacidade de alguém atingir os seus objetivos ou propósitos e, nesse sentido, a medição do poder em termos do comportamento alterado dos outros implica a necessidade de conhecer as suas preferências e a forma como esses outros (pessoas, organizações ou nações) se irão comportar na ausência dos nossos esforços (1990a, p. 177-178)⁵⁷.

Admitindo que a posse de recursos é importante para avaliar a capacidade de controlar outros, os políticos geralmente definem o poder como a posse desses recursos, nomeadamente a dimensão geográfica ou populacional, os recursos naturais, a força económica, as forças militares e a estabilidade política (*ibid.*, p. 178).

Ora o problema expressa-se na forma como se poderá converter os recursos, que na essência são apenas poder potencial, em poder real, efetivo, medido pelo comportamento alterado de outros.

E nesse sentido os liberais afastam-se dos realistas pela ênfase que colocam no que designam de *soft power*, em clara oposição à dominância do *hard power*, maioritariamente escolhido pelos realistas como a dimensão mais relevante do poder. A capacidade da cultura e dos costumes se revelarem atrativos aos olhos dos outros, os valores políticos serem percecionados como adequados, interna e externamente, a autoridade moral e a legitimação da política externa ser reconhecida, a oferta educativa do país ser avaliada como de muita qualidade e procurada por aqueles que poderão vir a ser líderes, políticos ou de opinião, nos outros países, tudo isto consubstancia o *soft power* (Nye, 2015, p. 12) e identifica uma dimensão que, paulatinamente,

⁵⁷ Nye (1990b) define também em que consiste o *soft power* e, mais tarde, em 2004, faz uma incursão na forma como os Estados Unidos encaram a política externa e como o seu “poder suave” está em declínio, nomeadamente em Nye (2004a) e Nye (2004b).

concorre com o *hard power* na capacidade de converter eficientemente os recursos em capacidade de influenciar os outros, ou seja, em poder.

Nas palavras de Nye, a capacidade de combinar o *hard power* e o *soft power* de forma eficaz configura o "poder inteligente", elemento fundamental para a diplomacia pública e para o “tabuleiro de xadrez tridimensional” que caracteriza atualmente o poder e ao qual voltaremos adiante.

Agora que terminámos uma visita, assumidamente incompleta dado o âmbito deste trabalho, às muito híbridas e diferenciadas concetualizações de estratégia e de poder⁵⁸ e que explanámos as motivações para a nossa opção pela corrente neoliberal das Relações Internacionais, julgamos estarem reunidas as condições para uma descrição mais aprofundada dos grandes debates atuais em torno da dimensão económica do poder, nomeadamente da importância do poder musculado (*hard power*) e do poder suave (*soft power*), bem como da influência do poder económico na esfera diplomática e nas estruturas de poder global, na chamada “diplomacia económica”.

I.3.2. O *hard power* e o *soft power*

Na sua procura pela definição do que é uma teoria das Relações Internacionais, Aron (1967) defendia que era possível partir da ciência económica, nomeadamente da teoria geral de Keynes, para avançar com proposições válidas para as Relações Internacionais: i) para elaborar uma teoria de um subsistema social é necessário uma definição desse subsistema que, ao mesmo tempo, permita a sua delimitação e as suas especificações; ii) o progresso da ciência comporta um vaivém entre esquemas simplificados e observações renovadas; iii) mesmo Keynes postula a constância de dados que, de facto, não o são, uma vez que não tomou em consideração os progressos técnicos; iv) os progressos do saber económico devem-se, em grande medida, aos estudos empíricos, estatísticos e descritivos e v) os progressos do conhecimento económico não suprimiram nem os conflitos de doutrina nem a incerteza das previsões a curto ou médio prazo, nem a dimensão política das decisões tomadas pelos governos, isto é, nem os conhecimentos teóricos nem os conhecimentos empíricos autorizam

⁵⁸ A compreensão da forma como as estruturas políticas e de poder (associadas também às instituições e comportamentos dos atores que lhe estão associados) se constroem e evoluem constantemente encontra em Hay (2002) uma contribuição interessante e algo inovadora.

o economista a ditar determinada ação a um governo. Ou seja, não se passa diretamente da teoria-ciência à teoria-doutrina de ação.

Em particular quando se trata de enfrentar o problema da delimitação e definição do subsistema das Relações Internacionais, autores mais tradicionais ou mais modernos (Aron citava Morghentau e Boulding em cada um desses grupos) começam pelos conceitos gerais de poderio ou de conflito⁵⁹ que não são específicos das Relações Internacionais e que podem ser suscetíveis de concetualizações distintas: poderio pode ser um fim ou um meio da política e, como assinala Aron, não tem qualquer utilidade se o poderio, doravante poder, for definido como em Max Weber, isto é, a capacidade de alguém conseguir de outrem a submissão à sua vontade ou a conformidade com as suas ordens⁶⁰.

Assumimos anteriormente que a abordagem neoliberal molda e enquadra a nossa análise conceptual sobre o poder e que a influência mais decisiva é muito provavelmente a de Nye.

Nye, no âmbito da teoria das interdependências complexas, começa por se interrogar sobre quais são as principais características da política mundial quando a interdependência, nomeadamente a económica, é extensa (Keohane e Nye, 2012, p.5). E considera que a interdependência na política mundial se refere a “situações caracterizadas por efeitos recíprocos entre países ou entre atores em diferentes países...efeitos esses que geralmente resultam de transações internacionais - fluxos de dinheiro, de bens, de pessoas e mensagens através das fronteiras internacionais...que têm aumentado dramaticamente desde a Segunda Guerra Mundial” (ibid. p.7 e 8).

A interdependência distingue-se da interconexão porque exige a presença de “efeitos onerosos recíprocos das transações” que poderão ser assimétricos mas têm sempre uma representação de custo significativa. Mas assinala também que a interdependência não se limita a situações de benefício mútuo, em que as ameaças de força militar são poucas e os níveis de conflito

⁵⁹ A questão da conflitualidade vai aliás muito para além do espaço de análise científica das Relações Internacionais e encontra espaços de debate muito interessantes também noutras áreas. A este propósito, uma referência para Collier e Hoeffler (2000, 2004) pela abordagem sobre a importância relativa da reivindicação e da ganância nos conflitos, nomeadamente nas guerras civis, também pelo impacto destas análises na discussão científica, inclusive sobre os métodos de investigação das ciências sociais - por exemplo, provocou uma crítica violenta de Korf (2006). Noutro prisma, Grossman (1999) suscitou uma discussão em torno das condições para uma revolução ter sucesso, falando na “cleptocracia da rivalidade”. Também Humphreys (2003) teoriza sobre as interdependências entre economia e conflitualidade, destacando os fatores de natureza económica que tornam um país/sociedade mais suscetível ao conflito.

⁶⁰ Huntington (1993) discorre sobre as razões pelas quais a primazia internacional é verdadeiramente importante para os Estados.

baixos, incluindo igualmente casos de dependência mútua, como a antiga interdependência estratégica entre os Estados Unidos e a União Soviética (ibid. p.8).

Nye critica a visão realista (ou “tradicional” como frequentemente a apelida nos seus textos iniciais) de que o poder é essencialmente o domínio da força bruta militar, a partir do qual os Estados estariam habilitados a controlar os “assuntos mundiais”, mesmo reconhecendo que o próprio Morgenthau (para muitos o primeiro dos realistas), a propósito da crise do petróleo de inícios dos anos setenta do século XX, havia reconhecido “um corte historicamente sem precedentes da relação funcional entre o poder político, militar e económico”. Esse corte é observado muito claramente no poder que repentinamente surge associado a nações militarmente frágeis mas que tinham recursos energéticos essenciais aos países industrializados (ibid. p.10).

E defende que a relação entre o poder e a interdependência deve ser entendida em duas dimensões, a da sensibilidade e a da vulnerabilidade.

A primeira pode ser resumidamente definida como a rapidez com que as alterações num país, perante uma estrutura que permanece estável, provocam alterações dispendiosas noutro, e qual a dimensão desse custo, podendo esta dimensão da interdependência ser social, política ou económica. Entre muitas outras situações em vários patamares, desde a política monetária às comunicações, entre outros, Nye exemplifica a interdependência de sensibilidade na forma como diferentes economias industrializadas foram afetadas pelo aumento do preço do petróleo nos anos setenta, num contexto em que perante a indisponibilidade de políticas que promovessem uma menor dependência das importações de petróleo, as quais têm horizontes de implementação de muito longo prazo, “a sensibilidade dessas economias era uma função dos maiores custos do petróleo estrangeiro e da proporção do petróleo importado”. Assim, embora os EUA fossem menos dependentes das importações de petróleo do que, por exemplo, o Japão, tornando-os aparentemente menos sensíveis à crise, a rapidez no aumento do preço desta matéria-prima e “as longas filas em postos de gasolina” mostraram que os norte-americanos estavam realmente sensível à mudança externa (ibid. p.10).

Em conclusão, no que diz respeito aos custos da dependência, a sensibilidade está associada aos custos que resultam de um ação de terceiros (do exterior) durante o tempo em que as políticas não conseguem dar respostas para inverter a situação.

Quanto à vulnerabilidade, Nye define-a como a “possibilidade de um ator sofrer custos impostos pelos acontecimentos mesmo depois das políticas terem sido alteradas”. Deste modo,

sendo difícil alterar radical e rapidamente as políticas como reação a um evento externo impactante, os efeitos imediatos desse evento geralmente refletem a dimensão da sensibilidade, enquanto a dimensão da vulnerabilidade “pode ser medida apenas pelo custo de fazer ajustes eficazes num ambiente alterado ao longo de um período de tempo” (ibid. p.11).

E Nye termina dizendo que a análise política da interdependência pode ser estruturada em termos de “interdependências assimétricas como fontes de poder entre os atores...que pode ser aplicada às relações entre atores transnacionais (como empresas multinacionais) e governos, bem como nas relações interestaduais. Diferentes tipos de interdependência levam a uma influência política potencial mas com diferentes restrições. A dimensão da sensibilidade das interdependências pode fornecer a base para influência política significativa apenas quando as regras e normas em vigor podem ser dadas por adquiridas ou quando o custo de alteração rápida das políticas pelos Estados insatisfeitos seja proibitivo. Se um conjunto de regras coloca um ator numa posição desvantajosa, esse ator provavelmente tentará mudar essas regras se o puder fazer a um custo razoável. Assim, a influência decorrente de assimetrias favoráveis na sensibilidade é muito limitada se as assimetrias subjacentes na dimensão da vulnerabilidade forem desfavoráveis” (ibid. p.15).

Assim definidas as interdependências, fica claro que o uso da força bruta poder ser utilizado para tentar corrigir, por exemplo, vulnerabilidades económicas, mas que pode ser tão dispendioso e a credibilidade associada à simples ameaça desse uso tão exígua que a “estratégia militar é um ato de desespero”.

O pensamento de Nye evoluiu desde os primeiros tempos da sua abordagem das interdependências complexas mas a observação de que o poder é a capacidade de alguém atingir os seus objetivos ou propósitos é transversal à sua obra, o que embora não afastasse a definição comportamentalista, segundo a qual o poder é a capacidade de fazer com que outros façam o que de outra forma não fariam, explica que a medição do poder em termos do comportamento alterado dos outros implica a necessidade de conhecer as suas preferências, a forma como outras pessoas ou nações se comportarão na ausência dos nossos esforços (1990a, p. 177-178).

Todavia, dado que a capacidade de controlar outros pode estar relacionada com a posse de recursos, os líderes políticos geralmente definem o poder como posse de recursos, incluindo a população, o território, os recursos naturais, a dimensão económica, as forças militares e a estabilidade política (ibid., p. 178). Acontece que isto coloca um problema, isto é, como

converter em poder os recursos, como desenvolver a capacidade de converter o poder potencial, medido pelos recursos, para o poder realizado, medido pelo comportamento alterado de outros.

Num mundo em mudança acelerada, nomeadamente com o advento da globalização e com as fontes de poder em mudança, com a ênfase a deslocar-se da força militar, da geografia e da população para fatores como a economia, a tecnologia e a educação (*ibid.*, p. 179) mais premente se torna a questão de saber de que formas e com que habilidades se consegue atingir essa capacidade. Nessa escolha, optámos por dar primazia ao chamado *soft power*, ou seja, a capacidade para obter o que se pretende através da capacidade de atração mais do que por coerção ou pagamento e que resulta da atratividade da cultura, ideais políticos e política externa e interna do país (Nye. 2015, p. 11). É assim fundamental ter presente quais são as fontes principais do *soft power*, nomeadamente a cultura e a sua capacidade de se revelar atrativa aos olhos dos outros, os valores políticos serem percecionados como adequados, interna e externamente, e a autoridade moral e legitimação da política externa (Nye, 2015, p. 12)⁶¹.

Partimos também da simpatia pela definição de Nye sobre aquilo em que se tornou a política mundial: um tabuleiro de xadrez tridimensional que pode ser jogado vertical ou horizontalmente, em que o poder deixou apenas de ser definido a partir da força militar “dura” e o poder económico se tem vindo a tornar mais relevante. Deste modo, se no topo das questões militares clássicas os EUA são a única superpotência com poder e alcance, fazendo portanto sentido falar em unipolaridade e hegemonia (*ibid.*, p.12), já no que Nye apelida de *middle board*⁶² dos assuntos económicos entre Estados a distribuição é multipolar e, no quadro inferior, em matérias dominadas por aspetos transacionais como o terrorismo, o crime internacional, as alterações climáticas e a propagação das doenças infecciosas, o poder está muito distribuído e organizado de forma caótica (*ibid.*, p. 11-12).

Acontece que tanto no quadro intermédio como no inferior não existe uma hegemonia norte-americana, com as relações económicas a vigorarem numa ordem multipolar em que atores como a União Europeia e a China partilham com os EUA o poder de prosseguir acordos em

⁶¹ O papel da educação a este propósito é absolutamente fundamental, nomeadamente quando a oferta educativa de um país é avaliada como de muita qualidade e procurada por aqueles que poderão vir a ser líderes, políticos ou de opinião, nos outros países.

⁶² Matérias como o comércio, medidas *antitrust* e regulação financeira.

matérias como o comércio e a regulação financeira, enquanto no quadro inferior o poder é distribuído de forma muito dispersa entre atores estatais e não estatais (*ibid.*, p. 12)⁶³.

Interessa-nos neste visita pela literatura sobretudo o quadro intermédio da análise de poder de Nye (o que diz respeito à questão económica) e essa depende sobretudo do *soft power*, razão pela qual deixaremos conscientemente de lado a questão mais tradicional do *hard power*, centrando a análise no *soft power*, com particular incidência na sua relação com a diplomacia pública.

Anteriormente refletiu-se sobre o poder medido em termos de recursos, tema a que voltamos agora na medida em que a distinção entre essa mediação e aquela que se baseia nos resultados comportamentais nos permite melhor entender a relação entre o *soft power* e a diplomacia pública.

A diplomacia pública é um instrumento que os governos usam para mobilizar esses recursos, para comunicar e atrair os públicos de outros países mais do que apenas os seus governos (Nye, 2008, p. 95). Um filme de *Hollywood*, uma canção intemporal e internacional, uma universidade de prestígio, tudo isso é suscetível de representar um imaginário, um sonho, um desejo para muitos cidadãos do mundo.

O *soft power* baseia-se em recursos, nomeadamente a cultura, os valores políticos e as políticas externas e visa moldar a opinião pública, num processo que se torna ainda mais importante quando se verifica a substituição dos governos autoritários por democracias e que se baseia não somente na força da informação, poder a que hoje uma parte muito significativa da população mundial tem acesso, mas na capacidade de distinguir a informação valiosa daquela que é puramente caótica, dado o acesso quase universal a esse mesma informação (*ibid.*, p. 96 e 99).

Neste sentido, os governos competem por credibilidade não só com outros governos, mas com uma ampla variedade de alternativas, incluindo os *media*, empresas e organizações não-governamentais. A reputação sempre importou na política mundial mas o papel da

⁶³ Ikenberry (2012) fala no “leviatã liberal” para descrever as origens, a crise e a transformação da ordem mundial com centro nos EUA, definindo a forma com a primeira década do século XXI viu surgirem problemas eventualmente irremediáveis para essa ordem mundial.

credibilidade torna-se um recurso de poder ainda mais importante por causa do "paradoxo da abundância" (*ibid.*, p. 100-101)⁶⁴.

Nye encontra três dimensões na diplomacia pública: a comunicação diária que envolve uma explicação do contexto das decisões de política internas e externas e a preparação da forma de lidar com as crises; a comunicação estratégica que desenvolve um conjunto de temas simples, como fazer uma campanha política ou publicitária e planeia eventos simbólicos e comunicações para reforçar temas centrais ou para promover um desenvolvimento particular de políticas governamentais; finalmente, o desenvolvimento de relacionamentos duradouros com pessoas chave ao longo de muitos anos através de bolsas de estudo, intercâmbios, treino, seminários, conferências e acesso aos canais dos *media* (*ibid.*, p. 101-102).

Nye salienta ainda dois aspetos essenciais da diplomacia pública: o primado das políticas e a necessidade da intervenção também de atores privados. Uma estratégia de comunicação brilhante mas não consubstanciada em atos, apenas em palavras, e que não entenda o público-alvo muito provavelmente estará votada ao fracasso (*ibid.*, p. 102). Por outro lado, embora não se deva confiar apenas nas forças de mercado, nomeadamente na projeção da imagem do país feita pelos *media*, uma vez que estes apenas retratam as dimensões de massa rentáveis da cultura americana, reforçando as imagens estrangeiras de um país unidimensional, numa abordagem pouco compatível com a conquista de relacionamentos de longo prazo que nem sempre são lucrativos, os públicos pós-modernos são geralmente céticos quanto à autoridade, e os governos são muitas vezes desconfiados, pelo que estes devem muitas vezes manter-se em segundo plano e trabalhar com atores privados, como as Organizações não-governamentais (ONG) que gozam de mais confiança do que os governos, e embora sejam difíceis de controlar, podem ser canais de comunicação úteis (*ibid.*, p. 105).

Por último, as próprias forças armadas, atores privilegiados do *hard-power*, podem desempenhar um papel importante na geração de *soft power* através do intercâmbio, do treino conjunto e de programas de assistência a outros países em tempo de paz. Os perigos de um papel militar na diplomacia pública surgem quando tenta aplicar táticas de guerra em situações ambíguas. Isto é particularmente tentador na atual guerra mal definida contra o terrorismo que desfigura a distinção entre as atividades civis normais e a guerra tradicional (*ibid.*, p. 106).

⁶⁴ O exemplo clássico, também citado por Nye, é a Guerra contra Saddam Hussein: os laços com a AlQaeda podem ter ajudado a ganhar o apoio dos cidadãos norte-americanos para a guerra do Iraque mas a divulgação subsequente da inexistência de armas químicas, primeiro motivo público para a Guerra, significou um forte golpe na credibilidade dos EUA.

A capacidade de combinar o *hard power* e o *soft power* de forma eficaz é o chamado "poder inteligente" (*ibid.*, p. 107).

Como assinala Nye “a luta atual contra o terrorismo transnacional é uma luta pela conquista de corações e mentes vencedoras, e o excesso de confiança no *hard power* não é o caminho para o sucesso. A diplomacia pública que degenera em propaganda não só não consegue convencer, como pode prejudicar o *soft power*” (*ibid.*, p. 108).

I.3.3. Diplomacia económica

A Primeira Guerra Mundial marca um ponto de viragem importante na diplomacia. Moita (2006, Janus, p. 135) fala em transições que o final da Guerra terá propiciado, desde logo com a oposição da opinião pública ao secretismo da atividade diplomática, que motiva um progressivo controlo pelos parlamentos das decisões em matéria de política externa. Outra transição correspondeu ao aparecimento da diplomacia multilateral⁶⁵, face aos novos desafios a que o embaixador não consegue responder sozinho, num contexto em que as fronteiras físicas entre países são postas em causa por fenómenos de disseminação da informação, culturais, de circulação de pessoas, bens e ativos financeiros, entre muitos outros.

Emerge assim o que Moita classifica de uma “nova diplomacia” (*ibid.*, p. 136-137), com um novo paradigma, porque “tanto ou mais importante do que a dimensão interestal, surge a dimensão transnacional, ou seja, o conjunto de processos de interação entre as sociedades nas suas diversas facetas” e também dado que “a cena internacional deixou de poder ser considerada como um palco centrado no choque de interesses entre Estados soberanos, para se tornar, obrigatoriamente, um espaço de cooperação e mesmo de soberanias partilhadas”.

A este novo paradigma (ou cultura) diplomático não é evidentemente alheio o processo de globalização e as múltiplas interdependências por ele criadas, que afetam o contexto político, económico e social dos Estados, numa evidência de que o Estado-Nação não mais é o palco para a solução de muitos dos fenómenos políticos, perante o aparecimento de “novos atores, novos espaços, novos métodos, novos desafios” (*ibid.*, p. 136).⁶⁶

⁶⁵ O fim da Guerra Fria assinala também a desintegração do sistema bipolar das Relações Internacionais e uma muito provável diminuição do peso específico das funções tradicionais da diplomacia (política e segurança), perante a emergência da necessidade de acompanhamento dos fenómenos recentes de maior interdependência das economias e dos mercados.

⁶⁶ A globalização não é o único fenómeno que quebrou as fronteiras do nacional face ao exterior, processo também propiciado pelo desenvolvimento da regionalização ou de fenómenos de dependência entre Estados ou regiões.

A globalização, na sua dimensão económica, quiçá porque a regulação supranacional se mostra insuficiente ou insipiente, vai exigir à diplomacia um reforço do seu foco, dos seus esforços e dos seus instrumentos e capacidades nesta área, justamente no que ficou conhecido por “diplomacia económica”.

Neste contexto, é possível identificar alguns fenómenos, de uma forma ou de outra associados à globalização, que tiveram impactos não negligenciáveis na dinamização do processo que alguns autores designam de “nova diplomacia económica”. Desde logo, a maior interdependência entre atores nacionais e supranacionais (por exemplo, as organizações não governamentais) e entre estes e os mercados, numa relação bastante complexa e muitas vezes não linear, que exponencia a importância dos agentes e dos interesses económicos e que vão exigir à diplomacia novas abordagens, novas formas de intervenção, quiçá alguma redefinição mesmo do seu objeto.

Em segundo lugar, este novo cenário de interdependências que afetam a política, a sociedade, a economia “interpela a diplomacia económica que surge como uma espécie de substituto parcial da gestão global através do qual se procura introduzir alguma ordem no sistema de comércio internacional, no sistema financeiro, no ambiente e mesmo nas tentativas tímidas de fazer face à pobreza, traduzindo-se no alargamento da atividade diplomática a novas funções e atores...” Farto *et al.* (2007, p. 18). E por isso os Estados envolvem-se em práticas de *lobbying* junto de organizações supranacionais em busca de benefícios para as empresas nacionais, estas passam a ser crescentemente internacionalizadas e a desenvolver procedimentos de gestão e abordagem aos mercados de carácter global e a própria sociedade cível organiza-se em função de uma lógica transnacional, com organizações não-governamentais e também sindicatos, ordens profissionais e grupos de interesse a interferirem aos mais diversos níveis e nas mais variadas regiões numa abordagem difícil de distinguir da diplomacia.

Nos últimos quarenta anos, portanto no período da globalização, um outro fator contribuiu de forma relevante para a transformação ocorrida na diplomacia tradicional. Na verdade, segundo dados do Fundo Monetário Internacional⁶⁷ em 1980 as chamadas “economias avançadas” representava cerca de 64% do produto interno bruto mundial, quedando-se as economias emergentes por apenas 36% desse produto e, em 2017, esse peso passou para 41% nas economias avançadas e 59% nas emergentes. Trata-se de uma alteração muito significativa,

⁶⁷ Pesquisa do autor, a partir de informação no *site* da organização, nomeadamente na *Database do World Economic Outlook*.

num relativamente reduzido intervalo de tempo e que teve consequências na diplomacia: países como a China e a Índia, mas também o Brasil, a África do Sul e tantos outros, da Ásia à América Latina, rapidamente perceberam que tinham de adaptar as suas estruturas diplomáticas a uma nova realidade, o aumento da sua importância na economia mundial, e que essa adaptação seria uma das melhores formas de assegurar um modelo de crescimento económico muito baseado no setor externo, isto é, na capacidade de continuar a vender crescentemente nos mercados internacionais as suas manufaturas...no final do dia, a diplomacia era novamente também uma questão de “charme”, desta vez vocacionado para a economia. Com sublinha Farto *et al.* “não é de estranhar, portanto, que a diplomacia económica se tenha transformado num ponto decisivo da agenda dos novos países industrializados e emergentes” (*ibid*, p. 19).

E tudo isto ocorreu num contexto caracterizado pelo final da Guerra-Fria e pela consequente menor importância atribuída à segurança na sua vertente mais tradicional, a política e, ao invés, um maior relevo para outras variáveis que condicionam essa segurança, designadamente o ambiente, o terrorismo e uma muito significativa lista de fatores de natureza económico-financeira, suscetíveis de ser encarados como ameaças a essa segurança e que não mais fizeram senão reforçar o interesse e a influência da diplomacia económica⁶⁸.

Alguns historiadores da diplomacia desvalorizam a ênfase na diplomacia económica, nomeadamente quando essa incidência a define como um fenómeno contemporâneo. Coolsaet (2001, p. 6) defende que a importância da diplomacia económica no século XXI é comparável ao que ocorreu no século XIX com os Estados Industriais e que se assiste antes a uma “ressurgência cíclica” tipicamente associada ao enfraquecimento da regulação de âmbito supranacional.

É ainda problemático encontrar uma definição comumente aceite de diplomacia económica e ainda mais difícil entendê-la, como alguns autores contemporâneos parecem defender, como uma disciplina autónoma. Uma definição mais precisa esbarra na abrangência que se pretende dar ao conceito, nomeadamente quanto à restrição da atividade diplomática à esfera pública, das relações entre Estados e entre eles e outros atores (Barston, 2013) ou à admissibilidade da esfera privada na atividade diplomática, como presente, por exemplo, em Saner e Yiu (2003).

⁶⁸ Ver a propósito dos conceitos operacionais em matéria de segurança Tomé (2007) e Waever (1997) e sobre as alterações na segurança internacional Tomé (2010) e Wirtz (2007). É também importante ter em conta a influência da desigualdade na segurança humana, como presente, entre muitos outros, em Alkire (2003) e em Buzan (1991).

Mais consensual poderá ser, como assinala Farto *et al.* (2007, p. 16) entender a diplomacia económica de três diferentes “formas”: como instrumento de resolução de conflitos, como instrumento de prevenção de conflitos, por último, como instrumento de promoção de uma política económica internacional.

Esta ausência/enfraquecimento de instrumentos de regulação torna a diplomacia económica em algo através do qual os Estados tentam maximizar o interesse dos agentes económicos nacionais pelo seu peso e intervenção nas organizações supranacionais, as empresas pretendem ver aumentada a sua capacidade de influenciar os Estados⁶⁹ e as entidades reguladoras internacionais e “desenvolvem uma crescente atividade diplomática ao conduzirem as suas ações em múltiplos países, sendo obrigadas a discutir com os governos locais e entidades regionais novas condições, novos investimentos, obrigações sociais, ambientais e mesmo éticas, para além, é claro, da criação de organizações empresariais internacionais (...) com a missão de desenvolver o *lobby* empresarial através de funções diplomáticas” (Farto *et al.*, 2007, p. 19). E a sociedade civil vai “organizar-se igualmente no plano supranacional, intervindo aos diversos níveis - económico, direitos humanos, ambiental, legislação laboral - num plano claramente diplomático, procurando influenciar as decisões de governos nacionais e de estruturas de regulação” (*ibid.*, p.19).

O conceito de diplomacia económica, cujo aparecimento de forma explícita remonta aos anos oitenta do século passado, não reúne unanimidade entre os diversos autores, desde logo quando se trata de delimitar os agentes diplomáticos e as suas interligações, isto é, se estamos a falar da chamada diplomacia pública, focada na relação entre Estados e entre eles e outros atores, ou se alargamos os atores a entidades privadas, nomeadamente empresas e organizações não-governamentais.

Em linha com a primeira abordagem, mais “tradicional”, presente por exemplo em Marshall (1999), Barston (2013) ou Berridge *et al.* (2003) a diplomacia económica é entendida como estando relacionada com os atores e os interesses estatais e corresponde à utilização de instrumentos diplomáticos tradicionais (serviços de informação, negociação, representação, *lobbying*), para atingir os objetivos económicos do Estado. Esta visão realista da diplomacia económica, como defendido também por Baldwin (1985), expressa uma preocupação com a

⁶⁹ Detomasi (2007) analisa a forma com as multinacionais condicionam a governação global, através da sua capacidade de se “infiltrarem” nas redes que condicionam as políticas públicas. Seck (2015) analisa a experiência canadiana em empresas da indústria extrativa e a forma como condicionaram o desenvolvimento sustentado e os direitos humanos em mercados emergentes.

agenda económica que pode ser distinta da agenda política e envolver uma utilização estratégica de sanções ou programas de ajuda económica entre Estados ou outros atores, não afastando a vertente comercial do seu espectro de ação.

Uma outra, e mais recente, abordagem à diplomacia económica, que Lee *et al.* (2010) designaram de “sistema diplomático nacional”, faz do governante com a responsabilidade diplomática um coordenador da diplomacia que deve interagir com os parceiros, tanto a nível de outros ministérios e departamentos governamentais, como empresas e grupos da sociedade civil, nomeadamente as agências não-governamentais.

Independentemente da abordagem conceptual em observação, “a afirmação do setor privado sobre o público, designadamente a nível ideológico e do primado da eficiência” (Farto *et al.*, 2007, p. 19-20) favoreceu a componente económica da função (ou sistema) diplomático, na medida em que alargou a aplicação da análise económica (numa lógica preponderantemente de custo/benefício) a todas as áreas de ação/intervenção do Estado. A atividade diplomática não foi exceção e, como assinala Farto (*ibid.*, p. 20), os seus responsáveis apenas tinham duas vias perante esta nova ordem: promoviam um processo de redimensionamento em baixa do aparelho diplomático, perante o progressivo esvaziamento das suas funções e a perceção de que a simples função de representação não mais justificava, em muitos casos, a sua existência e elevados custos ou, em alternativa, desenvolviam “um processo de enriquecimento das funções, introduzindo novas atividades, conotadas designadamente com a diplomacia económica, como parte integrante, ou mesmo fundamental, da nossa projeção externa, rompendo, decididamente, com o posicionamento tradicional da corporação diplomática face à diplomacia económica” (*ibid.*, p. 20). Não custa entender o pragmatismo da escolha pela segunda opção.

E quais são afinal as atividades atuais da diplomacia económica?

Potter (2004), entre muitos outros, fala de uma “*commercial diplomacy*” cujo foco é o estabelecimento de redes diplomáticas e de negócio no exterior para promover o comércio, o investimento e o aconselhamento empresarial. Trata-se de uma atividade complexa e interministerial que não envolve apenas o Ministério dos Negócios Estrangeiros mas também os ministérios que tutelam o comércio, a economia, as finanças, o turismo, o investimento. No fundo, é a visão realista da diplomacia económica, numa definição em sentido estrito, cujo alcance é muito limitado para os países com menor dimensão e/ou uma rede diplomática menos abrangente e que corresponde à missão diplomática nas instituições internacionais e nos países

em que se situam, com o objetivo de influenciar as respetivas decisões, por forma a beneficiar o interesse nacional.

Uma segunda atividade corresponde à “*trade diplomacy*” que destaca o papel dos atores não-estatais, respetivas redes, ideias e organização institucional no processo diplomático, alargando o campo da diplomacia para além do estabelecido pela visão realista e enfatizando o papel dos Estados na *trade diplomacy* mas também dos referidos atores não-estatais no comércio bilateral, regional ou multilateral. Lee *et al.* (2010, p. 13) aponta os desenvolvimentos no comércio internacional, como o aumento das organizações regionais de comércio, a criação da Organização Mundial de Comércio e o alargamento da agenda das negociações de comércio para temas tão inesperados como os jogos de azar via *internet*, como sendo os fatores fulcrais no processo de alargamento do âmbito da diplomacia económica para além daquele que era definido na visão realista.

As finanças internacionais tornaram-se também num tema central na economia global, pelo que a diplomacia financeira⁷⁰ focou a sua preocupação na procura pelos governos de estabilidade num sistema financeiro que carece das regras e leis existentes no comércio internacional (*ibid.*, p. 18). E nesta atividade é ainda mais evidente o papel dos atores não tradicionais da diplomacia, como os ministros das finanças, os responsáveis pelos bancos centrais, os grupos de trabalho constituídos em torno do G8 ou do G20, ou ainda do Fundo Monetário Internacional ou Banco Mundial.

⁷⁰ Cooper e Jackson (2017) apontam episódios como as reuniões de Ministros das Finanças do G20 para evidenciar como redes de Estados, organizações não-governamentais e empresas se expandiram para incluir redes de atores estatais e não-estatais, bem como novos regimes. Patrick (2015) fala de “*Multilateralism à la carte*” para caracterizar a nova ordem de governação global. Payne (2008, p.533) enuncia o papel do G8 numa ordem económica global em mudança e de como um grupo de países independentes (os “ganhadores do final do século XX”) consegue perceber o que pode beneficiar pela prática da cooperação. Antes, Boddewyn *et al* (1994) havia discutido as “direções teóricas” do comportamento dos negócios internacionais.

Capítulo II. ESTAGNAÇÃO SECULAR – CONCEPTUALIZAÇÃO E CARACTERIZAÇÃO

Da descrição efetuada no capítulo anterior quanto ao “estado da arte”, nomeadamente no que à estagnação secular diz respeito, parece-nos que podem ser retiradas algumas conclusões sobre o debate científico a este propósito.

Parece existir uma significativa cautela em afirmar que determinado país ou grupo de países se encontra em estagnação secular. Sendo relativamente consensual que existe o perigo de assistirmos a um muito longo período de crescimento reduzido, ou mesmo inexistente, de algumas economias, já o corolário natural dessa observação empírica para a tese da estagnação secular, presente em alguns autores, surge tímido e incerto em muitos outros, quando não existente para outros ainda.

Interrogámo-nos sobre as razões para esta cautela tipicamente científica mas que aqui parece ter uma dinâmica muito própria.

Em primeiro lugar, esta relutância em afirmar a materialização da estagnação secular deriva da inexistência de informação histórica suficientemente abrangente que nos forneça a segurança necessária quando se pretende caracterizar um fenómeno como “secular”. Na verdade, tanto depois da Grande Depressão, como após a Segunda Guerra Mundial, pelo menos até à crise petrolífera dos anos setenta do século vinte, assistimos a um ritmo de crescimento das principais economias mundiais que poderá ser considerado como dos mais significativos na história da humanidade. Como Alvin Hansen, que viu o conceito da estagnação secular ser empiricamente afastado justamente pelo receituário que ele próprio indicou como remédio, também economistas como Summers, Krugman, Gordon, e muitos outros, poderão recluir que estejamos novamente apenas num período ímpar, pela negativa, do crescimento económico mundial.

Em segundo lugar pela própria natureza humana. Ano após ano, as previsões para os principais indicadores suscetíveis de aferir a estagnação demonstram ter sido demasiado otimistas face à realidade. Tem sido assim em relação ao produto interno bruto mas, mais significativamente ainda para o nosso tema central, para as taxas de juro, que entraram em território negativo há mais de uma década e de lá não saíram, nem na nossa opinião sairão a médio prazo.

E por último, pela natureza dos estudos que vêm sendo elaborados sobre o tema. Como tentámos mostrar no capítulo referente ao estado da arte, existe uma clara linha de fronteira na abordagem da estagnação secular entre aqueles que a tentam explicar por fatores do lado da

procura e os que apontam antes para fatores do lado da oferta. Criou-se assim um palco para o debate que, sendo indiscutivelmente fundamental, corre o risco de ofuscar aquela que nos parece uma questão central, ou pelo menos aquele que desejamos ser um contributo deste trabalho: estão determinados países ou zonas do globo em estagnação secular?

É também interessante observar que mesmo os autores que não consideram significativa a possibilidade de este fenómeno estar presente ou vir a ocorrer a curto e médio prazo nas principais economias mundiais identificam alguns indicadores de natureza económica e financeira que aconselham ponderação e análise, porque suscetíveis de fornecerem indicações preciosas quanto a essa possibilidade.

Faremos essa apreciação, naturalmente de natureza principalmente empírica, no primeiro dos subcapítulos.

A informação analisada nesse primeiro subcapítulo incide principalmente sobre os EUA, a China e a Área do euro. Esta escolha permite analisar dois terços da riqueza mundial, sendo estas, eventualmente ainda pela ordem apresentada, as três principais economias/zonas económicas mundiais.

No entanto, iremos centrar o nosso objetivo nos EUA e na China e tentar mostrar que o primeiro se encontra em estagnação secular mas que a China está muito longe desse fenómeno.

Ponderámos avaliar igualmente a Área do euro que apresenta alguns sinais ainda mais claros quanto à prevalência da estagnação secular, nomeadamente crescimentos médios de longo prazo do produto interno bruto inferiores aos dos EUA e taxas de juro médias igualmente mais negativas.

Optámos, todavia, por não o fazer, ainda que tenhamos decidido, para uma maior riqueza da informação apresentada, manter a informação de algumas das séries identificadas também para a Área do euro. Esta escolha justifica-se, primeiro, porque os indicadores da Área do euro “escondem” realidades muito diferentes: o comportamento das economias dos países do Sul em nada espelha o que tem sido o desempenho dos chamados “Estados frugais” e, mesmo entre estes, são mais as diferenças do que as semelhanças entre a Finlândia e Alemanha, ou entre a Áustria e a Holanda.

Mas a razão principal está relacionada com aquela que é a ideia-chave deste trabalho: a estagnação secular, manifestando-se nalgumas economias e não noutras, irá ser determinante para a alteração dos equilíbrios do poder mundial.

Acreditando nós na descrição que Nye elaborou sobre o tabuleiro de xadrez tridimensional que passou a caracterizar o poder, e portanto não nos deixando tentar pela análise simplista da potência unipolar, ainda assim parece-nos clara essa unipolaridade, no que diz respeito às questões militares clássicas, em que os EUA são a potência hegemónica. E, mesmo que essa hegemonia dos EUA não seja evidente em matérias como o comércio, o investimento internacional e a regulação financeira, entre outras, naquilo a que Nye apelidou de *middle board* dos assuntos económicos entre Estados, e muito menos o sendo nos assuntos como o terrorismo, o crime internacional, as alterações climáticas e a propagação das doenças infecciosas, ainda assim parece-nos claro que a liderança global dos EUA aparece agora fortemente ameaçada, pela primeira vez desde a Guerra Fria⁷¹, por um país, a China, que se está a preparar há décadas para disputar o protagonismo principal nos palcos de poder com os EUA.

Neste contexto, de que serviria, atendendo ao objetivo central desta tese, e mesmo afastando as singularidades dos seus Estados-membros, provar que a Área do euro está em estagnação secular?

Ainda que acreditássemos, e não é claramente o nosso caso, numa eventual dissensão no eixo Atlântico, muito mediática nos tempos do Presidente Trump mas pouco alicerçada em dados científicos, é difícil imaginar uma Europa do euro, ainda em construção e com tantas dificuldades internas, a disputar a hegemonia do poder mundial, para mais num contexto em que a economia permanece anémica⁷².

O cenário muda quando falamos da China. Primeiro, como tentaremos demonstrar nas próximas páginas, porque a economia chinesa, malgrado algum abrandamento natural quando se passam três décadas a crescer próximo ou acima de 10% ao ano, continua a evidenciar um ritmo de crescimento ímpar a nível mundial e que a torna já na economia com maior produto interno produto, quando medido em paridade de poder de compra.

Depois, porque no jogo dos equilíbrios de poder, a China parece ser quem melhor posicionada está para discutir a hegemonia norte-americana: tem a dimensão, a economia, os recursos e, principalmente, a paciência em saber aguardar pelo momento apropriado.

⁷¹ O Pós-Guerra Fria tem, por exemplo, em Gaspar (2016) uma abordagem bastante interessante.

⁷² Kundnani (2011) mostra como a maior potência económica europeia, a Alemanha, pretende muito claramente aumentar a sua hegemonia económica e tornar-se numa potência geoeconómica mas continua relutante em fortalecer o seu poder geopolítico e a sua influência no mundo, sobretudo quando está em causa o poderio militar.

Em resumo, temos dois atores, os EUA e a China, que claramente são os melhores posicionados na disputa pelos complexos mecanismos do poder global mas em que o primeiro mantém alguma vantagem, num mundo em que esse poder está mais do que nunca alavancado pela dimensão económica, sendo que os EUA está em estagnação económica e a China continua a apresentar ritmos de crescimento notáveis.

Existe, no entanto, um outro fenómeno que parece relativamente unânime na literatura e que tem uma importância assinalável para a demonstração que pretendemos efetuar ao longo das próximas páginas. Trata-se da transição demográfica que está a afetar o mundo de forma assimétrica porque se evidencia nas chamadas economias avançadas mas não ocorre, ao menos de uma forma tão clara, na grande maioria das economias emergentes.

A transição demográfica, ou dito de outra forma, a diminuição do ritmo de crescimento e o envelhecimento populacional nas economias avançadas, é talvez a raiz mais profunda da estagnação secular e provavelmente também a causa do fenómeno que mais dificilmente, ou mais demoradamente, se poderá ultrapassar.

Num determinado momento, estagnação secular e transição demográfica parecem ser causa e efeito uma da outra, como se cada uma fosse imprescindível para a outra, quais cabeças de um Janus do século XXI.

Por isso nos pareceu que, para além dos indicadores económicos e sociais que apresentaremos na primeira parte do presente capítulo, é também importante esclarecer e detalhar aquela que é uma das principais causas da estagnação secular, o que iremos fazer no subcapítulo respetivo.

II. 1. O conceito e as suas múltiplas valências

A evidência empírica que suporta a avaliação da existência da estagnação secular tende a ser equacionada, conforme demonstrado no primeiro capítulo deste trabalho, em quatro dimensões principais, que iremos detalhar ao longo deste subcapítulo e do próximo.

A primeira dessas dimensões é a que está associada ao comportamento da riqueza criada por um país ou zona económica, claramente o caso da Área do euro / União Europeia.

Embora desde há algum tempo esteja aberta uma linha de discussão científica em torno da forma de medir a riqueza de um país⁷³, defendendo muitos que os indicadores tradicionais

⁷³ Destaque, entre muitas outras, para a iniciativa levada a cabo pelo Presidente francês Sarkozy, que em 2008 criou a “*Commission on the measurement of Economic Performance and Social Progress*”, presidida por Joseph

devem ser complementados (os menos ortodoxos falam mesmo em substituídos) por outra informação que meça o bem-estar, a felicidade e a defesa do ambiente e da ecologia, a verdade é que ainda não existe consenso científico em relação ao tipo de indicadores que se devem utilizar, nem sequer de que forma e com que peso podem ser avaliados, porque muitos deles têm um evidente grau de subjetividade e de dificuldade em matéria de quantificação. Por outro lado, mesmo que assim não fosse, não existem certamente bases de dados com suficiente abrangência histórica para o propósito que aqui manifestamos em relação à estagnação secular.

Por tudo isto, parece-nos incontornável que a análise central desta primeira dimensão seja o produto interno bruto e a sua evolução comparada, nomeadamente entre os EUA e outras economias avançadas e a China. Mais do que apenas demonstrar que aquelas economias se distinguem por uma trajetória totalmente diferente, com as economias avançadas a revelarem uma longa tendência para o abrandamento do crescimento económico e a sua aproximação à taxa de crescimento anual nula, enquanto a China revela a manutenção nas últimas quatro décadas de um crescimento económico muito forte, queremos também demonstrar que as economias avançadas estão há mais de década e meia a revelar *output gaps* negativos, isto é, crescem abaixo do respetivo potencial, um sinal claro dessa estagnação.

Olharemos ainda para a taxa de utilização da capacidade produtiva, enquanto indicador avançado daquilo que poderá vir a ocorrer futuramente. Na medida em que a taxa de utilização da capacidade produtiva está a níveis historicamente muito baixos em economias como a norte-americana (e mesmo na Área do euro), denunciando a existência de um subaproveitamento da capacidade existente e, portanto, pouca margem para a aceleração do crescimento por via do investimento, é muito provável que a supramencionada tendência para o enfraquecimento do crescimento económico se mantenha por longos anos.

A segunda dimensão muito detalhada nos autores que discutem a estagnação secular é a da necessidade de taxas de juro reais negativas por forma a igualar a poupança e o investimento com pleno emprego. Nas próximas páginas vamos poder concluir que não só a inflação se situa há pelo menos duas décadas abaixo dos níveis de equilíbrio (ou de objetivo) definidos pelos

Stiglitz - Stiglitz *et al.* (2009), e que viria a produzir um interessante documento sobre os “limites” do produto interno bruto enquanto instrumento para medir o desempenho económico e o progresso social (disponível em <https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-01069384/document>). Todavia, ainda antes desta iniciativa, em 2006, a OCDE publicou um estudo de Roamina Boarini *et al.* (2006), intitulado: “*Alternative Measures of Well-Being*” (disponível em <https://www.oecd.org/sdd/na/36967254.pdf>) que questionava a utilização exclusiva de instrumentos e indicadores monetários como forma de medir a riqueza de um país e sugeria medidas subjetivas de felicidade e satisfação, e a respetiva comparação entre países e ao longo do tempo.

respetivos bancos centrais, numa tendência que não é exclusiva das economias avançadas e que alguns economistas defendem ser “importada” precisamente de algumas economias emergentes, como ainda é indiscutível estarem as taxas de juro reais, e para grande parte dos prazos também as taxas de juro nominais, em território negativo.⁷⁴

Associada a esta questão das taxas de juro reais negativas aparece a terceira dimensão, ou seja, a relação entre a poupança e o investimento. Um dos alicerces da Macroeconomia é a ideia de que o rendimento deduzido da despesa, portanto, a poupança, deve igualar o investimento físico (excluindo, então, o financeiro).

Pelas razões que veremos, parece que esta igualdade fundamental da Economia estará a ser posta em causa, com elevadíssimos níveis de poupança associados à já assinalada contribuição da China, mas também dos países dos petrodólares, e ainda a outros fenómenos, como o envelhecimento da população nas economias avançadas, a colocarem essa poupança acima do investimento, também ele condicionado à baixa pelo contexto de descida das taxas de juro reais e das taxas de rendibilidade.

Para um próximo subcapítulo deixaremos o tema da demografia, fator absolutamente decisivo para a justificação e demonstração da estagnação secular que estará a assolar as, ou algumas das, economias avançadas.

II.1.1. Produto Interno Bruto (e suas projeções), *output gap* e taxa de utilização da capacidade produtiva

A análise empírica da estagnação secular, na sua forma mais elementar, é indissociável do comportamento do Produto Interno Bruto (PIB), nas suas várias valências. Não se pretende afirmar que deste comportamento se possa inferir, qual linha correlativa direta, qualquer afirmação (ou negação) do fenómeno da estagnação, mas antes que um primeiro indício passa naturalmente pela observação num período algo prolongado de uma evolução (des)favorável do PIB.

⁷⁴ Recordar a análise efetuada no capítulo I a propósito dos trabalhos do ex-Presidente do *Federal Reserve Board*, Ben Bernanke, que atribui aos excedentes comerciais da China, e ao facto desses excedentes estarem a ser direcionados (sob a forma de investimento no setor privado e na dívida pública) para as economias avançadas, a responsabilidade principal pelos baixíssimos níveis das taxas de juro destas economias e pela própria estagnação secular que estão a atravessar.

O quadro seguinte apresenta a evolução da taxa de crescimento média anual, nos períodos considerados, do Produto Interno Bruto nas quatro principais economias/zonas económicas mundiais.

Quadro 1. Produto Interno Bruto (preços constantes) – taxa de crescimento anual, em percentagem

	Década 80	Década 90	2000-2009	2010-2019	2020-2025
EUA	3,1	3,2	1,9	2,3	1,3
União Europeia	2,2	2,0	1,7	1,7	1,4
Área do euro	-	2,0	1,4	1,4	0,9
Japão	4,4	1,5	0,5	1,3	0,2
China	9,8	10,0	10,4	7,7	5,5

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook*, October 2020, dados trabalhados pelo autor. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

Nas economias avançadas apresentadas, isto é, os EUA, a União Europeia (ou o subgrupo da Área do euro) e o Japão verifica-se um claro abrandamento do crescimento dos respetivos PIB entre as duas últimas décadas do século XX e os vinte anos já passados do século XXI, onde o crescimento médio não terá ultrapassado em nenhuma destas economias os 2% ao ano.

Ao invés, a China, que claramente já disputa a liderança da economia mundial com os EUA⁷⁵ e é uma *proxy* muito relevante das chamadas “economias emergentes”, tem um comportamento muito diferente, não só porque, em termos relativos, o abrandamento do crescimento é bastante menos significativo, e apenas observável nos últimos dez anos, como sobretudo porque apresenta níveis absolutos de crescimento ímpares para qualquer das restantes economias – com exceção do Japão nos anos 50/60 do século XX.

Ainda mais expressiva é a diminuição do peso global das principais economias avançadas no contexto mundial, numa tendência que se tem observado com particular incidência nos últimos vinte anos e que tem consequências importantes do ponto de vista não apenas económico mais

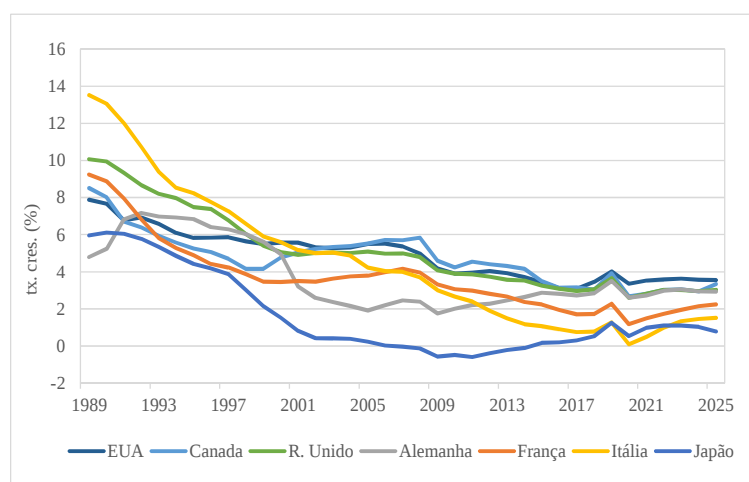
⁷⁵ De acordo com os dados do FMI (*World Economic Outlook* de outubro de 2020), o produto interno bruto (PIB) nominal na China atingia, em 2019, cerca de 14,73 biliões de dólares dos EUA, o que compara com 21,43 biliões para a economia norte-americana. Todavia, em paridade de poder de compra, o PIB da China era, em 2019, de 23,39 biliões de dólares, enquanto nos EUA não ultrapassava os 21,43 biliões de dólares. Refira-se que 2017 foi o primeiro ano em que o produto interno bruto em paridade de poder de compra chinês ultrapassou o norte-americano, suplantando-o desde então todos os anos.

também geopolítico, como iremos detalhar no capítulo III deste trabalho. Assim, o grupo constituído pelos EUA, União Europeia e Japão, isto é, as maiores economias avançadas e os motores tradicionais do crescimento económico mundial, em conjunto representavam no início do século vinte cerca de 66,1% do PIB mundial para, dezanove anos mais tarde, em 2019, esse peso se reduzir para apenas 48,1%, prevendo o FMI que em 2025 atinja cerca de 45,9% do PIB mundial⁷⁶. Tudo isto em contraponto com a China, cujo PIB passou no mesmo período de 3,6% para 16,8% do total mundial.

Pretendemos detalhar um pouco mais a nossa análise, e por isso observámos os crescimentos do PIB nominal e do PIB real no chamado G7, definindo um indicador de médias móveis de dez anos, cuja principal vantagem é o “alisamento” da série com a consequente melhor expressão da sua tendência.

Parece indiscutível a tendência de longo prazo para um progressivo abrandamento do crescimento do produto nominal em todos os países do G7, sendo todavia curiosa a recuperação recente, desde o final da crise financeira, das economias alemã e japonesa, a contrastar com a menor facilidade de recuperação evidenciada pelas restantes economias apresentadas.

Figura 1. Produto Interno Bruto nominal (preços constantes) – médias móveis a 10 anos da taxa de crescimento anual, em percentagem

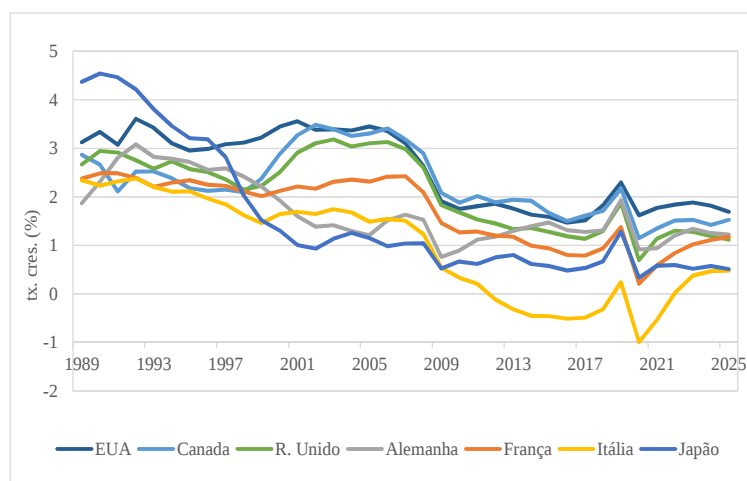


Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook*, October 2020, dados trabalhados pelo autor. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

⁷⁶ Segundo o FMI (*World Economic Outlook* de outubro de 2020), o PIB mundial rondaria, em 2019, os 87,55 biliões de dólares dos EUA, sendo nos EUA de 21,43 biliões, na União Europeia de 15,62 biliões, na Área do euro de 13,36 biliões e no Japão de 5,08 biliões de dólares.

Conclusões muito idênticas se retiram da análise do PIB em termos reais, isto é, do crescimento da riqueza do país desinflationada, com duas curiosidades: a Alemanha passa a ser o único país que apresenta uma ligeira recuperação do crescimento pós-crise financeira e a média móvel em Itália apresentou valores negativos na maioria dos anos desde 2012.

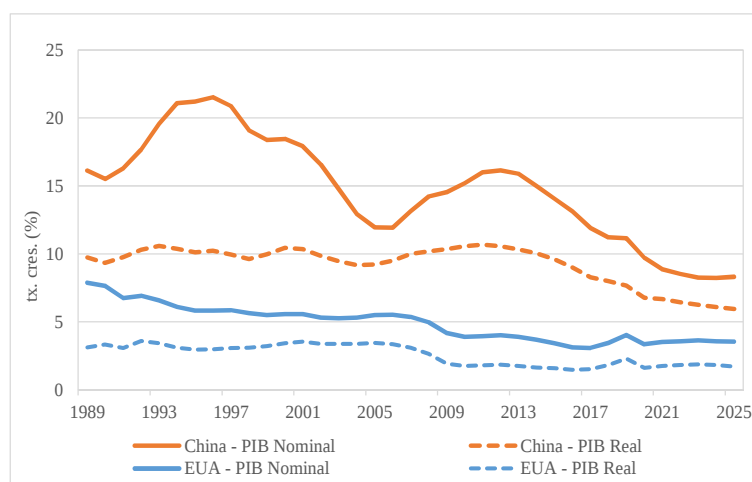
Figura 2. Produto Interno Bruto real (preços constantes) – médias móveis a 10 anos da taxa de crescimento anual, em percentagem



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*, dados trabalhados pelo autor. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

Ora, o que se passa na China e como se compara com a maior economia mundial, os EUA?

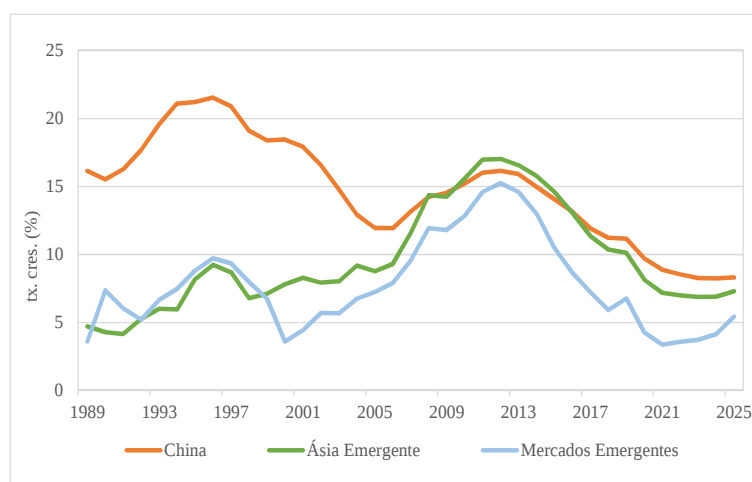
Figura 3. Produto Interno Bruto nominal e real (preços constantes) - China e EUA, médias móveis a 10 anos da taxa de crescimento anual, em percentagem



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*, dados trabalhados pelo autor. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

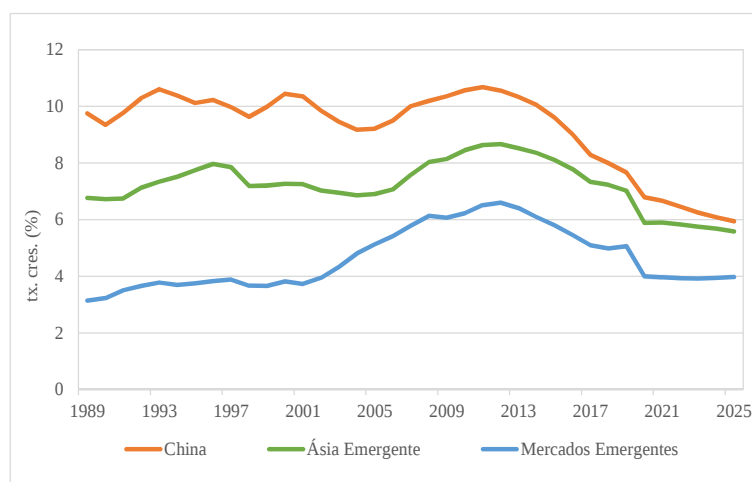
Conforme se observa no gráfico anterior, embora exista uma tendência de diminuição do PIB nominal da China idêntica à verificada nos EUA e também nos restantes países do G7, a verdade é que, apesar de ser claro um movimento de redução do produto interno bruto, nominal e real, na China desde 1989, estamos todavia longe de verificar uma tendência para a estabilização do respetivo crescimento a níveis muito baixos ou sequer inferiores a 5% ao ano. Aliás, os gráficos seguintes mostram que o mesmo se passa nas economias emergentes que evidenciam uma trajetória de consolidação do crescimento económico em ritmos bastante elevados, cujo motor parece estar efetivamente centrado nas economias emergentes da Ásia e, sobretudo, na China.

Figura 4. Produto Interno Bruto nominal (preços constantes) nos mercados emergentes, Ásia emergente e China – médias móveis a 10 anos da taxa de crescimento anual, em percentagem



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*, dados trabalhados pelo autor. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

Figura 5. Produto Interno Bruto real (preços constantes) nos mercados emergentes, Ásia emergente e China – médias móveis a 10 anos da taxa de crescimento anual, em percentagem



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*, dados trabalhados pelo autor. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

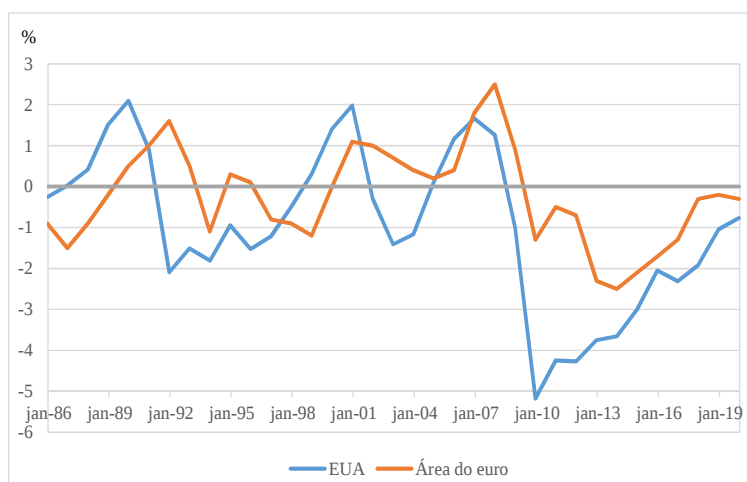
Em conclusão, o primeiro, e quiçá mais importante indicador para a avaliação da situação de eventual estagnação das economias é claro: não existem sinais de que a ela estejamos a assistir nas economias emergentes analisadas, apenas se podendo observar algum abrandamento do crescimento económico, mas parece muito evidente, nomeadamente a partir das séries alisadas, que o crescimento do produto nas economias avançadas está perigosamente próximo de zero por cento, revelando uma muito longa tendência para a aproximação a este nível.

Centremo-nos então nas economias avançadas, mais especificamente na Área do euro e nos EUA, e tentemos confirmar até que ponto os níveis de crescimento do produto interno bruto atuais estão aquém do crescimento potencial e, mais importante ainda para o que estamos a investigar, desde quando e com que consistência esse fenómeno estará a ocorrer.

Trata-se, pois, de observar o comportamento do chamado *output gap* e a existência de *output gap* negativo, ou seja, uma diferença desfavorável entre aquilo que é o crescimento real da economia e o crescimento potencial, definido como a riqueza que a economia poderia gerar com uma utilização plena de todos os recursos disponíveis. O próximo gráfico comprova a existência de amplos períodos de *output gap* negativo nos EUA e na Área do euro, que se intensificou desde 2008, isto é, as respetivas economias estão a gerar riqueza abaixo do que poderiam.

Entre 1985 e 1999, o *output gap* nos EUA foi, em média, de -0,2%, isto é, o crescimento situou-se 0,2% abaixo do potencial. Ora, entre 2000 e 2019, o *output gap* passou para -1,5%. Curiosamente, ou talvez não porque o crescimento potencial do produto interno bruto na Área do euro é inferior ao dos EUA, na Área do euro, nos mesmos intervalos de tempo, este indicador permaneceu praticamente estabilizado, situando-se em -0,2%.

Figura 6. Evolução do *Output Gap* – EUA e Área do euro, em percentagem



Fonte: Bloomberg

A questão que surge naturalmente de seguida é esta: está o grau de utilização da capacidade produtiva a níveis baixos, suscetíveis, pois, de gerar, ou pelo menos contribuir fortemente, para este *output gap* negativo? Os gráficos seguintes mostram que a resposta é afirmativa.

Figura 7. Taxa de utilização da capacidade produtiva – EUA, em percentagem



Fonte: FED St. Louis

É muito evidente a tendência de décadas para a diminuição da utilização da capacidade produtiva nos EUA, que atingiu um primeiro mínimo na sequência da crise financeira (66.7% em junho de 2009), bem como a dificuldade de recuperação pós-crise, uma vez que, desde aquela data, não mais foi capaz de ultrapassar os 80%. Em abril de 2020, já na sequência dos efeitos da crise pandémica, a taxa de utilização chegou aos 64,2 (mínimo de pelo menos cinquenta e três anos) mas como pode ser facilmente constatado pelo gráfico em questão, a recuperação encetada após esse mínimo tem sido algo frágil⁷⁷.

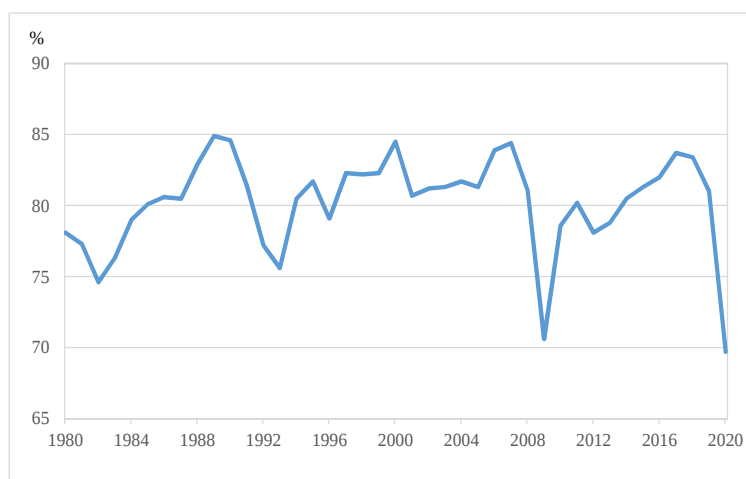
Na Área do euro o cenário é um pouco diferente, parecendo-nos que será menos por uma eventual melhor capacidade de recuperação pós-crise financeira e mais por alguma menor flexibilidade, ou rapidez, dos ajustamentos na Europa, o que parece condicente com a tendência histórica de uma maior estabilidade da taxa de utilização da capacidade utilizada, exceto naturalmente nos momentos de crise profunda. Deste modo, a taxa de utilização da capacidade produtiva na Área do euro era de 69,7 no final do segundo trimestre de 2020, valor ainda mais baixo do que o observado no final de 2009, em plena recessão pós crise financeira de 2007/2008.⁷⁸

Em conclusão, em ambas as economias são visíveis os baixos níveis de utilização dos recursos que têm caracterizado as últimas décadas, sinal evidente de um excesso de capacidade instalada que deixa pouca margem para um crescimento mais acentuado do produto interno bruto, ao menos no que diz respeito aos impulsos do lado da oferta.

⁷⁷ Os últimos dados disponíveis são de setembro de 2020, e nessa data a taxa de utilização da capacidade produtiva era de 71,5%.

⁷⁸ Em termos trimestrais o mínimo histórico ocorreu no 3º trimestre de 2009, quando este indicador atingiu 69,4. Face à evolução da pandemia do *COVID-19* é bem provável que esse mínimo seja ultrapassado, algures em 2020, uma vez que até ao momento só temos disponível a informação do 2º trimestre de 2020.

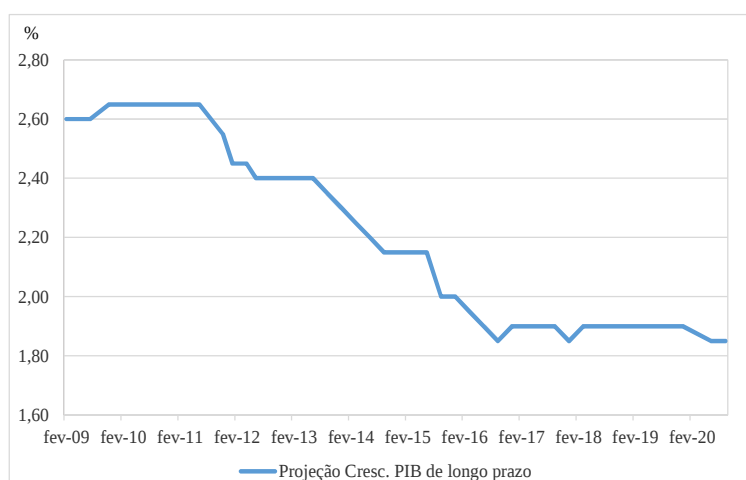
Figura 8. Taxa de utilização da capacidade produtiva – Área do euro, em percentagem



Fonte: BCE

É também interessante a evolução das previsões das autoridades oficiais sobre o crescimento de longo prazo do produto interno bruto e do PIB potencial. Nos EUA, as projeções de longo prazo do *Federal Open Market Committee (FOMC)* para a taxa de crescimento do PIB foram sucessivamente alteradas para baixo desde 2009, traduzindo um *downgrade* progressivo das condições económicas. Neste momento, admitindo uma política monetária apropriada e a inexistência de choques adicionais, como pandemias ou alterações estruturais a nível geoeconómico ou geopolítico, o crescimento de longo prazo do PIB é estimado em 1,85%, longe dos valores superiores a 2,5% que se estimavam durante a Grande Recessão de 2009.

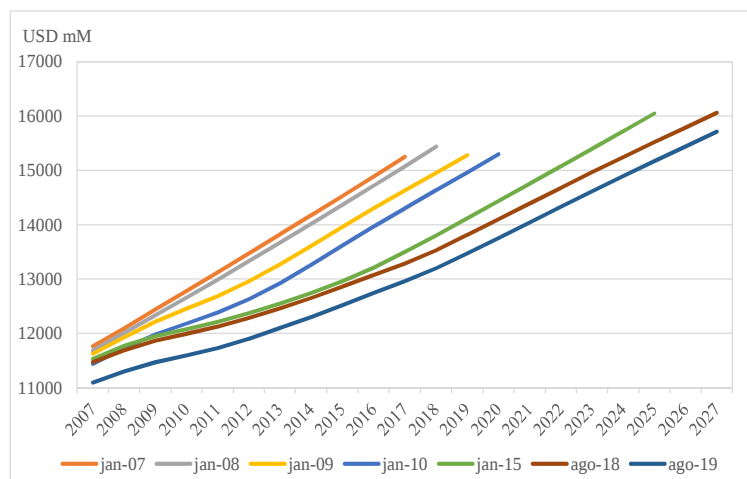
Figura 9. Projeção de crescimento do PIB longo prazo pelo FOMC para os EUA, em percentagem



Fonte: FED St. Louis

E movimento semelhante ocorre nas projeções do Congresso norte-americano (*CBO*) para o PIB potencial, sucessivamente revisto em baixa desde, pelo menos, 2007. Ou seja, os decisores vão progressivamente incorporando nas suas previsões comportamentos menos favoráveis da riqueza criada pela respetiva economia, num sinal muito consistente de que reconhecem ser o caminho do crescimento económico incerto e pouco animador.

Figura 10. Projeção do PIB potencial pela *CBO* para os EUA, em percentagem



Fonte: Congressional Budget Office, dados trabalhados pelo autor

A comparação da primeira observação da série (janeiro de 2007) com os últimos dados disponíveis é assaz significativa: a previsão para o PIB potencial para 2017 efetuada pelo *CBO* em 2007 apontava para um nível de riqueza que, onze anos volvidos, ou seja em agosto de 2018, apenas se estima poder vir a ser atingida em 2026. É como se, num ápice, a economia interrompesse a sua marcha durante nove anos.

II.1.2. Taxas de juro e de inflação

Analisada que nos parece estar a primeira dimensão significativa do fenómeno da estagnação secular, a da capacidade de geração de riqueza pelas principais economias avançadas, vamos agora olhar para a questão das taxas de juro e da inflação. Uma das hipóteses subjacentes a boa parte das abordagens sobre a estagnação secular é a necessidade de taxas de juro reais negativas por forma a igualar a poupança e o investimento com pleno emprego. Começamos pelos preços no consumidor para mostrar a tendência de desaceleração do seu crescimento ao longo dos últimos quarenta anos, num movimento comum às economias avançadas e também a mercados emergentes, como a China. A China é talvez um dos maiores contribuidores para o fenómeno

da desinflação mundial, pela sua capacidade de inundar os mercados de bens a preços baixos, difíceis de competir pelo menos nas economias avançadas.

Quadro 2. Preços no consumidor – taxa média, em percentagem

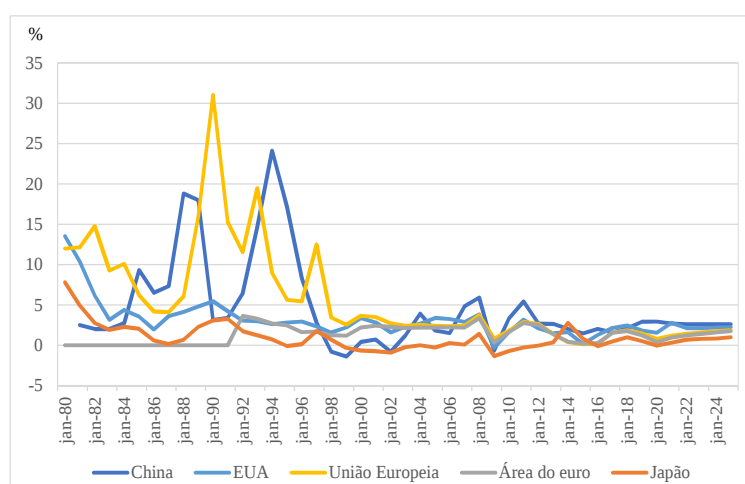
	Década 80	Década 90	2000-2009	2010-2017	2020-2025
EUA	5,6	3,0	2,6	1,8	2,1
União Europeia	9,5	11,6	2,6	1,4	1,4
Área do euro	-	2,2	2,1	1,4	1,2
Japão	2,5	1,2	-0,3	0,5	0,6
China	7,7	7,8	1,9	2,6	2,7

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*, dados trabalhados pelo autor.

Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

O gráfico seguinte mostra aquilo que já era perceptível pela evolução das médias da inflação nas quatro décadas, isto é, ocorreu desde o início do século XXI uma clara tendência para a diminuição do crescimento dos preços no consumidor em todas as principais zonas do globo e, para além disso, uma convergência da inflação para valores muito baixos em termos históricos, entre zero e dois e meio por cento.

Figura 11. Preços no consumidor – médias móveis a 10 anos, em percentagem



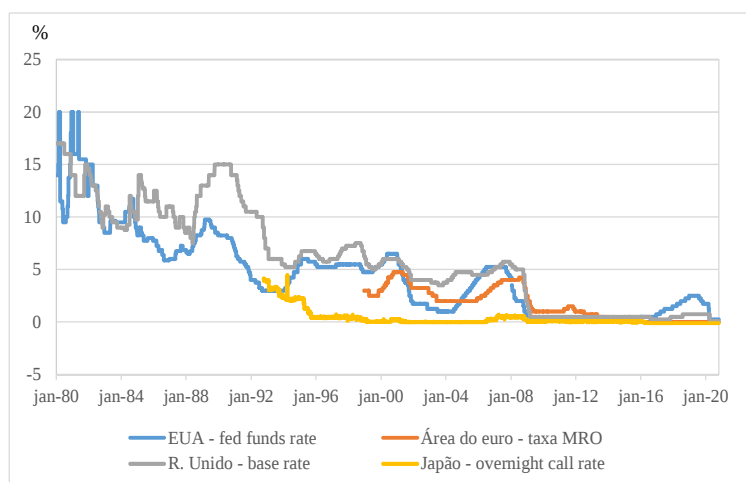
Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*, dados trabalhados pelo autor.

Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

E nas taxas de juro, como seria de esperar pela influência que as taxas de inflação têm no comportamento das taxas de juro, o cenário é muito semelhante.

Começemos pelas chamadas “taxas de juro diretoras”, ou seja, as taxas de referência dos bancos centrais e que servem de âncora para o custo do dinheiro que os bancos comerciais injetam na economia real. As taxas de juro diretoras estão consistentemente próximas de zero por cento em economias como os EUA, Área do euro, Reino Unido ou Japão, entre outras, como pode ser constatado no gráfico seguinte:

Figura 12. Taxas de juro de referência dos bancos centrais, em percentagem

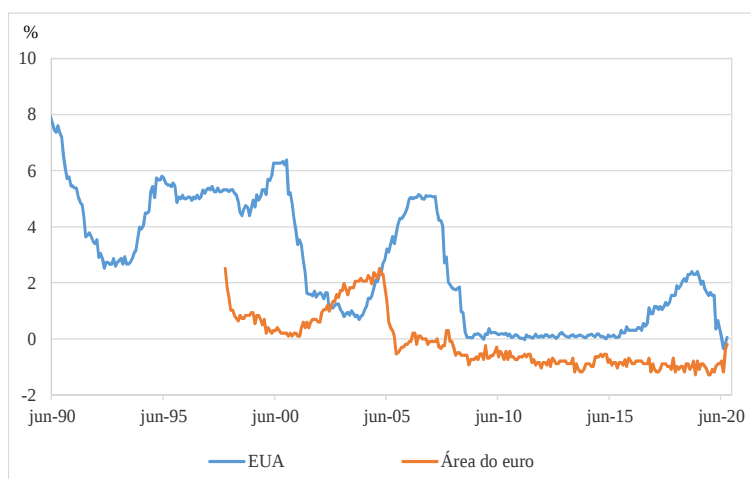


Fonte: Bloomberg

Nas taxas de juro reais de curto prazo o cenário é exatamente o mesmo, com uma tendência muito clara para a aproximação das taxas de juro a níveis próximos ou abaixo de zero por cento nos últimos trinta anos, ainda que pautada por movimentos pontuais de recuperação dessas taxas.

Na Área do euro, as taxas de juro reais são negativas desde 2005, com situações muito pontuais em 2007/2008 em que se tornaram nulas ou ligeiramente positivas. Nos EUA, embora a tendência desde 1990 seja descendente, no final de 2015 a Reserva Federal começou um ciclo de subida das taxas de juro (*FED funds*), que na altura estavam em 0,25% e em três anos (até dezembro de 2008) passaram para 2,5%. Como a inflação não reagiu, as taxas de juro reais acabaram por aumentar e chegar a valores acima de 2%, mas rapidamente se percebeu que o movimento de subida das taxas diretoras, perante a expectativa de que o crescimento económico estava no *pipeline* e era necessário controlar eventuais expectativas inflacionistas, era no mínimo prematuro: entre julho de 2019 e março de 2020, as taxas diretoras desceram de 2,25% para 0,25% e portanto, sem surpresa, a taxa de juro real voltou a níveis próximos de zero por cento.

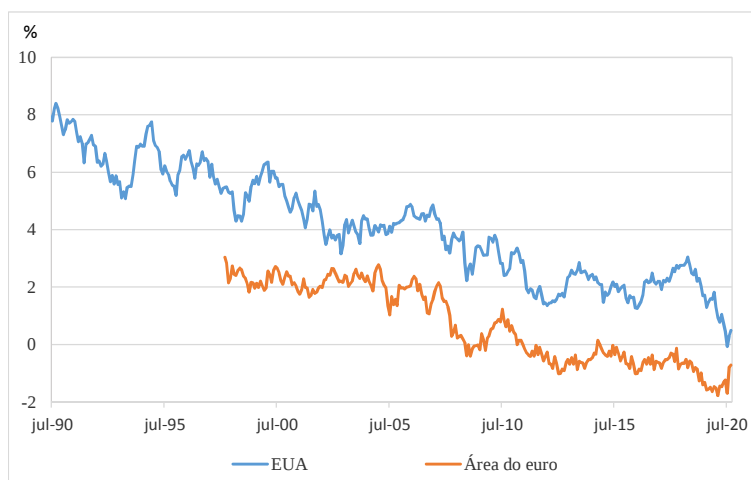
Figura 13. Taxas de juro reais de curto prazo - EUA e Área do euro, em percentagem



Fonte: Bloomberg e cálculos do autor. Nota: utilizou-se como *proxy* das taxas de juro de curto prazo a taxa de referência dos *FED Funds* para os EUA e a taxa de referência do BCE, i.e, a taxa *MRO*, para a Área do euro.

No caso das taxas de juro de longo prazo, cuja *proxy* são as taxas de rendibilidade da dívida pública norte-americana e alemã a 10 anos, a tendência decrescente das taxas de juro é ainda mais notória.

Figura 14. Taxas de juro reais de longo prazo – EUA e Área do euro, em percentagem



Fonte: Bloomberg e cálculos do autor. Nota: utilizou-se como *proxy* das taxas de juro de longo prazo o *yield* dos *US Treasuries* a 10 anos, tendo-se deflacionado essas taxas pelo Índice de Preços no Consumidor (média anual). Para a área do euro a referência foi o *yield* dos títulos alemães (*Bund*) a 10 anos, tendo-se deflacionado essas taxas pelo Índice de Preços no Consumidor (média anual).

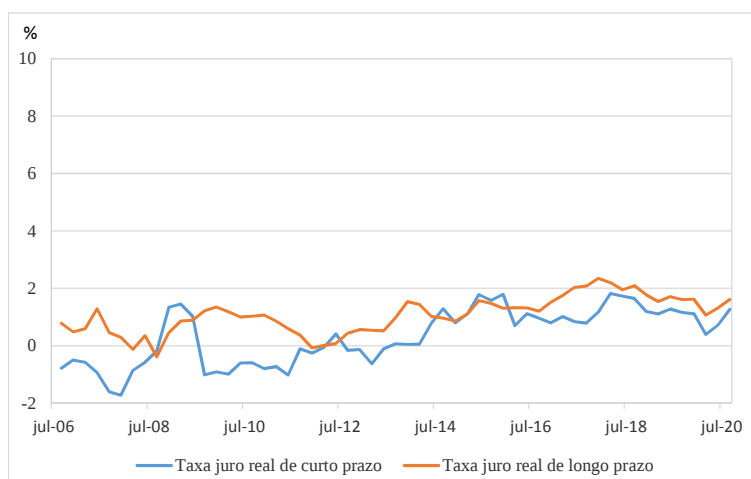
Em conclusão, com particular incidência na Área do euro, mas também nos EUA se excluirmos o curto período, em termos históricos, em que se registou uma subida das taxas de juro diretoras que se viria a revelar prematura, uma das hipóteses centrais da tese da estagnação secular parece

verificada, tanto a nível das taxas de juro de curto como de longo prazo, de forma consistente desde o segundo semestre de 2014.

E o que se passa em matéria de taxas de juro na China? O gráfico seguinte apresenta as taxas de juro reais de curto prazo, cuja referência é a taxa de depósitos do banco central da China, e de longo prazo, em que a *proxy* é a taxa de rendibilidade da dívida pública chinesa a 10 anos.

Embora, pelas dificuldades em obter dados estatísticos totalmente confiáveis a nível dos indicadores financeiros, a informação se reporte apenas aos últimos 14 anos, o que manifestamente limita a capacidade de avaliação de mais longo prazo que pretendíamos, nesse período é bastante diferente o comportamento das taxas de juro reais na China face ao observado nos EUA e na Área do euro.

Figura 15. Taxa de juro reais a 2 e a 10 anos – China, em percentagem



Fonte: Bloomberg e cálculos do autor. Nota: utilizou-se como *proxy* das taxas de juro de curto prazo a taxa de depósito do banco central da China e como referência para a taxa de juro de longo prazo o *yield* dos títulos do tesouro soberanos da China.

Em conclusão, enquanto nos EUA e na Área do euro a evidência empírica aponta com muita nitidez para a descida das taxas de juro reais, tanto a curto como a longo prazo, e a respetiva aproximação a níveis próximos ou abaixo de zero por cento, materializando-se assim a *zero lower bound* característica da tese da estagnação secular, na China esse movimento não é nada claro e, pelo contrário, em 2020, até se observa algum aumento das taxas de juro reais.

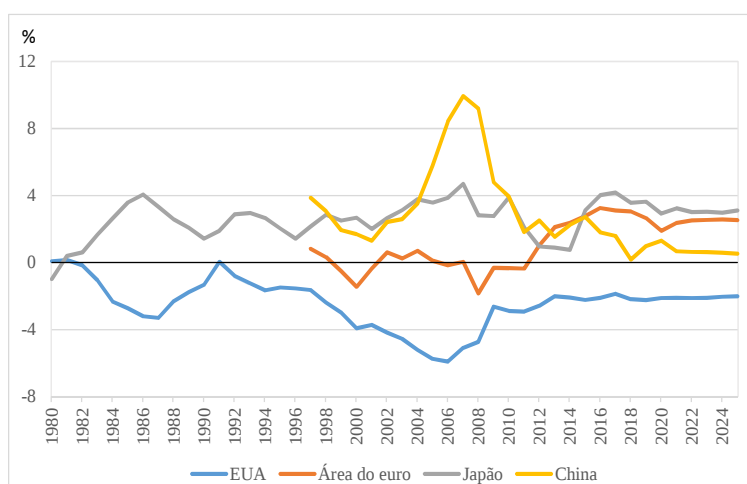
Nesta segunda dimensão da estagnação secular os resultados são novamente diferenciados entre as economias avançadas e o mercado emergente que identificámos como central para a nossa análise, a China: enquanto nas primeiras a tese do *zero lower bound* parece confirmada, na China não parece empiricamente validade esta segunda dimensão da estagnação secular.

II.1.3. Poupança e investimento

A terceira dimensão da estagnação que nos propomos avaliar diz respeito à tão propagada divergência entre a poupança e o investimento, razão de fundo apontada por Summers, Krugman e outros para a estagnação secular. A ideia central é que um conjunto alargado de fatores, com destaque para o envelhecimento da população e o aumento dos rácios de dependência dos idosos e jovens face à população ativa, estariam a provocar o aumento da propensão a poupar, em especial nas economias avançadas, e que a inexistência de oportunidades de investimento com retorno atrativo, agravada por um movimento global de procura de rendimento direcionado a essas economias face aos excedentes da balança corrente das economias emergentes, pelo contrário, estaria a induzir um decréscimo do investimento, criando um insustentável desequilíbrio entre a poupança e o investimento que, em última análise, seria gerador da estagnação do crescimento.

O gráfico seguinte pretende evidenciar a evolução da poupança, para o que utilizamos como *proxy* o saldo da balança corrente face ao PIB. Com exceção dos EUA, em que a balança corrente apresenta saldos sistematicamente negativos, todos os outros países evidenciam saldos maioritariamente positivos. E, à exceção da China que todavia mantém um significativo excedente da balança corrente, mostram uma melhoria do saldo da balança corrente desde a crise financeira de 2007/2008.

Figura 16. Saldo da balança corrente face ao PIB, em percentagem



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook*, October 2020.
Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

Ora, reportando-nos aos primeiros vinte anos do século XXI, a China e o Japão registaram em média um excedente da balança corrente anual de 3,3% e 2,9%, respetivamente, enquanto na

Área do euro se atingiu no mesmo período um excedente médio de 1%. Considerando que o défice médio nos EUA rondou os 3,7% do respetivo produto interno bruto é muito claro que as poupanças mundiais estão a ser canalizadas para a maior economia do mundo. Todavia, até pela dimensão relativa das economias em causa, e porque apenas parte dos excedentes da balança corrente dos mercados emergentes são direcionados para os EUA, esta informação não nos permite validar o argumento, nomeadamente de Bernanke, quanto aos efeitos negativos para a economia norte-americana do contínuo afluxo de capitais, designadamente oriundo das economias emergentes⁷⁹.

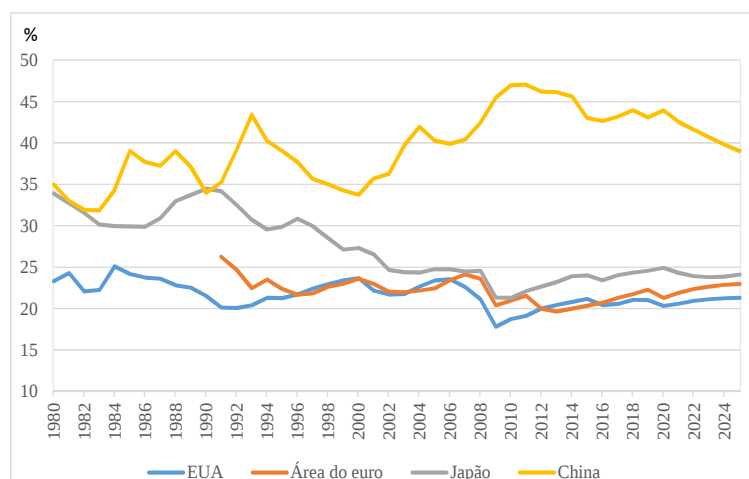
Mas convirá reforçar que não é, de todo, nossa intenção refutar o argumento dos efeitos nefastos associados aos fluxos de capitais dos mercados emergentes para os EUA, antes seria necessária uma análise mais detalhada, quase microeconómica, que permitisse validar a verdadeira dimensão desses fluxos e, posteriormente, os seus impactos nos desequilíbrios eventuais entre a poupança e o investimento nos EUA, o que nos parece sair dos objetivos e alcance prioritários do nosso trabalho.

Finalmente, uma breve análise ao investimento. Contrariamente ao que se poderia pensar, o investimento na Área do euro, EUA e Japão evidenciou alguma recuperação após a queda registada aquando da crise financeira, estabilizando em valores entre 20 e 25% do PIB. No entanto, quando olhamos para o período de 2000 a 2020 verifica-se que o investimento representou em média cerca de 21% do produto interno bruto nos EUA, o que compara com uma média próxima de 23% nas décadas de oitenta e de noventa do século XX. Estes dados indiciam um, ainda que ligeiro, movimento de desaceleração do investimento nos EUA, o que ocorreu também mas de forma mais acentuada no Japão (24% e 32%, respetivamente).

Na China o peso do investimento foi aumentando significativamente entre 1980 e 2010 mas desde então regista uma redução bastante acentuada. Todavia, a média do investimento face ao PIB nos anos já decorridos do século XX é de 42%, que compara com cerca de 37% de média nos anos oitenta e noventa do século XX, pelo que será bastante interessante avaliar até que ponto o comportamento do investimento na China nos últimos dez anos reflete apenas um abrandamento e correção face ao seu intenso vigor até então ou, pelo contrário, materializa uma mudança efetiva de tendência a curto e médio prazo.

⁷⁹ Ben Bernanke, entre outros, “exponencia” os efeitos nefastos dos fluxos de capitais oriundos dos principais “acumuladores” (China e países exportadores de petróleo) rumo aos EUA, nomeadamente porque estariam a inviabilizar o retorno à normalidade em matéria de taxas de juro e, deste modo, a condicionar a recuperação económica.

Figura 17. Investimento em percentagem do produto interno bruto



Fonte: Bloomberg. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões da Bloomberg.

Em conclusão, desta caracterização da estagnação secular julgamos poder inferir pela validação empírica do fenómeno da forte desaceleração do crescimento económico nalgumas das principais economias avançadas nas últimas duas décadas, bem como do fenómeno de descida das taxas de juro nominais e reais nessas economias, nalguns casos com taxas de juro reais teimosamente negativas por um período muito prolongado.

Dúvidas mais significativas subsistem a propósito da relação entre a poupança e o investimento, num contexto em que parece efetivamente ter-se registado um aumento dos níveis de poupança, medidos pelo rácio entre o saldo da balança corrente e o PIB, exceto nos EUA que, não obstante, beneficia (ou talvez não, ao menos na perspetiva da estagnação secular) do fluxo de capitais externos, rumo aos mercados de capitais. No entanto, não é tão clara empiricamente a ideia de uma desaceleração do investimento, registando-se ao invés um aumento do seu peso nas três economias avançadas analisadas depois da crise financeira de 2007-2008, ainda que numa comparação dos primeiros vinte anos do século XXI com a década de oitenta e noventa do século passado se observe uma desaceleração do investimento.

Vamos no subcapítulo seguinte analisar a quarta dimensão da estagnação secular que, pela sua importância enquanto causa central do fenómeno objeto deste trabalho, nos merece um especial destaque, também em termos da análise teórica que lhe está associada.

II.2. O papel da demografia

III.2.1. Enquadramento

O debate em torno da estagnação secular, embora muito diferenciado conforme demonstrado no capítulo I, tem tido como centro a análise das economias avançadas e a possibilidade da taxa de juro real consistente com o pleno emprego ser zero por cento ou negativa, o que significa que o foco é quase exclusivamente colocado nos desenvolvimentos a nível dos mercados de capitais e de taxas de juro, com abordagens eminentemente de curto prazo (Cervallati *et al.*, 2016).

Acontece que por detrás destes movimentos nos mercados poderá estar um outro fenómeno, que aliás motiva algum consenso em praticamente todas as abordagens sobre estagnação, mesmo que não seja apresentado como a sua principal causa, que é a demografia.

Ferrero *et al.* (2017a) faz uma boa síntese dos contributos existentes sobre a relação entre os fatores demográficos e, respetivamente, as taxas de juro reais e a inflação, apresentando ainda um modelo dinâmico para a Área do euro que revela um papel económico importante da estrutura demográfica nas dinâmicas de comportamento dos agregados macroeconómicos.

Considera que a significativa persistência dos fatores demográficos torna-os extremamente relevantes na perspetiva da estabilidade da política monetária e financeira, na medida em que afeta as tendências de médio prazo das taxas de juro nominais e reais. Deste modo, o fator demográfico terá provocado um impacto expressivo no movimento de descida das taxas de juro reais na Área do euro na última década, na medida que a estrutura etária em muitos países europeus evoluiu de forma adversa, prejudicando o crescimento económico e colocando pressões descendentes acrescidas nas taxas de juro reais (*ibid.*, p. 2).

Na síntese sobre os contributos no âmbito do estudo dos efeitos dos fatores demográficos nas taxas de juro reais salienta os trabalhos de Aksoy *et al.* (2015) que mostra ter o envelhecimento induzido o fraco crescimento do produto, elevada poupança e baixas taxas de juro, Favero *et al.* (2015a) para quem a componente persistente da curva de rendimentos está relacionada com o rácio da população de meia-idade face à população jovem, evidenciando também que as taxas de juro desceram devido à maior poupança da população de meia-idade perante uma maior expectativa de vida. Mostra ainda que Carvalho *et al.* (2016) construiu um modelo de ciclo de vida para analisar as características demográficas das economias avançadas, demonstrando que entre 1990 e 2014 as tendências demográficas reduziram a taxa de juro de equilíbrio em 1.5

pontos percentuais, Gagnon *et al.* (2016) analisou o impacto das alterações demográficas desde os anos oitenta nos EUA nas taxas de juro reais e no PIB real, Ikeda e Saito (2014) produziu um modelo para a economia japonesa, mostrando que uma queda exógena no rácio da população ativa face à população total causa uma redução das taxas de juro reais e, por último, Backus *et al.* (2014) evidenciou que os fatores demográficos podem induzir os movimentos de capitais internacionais, que por sua vez são responsáveis pelos “desequilíbrios globais” (*ibid.*, p. 4 e 8).

Na síntese sobre a relação entre a demografia e a inflação cita Juselius e Takats (2015) que aponta para a correlação significativa entre demografia e desenvolvimentos na inflação entre 1955-2010, isto é, uma larga percentagem de dependentes está associada a elevada inflação enquanto uma percentagem elevada de população ativa está associada a baixa inflação, Bobeica *et al.* (2017b) estudou a relação de longo prazo entre a inflação e o crescimento da população ativa na Área do euro, EUA e Alemanha, sugerindo uma correlação positiva e Yoon *et al.* (2014) defendeu a relação entre dinâmicas populacionais e as variáveis macroeconómicas, dizendo que o movimento demográfico em curso tem impacto deflacionário no futuro, sobretudo nas economias que registam um rápido declínio e envelhecimento populacionais (*ibid.*, p. 4 e 9).

Em conclusão, o crescimento do PIB potencial depende positivamente do crescimento da produtividade total dos fatores e negativamente do rácio de dependência, pelo que uma menor percentagem de jovens pode implicar menor inovação e menos investimento em investigação e desenvolvimento, reduzindo o crescimento potencial no longo prazo. Além disso, o crescimento do PIB real, PIB potencial, investimento e consumo depende negativamente das alterações do rácio de dependência, enquanto o crescimento do investimento real e do consumo dependem positivamente do crescimento da produtividade total dos fatores. A taxa de juro real de curto prazo depende negativamente do crescimento populacional e da alteração do rácio de dependência, enquanto a taxa de juro real de longo prazo depende negativamente apenas do crescimento populacional (*ibid.*, p. 13). Por último, um aumento do rácio de dependência reduz indiretamente a produtividade total dos fatores e as taxas de juro reais de longo prazo, através do efeito que as variáveis demográficas têm no PIB potencial e nas taxas de juro de curto prazo, respetivamente (*ibid.*, p. 14).

Galor e Weil (2000) deram também um contributo para a abordagem da “*unified growth theory*” em que um processo designado por “transição demográfica”, baseado em fenómenos

demográficos de longo prazo, é o mecanismo central na passagem de uma fase de estagnação para o crescimento económico.

Partindo da análise da evolução histórica da relação entre crescimento populacional, alterações tecnológicas e níveis de vida, apresentam três regimes que terão caracterizado a economia (*ibid.*, p. 806-809): o regime Malthusiano que parte da hipótese de uma oferta constante e limitada do fator de produção terra (que conduz a um rendimento decrescente dos restantes fatores de produção) para deduzir um efeito positivo do nível de vida no crescimento populacional, isto é, uma população reduzida induz um maior nível de vida, que por sua vez gera maior população, conduzindo a uma redução futura do rendimento *per capita*, recomeçando o processo a partir de um nova diminuição da população. Não ocorrendo alterações tecnológicas ou na disponibilidade da terra, a população autoequilibra-se, sendo o crescimento do rendimento “diluído” pelo aumento populacional. No período malthusiano, o progresso tecnológico lento e o crescimento populacional inviabilizaram um aumento do rendimento *per capita*; o regime pós-Malthusiano, em que se regista um aumento do progresso tecnológico, pelo que o crescimento populacional absorve apenas parcialmente o aumento do produto. Neste período o rendimento *per capita* cresce a um ritmo inferior ao do período seguinte, mas a relação malthusiana entre rendimento *per capita* e crescimento da população manteve-se, isto é, aumentou a taxa de crescimento da população; por último, o regime Moderno, em que ocorre um crescimento populacional reduzido e um aumento do rendimento *per capita* e da tecnologia constantes, sendo possível observar uma relação negativa entre o nível do rendimento e o crescimento da população.⁸⁰

As duas principais diferenças entre estes regimes, a nível macroeconómico, são o comportamento do rendimento *per capita* e a relação entre este e o crescimento da população.

A reversão da relação malthusiana entre rendimento e população ficou a dever-se ao aumento dos recursos investidos em cada criança, nomeadamente o aumento dos anos de escolaridade. Todavia, o acontecimento-chave que separa os dois primeiros regimes é a aceleração do progresso tecnológico, enquanto o que separa o segundo do terceiro regime é a transição demográfica que se seguiu à revolução industrial.

Os autores colocam três questões conceptualmente muito interessantes: como foi tão dramaticamente quebrada a relação entre o rendimento *per capita* e o crescimento

⁸⁰ As economias mais pobres têm um maior crescimento populacional.

populacional? E como entender um súbito aumento das taxas de crescimento? Haverá algum método de análise comum para a evolução da população, tecnologia e crescimento ao longo da história da humanidade? (*ibid.*, p. 809).

A maioria dos modelos que estudam as transições⁸¹ considera que o elevado nível de rendimento leva os pais a escolher ter menos filhos mas com mais formação, hipótese corroborada por Galor e Weil, mas dizem que os pais o fazem, não em resposta a um aumento do rendimento, mas ao progresso tecnológico (*ibid.*, p. 810).

A um nível suficientemente elevado de população, os pais irão considerar ótimo provisionar os filhos com capital humano, desenvolvendo-se um ciclo virtuoso: mais elevado capital humano induz mais progresso tecnológico, que por sua vez contribui para o aumento do valor do capital humano (*ibid.*, p. 811).

O progresso tecnológico acelerado tem dois efeitos na população: abrandando a restrição orçamental das famílias permitindo aos pais afetar mais recursos e mais tempo a criar as crianças e permite uma realocação dos recursos na direção da “qualidade das crianças”, dando-lhes mais educação (*ibid.*, p. 811).

No regime pós-malthusiano, numa fase inicial, o primeiro efeito descrito preponderou, e por isso, a população aumentou. Todavia, novos progressos tecnológicos deixaram de induzir o aumento do tempo dedicado à educação dos filhos, embora continuasse a aumentar a quantidade de educação desses filhos, pelo que a população diminuiu. Todavia, um ainda maior progresso tecnológico resultante do aumento do capital humano induziu uma transição demográfica: os salários e o retorno resultante da “qualidade das crianças” continuou a aumentar, o afastamento da “quantidade das crianças” intensificou-se e o crescimento da população diminuiu (*ibid.*, p. 811).

Mesmo que a população seja constante, o progresso tecnológico poderá aumentar o retorno da educação o suficiente para levar os pais a proporcionar aos seus filhos mais escolaridade e isso provocará ainda maior progresso tecnológico. Ou seja, as alterações tecnológicas “*were skill biased throughout human history*” (*ibid.*, p. 826).

O modelo não tem em conta alguns fatores que são importantes para o crescimento económico, nomeadamente o impacto das diferenças entre países na determinação do crescimento

⁸¹ Os modelos neoclássicos, ao considerarem a população como exógena, não conseguem explicar estas transições.

populacional ou no processo de alteração tecnológica, na sua capacidade em escapar à armadilha malthusiana e na velocidade da “descolagem”, as consequências na dinâmica do modelo das diferenças nas políticas, nomeadamente educativas, a alteração da relação rendimento/população, em resultado da importação de tecnologias⁸² e ainda as taxas de crescimento populacional dos países pobres serem muito mais elevadas do que alguma vez ocorreu na Europa (*ibid.*, p. 826). Todavia, foi um contributo marcante dos demógrafos para o estudo, que ironicamente se intensificou mais tarde, da estagnação secular.

Na senda desta abordagem, Cervallati *et al.* (2016) coloca a hipótese do abrandamento do crescimento económico recente poder estar associado a importantes alterações demográficas e à heterogeneidade das dinâmicas de transição no mundo (*ibid.*, p. 426 e 428).

Defende que a transição demográfica é endógena e apresenta um ciclo muito consistente e comum à generalidade dos países, caracterizado por uma primeira fase em que se assiste a um declínio brutal da mortalidade, a que se segue uma redução da fertilidade. Entre estes dois períodos materializa-se um crescimento populacional temporário, que começa a abrandar na terceira e última fase do processo de transição (*ibid.*, p. 411-412).

Estes fenómenos começaram nas economias avançadas mas a dado momento atingiram níveis que já não permitiam um contributo marginal positivo para o crescimento económico. Na verdade, uma longevidade para além dos setenta e cinco anos parece induzir um forte crescimento da taxa de poupança e um esforço acrescido na afetação de recursos para os mais idosos que é suscetível de induzir uma significativa diminuição da formação bruta de capital fixo, com consequências numa desaceleração do crescimento do produto interno bruto.

Num mundo globalizado, a discussão em torno da estagnação secular não pode ser dissociada dos movimentos de capitais. Os pioneiros na transição da estagnação para o crescimento, de novo, as economias avançadas, puderam durante décadas beneficiar do potencial demográfico das economias mais atrasadas nessa transição, não só enquanto mercados de destino, mas também pelos movimentos de capitais oriundos desses países. Mas à medida que o processo de transição se generalizou, justamente porque os mercados de capitais estão globalizados, ocorreu um excesso de capital que induziu uma descida generalizada das taxas de juro. O aumento da poupança global pode aliás acentuar-se durante o referido processo de transição,

⁸² Os países emergentes podem importar uma boa quantidade de tecnologia pré-existente.

caso se intensifique o declínio da fertilidade e o aumento da longevidade, sobretudo se mais e mais países entrarem no processo de transição demográfica. (*ibid.*, p. 427).

Goodhart *et al.* (2017) aponta para a importância do fator demográfico nas dinâmicas económicas⁸³, que não se traduzem necessariamente num cenário de estagnação secular, considerando que entre 1980 e 2000 se registou o maior choque de sempre na oferta de trabalho, provocando um decréscimo dos rendimentos reais do trabalho, maiores desigualdades dentro dos países e menores entre países e a descida das taxas de juro reais (*ibid.*, p.1-2).

Propõe que se analisem estas três realidades em conjunto, tendo em conta a inclusão das forças de trabalho gigantescas da China e da Europa de Leste na economia global. Neste sentido, descreve o papel da China na dinâmica de descida das taxas de juro reais, através de um excesso de poupança que tem raízes na assimétrica integração do país na economia mundial, com os mercados dos produtos e do trabalho a integrarem a economia mundial mas a não ocorrer o mesmo com os mercados financeiros. Uma fronteira financeira ainda fechada induziu as taxas de juro internas a permanecer muito baixas, o investimento direto estrangeiro a afluir à China e, através da forte poupança das empresas e das famílias, as poupanças a dirigirem-se para a dívida pública dos EUA (*ibid.*, p. 5). Por outro lado, a Europa de Leste tinha uma mão-de-obra qualificada mas capital e gestão limitados, pelo que o Oeste ofereceu capital e gestão e o Leste a mão-de-obra (*ibid.*).

Ora os choques da oferta de trabalho provocaram uma queda do seu preço e da sua produtividade marginal, gerando maior desigualdade e a redução do peso do trabalho no produto (*ibid.*).

Ainda assim, defendem que a explicação para a descida das taxas de juro reais deve ser encontrada em fatores globais e não num país específico, numa visão clássica quanto aos ajustamentos das taxas de juro reais em função das diferenças entre poupança e investimento *ex-ante*, isto é, se a poupança desejada é superior ao investimento desejado, as taxas de juro descem. Acontece que se observou uma maior amplitude de queda do investimento porque se estava em abrandamento económico, provocando a descida das taxas de juro, pelo que, na fase posterior de maior crescimento, é de esperar que o investimento desejado aumente mais do que a poupança desejada, contribuindo para o acréscimo das taxas de juro.

⁸³ Bloom (2020) interroga-se mesmo se a demografia não será o “destino”, isto é, um determinante poderoso do “ritmo e do processo de desenvolvimento económico”.

Gordon (2012) reconhece que “*no one should step into the trap of predicting that innovation will come to an end*” (*ibid.*, p. 9), dando alguns excelentes exemplos de previsões pouco animadoras sobre a evolução tecnológica, cuja (não) validade o tempo se encarregou de mostrar.⁸⁴ Não obstante, apresenta um conjunto de “*headwinds*” que contribuíram para um processo muito vacilante de inovação nas últimas duas décadas, com consequências na evolução já referenciada da produtividade nos EUA, e que se poderão manter no futuro.

O primeiro desses ventos frontais é o dividendo demográfico (*ibid.*) e o seu movimento inverso: o original, entre 1965-90, foi a abertura do mercado de trabalho às mulheres e o *baby-boom*, que fez com que as horas de trabalho e o rendimento *per capita* aumentassem mais do que o rendimento por hora. Mas agora que os *baby boomers* se estão a reformar (contando para a população mas não para a força de trabalho), as horas de trabalho *per capita* estão a diminuir, num movimento que se acentuará se a idade de reforma não acompanhar o aumento da esperança média de vida, provocando um crescimento do rendimento *per capita* mais lento do que o da produtividade.

Os restantes fatores (*ibid.*, p. 10) são o aumento das desigualdades, a igualização do preço dos fatores, os problemas gémeos da educação, isto é o custo elevado da educação superior (que acarreta mais dívida dos estudantes) e o mau desempenho dos estudantes no secundário, o que está a fazer os EUA perderem posições no *ranking* da educação, as consequências da regulamentação e taxas ambientais que tornam o crescimento mais difícil de atingir do que há um século atrás e que não são respeitadas da mesma forma na Europa, EUA ou Índia e China e, por último, a expressiva dívida dos consumidores e do governo.

Bobeica *et al.* (2017a) estuda a relação entre o crescimento da população ativa e a inflação, concluindo que estão positivamente correlacionados (*ibid.*, p. 13) e que essa relação se mantém mesmo depois de se introduzir a taxa de juro de curto prazo, o que significa incorporar o “controle” da política monetária, ou seja, a política monetária não compensa por completo os efeitos demográficos na inflação⁸⁵ (*ibid.*, p. 16-17).

⁸⁴ Alguns desses exemplos: em 1876, um documento interno da *Western Union* (monopolista do telégrafo) dizia: “O telefone tem demasiadas falhas para ser considerado um meio sério de comunicação”. Em 1927, o chefe da *Warner Brothers* (a propósito do Jazz): “quem é que quer ouvir atores a falar?”. Em 1943, o Presidente da *IBM* “penso que deve haver mercado mundial para talvez cinco computadores” e em 1981, Bill Gates dizia “640 Kilobytes deveriam ser suficientes para qualquer um” (Gordon, 2012, p. 9).

⁸⁵ Em linha com os resultados de Juselius e Takats (2015).

O estudo assinala que, à exceção do Japão⁸⁶, pouca atenção foi dada na literatura à relação entre o envelhecimento e a inflação porque os canais da demografia para a Economia são múltiplos, as alterações demográficas são lentas, sem efeitos observáveis imediatos mas poderosas e dificilmente derrubáveis (especialmente quando está em causa uma irreversível retirada em massa da geração do *baby-boom* dos anos sessenta e setenta) e o impacto líquido das alterações demográficas em tempo real é tecnicamente muito difícil de obter (*ibid.*, p. 4).

A “ligação” entre o envelhecimento e a inflação pode ser feita por via de vários canais. O primeiro é o ciclo de vida do consumo e poupança: os agentes planeiam o consumo e a poupança e vão ajustando o consumo ao longo da vida. Como o rendimento das famílias é menor quando somos jovens e desce novamente quando somos idosos, a população ativa poupa mais, e os idosos “utilizam” as poupanças que fizeram para financiar o seu consumo, pelo que uma alteração do peso destas classes na estrutura da população pode provocar alterações na procura e na oferta agregadas. Mais jovens e idosos significaria maior inflação, pela discrepância entre procura e oferta agregada e porque existiriam pressões nos salários pela existência de menos população ativa. Neste sentido, o envelhecimento será inflacionista⁸⁷ (*ibid.*, p. 5).

Um segundo canal é o impacto do envelhecimento na saúde financeira: os jovens são devedores, acumulam ativos que vendem quando envelhecem e, caso uma parte substancial desses ativos esteja denominada em moeda estrangeira, quando materializam essa alienação geram pressões inflacionistas⁸⁸ (*ibid.*, p.7). A Economia Política é outra forma de materialização dos efeitos do envelhecimento, isto é, o aumento percentual dos idosos leva a maior poder político e porque estes detestam uma inflação causadora da deterioração dos seus ativos vão preferir políticas deflacionistas ou que no mínimo contenham a inflação (*ibid.*).

Bobeica *et al.* salientam a grande heterogeneidade dos resultados nos estudos empíricos sobre a relação entre o envelhecimento e a inflação, com Anderson *et al.* (2014), Yoon *et al.* (2014) e Gajewski (2015), por exemplo, a concluírem que o envelhecimento gera deflação e, ao invés,

⁸⁶ O Japão foi o primeiro a analisar a relação entre o aumento dos idosos e a diminuição da inflação, o que também tinha a ver com as limitações que a política monetária enfrentava no *zero lower bound*. Ora, a maior parte dos países da Área do euro estão agora a enfrentar uma transição demográfica similar (*ibid.*, p. 4).

⁸⁷ LeBlanc *et al.* (2015) analisa estes efeitos na Área do euro.

⁸⁸ Anderson *et al.* (2014) para o caso do Japão.

Juselius e Takats (2015 e 2016)⁸⁹ e Aksoy *et al.* (2015)⁹⁰ a afirmarem que o envelhecimento induz mais inflação (*ibid.*, p. 7).

Mas existe ainda um outro canal de relação entre o envelhecimento e a inflação que suporta a hipótese da estagnação secular. Admitindo que esta se caracteriza por fraco crescimento efetivo e baixo crescimento potencial, com a poupança a ser maior do que o investimento de longo prazo necessário para promover o crescimento futuro, se o envelhecimento da população tem origem em maior longevidade (e não tanto em menor fertilidade) a perspetiva de um período de reforma mais prolongado incita as famílias a poupar mais para a sua reforma, e isso coloca uma pressão descendente na taxa de juro de equilíbrio e na inflação (*ibid.*, p. 6).

Neste contexto, o risco de pressões deflacionistas derivado do envelhecimento surge se a queda da taxa real de equilíbrio for substancial, sobretudo caso se confirme (como em Juselius e Takats, 2015) que a política monetária não consegue eliminar por completo os efeitos do envelhecimento no decréscimo da inflação. E aí os bancos centrais podem encontrar-se mais frequentemente num efetivo *lower bound* e terem de se socorrer de medidas não convencionais para combater a queda da taxa de juro real de equilíbrio (*ibid.*, p. 18).

II.2.2. Evidência empírica

Descrita que está a quarta dimensão da estagnação secular, nomeadamente os efeitos do processo de transição demográfica a que assistimos na maioria das economias avançadas, caracterizado por um envelhecimento da população e correspondente diminuição muito significativa de jovens e da população ativa, vamos agora detalhar alguns dos indicadores anteriormente citados que mostram esse fenómeno da transição demográfica. Complementarmente, tentaremos avaliar de que forma a transição demográfica pode induzir ou intensificar o processo de estagnação do crescimento.

Veremos que o processo não se limita aos (menores) níveis de crescimento populacional mas, em qualquer caso, constata-se uma desaceleração do crescimento populacional, tanto nas economias avançadas analisadas como também na China, muito marcante sobretudo quando se

⁸⁹ O argumento é que o Japão, em que efetivamente o envelhecimento provocou a deflação, não deve ser o caso típico e que, estudando vinte e dois países entre 1955 e 2010, o mecanismo é este: mais pessoas consumindo bens e serviços (idosos e jovens) do que produzindo leva a excesso de procura e a mais inflação.

⁹⁰ Mais dependentes sejam eles jovens ou idosos, gera mais inflação.

compara o período de 2010-2017 (pós-crise) com a década de noventa do século XX, conforme pode ser observado de seguida.

Quadro 3. Taxa de crescimento da população - taxa média, em percentagem

	Década 80	Década 90	2000-2009	2010-2017	2020-2025
EUA	0,9	1,2	1,0	0,7	0,4
Área do euro	0,3	0,5	0,5	0,2	0,1
Japão	0,6	0,3	0,1	-0,1	-0,4
China	1,5	1,1	0,6	0,5	0,3

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*, dados trabalhados pelo autor.

Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

O quadro seguinte ilustra a realidade em termos de transição demográfica a que temos vindo a assistir nas últimas décadas nas economias mais avançadas, nomeadamente nos países que pertencem à Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE).

Quadro 4. Transição demográfica nos países da OCDE

	População (20-64 anos)	Expetativa de anos na reforma		Idade média de reforma	
	Tx. crescimento	Homens	Mulheres	Homens	Mulheres
1970	1,2	10,6	14,6	66,5	68,8
1975	1,3	11,6	15,9	65,5	67,4
1980	1,4	12,6	17,4	64,2	66,2
1985	1,3	14,0	19,1	62,8	64,7
1990	1,2	14,8	20,0	62,3	64,2
1995	0,9	15,8	21,4	61,5	63,4
2000	0,9	16,9	22,6	61,0	63,1
2005	0,8	17,7	22,7	61,9	63,5
2010	0,8	18,1	22,8	62,5	63,9
2015	0,4	18,2	22,7	63,3	64,7
2018	0,3	17,8	22,5	63,7	65,4

Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico, dados trabalhados pelo autor

O crescimento da população em idade de trabalhar⁹¹ é cada vez menor, tendo passado de um ritmo de crescimento anual superior a 1% entre as décadas de setenta e noventa do século XX, para níveis abaixo de 0,5% desde 2015. Esta tendência é especialmente significativa porque

⁹¹ Optou-se por considerar como população em idade de trabalhar aquela que se situa no intervalo entre 20 e 64 anos, ilustrando a tendência nos países da OCDE para a entrada no mercado de trabalho ser normalmente diferida face aos 15 anos que se considera ser a idade mínima, num contexto de aumento, em média, dos anos de escolaridade dos jovens adultos.

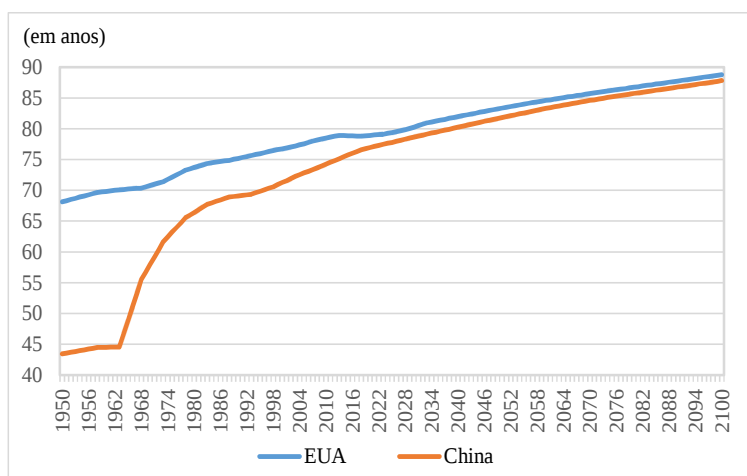
acompanhada por um aumento muito acentuado da expectativa quanto aos anos que as mulheres e os homens irão permanecer na reforma, o que no caso das primeiras passou de 14,6 para 22,5 anos, entre 1970 e 2018, e nos homens de 10,6 para 17,8 no mesmo período.

O fenómeno coloca naturalmente desafios em termos de sustentabilidade dos sistemas de segurança social baseados em carreiras contributivas que correspondem, em termos relativos, a menos contribuintes para um maior período de necessidade dessas contribuições.

Seria de esperar, em conformidade, que a idade média de reforma estivesse a aumentar. Ora, como se demonstra no quadro anterior, nada disso está a ocorrer nos países da OCDE, colocando uma pressão acrescida para os movimentos de estagnação do crescimento económico e para a dificuldade de sustentabilidade do sistema de segurança social.

Vamos detalhar um pouco mais a situação demográfica nas duas economias centrais para o tema deste trabalho, os EUA e a China. O gráfico seguinte apresenta a esperança média de vida em cada uma destas economias, desde 1950, com uma projeção que alcança 2100.

Figura 18. Esperança média de vida à nascença – EUA e China (em anos)



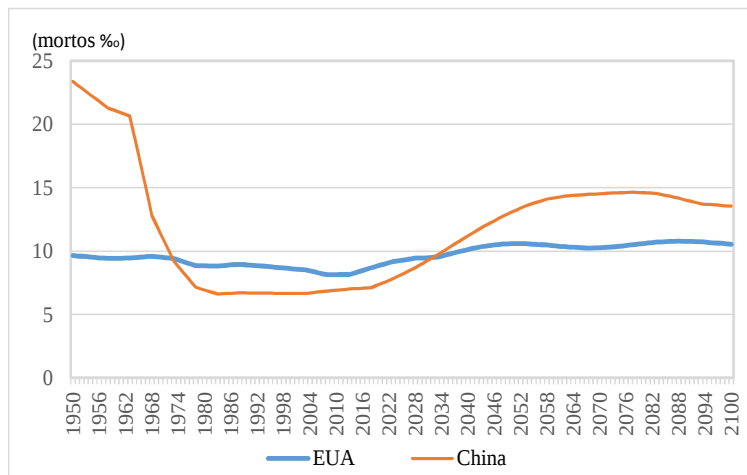
Fonte: Macrotrends Data Download. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões.

Entre 1950 e 2020, a esperança média de vida à nascença nos EUA e na China passou, respetivamente, de 68 e 43 anos, para 79 e 77 anos. Já no século XXI, o aumento da esperança de vida foi de aproximadamente dois anos nos EUA e cinco anos na China e as projeções das Nações Unidas (fonte primária desta informação) são para que no final do século a esperança de vida à nascença nos EUA atinja 89 anos e na China 88 anos.

Depois de um forte decréscimo da mortalidade entre 1950 e 2008, sobretudo na China, em que a taxa de mortalidade passou de 23 mortos por cada mil habitantes para 6,8 (e nos EUA de 9,6

para 8,1) esta tem aumentado e as previsões das Nações Unidas apontam para um forte acréscimo no século XXI na China e, de menor magnitude, nos EUA.

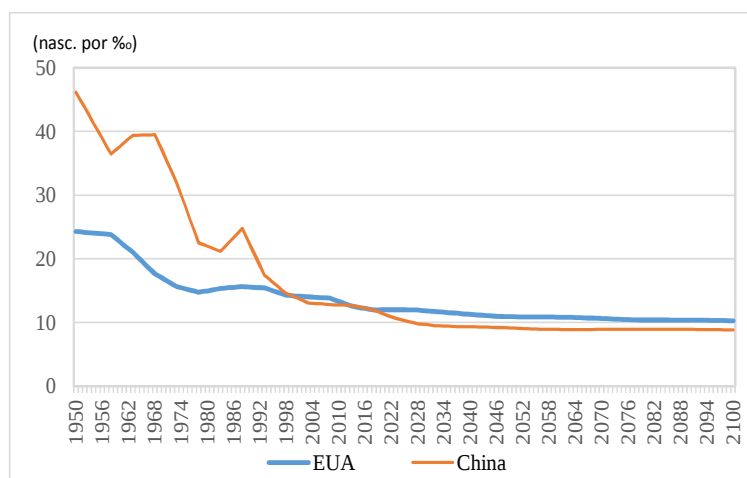
Figura 19. Taxa de mortalidade – EUA e China (mortos por mil habitantes)



Fonte: Macrotrends Data Download. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões.

A queda da taxa de natalidade é muito expressiva, conforme pode ser constatado de seguida, e as previsões apontam para a continuação deste movimento ao longo do corrente século, embora a um ritmo mais brando: nos EUA, nasciam 24,3 crianças por cada mil habitantes em 1950, para cerca de 12 crianças por mil habitantes em 2020 e, na China, passou-se de 46,1 crianças, em 1950, para apenas 11,4 crianças por cada mil habitantes em 2020. No final do século, deverão nascer cerca de 10 crianças por cada mil habitantes nos EUA e apenas 9 crianças por mil habitantes nascerão na China.

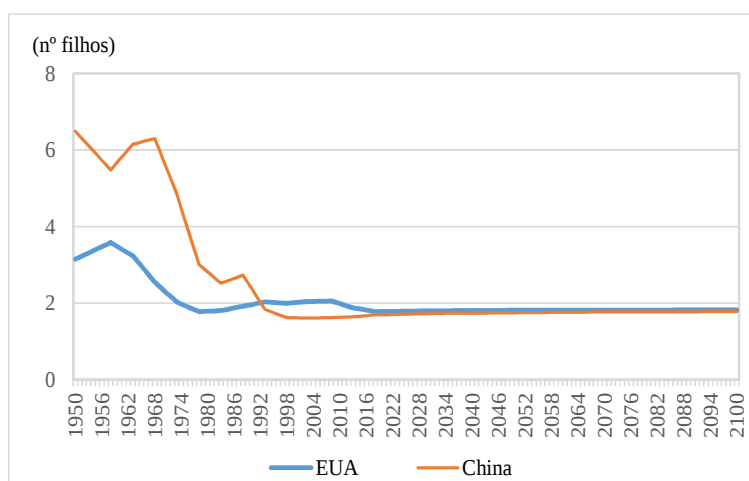
Figura 20. Taxa de natalidade – EUA e China (nascimentos por mil habitantes)



Fonte: Macrotrends Data Download. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões.

Esta clara demonstração da transição demográfica a que assistimos nas duas maiores potências económicas do século XXI, por enquanto marcada por alguma estabilização do crescimento líquido da população, mas que pode assumir contornos ainda mais negativos, a confirmarem-se estas previsões, tem naturalmente uma relação direta, no que à natalidade diz respeito, com a evolução da fertilidade. No gráfico seguinte, constata-se que a taxa de fertilidade tem vindo a cair significativamente, tanto nos EUA, em que nasciam 3,1 crianças por mulher, em 1950, para um número de apenas 1,8 crianças por mulher, em 2018, como na China, em que se passou de 6,5 crianças em 1950 para 1,7 em 2018. Nas próximas décadas a taxa de fertilidade deve estabilizar próximo dos atuais níveis o que não são seguramente boas notícias para a reversão necessária da transição demográfica a que temos aludido.

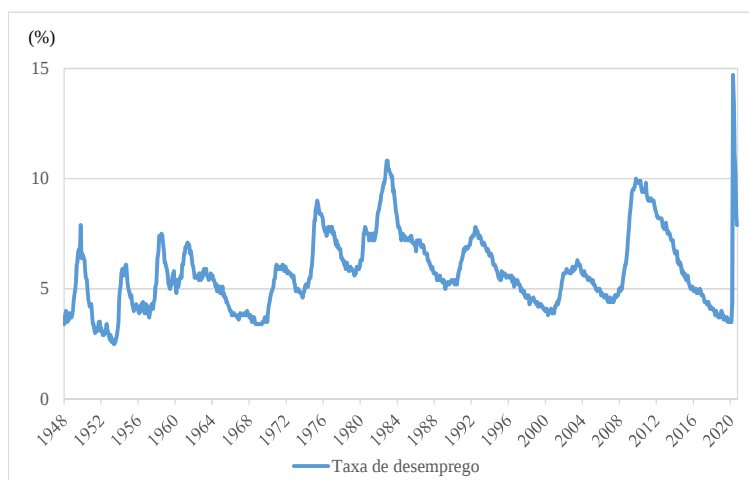
Figura 21. Taxa de fertilidade – EUA e China (nº de filhos por mulher)



Fonte: Macrotrends Data Download. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões.

Antes de avançarmos para a análise dos indicadores de dependência e para os rácios de emprego vamos descrever sucintamente a situação do mercado de trabalho nos EUA, também pela importância que a situação do mercado laboral tem para a evolução daqueles indicadores e rácios. Começamos por dois dos indicadores mais relevantes para o efeito, nomeadamente a taxa de desemprego e o chamado “*non farm payrolls*”, ou seja, a criação de emprego não agrícola.

Figura 22. Taxa de desemprego – EUA, em percentagem



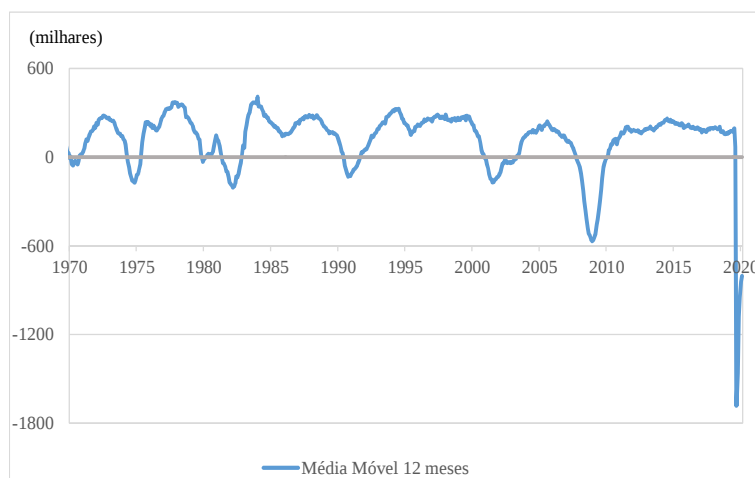
Fonte: US Bureau of Labor Statistics

Tirando os terríveis meses da pandemia de 2020, em que a taxa de desemprego chegou a uns assustadores 14,7% em abril, bem se poderá dizer que a capacidade de resiliência e de recuperação do emprego nos EUA é bastante expressiva, mesmo depois da Grande Recessão de 2009, em que a taxa de desemprego atingiu 10% (em outubro) ou do período de setembro de 1982 a junho de 1983, em que esteve permanentemente acima dos 10%.

Também o indicador da criação de emprego no setor não agrícola parece revelar alguma robustez do mercado de trabalho norte-americano: na verdade, nos últimos cinquenta anos e se tivermos como referência as observações mensais, apenas em 20% dos meses se registou uma destruição de emprego no setor não agrícola. Mais ainda, a média mensal de criação de emprego é de 115 mil postos de trabalho, pelo que em cinquenta anos os EUA terão criado uns impressionantes 69 milhões de postos de trabalho no setor não agrícola.

Aliás, os dados já disponíveis sobre 2020 são muito interessantes na tradução deste dinamismo, ao menos a nível dos “grandes números”, do mercado de trabalho norte-americano: aos dois meses horríveis de março e abril, em que se destruíram, respetivamente 1,4 e 20,8 milhões de postos de trabalho, seguiram-se seis meses, entre maio e outubro, em que se criaram/recuperaram 12 milhões de postos de trabalho. Tudo isto no meio de uma pandemia que está a “arrasar” a economia mundial, o que é absolutamente notável e revelador do referido dinamismo do mercado laboral nos EUA.

Figura 23. Criação de emprego não agrícola (médias móveis a 12 meses) – EUA, em milhares

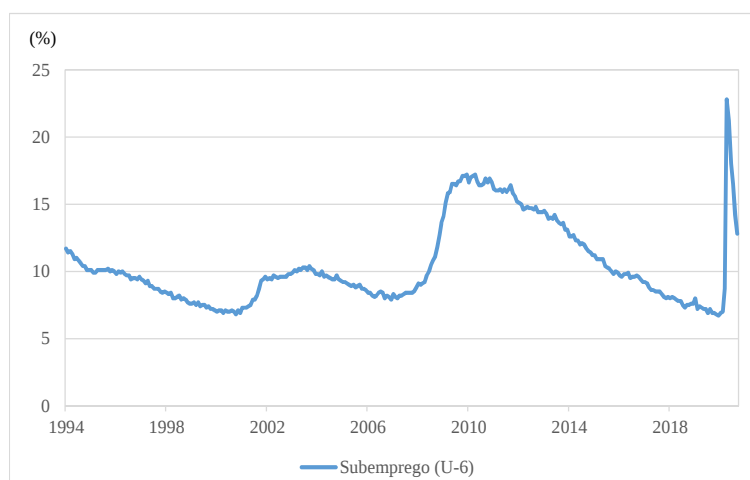


Fonte: Bloomberg, dados trabalhados pelo autor

Acontece que quando detalhamos um pouco mais a análise verificamos que estes dados “escondem” de certa forma uma outra realidade, ou seja, o subemprego⁹². Trata-se de um indicador que se veio a revelar decisivo, nomeadamente para as sucessivas decisões de manutenção das taxas de juro diretoras nos EUA a níveis historicamente muito baixos, mesmo quando a taxa de desemprego se situava abaixo dos 5%, e que permite inferir se os norte-americanos podem trabalhar as horas que desejam ou, pelo contrário, vão estando ocupados em trabalhos parciais (*part-time*) e estão apenas marginalmente envolvidos no mercado de trabalho.

⁹² O indicador U6 – *unemployed and part-time and people marginally attached to the labor force* atingia em setembro de 2020 cerca de 12,8% do total da força de trabalho nos EUA, quando a taxa de desemprego era de apenas 7,9%. Ainda assim, trata-se de uma recuperação notável face aos 17,2% de dezembro de 2009, numa altura em que a taxa de desemprego era de 9,9%.

Figura 24. Subemprego (desempregados, pessoas em *part-time* e pessoas marginalmente colocadas no mercado de trabalho) – EUA, em percentagem da força de trabalho e das pessoas marginalmente colocadas no mercado de trabalho



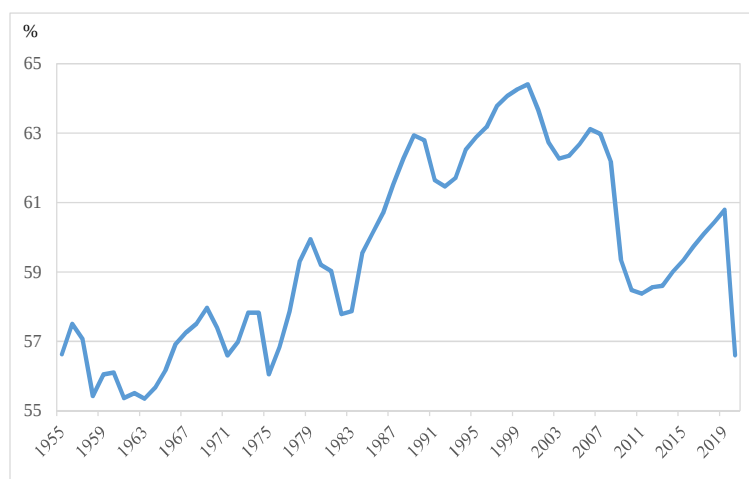
Fonte: US Bureau of Labor Statistics

Ora, como facilmente se constata, a Grande Recessão arrastou consigo uma forte subida do subemprego, tendo-se posteriormente registado uma descida expressiva deste indicador. No entanto, em vésperas da pandemia, em janeiro de 2020, a taxa de desemprego era de 3,6% mas a taxa de subemprego situava-se em mais do dobro (6,9%), não obstante ser um nível historicamente baixo.

Vamos agora observar o comportamento dos indicadores de dependência, tanto a nível etário (jovens e/ou idosos face à população ativa) como os rácios globais de emprego face à população.

O gráfico seguinte mostra a evolução do rácio de emprego face à população total nos EUA desde 1955. Como seria de esperar, especialmente face a uma maior participação das mulheres no mercado de trabalho, este rácio, que rondava os 55-58% até finais dos anos setenta, elevou-se significativamente nos anos seguintes, até valores próximos de 65% em 2000 mas posteriormente voltou a descer e não mais regressou àqueles níveis.

Figura 25. Rácio do emprego face à população total – EUA, em percentagem

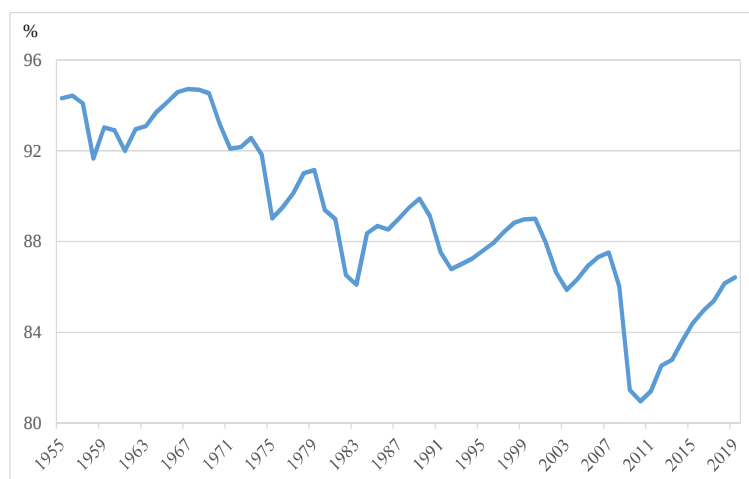


Fonte: FED St. Louis

A evolução do rácio de emprego é mais preocupante quando coincide com os elevados níveis do subemprego que existiram nos EUA, sobretudo no início da segunda década do século XX.

O indicador seguinte é ainda mais ilustrativo da situação do mercado de trabalho nos EUA: apesar da baixa taxa de desemprego e dos milhões de postos de trabalho que a economia tem criado ao longo dos últimos anos, em clara recuperação face aos tempos da crise financeira, o rácio do emprego masculino entre os 24 e os 54 anos continua muito abaixo dos níveis observados ao longo de mais de meio século de observações. Este indicador, porque diz respeito a uma faixa etária correspondente, em princípio, ao mais produtivo do trabalho humano é muito expressivo: atualmente, cerca de 14 em cada 100 homens nos melhores anos da sua vida ativa não conseguem ter um emprego nos EUA.

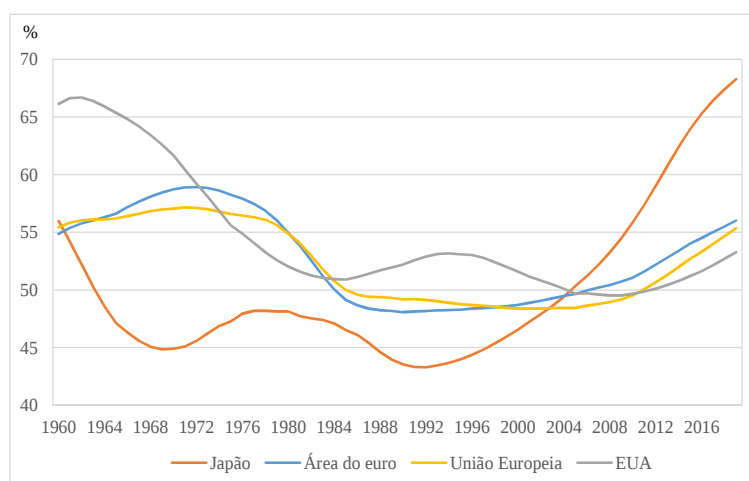
Figura 26. Rácio emprego face à pop. Homens 24-54 anos – EUA, em percentagem



Fonte: FED St. Louis

No que diz respeito à dependência etária as conclusões são igualmente perturbadoras: o rácio de dependência medido pelo peso da população com menos de 15 anos e mais de 64 anos em relação à população ativa total ultrapassou no século XXI os 50% nas três zonas económicas analisadas e, no Japão, está já acima de 65%. Este cenário trás desafios muito significativos para, por exemplo, o financiamento dos regimes de segurança social e/ou das reformas e pensões de uma parte significativa da população e, o que é sobretudo importante para o nosso trabalho porque mostra como se estão a desviar partes significativas dos recursos da sociedade da esfera produtiva, no fundo dando ainda mais consistência à tese da estagnação do crescimento.

Figura 27. Rácio de dependência – população menor que 15 anos e maior de 64 anos face à população ativa nalgumas economias avançadas, em percentagem

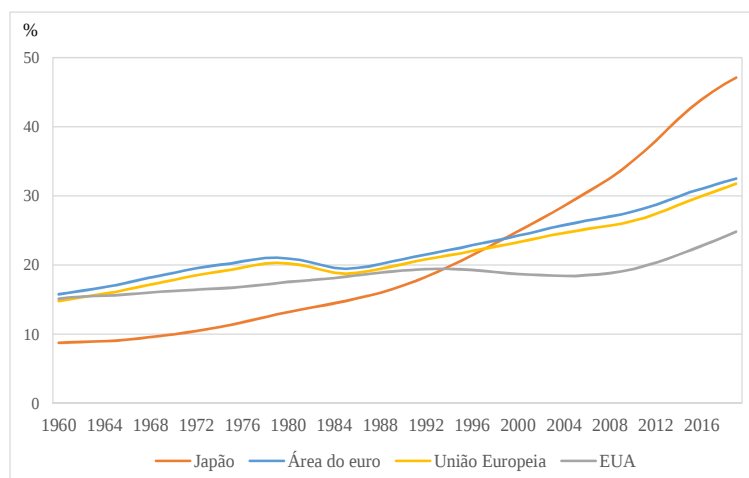


Fonte: World Bank, *World Development Indicators*

Interessa-nos, neste contexto, proceder à desagregação da informação apresentada anteriormente.

Como pode se observado no gráfico seguinte, nas últimas seis décadas ocorreu um progressivo acréscimo do rácio de dependência dos idosos, a traduzir o aumento da esperança média de vida da população, que não tem sido acompanhado pelo aumento proporcional do período de atividade dos trabalhadores, gerando as pressões acrescidas atrás enunciadas para o financiamento da segurança social.

**Figura 28. Rácio de dependência – população maior de 64 anos face à população ativa
nalgumas economias avançadas, em percentagem**

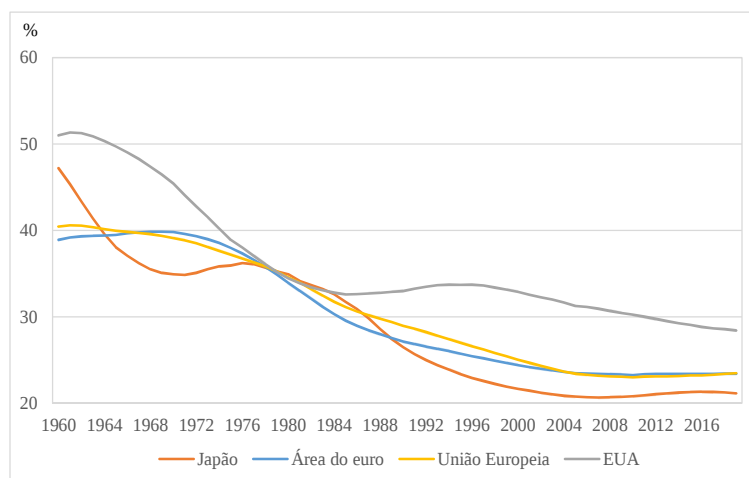


Fonte: World Bank, *World Development Indicators*

Todavia, sem estranheza face à análise anterior sobre a evolução da taxa de natalidade, o peso das crianças e adolescentes em relação à população ativa tem vindo a diminuir, para níveis próximos de metade do observado no início da década de sessenta do século XX.

Deste modo, a evolução conjugada de um maior peso dos idosos face à população total e de uma progressiva diminuição relativa das crianças e jovens face a essa mesma população induz necessariamente um envelhecimento efetivo da população. Por tudo isto, a não ser que ocorram políticas ativas de fomento da natalidade, que certamente demorarão algumas décadas até produzirem os efeitos desejados na população ativa, e também não sendo espectável, nem tão pouco desejável, que a esperança média de vida diminua proximamente, não é de esperar, a curto e médio prazo, um aumento da população ativa que possa levar à inversão do movimento de aumento do indicador global de dependência.

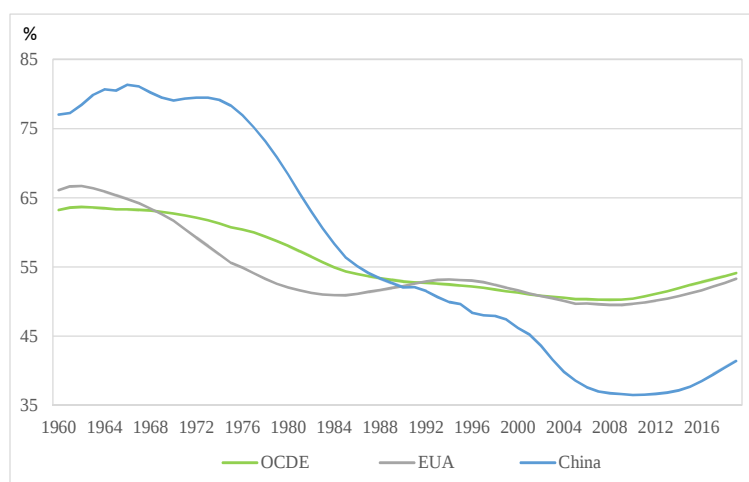
**Figura 29. Rácio de dependência – população menor que 15 anos face à população ativa
nalgumas economias avançadas, em percentagem**



Fonte: World Bank, *World Development Indicators*

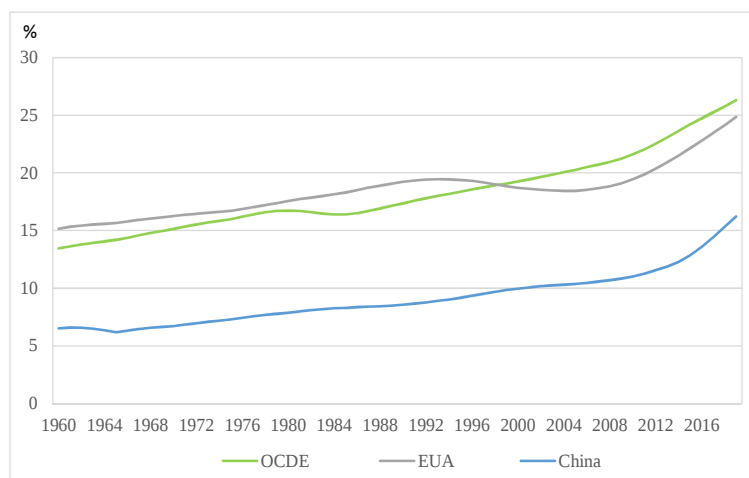
Uma vez mais interessa-nos perceber se tendências semelhantes se têm vindo a registar também na China. Para efeitos de melhor visualização, e comparação, colocámos também a informação sobre os EUA e sobre o conjunto dos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE).

**Figura 30. Rácio de dependência – população menor que 15 anos e maior de 64 anos
face à população ativa, na OCDE, EUA e China, em percentagem**



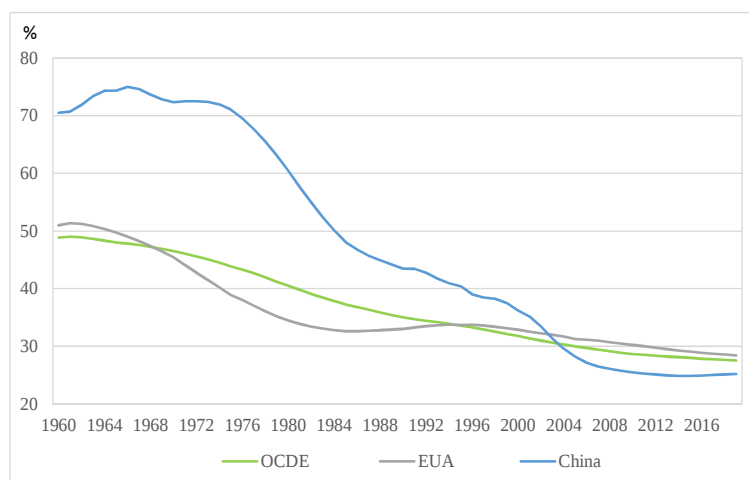
Fonte: World Bank, *World Development Indicators*

Figura 31. Rácio de dependência – população maior de 64 anos face à população ativa na OCDE, EUA e China, em percentagem



Fonte: World Bank, *World Development Indicators*

Figura 32. Rácio de dependência – população menor que 15 anos face à população ativa na OCDE, EUA e China, em percentagem

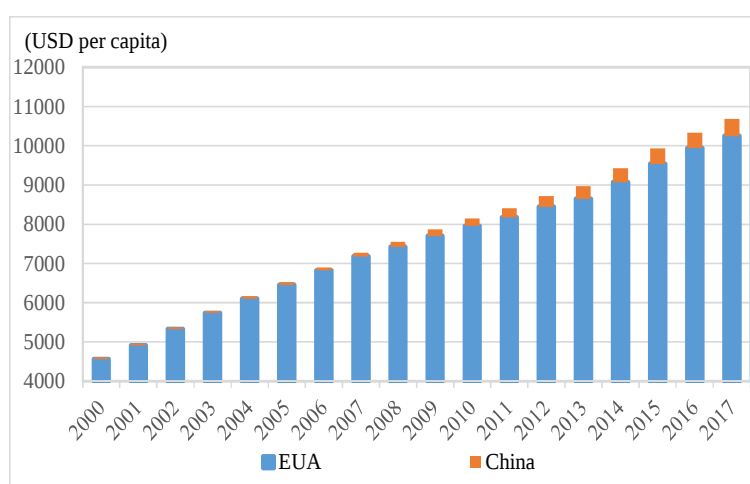


Fonte: World Bank, *World Development Indicators*

Os gráficos anteriores mostram que na China, depois de uma longa e significativa tendência para a diminuição do rácio de dependência desde os anos 60 do século XX, também se assistiu, nomeadamente a partir de 2010, a um incremento do rácio de dependência global mas ainda assim para níveis muito inferiores aos registados tanto na OCDE, em geral, como no caso particular dos EUA: em 2019, este indicador estava em 41,4% na China, ou seja, a população com menos de 15 anos e mais de 64 anos representava 41,4% da população ativa total, quando na OCDE era de 54,1% e nos EUA de 53,3%.

O corolário esperado desta transição demográfica observa-se desde logo no agravamento dos gastos de saúde que nos EUA em 2017 já ultrapassavam os 10 mil dólares por cidadão, quando no início do século XXI era de pouco mais de 4,5 mil dólares, isto é, um acréscimo médio anual de 4,7% ao ano, muito acima do crescimento do produto interno bruto (PIB). Por isso mesmo, como pode ser observado no gráfico subsequente, em percentagem do PIB, as despesas com saúde passaram de 12,5% para 17,1%, no mesmo período, sendo assim muito clara a pressão que o aumento dos rácios de dependência e o envelhecimento da população está a colocar nos recursos da sociedade norte-americana.

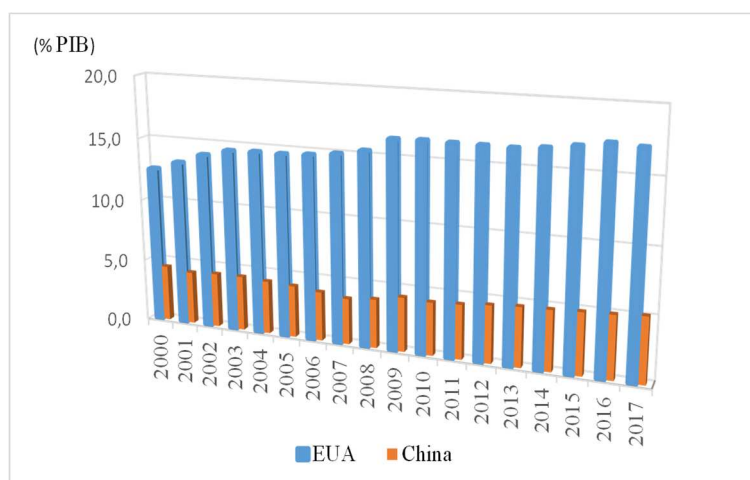
Figura 33. Despesas de saúde *per capita* – EUA e China, em dólares dos EUA



Fonte: Macrotrends Data Download

Na China, o montante dos gastos em saúde *per capita* tem naturalmente outra magnitude, atingindo em 2017 cerca de 440,8 dólares por pessoa, e o peso destes gastos no PIB também é bastante inferior ao registado nos EUA, representando, em 2017, cerca de 5,2%. No entanto, no período de 2000 a 2017, o crescimento médio anual das despesas de saúde foi de 14,8%, também aqui elucidativo quanto às pressões acrescidas sobre os recursos da sociedade decorrentes do envelhecimento populacional.

Figura 34. Despesas de saúde – EUA e China, em percentagem do produto interno bruto



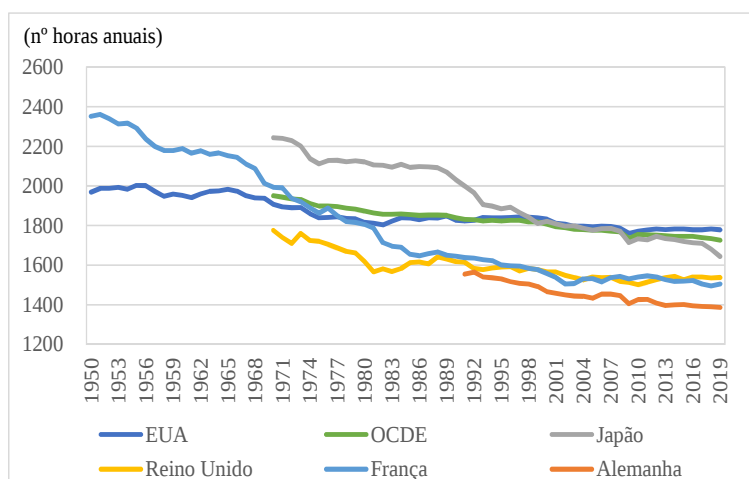
Fonte: Macrotrends Data Download

Um estabilizador automático destes movimentos demográficos poderia ser encontrado no tempo de prestação de trabalho. Isto é, perante um envelhecimento da população, o correspondente aumento dos rácios de dependência e os desafios, nomeadamente em termos de financiamento da segurança social e das despesas de saúde para os Estados, poderia admitir-se que uma população ativa relativamente estabilizada teria de trabalhar mais horas para compensar os restantes movimentos.

Todavia, o que se observa nas economias avançadas é exatamente o oposto, tanto para o conjunto dos países da OCDE, como para os EUA⁹³. Assim, em 1970, em média um trabalhador nos países da OCDE dedicava por ano cerca de 1950 horas ao trabalho, passando em 2019 para aproximadamente 1730 horas. Nos EUA, no mesmo período, o número médio de horas trabalhadas passou de 1900 para cerca de 1780. Por curiosidade, mas reforçando ainda mais a tendência evidenciada, em 1950 cada norte-americano trabalhava em média 1970 horas por ano.

⁹³ Não foi possível obter estes dados para a China.

Figura 35. Horas de trabalho anuais – OCDE e seleção de países, número de horas



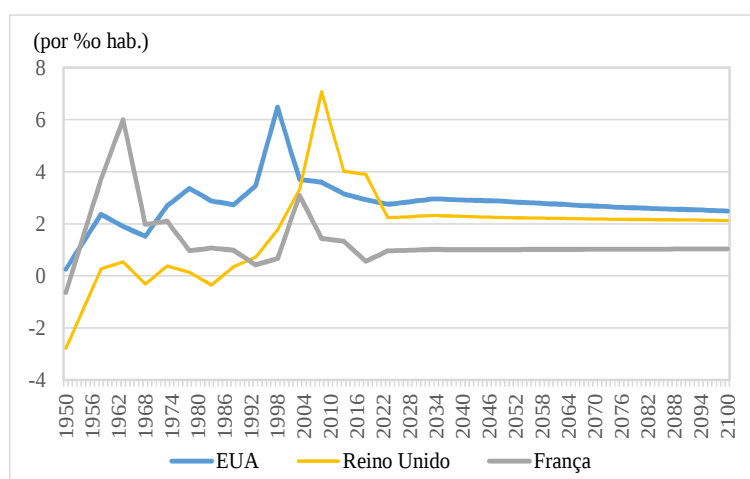
Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE)

Poderia pensar-se que a evolução das relações de trabalho nos países da OCDE privilegia a redução do horário de trabalho e, deste modo, estaria assim justificada a diminuição do número médio de horas de trabalho, o que num contexto de eventuais ganhos de produtividade até seria suscetível de compensar os efeitos negativos no crescimento económico.

Acontece, como vimos anteriormente, que esses ganhos de produtividade não existiram e são justamente uma das razões invocadas, mesmo pelos detratores da tese da estagnação secular, para a estabilização do crescimento económico nas últimas décadas, num racional que passa muito pela definição de ciclos da tecnologia e pela asserção de que estaríamos num ciclo algo recessivo dessa tecnologia.

Nesse caso, seria de esperar que ao menos nas principais economias avançadas fosse visível um reforço da emigração, como forma de compensar uma população mais envelhecida, uma diminuição da população ativa em termos relativos e uma menor disponibilidade dessa população trabalhadora para aumentar as suas horas de trabalho. No entanto, como pode ser observado no gráfico seguinte, nada disso aconteceu: entre 1998 e 2020, a emigração líquida nos EUA passou de 6,48 para 2,86 emigrantes por cada mil habitantes. Movimentos semelhantes, com algum *lag* temporal, são evidenciados em França e no Reino Unido.

Figura 36. Emigração líquida – EUA, Reino Unido e França, por mil habitantes



Fonte: Macrotrends Data Download. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões.

Em jeito de conclusão e de comentários finais a propósito da caracterização da estagnação secular que efetuámos neste capítulo, começaríamos por sugerir que porventura o indicador central para avaliar a eventual estagnação das economias, ou seja a sua capacidade de criar riqueza, aponta com muito razoável probabilidade para a inexistência de sinais de que a ela estejamos a assistir na China, apenas se podendo observar neste caso algum abrandamento do crescimento económico. Pelo contrário, parece muito evidente, nomeadamente a partir das séries alisadas, que o crescimento do produto nas economias avançadas está perigosamente próximo de zero por cento, revelando uma muito longa tendência para este nível, tanto nos EUA como na Área do euro. Talvez ainda mais ameaçador, do ponto de vista destas economias avançadas, são os visivelmente baixos níveis de utilização dos recursos que têm caracterizado as últimas décadas, sinal de excesso de capacidade instalada que deixa muito pouca margem para um crescimento mais acentuado do produto interno bruto, ao menos no que diz respeito aos impulsos do lado da oferta.

Analísámos também uma segunda dimensão importante da estagnação secular, associada à inflação e às taxas de juro reais, sendo possível inferir desse estudo que nos EUA e na Área do euro se tem observado uma significativa descida das taxas de juro reais, tanto a curto como a longo prazo, e a respetiva aproximação a níveis próximos ou abaixo de zero por cento, materializando-se assim a *zero lower bound* característica da tese da estagnação secular. Ora, mais uma vez em contraponto das economias avançadas, na China esse movimento não é nada claro e, pelo contrário, em 2020, até se observa algum aumento das taxas de juro reais.

A terceira dimensão corresponde aos fluxos de capitais e à hipótese também frequentemente presente na análise científica da estagnação secular de que estaria a existir um desequilíbrio entre a tradicional igualdade da poupança e do investimento, com aquela a situar-se em níveis superiores ao investimento nas economias avançadas, também pelo efeito dos fluxos de capitais dos mercados emergentes, com fortes excedentes das respetivas balanças correntes, rumo a economias como os EUA. Aqui a dúvida é mais substancial, num contexto em que parece ter-se registado um aumento muito generalizado dos níveis de poupança (portanto, também em boa parte das economias emergentes e certamente na China), medidos pelo rácio entre o saldo da balança corrente e o produto interno bruto. Curiosamente, a exceção parece ser justamente os EUA que, não obstante, beneficia do fluxo de capitais externos, rumo aos mercados de capitais. No entanto, não é tão clara a desaceleração do investimento, registando-se ao invés um aumento do seu peso, tanto nos EUA e na Área do euro, como na China, depois da crise financeira de 2007-2008, ainda que numa comparação dos primeiros vinte anos do século XXI com a década de oitenta e noventa do século passado se note uma desaceleração desta rubrica.

A quarta dimensão, que pela sua relevância foi objeto de um subcapítulo próprio, diz respeito à componente demográfica.

As duas maiores potências económicas do século XXI estão a passar por uma transição demográfica marcada pela estabilização do crescimento líquido da população: entre 1950 e 2020, a esperança média de vida à nascença nos EUA e na China passaram, respetivamente, de 68 e 43 anos, para 79 e 77 anos. A mortalidade registou um forte decréscimo entre 1950 e 2008, sobretudo na China, em que essa taxa passou de 23 mortos por cada mil habitantes para 6,8, enquanto nos EUA desceu de 9,6 para 8,1 mortos por mil habitantes. Mesmo sendo visível que desde 2008 a mortalidade tem vindo a aumentar e as previsões das Nações Unidas apontam para um significativo acréscimo ao longo do século XXI na China e, de menor magnitude, nos EUA, a queda da taxa de natalidade é muito expressiva, conforme pode ser constatado de seguida, e estima-se a continuação deste movimento ao longo do corrente século, perante a evolução da fertilidade. Deste modo, o envelhecimento/não rejuvenescimento da população é um dado marcante desta transição demográfica e deverá permanecer no médio e longo prazo como uma realidade em ambos os Estados.

Isto reflete-se num crescimento da população ativa cada vez menor, numa tendência especialmente significativa porque acompanhada pelo aumento muito acentuado da expectativa quanto aos anos que as mulheres e os homens irão permanecer na reforma, o que no caso das

primeiras passou de 14,6 para 22,5 anos entre 1970 e 2018 e, nos homens, de 10,6 para 17,8 anos. Ora, contrariamente ao que seria de esperar nestas circunstâncias, a idade média de reforma não está a aumentar.

Aumentam assim os rácios de dependência, tanto na China como nos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), embora no caso da China para níveis muito inferiores aos registados no conjunto da OCDE ou nos EUA.

E perante tudo isto o que acontece ao trabalho humano? Contrariamente ao que seria de supor por via da estabilização da população ativa, do aumento dos anos em que as pessoas permanecerão na reforma e, portanto, do acréscimo dos rácios de dependência, as relações de trabalho nos países da OCDE privilegiam a redução do horário de trabalho, o que por si só não seria um problema significativo se fosse compensado por ganhos de produtividade que amenizariam os efeitos negativos desta transição demográfica no crescimento económico.

Acontece, como vimos anteriormente, que esses ganhos de produtividade não existiram.

Outro estabilizador dos efeitos negativos para o crescimento económico, e para a estabilização da segurança social, seria o aumento do fluxo migratório rumo às economias avançadas em que a transição demográfica está a ser mais expressiva, como forma de compensar uma população mais envelhecida, uma diminuição da população ativa em termos relativos e uma menor disponibilidade dessa população trabalhadora para aumentar o número de horas de trabalho. Todavia, nada disso tem acontecido, bem pelo contrário.

Se acrescentarmos a este cenário o fortíssimo aumento das despesas em saúde, que uma população mais envelhecida naturalmente propicia, fica muito claro como a transição demográfica está provavelmente a ser um dos fatores mais decisivos para a materialização da estagnação secular e como, se porventura nela algum país já tiver entrado, dificilmente a solução para dela sair poderá olvidar medidas que combatam ou atenuam os efeitos da transição demográfica anteriormente apresentados.

Reforçando, como aliás veremos no capítulo IV deste trabalho, as medidas de política para evitar a estagnação secular, ou dela se poder sair, têm inevitavelmente que passar pela

demografia e pela necessidade de rejuvenescer a população, como linha mestra central da solução a implementar⁹⁴.

Em conclusão, desta caracterização da estagnação secular julgamos poder inferir pela validação empírica do fenómeno da forte desaceleração do crescimento económico nalgumas das principais economias avançadas nas últimas duas décadas, bem como do fenómeno de descida das taxas de juro nominais e reais nessas economias, nalguns casos com taxas de juro reais teimosamente negativas por um muito prolongado período de tempo. Por último, novamente com maior expressão nas economias avançadas, mostrou-se como são válidos os argumentos da transição demográfica e suas consequências na estagnação secular.

Pelo exposto, parece poder afirmar-se com elevado grau de probabilidade que os EUA estarão provavelmente muito próximos do início de um previsivelmente longo período de estagnação secular, provavelmente a maioria dos países europeus também, enquanto a China andar, pelo menos por agora, ainda longe desse cenário.

⁹⁴ Peri (2020) reforça a ideia de que uma das formas de ultrapassar, ou pelo menos atenuar, a transição demográfica pode passar pela imigração e por evitar obstáculos a esses movimentos, sobretudo nos países em que a transição demográfica está a ter impactos mais assinaláveis, nomeadamente as chamadas economias avançadas.

Capítulo III. ESTAGNAÇÃO SECULAR E SUAS CONSEQUÊNCIAS NA ESTRUTURA DE PODER GLOBAL – EUA VERSUS CHINA

No capítulo anterior apresentámos os motivos que nos levam a ponderar com elevado grau de probabilidade estarem as economias avançadas, e em particular a mais relevante de entre elas, os EUA, pela sua dimensão e poder global, presentemente próximo de um cenário de estagnação secular ou, pelo menos, a atravessar um período que se prevê muito longo de estabilização do crescimento económico a níveis muitíssimo baixos, claramente indiciadores de estagnação económica.

Nos EUA, os sinais deste processo são efetivamente muito consistentes, mesmo descontando que há pouco mais de uma década se assistiu à maior crise financeira desde a Grande Depressão de 1920/30, com consequências diretas naquela que ficou conhecida como a Grande Recessão de 2009, o que naturalmente condicionou fortemente o desempenho da (ainda) maior economia mundial.

Também foi possível demonstrar no capítulo II que os sinais que se observaram nas últimas décadas de estagnação secular estão longe de apontarem para um fenómeno global. O processo não é de todo generalizado à maior parte das nações do mundo, estando provavelmente muito confinado às pouco mais de três dezenas de países que integram o grupo que o Fundo Monetário Internacional designa de economias avançadas. Está, portanto, longe de ser uma realidade generalizada, muito menos de afetar a maioria das chamadas economias emergentes, à cabeça das quais se destaca, pela sua dimensão e importância regional e global, a China.

O que, diga-se, não deixa de ser interessante num mundo em que a globalização impera mas que talvez se compreenda quando se regista uma clara reordenação do poder económico global, que ao nível macroeconómico pode ser traduzido no progressivo aumento da preponderância e peso relativo das economias emergentes, em prejuízo das economias avançadas, provavelmente também por ser um fenómeno de estagnação do crescimento que não é de todo simétrico nos seus efeitos para os diferentes países e regiões do globo.

Sendo ainda cedo para avaliar de que forma a pandemia que atravessamos do *COVID-19* irá condicionar todos estes desenvolvimentos, parece já evidente que os seus efeitos serão os mais devastadores, nas suas consequências económicas, em mais de um século. Naturalmente, estando esta tese a ser ultimada em plena pandemia, não existe informação científica suficientemente segura para avaliar, por exemplo, se a mesma poderá agravar a assimetria no comportamento das diversas economias ou, quiçá, ser antes um detonador para uma profunda

recuperação, pós-pandemia, da economia mundial que possa aliás afastar inequivocamente qualquer cenário de estagnação secular.

A humildade intelectual própria da ciência deve recorda-nos, a este propósito, que o pai fundador do conceito da estagnação secular, ao menos no mundo contemporâneo, Alvin Hansen, viu a sua ideia ser ofuscada, no pós-Grande Depressão, precisamente porque esse acontecimento absolutamente anormal motivou um conjunto de políticas que justamente tinham sido, no essencial, identificadas pelo próprio Hansen como necessárias e eventualmente suficientes para combater os sinais de estagnação que, para ele, eram muito evidentes nos EUA.

Não afastamos, pois, a hipótese de que um conjunto de políticas económicas mais ousadas na sua definição e alcance possam vir a tornar-se necessárias para combater os efeitos da pandemia e venham a ter efeitos de mais longo prazo que pelo menos afastem por agora o cenário da estagnação secular.

Não sendo este, todavia, o nosso cenário central, nem nos parecendo algo muito provável pelo que exigiria de compromisso, coordenação e cooperação internacionais que parecem atualmente difíceis de conseguir, ainda assim a sua eventual materialização, repetimos, o afastamento ainda que temporário do cenário da estagnação, não afetará a segunda ideia chave, e talvez principal, deste trabalho.

E essa segunda ideia chave surge agora, neste capítulo. Trata-se de tentar demonstrar de que forma o argumento inicial, ou seja, que a estagnação secular é um facto nos EUA mas não o é na China impacta na economia e na organização social internacionais e, na medida em que acreditamos que o poder radica hoje em larga medida na dimensão económica⁹⁵, como pode isto afetar as estruturas de poder global.

Por outras palavras, no final deste capítulo espera-se que possamos ter contribuído para a perceção de que o “novo normal” em matéria de crescimento económico e, sobretudo, a assimetria clara entre os padrões de crescimento económico nos EUA e na China está progressivamente a contribuir para alterações na organização do poder global e da força relativa dos seus principais atores, com a clara ascensão da China e da sua influência global, acompanhada por indícios consistentes de perda da influência, nalguns aspetos até da hegemonia, dos EUA.

⁹⁵ Conforme se tentou evidenciar no Capítulo I a ideia da influência do poder económico nas dinâmicas do poder global é muito profusamente ilustrada pela literatura, não sendo este seguramente o contributo original do autor destas linhas.

Iremos observar esse fenómeno em múltiplas dimensões.

Depois de termos analisado a componente económica e financeira do chamado *hard power*, no que diz respeito às duas potências principais, iremos ainda detalhar num subcapítulo específico outros indicadores de *hard power*, começando pela vertente militar, em que observaremos a evolução das despesas, a venda de armas e sua evolução histórica e ainda as exportações de armamento norte-americanas e chinesas, bem como os principais destinos dessas exportações.

Numa outra dimensão do *hard power* iremos observar os indicadores a nível da investigação e desenvolvimento (I&D), começando pela evolução do investimento efetuado em I&D, total e pelo setor privado, para posteriormente incidirmos a nossa análise em dados como o número de investigadores existentes por cada mil habitantes, as patentes que cada país registou (e a importância nomeadamente das patentes no setor da tecnologia da informação e da comunicação) e as quotas de mercado dos EUA, China e alguns países europeus no que diz respeito às exportações de alguns dos mais significativos setores em termos tecnológicos, nomeadamente a indústria farmacêutica, aeroespacial e das tecnologias da informação e da comunicação.

Por último, apresentaremos indicadores compósitos de *hard power*, designadamente o indicador composto de capacidade nacional, o indicador de poder de fogo global e o índice de militarização global. Daremos uma atenção especial ao fenómeno da digitalização da economia global e à utilização da *internet*, para o que veremos os diferentes graus de utilização da *internet* por país, a evolução em matéria de informação e tecnologia e os desenvolvimentos a estes níveis entre países e ao longo do tempo (através de um índice de tecnologias da informação e de comunicação), bem como a forma como a segurança do ciberespaço é assegurada (observada a partir de um índice de segurança global) e, por último, o desenvolvimento dos serviços públicos através da *internet*.

Na componente do *soft power* optamos por analisar preferencialmente um conjunto de indicadores compósitos, que condensam as várias dimensões do fenómeno e os seus respetivos indicadores mais apropriados. Começaremos por observar o chamado *Soft Power 30*, que engloba um conjunto de indicadores objetivos, em dimensões como a governação, a digitalização, a cultura, a empresa, o compromisso e a educação, bem como indicadores obtidos em inquéritos de opinião, mais subjetivos, em temas tão diversos como a gastronomia local, os produtos tecnológicos, a simpatia do povo, a cultura, os bens de luxo, a política externa e a atratividade do país para viver, trabalhar ou estudar.

Ainda na componente do poder suave trabalhamos os resultados do *Global Soft Power Index*, alicerçado nas dimensões da familiaridade, influência e reputação, em pilares que vão desde os negócios e o comércio, à cultura, passando pela governança e pela educação e ciência, bem como, entre outros, o inquérito do *Pew Research Center*, nomeadamente na avaliação efetuada por um vastíssimo conjunto de cidadãos de largas dezenas de países sobre o poder económico dos Estados e a sua opinião, mais ou menos favorável, desses Estados.

Antes de tudo isto, interessa-nos discutir as principais consequências que advém do fenómeno da estagnação secular, numa perspetiva económica, financeira e social, o que faremos já no subcapítulo seguinte.

III.1. As alterações nos equilíbrios do poder global pela via económica, financeira e social

A estagnação secular irá muito provavelmente ter como consequência o aumento das desigualdades na distribuição do rendimento, tanto a nível internacional, como nas várias camadas sociais da população, entre trabalhadores por conta de outrem e por conta própria, entre os diversos setores de atividade, entre diferentes géneros, entre jovens e idosos.

Se a médio e longo prazo o agravamento das desigualdades poderá ter efeitos significativos nos equilíbrios do poder global, o que ocorrer a nível da distribuição do rendimento a nível internacional será provavelmente marcante para a evolução desses equilíbrios, razão suficiente para o destaque que pretendemos dar ao tema.

Deste modo, na vertente económica, evidenciada no ponto III.1.1., analisaremos a evolução do produto interno bruto a preços correntes e em paridade de poder de compra, com referência na comparação entre economias avançadas e economias emergentes e, também, entre os EUA e a China, demonstrando a ascensão desta última ao topo da escala mundial, de que está a afastar progressivamente os EUA.

Iremos ainda observar o comportamento das respetivas balanças de pagamentos e, em especial, da balança corrente, cujo padrão de décadas, caracterizado por excedentes das economias emergentes (catapultados evidentemente pelos massivos excedentes da China) e défices do conjunto das economias avançadas, induzidos sobretudo pelos défices norte-americanos, parece estar a mudar, pelo menos desde 2014. Ainda no âmbito das balanças, averiguaremos até que ponto se tem intensificado a influência chinesa no mundo, nomeadamente por se tornar no principal exportador, e por vezes também o principal importador, de um conjunto importante de zonas do globo, nomeadamente a África e a América Latina, para não falar já da Ásia e dos

próprios EUA, cuja dependência comercial da China não pára de aumentar. Fará também parte dessa análise a avaliação da situação comercial da União Europeia, durante décadas a principal potência comercial mundial e que, estando embora a perder o seu peso em relação ao observado até aos anos setenta do século XX, continua a ser o centro do comércio intrarregional do mundo e provavelmente também a principal potência comercial mundial.

Na vertente orçamental, é notória a degradação das contas públicas nos EUA, refletida em saldos orçamentais cada vez mais negativos face ao produto interno bruto e, por consequência, numa acumulação massiva de dívida pública que coloca sérios riscos de sustentabilidade a médio e longo prazo. Veremos que na China a situação orçamental é bastante mais confortável, oferecendo porventura uma margem de manobra mais confortável para enfrentar períodos de recessão económica que os EUA não terão sem correrem o risco de ser perçecionado que estão a pôr em causa a sustentabilidade da sua dívida pública.

A segunda dimensão potencialmente impactante para os equilíbrios de poder globais que será analisada neste subcapítulo é a financeira, desde logo a avaliação de um fenómeno muito curioso, ou seja, o comportamento em bolha, quiçá especulativa, do mercado acionista, tanto nos EUA como na China, o que não deixa de ser estranho num contexto de fragilidade da economia, nomeadamente dos EUA, mas pode ser associado ao contexto de *zero lower bound* que se vive nas economias avançadas.

Na vertente financeira é ainda importante analisar o comportamento do mercado obrigacionista de dívida pública, onde é muito clara a tendência para a forte diminuição das taxas de rendibilidade, facilitando o financiamento pelos Estados das suas, em geral, elevadas necessidades de financiamento perante orçamentos tendencialmente desequilibrados, mas propiciando movimentos de procura de rendimento que, em consequência, irão propiciar comportamentos de risco e a formação de bolhas especulativas nos mercados financeiros.

Não sendo claro que os mercados emergentes estejam imunes a estes comportamentos que podem pôr em causa a estabilidade de setor financeiro e, desse modo, contribuir também para alterações ao nível da Geopolítica e do poder global, o exemplo da crise financeira de 2007/2008 parece trazer uma mensagem clara: talvez pela primeira vez, assistimos a uma crise financeira expressiva em que a “constipação” das economias avançadas não se traduziu numa “pneumonia” das economias emergentes, as quais, pelo contrário, parece terem passado relativamente “ao lado” da crise. Numa frase, os mercados emergentes estarão hoje mais imunes aos problemas que uma engenharia financeira mais sofisticada cria às economias mais

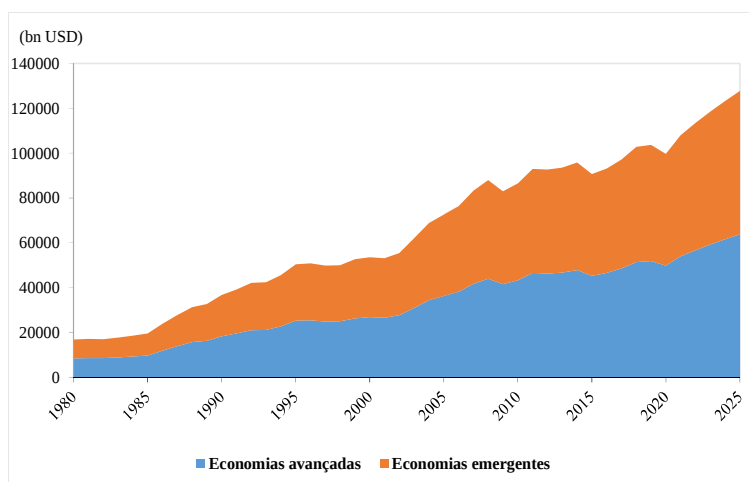
avanzadas e, porventura, também menos dependentes dos fluxos de capitais internacionais que, no passado ainda recente, eram suscetíveis de provocar danos massivos nesses mercados emergentes⁹⁶.

Ainda a nível financeiro, veremos que não é evidente um aumento relevante da importância da China no seu papel internacional, nomeadamente quando se observa o peso da sua moeda, o *yuan*, nas reservas cambiais detidas a nível internacional, muito influenciadas pelos investimentos dos bancos centrais (e que se situa ainda próximo de 2%), bem como na capacidade de emitir dívida nos mercados internacionais.

III.1.1. A vertente económica e suas consequências nos equilíbrios do poder global

Nas últimas quatro décadas assistiu-se a uma progressiva diminuição das desigualdades na distribuição da riqueza entre o grupo constituído pelas economias avançadas e o grupo que agrega as economias emergentes⁹⁷, como pode ser constatado no gráfico seguinte.

Figura 37. Produto Interno Bruto – Economias avançadas versus Emergentes



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*.
Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

Enquanto em 1980 o produto interno bruto a preços correntes do conjunto das economias avançadas pesava 76% do total e do conjunto dos mercados emergentes 24%, em 2019, esses

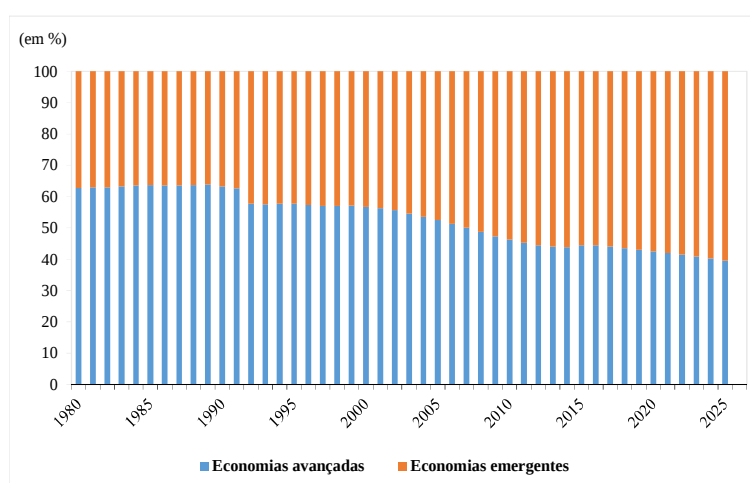
⁹⁶ Recorde-se o exemplo da crise cambial asiática de 1997, que depois impulsionou as crises cambiais russa, em 1998, e brasileira, em 1999, que, tendo embora um conjunto de causas muito complexo, foi também o resultado do retorno de capitais aos EUA perante a subida das taxas de juro promovida pela Reserva Federal norte-americana.

⁹⁷ O FMI identifica 39 países no grupo das economias avançadas e 154 países no das economias emergentes.

níveis eram de 59% e 41%, prevendo o FMI que em 2025 as economias avançadas pesem “apenas” 56% do PIB mundial. Ou seja, em pouco mais de quatro décadas, uma perda do peso das economias avançadas na ordem dos 20 pontos percentuais.

Este fenómeno é ainda mais evidente quando utilizamos outra medida, bem mais indicada para comparações internacionais, que é o produto interno bruto em paridade de poder de compra, conforme o gráfico seguinte.

Figura 38. Produto Interno Bruto em paridade de poder de compra – Economias avançadas versus Emergentes, em percentagem



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook*, October 2020. Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

Em 1980, o produto interno bruto em paridade de poder de compra das economias emergentes representava apenas 37% do total, elevando-se o seu peso a 57% em 2019 e prevendo o FMI que em 2025 atinja 60% do total. Desde 2008 que esta medida da riqueza gerada no mundo apresenta um contributo dos mercados emergentes superior ao das economias avançadas.

O quadro seguinte mostra a evolução do produto interno bruto, a preços correntes e expressos em dólares dos EUA naquelas que são hoje as dez maiores economias mundiais, no primeiro ano das últimas cinco décadas. Mantendo-se a economia norte-americana ao longo do período de quarenta anos sempre como a maior economia mundial, entre 1980 e 2020 existem dois movimentos de alguma magnitude, correspondentes à ascensão da Índia, da nona para a sexta posição mundial e de França, da quarta para a sétima posição. Mas a alteração mais significativa é a da China, que em 1980 ocupava a nona posição mundial com um produto interno bruto pouco mais de 10% da congénere norte-americana e, quarentas anos volvidos, é a segunda maior economia mundial com um PIB quase triplo do japonês e cerca de 70% do

PIB dos EUA. E, a acreditar nas projeções do FMI, em apenas cinco anos, até 2025, a China aproximar-se-á dez pontos percentuais dos EUA e passará a ter um PIB cerca de 90% do norte-americano e, a manter-se a trajetória recente, até 2030 será a maior economia mundial.

Quadro 5. Produto Interno Bruto a preços correntes, em bilhões de dólares dos EUA – Top 10 mundial

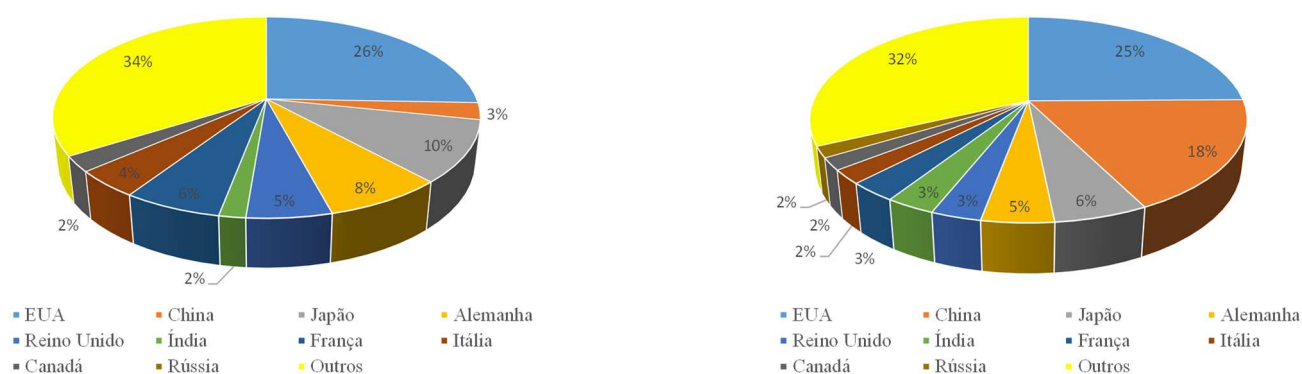
	1980		1990		2000		2010		2020 ^P		2025 ^P	
	Valor (bilhões USD)	Ranking Mundial	Valor (bilhões USD)	Ranking Mundial	Valor (bilhões USD)	Ranking Mundial	Valor (bilhões USD)	Ranking Mundial	Valor (bilhões USD)	Ranking Mundial	Valor (bilhões USD)	Ranking Mundial
EUA	2857	1º	5963	1º	10252	1º	14992	1º	20807	1º	25783	1º
China	303	7º	397	8º	1206	6º	6034	2º	14861	2º	23030	2º
Japão	1105	2º	3133	2º	4888	2º	5700	3º	4911	3º	6014	3º
Alemanha	854	3º	1599	3º	1949	3º	3402	4º	3781	4º	5041	4º
Reino Unido	604	5º	1194	5º	1661	4º	2478	6º	2638	5º	3357	7º
Índia	189	9º	327	9º	477	9º	1708	8º	2593	6º	3959	5º
França	702	4º	1272	4º	1366	5º	2647	5º	2551	7º	3412	6º
Itália	482	6º	1169	6º	1147	7º	2138	7º	1848	8º	2388	8º
Canadá	276	8º	596	7º	745	8º	1617	10º	1600	9º	2193	9º
Rússia	-	-	-	-	278	10º	1633	9º	1464	10º	1894	10º

P - valor previsto.

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*

O gráfico seguinte mostra os pesos relativos do produto interno bruto face ao total mundial, em 1980 e em 2020, sendo clara a ascensão da China, que em 1980 apenas representava 3% do produto interno bruto mundial, para em 2020 atingir 18% do PIB mundial, num movimento que se deveu mais à perda de importância relativa das economias avançadas europeias do que propriamente dos EUA, cujo peso mundial caiu apenas um ponto percentual neste intervalo de quarenta anos.

Figura 39. Peso do Produto Interno Bruto face ao total mundial – Top 10, em 1980 (figura esquerda) e 2020 (figura direita)



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*

Mas esta análise ganha ainda outra dimensão quando observamos o indicador do produto interno bruto definido em paridade de poder de compra⁹⁸.

Como se constata, para além da ascensão da Índia ao 3º lugar, em que substituiu o Japão já no século XXI (mais precisamente, desde 2009), o movimento mais relevante é aquele que corresponde ao destonar dos EUA como maior economia mundial pela China, a partir de 2017. E, desde então, o fosso entre o produto em paridade de poder de compra chinês e norte-americano tem vindo a acentuar-se, prevendo o FMI que em 2025 essa diferença seja de aproximadamente 40%.

Quadro 6. Produto Interno Bruto a preços correntes em paridade de poder de compra, em biliões de dólares dos EUA – Top 10 mundial

	1980		1990		2000		2010		2020 ^P		2025 ^P	
	Valor (biliões USD)	Ranking Mundial	Valor (biliões USD)	Ranking Mundial	Valor (biliões USD)	Ranking Mundial	Valor (biliões USD)	Ranking Mundial	Valor (biliões USD)	Ranking Mundial	Valor (biliões USD)	Ranking Mundial
EUA	2857	1º	5963	1º	10252	1º	14992	1º	20807	2º	25783	2º
China	303	8º	1108	6º	3661	2º	12287	2º	24162	1º	35882	1º
Japão	1045	2º	2452	2º	3419	3º	4485	4º	5236	4º	6160	4º
Alemanha	856	3º	1619	3º	2401	4º	3219	5º	4454	5º	5494	5º
Reino Unido	496	6º	997	7º	1564	8º	2268	8º	2979	7º	3773	7º
Índia	372	7º	963	8º	2027	5º	5161	3º	8681	3º	13909	3º
França	579	5º	1113	5º	1682	6º	2345	7º	2954	8º	3759	8º
Itália	615	4º	1154	4º	1665	7º	2114	9º	2415	9º	2972	9º
Canadá	289	9º	565	9º	918	10º	1359	10º	1809	10º	2297	10º
Rússia	-	-	-	-	1540	9º	3039	6º	4022	6º	4942	6º

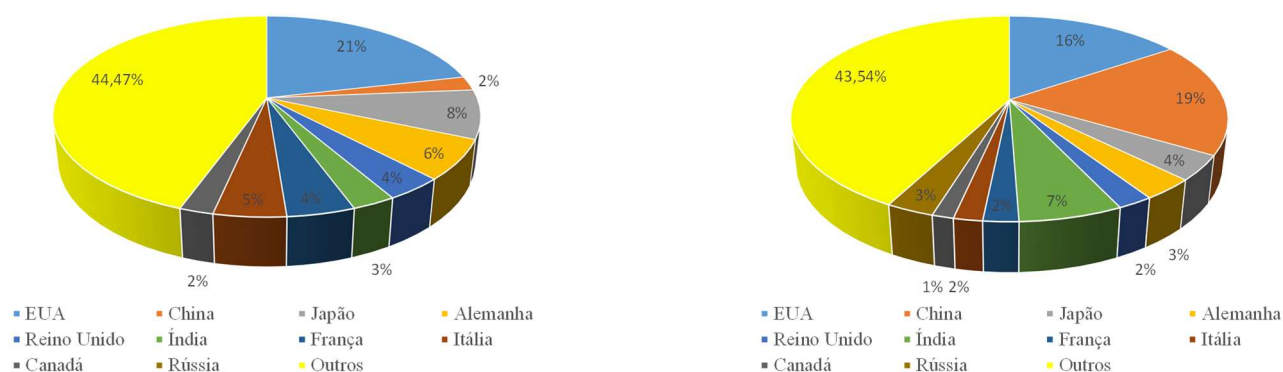
P - valor previsto.

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*

À semelhança do efetuado para o produto interno bruto a preços correntes, o gráfico seguinte mostra os pesos relativos do produto interno bruto em paridade de poder de compra face ao total mundial, em 1980 e em 2020. É muito notório o aumento do peso da China, de 2% para 19% do total mundial, e neste caso também da Índia, de 3% para 7% do PIB em paridade de poder de compra. Todavia, contrariamente aos dados do PIB a preços correntes, as perdas não são apenas observadas nas economias avançadas europeias mas também nos EUA, com o PIB em paridade de poder de compra a passar, em quarenta anos, de 21% do total mundial para 16% desse total, perante uma clara perda de riqueza da população norte-americana no contexto global.

⁹⁸ A comparação do produto interno bruto entre dois ou mais países não permite uma precisão absoluta em termos da prosperidade das respetivas populações, face aos diferentes preços em cada uma delas. Ao definir o produto em paridade de poder de compra está-se a determinar o que se pode efetivamente adquirir em termos internacionais com a riqueza gerada na economia, ou seja, relaciona-se o poder aquisitivo com o custo de vida no país.

Figura 40. Peso do Produto Interno Bruto em paridade de poder de compra face ao total mundial – Top 10, em 1980 e 2020



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*

A questão que se coloca é o que acontecerá no futuro num contexto de estagnação secular. Irá esta afetar essencialmente as economias avançadas, reforçando ainda mais esta maior equidade na distribuição de riqueza ou, pelo contrário, os ventos frontais irão afetar mais significativamente as economias emergentes?

O exemplo recente da crise financeira de 2007/2008 e das suas repercussões em matéria de crescimento económico dá-nos algumas boas pistas sobre o que poderá ocorrer. Vejamos o quadro seguinte, que expressa a taxa média de crescimento do produto interno bruto em diferentes regiões e dois subperíodos, entre 1998 e 2007 e entre 2007 e 2019, sendo naturalmente a fronteira destes dois subperíodos definida em função da crise financeira.

Quadro 7. Evolução do PIB antes e depois de 2007, em percentagem

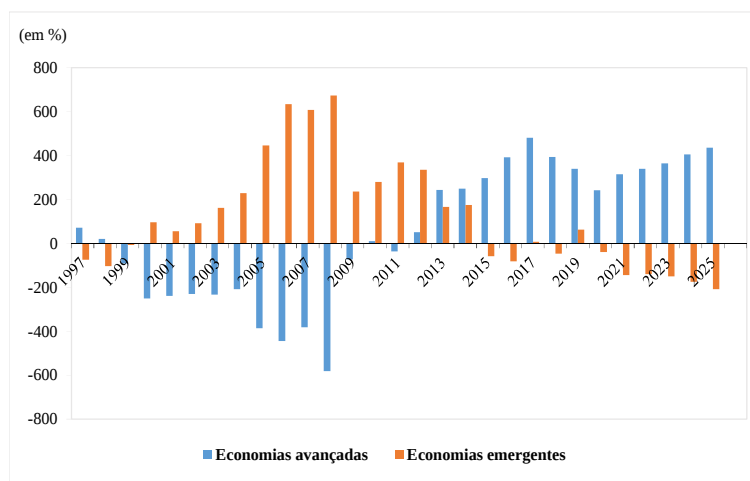
	1998-2007	2008-2019	Variação
Mundo	4,2	3,3	-0,9
Economias Avançadas	2,8	1,4	-1,4
Economias emergentes e em desenvolvimento	5,8	4,9	-0,9
Ásia emergente e em desenvolvimento	7,6	7,1	-0,5
Europa emergente e em desenvolvimento	5,2	2,4	-2,7
América Latina e Caraíbas	3,1	1,8	-1,3
Médio Oriente e Norte África	5,4	3,3	-2,1
África Sub-Sahariana	5,1	4,2	-0,8

Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook, October 2020*, dados trabalhados pelo autor

É notória a diferenciação nos impactos da crise financeira no crescimento económico das diversas regiões, desde logo entre as economias avançadas e as economias emergentes, tendo-se observado nestas uma diminuição do crescimento pós-2007 de 0,9% ao ano, que compara com 1,4% de decréscimo nas economias avançadas. E entre as economias emergentes também se notam comportamentos bem distintos, com fortíssimos impactos na Europa Emergente e Médio Oriente e Norte de África (-2,7 pontos percentuais e -2,1 pontos percentuais ao ano, respetivamente) que compara com variações muito mais ligeiras na Ásia emergente (-0,5 pontos percentuais ao ano).

Ora, este maior equilíbrio na distribuição internacional da riqueza aconteceu mesmo com a quebra de um paradigma que esteve associado durante muitos anos ao comportamento das economias emergentes, isto é, o de alicerçarem o seu crescimento económico num modelo baseado no setor externo, no crescimento intenso das exportações. Como pode ser avaliado no gráfico seguinte, o saldo da balança corrente deste grupo de países deixou de ser positivo, prevendo o FMI um aumento progressivo, e intenso, dos saldos negativos, perante menores excedentes comerciais e, sobretudo, perante fluxos de capitais que começam a ter padrões de comportamento idênticos aos das economias avançadas, nomeadamente em matéria de turismo e fluxos associados às migrações.

Figura 41. Balança Corrente – Economias avançadas versus Emergentes



Fonte: Fundo Monetário Internacional, *World Economic Outlook*, October 2020.

Os dados a partir de 2020 não são observados, tratando-se de previsões do FMI.

Vamos detalhar um pouco mais a vertente comercial, não apenas porque é de longe a rubrica com maior peso na balança corrente, mas também pelo seu impacto na projeção de um país a

nível internacional e pelo que pode significar na construção de alianças regionais que, progressivamente, podem ser traduzidas numa reorganização da geografia do poder mundial.

O quadro seguinte contempla os dados referentes ao comércio internacional de mercadorias e de serviços, identificando os dez países principais exportadores e importadores em 2019. Como pode ser facilmente constatado, a China é atualmente o maior exportador mundial de mercadorias, com 13,2% do total, logo seguido pelos EUA com 8,7%. Quando observamos as exportações de serviços, aí o panorama altera-se, assumindo os EUA a posição cimeira, com 14,1% do total, representando os 282 mil milhões de dólares norte-americanos que a China exportou de serviços em 2019 apenas 4,6% do total mundial.

Quadro 8. Comércio internacional de mercadorias e de serviços – exportações e importações, por país (top 10), em 2019

Mercadorias						Serviços					
Exportações			Importações			Exportações			Importações		
Ranking	País	Valor (mM USD)	Ranking	País	Valor (mM USD)	Ranking	País	Valor (mM USD)	Ranking	País	Valor (mM USD)
1	China	2499	1	EUA	2568	1	EUA	853	1	EUA	564
2	EUA	1646	2	China	2077	2	Reino Unido	412	2	China	497
3	Alemanha	1489	3	Alemanha	1234	3	Alemanha	335	3	Alemanha	363
4	Holanda	709	4	Japão	721	4	França	287	4	Irlanda	321
5	Japão	706	5	Reino Unido	692	5	China	282	5	Reino Unido	279
6	França	570	6	França	651	6	Holanda	262	6	França	263
7	Coreia do Sul	542	7	Holanda	636	7	Irlanda	239	7	Holanda	246
8	Hong Kong	535	8	Hong Kong	578	8	Índia	214	8	Japão	202
9	Itália	533	9	Coreia do Sul	503	9	Singapura	205	9	Singapura	199
10	Reino Unido	469	10	Índia	484	10	Japão	201	10	Índia	178

Fonte: World Trade Organization, *World Trade Statistic Review 2020, Chapter VI, p. 82 e 84*

Mas os dados eventualmente mais curiosos, porque podem ser suscetíveis de confirmar a verdadeira (grande) dimensão do comercial da China no contexto mundial, são efetivamente as importações de mercadorias. Ainda que “a grande fábrica do mundo”, como é frequentemente designada, materialize nas suas importações quantidades assinaláveis de matérias-primas que irão depois ser transformadas para venda de produtos finais, em larga medida nos mercados externos, a verdade é que a posição atual da China como segundo maior importador mundial de mercadorias, com 10,8% do total e próximo do maior importador (os EUA, com cerca de 13,4%) não pode ser explicada apenas por este facto.

Como se pode constatar no quadro seguinte, mesmo retirando os bens intermédios, utilizados na produção de bens que provavelmente irão ser em larga medida exportados, onde a China ocupa destacadamente o primeiro lugar mundial, ainda assim esta continua a ser a segunda

economia mundial mais importadora, ou seja, é a segunda potência comercial mundial em importação de bens para consumo final.

Quadro 9. Importações de bens finais e de bens intermédios, top 5, em 2018 e mil milhões de dólares dos EUA

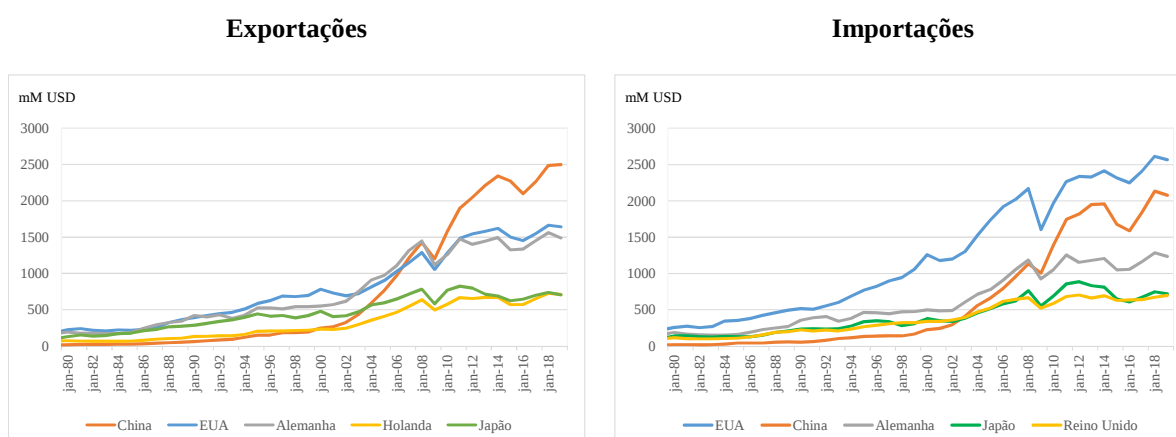
Ranking	País	Importações Totais	Importações bens intermédios	Importações bens finais
1	EUA	2614	981	1634
2	China	2136	1297	839
3	Alemanha	1284	618	666
4	Japão	748	293	455
5	Reino Unido	672	277	395

Fonte: World Trade Organization, *World Trade Statistic Review 2020, Chapter VI, p. 123*, dados trabalhados pelo autor

Tentaremos demonstrar ao longo das próximas páginas que é muito provavelmente um erro considerar o envolvimento da China no comércio internacional na atualidade como assimétrico.

O gráfico seguinte evidencia a evolução das exportações dos países atualmente nas cinco posições cimeiras do *ranking* mundial, sendo muito evidente que o século XX viu nascer uma nova potência comercial, naturalmente a China, e que depois da crise financeira de 2007-2008 se intensificou a tendência para este país ser efetivamente a primeira economia mundial no que ao comércio de mercadorias diz respeito.

Figura 42. Evolução das exportações e das importações de mercadorias desde 1980 – Top 5 mundial, em mil milhões de dólares dos EUA



Fonte: World Trade Organization

Quando observamos a evolução de muito longo prazo do peso das exportações na América do Norte, Europa e Ásia em relação ao total mundial é possível concluir que a América do Norte tem vindo a reduzir substancialmente o seu peso no comércio internacional, para o que contribuiu maioritariamente o comportamento das exportações dos EUA, que passaram de 21,6% do total mundial, em 1948, para 9% em 2019. O peso da Europa no período em análise ainda revela algum aumento, embora depois do máximo atingido na década de setenta do século XX se esteja a assistir também a uma progressiva diminuição do respetivo peso, que em 2019 se situou em 37,7%. Na Ásia, o cenário é totalmente diferente, assistindo-se a um constante incremento da sua quota mundial, que se aproxima em 2019 dos valores europeus (34,0%). E na Ásia são também notórios três movimentos: a perda de importância relativa do Japão, desde finais do século XX, o aumento progressivo de um grupo de seis países da Ásia Oriental e, *last but not least*, o fortíssimo aumento do peso da China ao longo dos primeiros dezanove anos do século XXI, mais do que triplicando o seu peso internacional.

Quadro 10. Evolução das exportações por zona geográfica e país, em percentagem do total, desde 1948

	Exportações							
	1948	1953	1963	1973	1983	1993	2003	2019
América Norte	28,1	24,8	19,8	17,3	16,8	17,9	15,8	13,9
EUA	21,6	14,6	14,3	12,2	11,2	12,6	9,8	9,0
Europa	35,1	39,4	47,8	50,9	43,5	45,3	45,9	37,7
Alemanha	1,4	5,3	9,3	11,7	9,2	10,3	10,2	8,1
Holanda	2,0	3,0	3,6	4,7	3,5	3,8	4,0	3,9
França	3,4	4,8	5,2	6,3	5,2	6,0	5,3	3,1
Reino Unido	11,3	9,0	7,8	5,1	5,0	4,9	4,2	2,6
Ásia	14,0	13,4	12,5	14,9	19,1	26,0	26,1	34,0
China	0,9	1,2	1,3	1,0	1,2	2,5	5,9	13,6
Japão	0,4	1,5	3,5	6,4	8,0	9,8	6,4	3,8
Índia	2,2	1,3	1,0	0,5	0,5	0,6	0,8	1,8
Austrália e Nova Zelândia	3,7	3,2	2,4	2,1	1,4	1,4	1,2	1,7
G6 Ásia Oriental ¹	3,4	3,0	2,5	3,6	5,8	9,6	9,6	9,6

1 - Hong Kong, Coreia do Sul, Malásia, Singapura, Taiwan e Tailândia.

Fonte: World Trade Organization, *World Trade Statistic Review 2020, Chapter VI, p. 80*

Análise idêntica foi efetuada para as importações, com conclusões bastante diferenciadas face ao observado nas exportações, nomeadamente no que diz respeito à América do Norte, em que se regista uma certa estabilidade ao longo deste período muito longo. Na Europa, observa-se uma marcada diminuição do peso das suas importações no contexto mundial, particularmente significativo a partir dos anos setenta, aliás em sintonia com o observado nas exportações,

embora a dinâmica da perda de peso relativo das importações seja mais acentuada. Ora, e o que acontece na Ásia? Exatamente o mesmo padrão que observámos nas exportações, num novo indício de que o envolvimento comercial desta zona geográfica se tornou ao longo dos últimos anos claramente simétrico.

Quadro 11. Evolução das importações por zona geográfica e país, em percentagem do total, desde 1948

	Importações							
	1948	1953	1963	1973	1983	1993	2003	2019
América Norte	18,5	20,5	16,1	17,2	18,5	21,3	22,7	18,6
EUA	13,0	13,9	11,4	12,4	14,3	15,9	17,1	13,7
Europa	45,3	43,7	52,0	53,3	44,1	44,5	44,3	36,5
Alemanha	2,2	4,5	8,0	9,2	8,1	9,0	8,0	6,6
Holanda	13,4	11,0	8,5	6,5	5,3	5,5	5,2	3,7
França	5,5	4,9	5,3	6,4	5,6	5,7	5,2	3,5
Reino Unido	3,4	3,3	4,4	4,8	3,3	3,3	3,5	3,4
Ásia	13,9	15,1	14,1	14,9	18,5	23,5	23,8	32,2
China	0,6	1,6	0,9	0,9	1,1	2,7	5,4	11,0
Japão	1,1	2,8	4,1	6,5	6,7	6,4	5,0	3,8
Índia	2,3	1,4	1,5	0,5	0,7	0,6	1,0	2,6
Austrália e Nova Zelândia	2,9	2,3	2,2	1,6	1,4	1,5	1,4	1,4
G6 Ásia Oriental ¹	3,5	3,7	3,2	3,9	6,1	10,2	8,7	9,2

1 - Hong Kong, Coreia do Sul, Malásia, Singapura, Taiwan e Tailândia

Fonte: World Trade Organization, *World Trade Statistic Review 2020, Chapter VI, p. 81*

De seguida analisamos o setor da indústria transformadora, por corresponder a mais de dois terços do comércio mundial de mercadorias, sendo assim destacadamente o setor mais importante. É interessante verificar que o conjunto dos dez principais exportadores representam, em 2019, cerca de 81,2% do total e que esse peso não sofreu alterações muito significativas face ao início do século XXI (83%, em 2000). Pelo contrário, nas importações nota-se uma clara diminuição da representatividade dos dez principais importadores, que passaram de 78,7%, em 2000, para 69,2%, em 2019.

Quanto à análise comparativa entre os EUA e a China nada de novo em relação às evidências anteriormente apontadas a propósito do comércio global de mercadorias.

Quadro 12. Comércio internacional de bens da indústria transformadora, top 10, exportações (esquerda) e importações (direita), valor em 2019 (em mil milhões de USD) e peso mundial desde 2000

		Valor		Peso Mundial					Valor		Peso Mundial		
		2019	2000	2005	2010	2019			2019	2000	2005	2010	2019
1	União Europeia	4631,0	38,0	41,0	37,2	35,9	1	União Europeia	4091,0	33,1	34,8	31,7	29,7
	(exp. extra UE)	1941,0	15,5	16,4	15,3	15,1		(imp. extra UE)	1462,0	12,6	12,2	11,3	10,6
2	China	2321,0	4,7	9,6	14,8	18,0	2	EUA	1995,0	19,9	16,2	13,2	14,5
3	EUA	1161,0	13,8	10,0	9,4	9,0	3	China	1240,0	3,5	6,5	8,6	9,0
4	Japão	611,0	9,6	7,5	6,8	4,7	4	Hong Kong	512,0	-	-	-	-
5	Hong Kong	491,0	-	-	-	-		(imp. retidas)	98,0	0,6	0,2	0,2	0,7
	(exp. internas)	4,0	0,5	0,2	0,1	0,0	5	Reino Unido	460,0	5,8	5,1	4,0	3,3
	(re-exportação)	488,0	-	-	-	-	6	Japão	424,0	4,4	3,6	3,3	3,1
6	Coreia do Sul	473,0	3,3	3,5	4,1	3,7	7	Canadá	348,0	4,1	3,2	2,8	2,5
7	México	342,0	3,0	2,3	2,2	2,7	8	México	319,0	3,1	2,4	2,3	2,3
8	Reino Unido	337,0	4,7	4,0	2,9	2,6	9	Coreia do Sul	302,0	2,0	2,1	2,3	2,2
9	Taiwan	301,0	3,0	2,4	2,5	2,3	10	Singapura	249,0	2,3	2,0	1,9	1,8
10	Singapura	290,0	2,5	2,5	2,5	2,2		Total²	9526	78,7	76,1	70,5	69,2
	Total¹	10471	83	83	82,5	81,2							

1 - Foram retirados os 488 mM USD de re-exportações de Hong Kong.

2 - Só foram considerados os 98 mM Usd de importações retidas em Hong Kong.

Fonte: World Trade Organization, *World Trade Statistic Review 2020, Chapter VI, p. 95*

Dada a crescente relevância que o comércio mundial de serviços vem assumindo no contexto global do comércio internacional, procedemos igualmente à identificação dos principais exportadores e dos importadores mais relevantes para as três grandes potências comerciais da atualidade, a União Europeia, os EUA e a China.

Em 2018, o peso da União Europeia neste tipo de comércio internacional era esmagador, sendo as suas exportações cerca de duas vezes e meia superiores às norte-americanas e mais de onze vezes maiores do que a China. Nas importações, a União Europeia mantém-se como a principal economia mundial, mais afastada dos EUA (os valores são três vezes e meia superiores) mas a China está bastante mais próxima – aos cerca de 1970 mil milhões de dólares de importações da União Europeia contrapõe-se um valor na ordem dos 450 mil milhões de dólares na China.

Quadro 13. Comércio de serviços por origem e destino, em 2018, em valor (mil milhões de dólares dos EUA) e peso, União Europeia, EUA e China

Exportações 2018			Importações 2018		
	Valor (mM USD)	Peso (%)		Valor (mM USD)	Peso (%)
União Europeia					
União Europeia	1053,5	47,7	União Europeia	989,1	50,3
Reino Unido	236,2	10,7	EUA	221,2	11,2
EUA	206,4	9,4	Reino Unido	185,5	9,4
Suíça	124,9	5,7	Suíça	67,1	3,4
China	54,4	2,5	China	34,0	1,7
Total (acima)	1675,4	75,9	Total (acima)	1496,9	76,1
EUA					
União Europeia	271,5	31,5	União Europeia	196,0	34,9
Canadá	68,9	8,0	Canadá	38,0	6,8
China	57,1	6,6	Japão	35,4	6,3
Japão	46,7	5,4	Índia	28,9	5,1
Suíça	41,9	4,9	México	27,9	5,0
Total (acima)	486,0	56,4	Total (acima)	326,2	58,0
China					
Hong Kong	60,1	28,8	Hong Kong	87,9	19,6
União Europeia	35,5	17,0	EUA	86,9	19,3
EUA	31,2	15,0	União Europeia	76,0	16,9
Japão	11,4	5,5	Japão	29,7	6,6
Singapura	11,4	5,5	Canadá	25,9	5,8
Total (acima)	149,6	71,8	Total (acima)	306,4	68,2

Fonte:

World Trade Organization, *World Trade Statistic Review 2020, Chapter VI, p. 86*

Uma nota final para o peso de cada uma destas economias numa perspetiva menos macroeconómica e mais centrada nas relações bilaterais de comércio. A Organização Mundial de Comércio disponibiliza informação sobre o *ranking* das cinco maiores exportadoras para um vastíssimo conjunto de países e zonas económicas. Em 2019, os EUA aparecem como um dos cinco maiores exportadores para um total de oitenta e dois países e são mesmo o principal exportador para dezasseis desses países. A China aparece no *top 5* em sessenta países, sendo o maior exportador em dezoito desses países. Acontece que a União Europeia está entre os cinco maiores exportadores para cento e vinte e nove países e é o maior exportador em sessenta desses países. Bem se poderá dizer que a profundidade do comércio internacional da União Europeia continua a ser amplamente superior ao que se passa tanto nos EUA como na China.

Um segundo patamar no âmbito das consequências da estagnação secular é a possibilidade de agravamento dos défices orçamentais e a insustentabilidade da dívida. Na verdade, a materialização de um prolongado período de ausência de crescimento económico, ou pelo menos de ritmos de crescimento muito reduzidos, coloca um desafio à sustentabilidade dos défices orçamentais e da dívida pública, mais significativo ainda perante níveis de inflação também muito baixos.

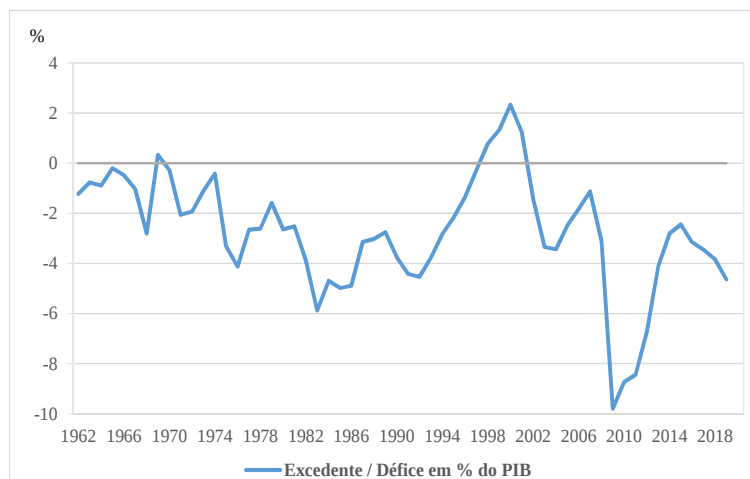
De forma muito sucinta, se um emitente soberano impuser uma regra, financeiramente adequada e de puro bom senso, que consiste em não transmitir para as gerações futuras os encargos do endividamento presente, então o serviço da dívida não deve superar o crescimento real do produto interno bruto respetivo, adicionado da respetiva inflação. Um exemplo: se um país tem uma dívida pública total de 100% do respetivo PIB e a taxa de juro média dessa dívida é de 3,5%, então se o crescimento do PIB real for de 2% e a inflação de 1,5% a dívida está no limite da sustentabilidade.

Num contexto em que o crescimento seja diminuto, a margem de manobra para a política orçamental diminui consideravelmente, sobretudo se a inflação permanecer baixa e com particular incidência nos períodos mais agudos de eventuais recessões, em que o papel da política orçamental expansionista, direcionada para o investimento público ou mesmo para a despesa pública, poderia ser essencial para o combate à recessão e para a retoma da economia. Não se trata evidentemente de uma estrada de sentido único: perante o espectro da estagnação, também é previsível a manutenção de taxas de juro da dívida pública muito baixas, o que não apenas beneficia o critério da sustentabilidade da dívida de forma absolutamente matemática, como pode incentivar os Estados a contrair uma dívida “barata” para fomentar o investimento, pelo menos a curto e médio prazo.

Talvez o caso dos EUA seja um exemplo interessante do que pode significar o “caminho da dívida” nas próximas décadas. Os dados do *Congressional Budget Office* (CBO) permitem-nos identificar três ciclos nos últimos sessenta anos: um primeiro, desde o início da década de sessenta do século XX até ao início dos anos oitenta, caracterizado por uma progressiva degradação das contas orçamentais; um segundo período que culmina em excedentes nos quatorze anos de 1998 a 2001 e é marcado por uma forte consolidação das contas orçamentais a que se seguiu, desde então, uma nova degradação dos dados orçamentais, ainda que com alguma recuperação depois dos inevitáveis elevadíssimos défices que se seguiram à crise

financeira (entre 2009 e 2011), quando as autoridades tentaram utilizar a política orçamental para recuperar da Grande Depressão.

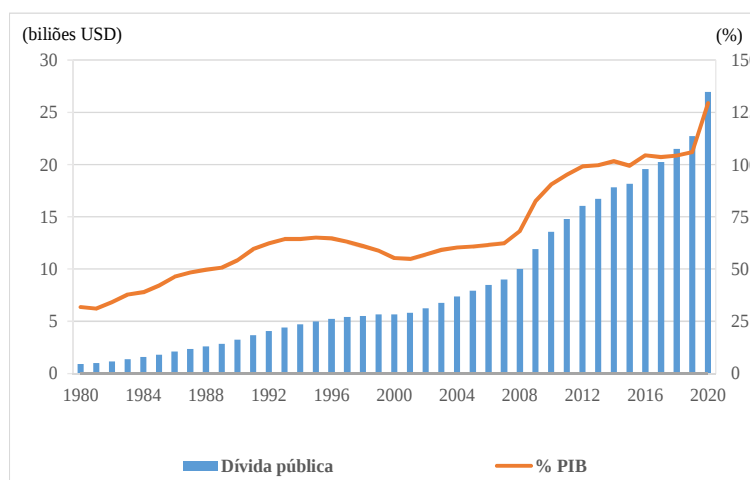
Figura 43. Orçamento (excedente ou défice) em percentagem do PIB – EUA



Fonte: Congressional Budget Office

Este caminho traduziu-se em dívida pública crescente, como pode ser observado no gráfico seguinte: entre setembro de 2000 e setembro de 2020, a dívida pública dos EUA passou de 5,7 biliões de dólares para 26,9 biliões de dólares e, em percentagem do produto interno bruto, viu o seu peso elevar-se de 55,3% para 129,5%. Mesmo descontando o esforço acrescido que a pandemia exigiu, e situando por isso os dados em setembro de 2019, antes da pandemia, a dívida pública total já atingia 22,7 biliões de dólares e representava 106% do PIB.

Figura 44. Dívida pública, em montante e percentagem do PIB – EUA

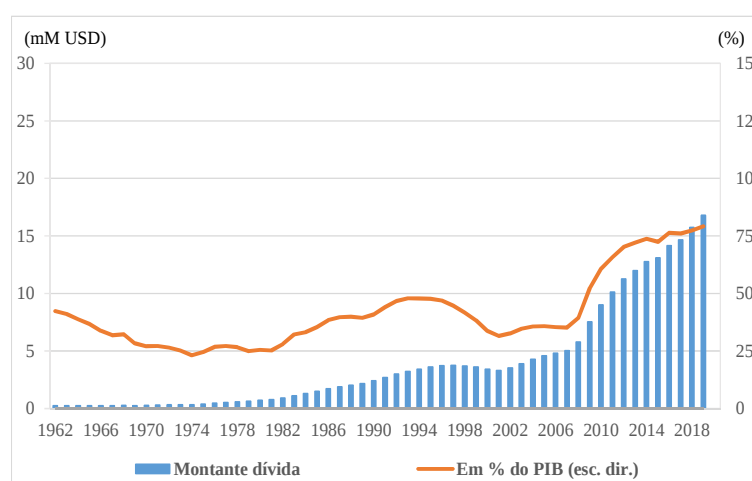


Fonte: US Treasury Department e Fundo Monetário Internacional, dados trabalhados pelo autor

Por outro lado, a dívida pública detida pelo público representava 79,2% do PIB em 2019, quando em 1970 atingia apenas 27% e as projeções da CBO apontam para que esse rácio aumente para 108,9% em 2030, excedendo o máximo histórico de 106% do PIB verificado logo após a Segunda Guerra Mundial. Isto significa que, em 2046, mesmo que as taxas de juro nos EUA e a inflação se mantivessem próximo de mínimos históricos, digamos 2%, seria necessário para fazer face de forma sustentada apenas aos juros da dívida um crescimento real do produto interno bruto de 2,2%, o que não parece fácil se o ambiente for de estagnação secular.

Pelo exposto, parece-nos muito real o problema do défice e dos respetivos juros, e não só certamente para a economia norte-americana, mas para todas aquelas que não conseguirem mais inflação, mais crescimento, ou de preferência, ambos.

Figura 45. Dívida soberana detida pelo público – EUA, em percentagem do PIB



Fonte: Congressional Budget Office

E quem são os detentores da dívida norte-americana? Em junho de 2020, cerca de dois terços da dívida dos EUA estavam nas mãos da Reserva Federal norte-americana, no âmbito dos programas de compra de ativos seguidos um pouco por todas as economias avançadas do mundo, no quadro das medidas não convencionais pós-crise financeira de 2007/2008⁹⁹, e ainda de entidades externas. Destas últimas, destacava-se o Japão e a China, que no conjunto são responsáveis por aproximadamente 10% da dívida norte-americana.

⁹⁹ A que acresce naturalmente a dívida que por norma os bancos centrais já têm no seu balanço.

Quadro 14. Dívida pública norte-americana segundo o respetivo detentor (junho de 2020)

	(em %)
Reserva Federal e Governo	36,0
Externos	28,9
Japão	5,2
China	4,4
Outros investidores	11,6
Fundos Mútuos	10,1
Instituições depositantes	4,0
Fundos de pensões privados	3,2
Estados e governos locais	2,9
Fundos de pensões de Estados e governos locais	1,8
Companhias de seguros	0,9
Fundos de obrigações norte-americanos	0,7

Fonte: Statista

Mas o mais inquietante por detrás das previsões sobre a evolução dos défices e da dívida nos EUA poderá não ser a dificuldade da economia em materializar ritmos de crescimento do produto pouco menos do que anémicos, mas antes outros motivos, eventualmente mais difíceis de ultrapassar, que as condicionam.

O crescimento dos défices orçamentais e da dívida pública surge associado à dificuldade da receita em acompanhar o ritmo de crescimento da despesa. Ora, porque cresce a despesa assim tanto? Essencialmente por dois motivos: pelo aumento previsto para os juros da dívida, num processo que deriva de uma previsível subida das taxas de juro face aos seus anormalmente baixos níveis atuais e que está também relacionado com o progressivo aumento do *stock* da dívida e, sobretudo, pelo aumento dos gastos com a segurança social e com os programas de cuidados de saúde.

Embora o aumento dos gastos com os cuidados de saúde também possa ser atribuído à contante melhoria das tecnologias médicas, criando serviços médicos e medicamentos mais dispendiosos, a “fatura” da segurança social nos EUA irá aumentar quase exclusivamente devido ao envelhecimento da população – o *CBO* estima que a esperança média de vida aumente de 79,2 anos em 2016 para 82,3 anos em 2040 e que, em 2046, cerca de 50% do total

dos custos relacionados com a segurança social e os programas de saúde sejam destinados a cidadãos norte-americanos com mais de 65 anos.

Mas este caminho insustentável dos défices e da dívida tem consideráveis implicações, desde logo porque irá prejudicar o próprio crescimento económico e restringir a margem de manobra orçamental futura, bem como a própria poupança interna, a longo prazo. No limite, colocará pressões acrescidas na liberdade do decisor político em matérias macroeconómicas e aumentará mesmo as probabilidades de desenvolvimento de crises orçamentais.

Em conclusão, nos últimos quarenta anos vimos o peso da economia chinesa passar de 3% para 18% do PIB mundial medido em preços correntes, enquanto nos EUA se registou uma estabilização do produto interno bruto em torno de 25% do total mundial. Em paridade de poder de compra, uma medida bem mais adequada para se proceder a comparações internacionais, embora não necessariamente mais para se avaliar a verdadeira influência a nível do poder mundial, a China é desde 2017 a principal economia mundial, destronando um longo reinado dos EUA.

A este cenário macroeconómico haverá que acrescentar as componentes orçamental, comercial e do endividamento das famílias, tendo em conta os gigantescos défices triplos da economia norte-americana, financiados de forma crescente pelo exterior (também pela China) na forma de compra de dívida pública e empresarial dos EUA, embora com um peso ainda não muito expressivo, uma vez que a maioria do financiamento da economia norte-americana é gerado no mercado interno.

III.1.2. A vertente financeira e suas consequências nos equilíbrios do poder global

Analisada que está a vertente económica e as suas consequências nos equilíbrios do poder global, nesta segunda dimensão correspondente ao vetor financeiro começamos por avaliar o comportamento do mercado acionista que, nos EUA, está no décimo segundo ano consecutivo do chamado *bull market*, isto é, uma tendência muito permanente de valorização dos índices.

É possível que se esteja a assistir à formação de bolhas especulativas em vários mercados financeiros, nomeadamente de ações e de obrigações, e não financeiros, especialmente a nível do imobiliário. Vamos tomar como exemplos os mercados acionista e de dívida emitida por Estados soberanos mas antes faremos uma breve nota sobre o conceito de bolha especulativa.

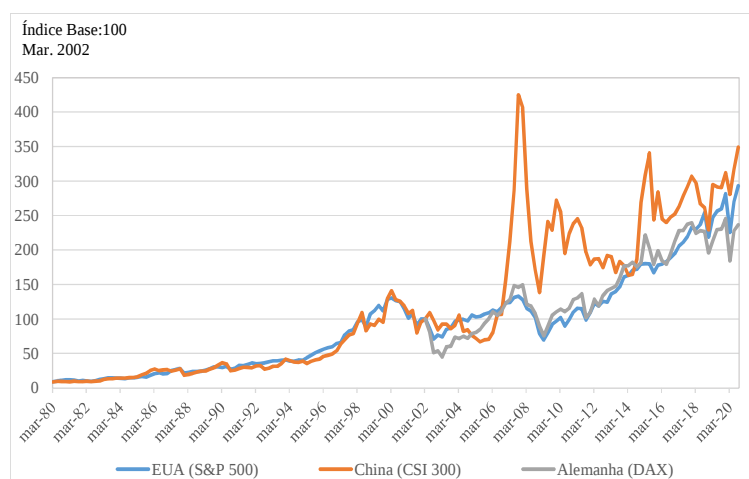
A ideia surgiu no último quartel do século XX (Blanchard e Watson, 1982) e foi algo “revigorada” quando o Prémio Nobel da Economia de 2012, Robert Shiller (2013), justamente

pela sua análise sobre os preços dos ativos, afirmou estar “sobretudo preocupado com o *boom* do mercado acionista norte-americano, também porque a nossa economia contínua fraca e vulnerável”. Ou seja, Shiller recentrou no principal mercado financeiro mundial, o norte-americano, receios que até aí eram identificados principalmente com mercados periféricos, como a América Latina (especialmente o Brasil) ou algumas economias asiáticas.

Independentemente dos autores e da dimensão espacial do tema parece existir um denominador comum a todos eles: a bolha especulativa resulta de uma expectativa excessiva dos agentes económicos em relação ao preço futuro do ativo, expectativa que traduz um excesso de confiança, mas que acaba por levar o preço do ativo para o respetivo nível que lhe está subjacente¹⁰⁰, muitas vezes de forma disruptiva, quase sempre com movimentos significativos.

O gráfico seguinte apresenta a evolução de três principais índices acionistas (na mesma base, referente a março de 2002) nos EUA, Área do euro e China, entre 1980 e setembro de 2020.

Figura 46. Índices de ações – EUA, China e Alemanha



Fonte: Bloomberg, dados trabalhados pelo autor

É assinalável o anormalmente elevado período de expansão do mercado acionista, nomeadamente nos EUA, iniciado no final do primeiro trimestre de 2009 e que não estará ainda terminado, apesar da muito violenta queda do mercado na sequência da primeira vaga da pandemia do *COVID-19*, entre março e abril de 2020, poder configurar o final desse período.¹⁰¹

¹⁰⁰ O valor fundamental de um ativo deve corresponder ao valor presente dos *cash-flows* por ele gerados num determinado horizonte temporal.

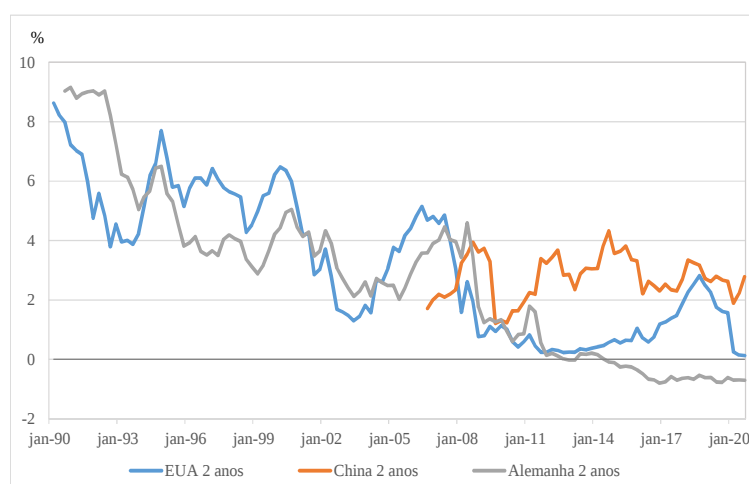
¹⁰¹ Os períodos de expansão do mercado acionista têm em média uma duração entre 4,5 e 5 anos. O *bull market* é interrompido quando se observa uma queda mínima de 20% face a um máximo anterior. O banco norte-americano

Tenha ou não sido interrompido pela pandemia o décimo primeiro ano consecutivo de *bull market*, que em termos históricos só tem paralelo com o observado entre dezembro de 1987 e março de 2000, em que o fenómeno das *dot.com* e a política de dinheiro “barato” nos EUA possibilitou um *bull market* superior a doze anos, a verdade é que este continua a registar máximos históricos, mesmo depois da emergência da pandemia. E o fenómeno não se limita às economias avançadas, neste caso exemplificadas pelo índice norte-americano *Standard and Poor’s 500* e pelo *DAX* alemão, mas também é expressivo no caso da China.

Na vertente financeira é ainda importante analisar o comportamento do mercado obrigacionista de dívida pública, onde é muito clara a forte diminuição das taxas de rendibilidade, facilitando o financiamento dos orçamentos tendencialmente desequilibrados, mas propiciando movimentos de procura de rendimento que poderão induzir comportamentos de risco e, com elevada probabilidade, a formação de bolhas especulativas nos mercados financeiros.

O gráfico seguinte mostra como os sinais de bolha especulativa também são bem evidentes no comportamento da dívida pública soberana nos três países em causa.

Figura 47. Taxas de rendibilidade da dívida soberana a 2 anos – EUA, China e Alemanha, em percentagem



Fonte: Bloomberg

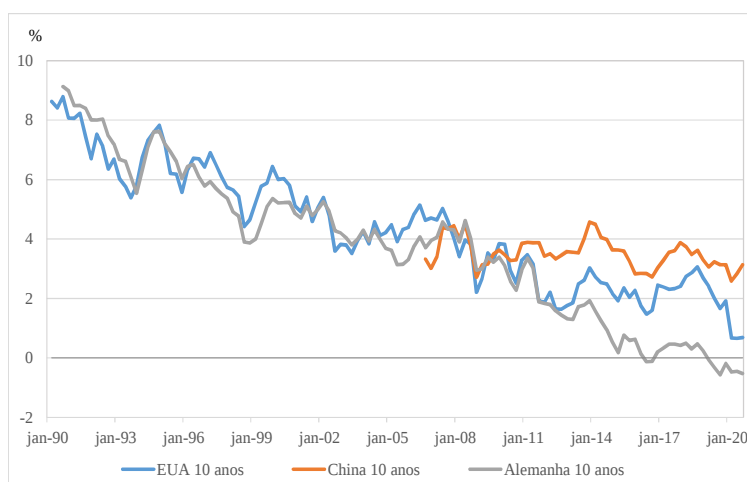
Como se pode observar nos dois gráficos em causa, registou-se um movimento muito longo nos últimos trinta anos de aproximação das taxas de rendibilidade, tanto nos prazos a dois anos,

JP Morgan, num estudo intitulado *US Year Ahead 2014, Stocks for Every Strategy*” identificou dezassete *bull markets* desde 1903, sendo a duração média desses ciclos de cinquenta e três meses.

como a dez anos, para valores próximos ou abaixo de zero por cento. Tratando-se de dívida emitida a taxa de juro fixa e dado que, na grande maioria dos casos, os títulos disponíveis foram colocados em mercado no passado recente a taxas de juro mais elevadas, este movimento de descida progressiva da rendibilidade dos títulos soberanos traduz um acréscimo dos respetivos preços.

E por que razão se observa esta quase constante valorização dos títulos da dívida pública? Devido sobretudo a dois fatores que, aliás, desembocam na estratégia de política económica e monetária seguida pelos decisores: em primeiro lugar, a necessidade de combater a inflação e de auxiliar as depauperadas economias avançadas após a crise financeira de 2007/2008 induziu uma liquidez abundante nos mercados financeiros que provavelmente desviaram boa parte dessa liquidez do seu destino desejável (inclusive pelos bancos centrais), ou seja, a economia real; por outro lado, os programas de compra massiva de dívida pelos principais bancos centrais mundiais, contribuindo também para essa abundante liquidez disponível, asseguram ainda uma procura constante por dívida soberana nos mercados secundários, traduzindo-se, ou pelo menos ajudando, à materialização deste fenómeno de descida quase permanente das taxas de rendibilidade.

Figura 48. Taxas de rendibilidade da dívida soberana a 10 anos – EUA, China e Alemanha, em percentagem



Fonte: Bloomberg

Não sendo nosso intuito proceder a uma análise mais exaustiva quanto à existência de bolhas especulativas nos mercados em causa, ou noutros, o que exigiria uma reflexão mais detalhada de carácter macroeconómico e também financeiro, é no entanto possível, e ao mesmo tempo

algo irónico, perspetivar que se estejam a consolidar movimentos de subida de preços de alguns ativos financeiros não alicerçados nos seus reais valores e que esses movimentos sejam justamente uma consequência da estagnação do crescimento económico mundial, o que se agravaria se e quando as economias mundiais estiverem em estagnação secular. Porquê? Pelo caminho das taxas de juro, que continuam, como demonstrado no capítulo anterior, em níveis anormalmente baixos, fomentando movimentos de *search for yield* que mais não são, na prática, do que catalisadores da deslocação de capitais internacionais rumo a países com maior risco de incumprimento e, sobretudo, com destino a ativos de maior risco, estejam em que mercados estiverem esses ativos. E, em ambos os casos, a razão de fundo por detrás desses movimentos mais não é do que o facto dos ativos em causa propiciarem rendibilidades superiores, ou antes, menos “más”.

Como também foi abordado em fase anterior deste trabalho, a estagnação secular e as baixas taxas de juro parecem ser fenómenos associados, pelo que é de todo provável que a materialização da primeira traga nova vaga de descida das taxas de juro, retome o espectro da deflação e dos juros negativos, até porque este último ainda não foi totalmente abandonado, por exemplo na dívida pública da maioria dos países da Europa Ocidental, e no final venha a contribuir para o aparecimento das mencionadas bolhas especulativas.

Não estando os mercados emergentes naturalmente imunes a estes comportamentos que podem pôr em causa a estabilidade de setor financeiro e, desse modo, contribuir também para alterações da Geopolítica e do poder global é bom recordar que a recente crise financeira de 2007/2008 mostrou, pela primeira vez, uma capacidade de resiliência muito significativa das economias emergentes, evidenciando assim que estas estão atualmente muito mais imunes aos problemas das economias mais avançadas e, porventura, também menos dependentes dos fluxos de capitais internacionais.

Uma segunda dimensão da vertente financeira deriva de observarmos a evolução da importância relativa das várias moedas das principais economias mundiais, o que em certa medida pode auxiliar-nos a perspetivar possíveis caminhos futuros nos movimentos internacionais de capitais, em função da atratividade relativa das moedas em causa. Duas trajetórias possíveis nessa análise correspondem à avaliação da importância das moedas enquanto reserva internacional, isto é, enquanto ativos que outros Estados ou bancos centrais pretendem ter nas suas carteiras de investimento/reserva e também enquanto “canal” para a emissão da dívida pública, nos mercados locais ou internacionais.

O quadro seguinte apresenta o peso nas reservas internacionais das principais moedas, isto é, quanto é que cada uma das moedas enunciadas pesa no conjunto das reservas internacionais, que são maioritariamente detidas pelos bancos centrais nacionais, no período entre 2006 e 2019.

É visível o peso dominante do dólar norte-americano que, embora apresente uma tendência para alguma diminuição, continua acima de 60%, tendo resistido muito bem ao aparecimento do euro que configurou claramente um teste à preponderância do dólar. Além disso, os dados mostram também a fragilidade atual da projeção financeira internacional da China, cuja moeda, o *yuan*, continua a estar muito residualmente representada nas reservas cambiais internacionais, não obstante alguns passos tomados pelas autoridades chinesas que são suscetíveis de, a prazo, reforçar essa importância, de que o sinal mais expressivo é provavelmente a adesão do *yuan* ao cabaz do *Special Drawing Right* do FMI.

Quadro 15. Distribuição das reservas cambiais por moeda, em percentagem

	Euro	Dólar EUA	Iene	Libra esterlina	Franco suíço	Dólar australiano	Dólar canadiano	Yuan chinês	Outros
2006	22,4	68,3	4,0	3,2	0,2				1,9
2007	21,6	69,2	3,6	3,4	0,2				2,0
2008	22,5	67,8	3,1	4,1	0,2				2,3
2009	23,3	67,0	2,7	3,7	0,1				3,1
2010	22,9	65,9	2,9	3,6	0,1				4,5
2011	22,3	65,9	2,7	3,4	0,1				5,6
2012	21,8	65,4	3,4	3,5	0,2	1,0	1,2		3,4
2013	21,0	65,3	3,9	3,4	0,3	1,5	1,6		3,0
2014	20,1	66,6	4,0	3,2	0,3	1,4	1,6		2,9
2015	19,6	65,4	4,1	4,2	0,3	1,7	1,9		2,8
2016	20,0	64,1	4,2	4,6	0,2	1,6	2,0	1,0	2,0
2017	19,2	63,7	5,2	4,5	0,2	1,6	2,0	1,2	2,5
2018	20,3	61,8	5,3	4,6	0,1	1,6	1,9	1,9	2,5
2019	20,5	60,9	5,7	4,6	0,2	1,7	1,9	2,0	2,6

Fonte: Banco Central Europeu (BCE)

Na segunda vertente identificada para a avaliação do peso das moedas no âmbito internacional, associada à importância da respetiva dívida pública, as conclusões não são muito distintas, revelando um país, a China, ainda longe do palco principal das nações do mundo em matéria de preponderância internacional.

Deste modo, as emissões de dívida pública na China correspondem, a avaliar pelos dados disponíveis em 2020 e referentes aos dois primeiros trimestres do ano, ao segundo maior

mercado mundial, logo a seguir aos EUA e já à frente do Japão. Por outro lado, o crescimento dessa dívida desde 2006 é absolutamente ímpar no conjunto dos maiores mercados, atingindo 19,7% ao ano, que compara com 4,6% no maior mercado mundial de dívida, os EUA.

No entanto, a dívida emitida nos mercados internacionais pela China, apesar de apresentar igualmente um crescimento médio anual muito expressivo no período em causa (21,2%), está longe dos valores observados em todos os países do G7, atingindo no final do segundo trimestre de 2020 cerca de 222 mil milhões de dólares norte-americanos, aproximadamente 7% dos montantes disponíveis emitidos pelo Reino Unido nos mercados internacionais, ou ainda 10% dos montantes emitidos em dólares pelos EUA nesses mercados.

Quadro 16. Posição de dívida emitida por país, total e nos mercados internacionais (em mil milhões de dólares dos EUA)

	Dívida emitida total			Dívida emitida no exterior		
	2020 ¹	2006	Variação (%)	2020 ¹	2006	Variação (%)
EUA	42411	22631	4,6	2345	2152	0,6
China	15010	1205	19,7	222	15	21,2
Japão	12885	9137	2,5	474	142	9,0
Reino Unido	5895	3319	4,2	3161	2016	3,3
França	4655	2501	4,5	1385	810	3,9
Alemanha	3530	3611	-0,2	1261	1035	1,4
Canadá	3205	1281	6,8	968	320	8,2
Itália	3100	2401	1,8	813	513	3,3

1 - Dados até ao 2º Trimestre de 2020

Fonte: BIS

Fonte: Bank for International Settlements (BIS)

Um dos fenómenos habitualmente identificados como um entrave à maior integração da China nos sistemas financeiro internacional é a “saúde” do seu sistema financeiro e, em particular, algumas práticas a nível do crédito bancário dificilmente acomodáveis pelos reguladores no Ocidente. No fundo, trata-se de uma eventual permissibilidade em matéria de concessão de crédito bancário que pode pôr em causa no futuro a própria solvabilidade das instituições financeiras e, por essa via, contribuir negativamente para o desempenho económico da China.

Um dos indicadores que nos pode dar informações relevantes quanto ao comportamento do crédito bancário é o chamado *gap* do rácio do crédito face ao produto interno bruto. Este indicador permite avaliar qual o grau de expansionismo do crédito bancário, sendo um valor

positivo revelador de que o peso do crédito face ao PIB é superior à sua tendência de longo prazo, enquanto um valor negativo sinaliza uma certa restritividade na concessão de crédito face àquela tendência. Como se pode facilmente concluir pelos dados apresentados, enquanto os EUA estão há muito com um *gap* negativo, sinalizando uma maior restritividade do setor bancário face à tendência de longo prazo (à semelhança do que acontece, sobretudo, também no Reino Unido e em Itália) isso não aconteceu na China entre 2015 e 2018, em que o indicador continuou a mostrar uma política creditícia pelas instituições financeiras muito expansionista.

Se estes dados são uma causa ou já uma consequência do fenómeno da estagnação secular nas economias avançadas é algo que dificilmente poderemos avaliar, pelo menos sem uma base de dados mais longa, de que não é possível dispor. Mas ainda que se admita, no caso particular da China, que a força do seu crescimento económico possa estar fortemente relacionada com este expansionismo do crédito bancário, e porque a própria China viu o crescimento no período em causa desacelerar, sobram motivos suficientes para preocupação quanto à excessiva utilização do crédito bancário neste país.

Quadro 17. *Gap* do rácio do crédito face ao produto interno bruto, em percentagem

	Gap do rácio do crédito face ao produto interno bruto				
	2015	2016	2017	2018	2019
EUA	-13,0	-9,6	-6,9	-6,8	-5,6
China	25,4	20,8	11,8	0,3	-2,2
Japão	0,3	5,2	6,3	10,6	12,9
Reino Unido	-28,7	-20,8	-15,7	-14,8	-15,8
França	5,4	7,2	6,9	7,8	5,4
Alemanha	-6,1	-3,6	-1,1	1,4	3,9
Canadá	15,3	12,8	6,5	2,8	2,8
Itália	-13,5	-16,8	-18,2	-17,6	-16,7

Fonte: Bank for International Settlements (BIS)

Em conclusão, a vertente financeira permite-nos eventualmente identificar dois fenómenos principais. Por um lado, o mundo vive uma época de desafios do ponto de vista financeiro, num contexto em que se atingiram níveis de taxas de juro muito baixos, suscetíveis de provocar movimentos de procura de rendimento que arrastam consigo estratégias cada vez mais “agressivas” em termos de risco. Criam-se assim potenciais bolhas especulativas que podem

vir a pôr em causa a estabilidade de sistema financeiro e arrastar novos movimentos recessivos na economia mundial.

O segundo fenómeno prende-se com a posição modesta da China no contexto do setor financeiro e da projeção que este país tem a esse nível, sobretudo quando comparado com a maior potência financeira mundial que é indiscutivelmente os EUA. Provavelmente este será um dos fatores mais limitadores da influência global da China, certamente mais do que a sua projeção económica, já indiscutível. Aliás, é provável que uma maior abertura do sistema financeiro chinês ao exterior que, apesar dos passos dados recentemente, ainda está longe dos graus de abertura de outros segmentos da economia chinesa, por exemplo a nível comercial ou de investimento, possa deixar mais visíveis algumas fragilidades do sistema financeiro chinês, nomeadamente no que toca à solidez do setor bancário.

III.1.3. A vertente social: a evolução da pobreza e das desigualdades

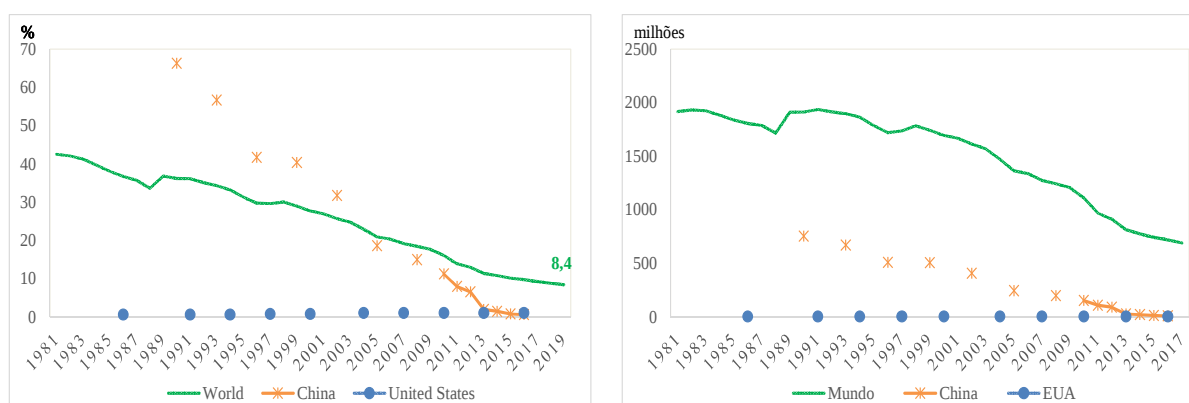
Após termos procedido à caracterização da evolução económica e financeira nas últimas décadas iremos agora analisar duas dimensões da vertente social, nomeadamente a trajetória da pobreza e das desigualdades no mundo, com particular ênfase nos EUA e na China, economias centrais para este trabalho.

A pobreza reduziu-se substancialmente nas últimas quatro décadas, como pode ser observado no próximo gráfico. Deste modo, no início dos anos oitenta, cerca de 1,9 mil milhões de pessoas viviam abaixo do limiar de pobreza, definido pelo Banco Mundial (BM) como a disponibilidade de menos de 1,9 dólares norte-americanos por dia, valor em paridade de poder de compra de 2011, a que correspondia um perturbador rácio de pobreza de 42,5%. Quase quarente anos volvidos, em 2017, eram 689,1 milhões as pessoas abaixo desse limiar de pobreza e o rácio de pobreza de 9,2%. Acresce que as estimativas do BM apontam para que o rácio de pobreza tenha atingido 8,4% em 2019, o que significa que, em apenas dois anos, mais de 50 milhões de pessoas tenham saído da pobreza extrema.

Nos EUA não se registou uma evolução muito significativa, também porque os níveis de pobreza já eram muito baixos no último quartil do século XX. Ainda assim, esta pobreza extrema que atingia 1,1 milhões de norte-americanos no início da década de oitenta quase triplicou em 2016, passando para 3,2 milhões. Já na China o movimento foi bem mais significativo: entre 1990, primeiro ano da série, e 2016, o rácio de pobreza passou de 66,3% da população para apenas 0,5%, o que significou que dos 752,3 milhões de pessoas abaixo do

limiar de sobrevivência existentes em 1990 apenas restavam, em 2016, cerca de 7,2 milhões de pessoas.

Figura 49. Rácio e número de pessoas em pobreza extrema¹⁰² - Mundo, Estados Unidos e China, desde 1981



Fonte: World Bank

Acontece que no seu relatório de 2020¹⁰³ o Banco Mundial estima que, em conjunto, a pandemia do *COVID-19*, os conflitos armados e as alterações climáticas poderão empurrar para a pobreza absoluta entre 85 e 115 milhões de pessoas em 2020 e entre 23 e 35 milhões adicionalmente em 2021, o que significa que poderemos ter em pobreza absoluta até 2021 mais 150 milhões de pessoas do que no final de 2019 e, nesse caso, 790 milhões de pessoas teriam um rendimento diário inferior ao limiar de sobrevivência em 2021, num recuo para números não mais observados desde 2013. Ou, de outra forma, os cenários do BM apontam para que o rácio de pobreza se eleve em 2021 para valores entre 8,9% e 9,4%.

E onde estarão estes novos pobres extremos em 2020? No cenário mais adverso, recordando, de serem colocados em pobreza extrema mais 115 milhões de pessoas, 56,5 milhões (49%) vivem no Sul da Ásia, 40 milhões na África Subsariana (35%) e 9 milhões na Ásia Oriental e Pacífico (8%). Mais uma vez, aqueles que já eram mais pobres e mais vulneráveis são os mais atingidos pela crise, desta vez essencialmente por uma crise pandémica, reduzindo-se assim o

¹⁰² Pobreza extrema definida como a disponibilidade de menos de 1,9 dólares dos EUA, a preços de 2011, em paridade de poder de compra.

¹⁰³ *Reversals of Fortune*, disponível em <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/34496/9781464816024.pdf>

crescimento inclusivo e a diminuição das desigualdades que se vinham registrando durante décadas.

Por outro lado, a linha que separa a pobreza extrema da restante pobreza, também ela um flagelo social e um barril de pólvora potencial para os equilíbrios sociopolíticos, é muito ténue. Se observarmos a população mundial que tem um rendimento superior a 1,9 dólares dos EUA por dia mas inferior a 3,2 dólares diários (sendo portanto pessoas igualmente muito pobres), verifica-se que em 2017 existiam cerca de 1122 milhões de pessoas nessas circunstâncias, o que compara com 664 milhões em 1981.

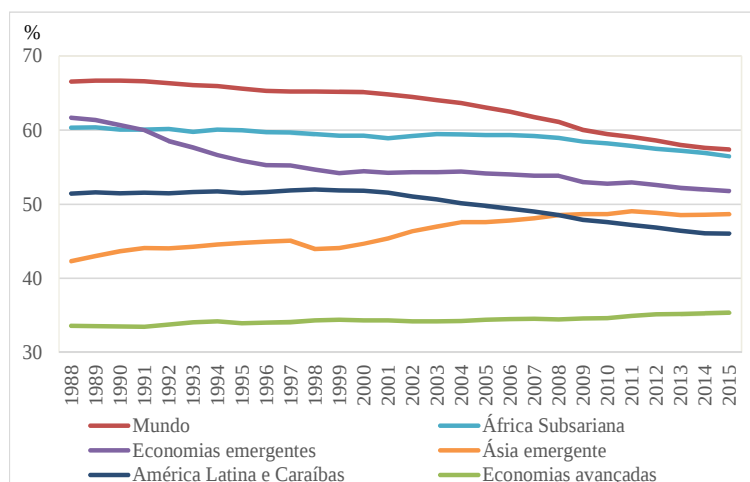
Ou seja, apesar da descida muito significativa dos pobres extremos, e mesmo dos pobres quando se alarga o conceito e se introduz o limiar dos 3,2 dólares por pessoa e por dia (eram 2581 milhões as pessoas nessas circunstâncias em 1981, passaram para cerca de 1811 milhões em 2017), a verdade é que um vento frontal e adverso, mesmo que não demasiado forte, será suficiente para arrastar para a pobreza extrema um número assustador de pessoas que estão “à sua porta”.

Acontece que esse vento adverso pode muito bem ser uma pandemia ou conflitos armados em zonas densamente povoadas, razão para preocupações acrescidas neste final de 2020 em que lidamos com uma pandemia com efeitos devastadores na economia e, ainda assim, não se regista propriamente um cessar-fogo global a nível dos conflitos armados que assolam vastas zonas do globo.

Olhemos agora para as desigualdades na distribuição do rendimento, calculadas a partir do Índice de *Gini*, com base na abordagem de Darvas (2016 e 2019)¹⁰⁴ cuja evolução, desde 1989, pode ser observada no gráfico seguinte. É interessante verificar uma tendência para a diminuição das desigualdades no mundo ao longo dos vinte e cinco anos em análise, movimento observado sobretudo na América Latina e em África. Ao invés, na Ásia as desigualdades aumentaram, sobretudo a partir da Crise Asiática de 1997.

¹⁰⁴ O índice/coeficiente de *Gini* é uma medida que varia entre zero e cem por cento, sendo zero uma situação de absoluta igualdade na distribuição do rendimento e cem a maior desigualdade possível nessa distribuição. Nesta abordagem, a amostra foi constituída por cento e vinte e oito países (série Mundo), dos quais vinte e nove africanos, dezoito asiáticos, vinte e dois da América Latina e os vinte e oito Estados da União Europeia. Utilizámos uma das muitas medidas propostas pelo trabalho de Darvas e apresentadas pelo Bruegel (2020), ou seja, a distribuição log-normal e determinística.

Figura 50. Evolução do Índice de *Gini* – Mundo, economias avançadas e emergentes e zonas geográficas, em percentagem

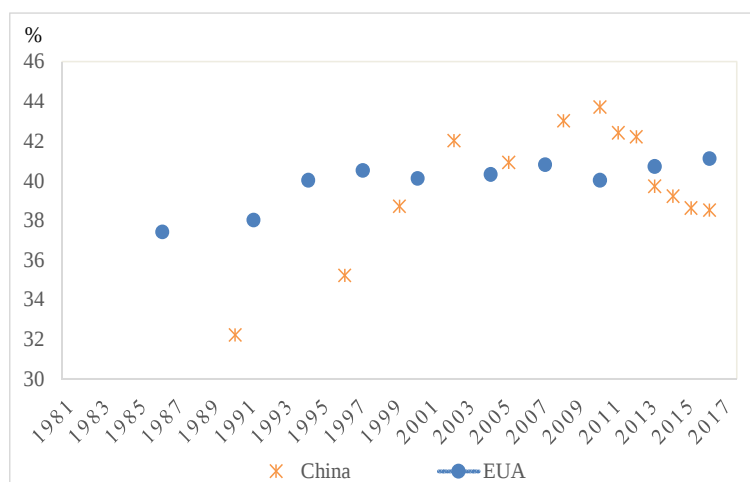


Fonte: Bruegel

Segundo Darvas (2019, p.1) a diminuição da desigualdade a nível mundial desde 1988 ficou essencialmente a dever-se à convergência do rendimento *per capita*, num contexto em que este mais do que compensou os efeitos contrários resultantes do aumento da desigualdade intranacional e a maior proporção da população residente nos países mais pobres e mais desiguais. Todavia, a desigualdade interpessoal no rendimento apenas se reduziu no período em análise graças à convergência do rendimento na China e na Índia. Sem estes dois países, que viram os rendimentos globais aumentar significativamente, apesar da maior desigualdade intranacional, a desigualdade interpessoal do rendimento nos cento e quarenta e três países analisados teria aumentado no período entre 1988 e 2015.

E como se posicionam a China e os EUA? Socorrendo-nos novamente dos dados do Banco Mundial é possível verificar a maior instabilidade do Índice de *Gini* na China, bem como a manutenção de desigualdades na distribuição do rendimento muito elevadas nos EUA, quando comparadas com o padrão das economias avançadas, sendo inclusive curioso que, no último ano disponível (2016), o Índice de *Gini* seja superior nos EUA em relação à China.

Figura 51. Evolução do Índice de Gini – EUA e China, em percentagem



Fonte: World Bank

Uma outra forma interessante de avaliar até que ponto as sociedades estão a ser mais inclusivas e a gerar um bem-estar coletivo mais efetivo é analisar o chamado indicador de prosperidade partilhada, o que pode ser feito a dois níveis: o indicador principal, calculado para os 40% mais pobres da população, a partir da taxa de crescimento anualizada do rendimento ou do consumo *per capita*; e, num segundo patamar, o indicador designado de prémio de prosperidade partilhada, calculado pela diferença entre o indicador anterior para os 40% mais pobres e a média global da população.

Segundo os dados do Banco Mundial, no período de 2012 a 2017, numa análise a noventa e uma economias, setenta e quatro apresentaram prosperidade partilhada positiva e cinquenta e três denotavam prémios de prosperidade partilhada positivos, indicando uma redução da desigualdade na maior parte das economias (Banco Mundial, 2020, p.4). Com base na informação do BM, e tendo em conta os sessenta e oito países para os quais é possível proceder a comparações com o relatório anterior, que abarcava o período de 2010 a 2015, podemos concluir, pela visualização do quadro seguinte, que o número de países que viram aumentar a igualdade em matéria de partilha da prosperidade é apenas ligeiramente superior aos que a viram diminuir, isto é, trinta e cinco face a trinta e três países. No entanto, a variação média da prosperidade partilhada é positiva, tendo aumentado de 1,7% para cerca de 2,3%, isto é +0,5 pontos percentuais, entre os períodos em comparação.

Quadro 18. Prosperidade Partilhada, por zona geográfica e total (2010-12/2012-17)

	Países (número)			Prosperidade partilhada (média)		
	Total	Prosperidade partilhada mais elevada	Prosperidade partilhada mais baixa	2010-15	2012-17	Variação
Ásia Oriental e Pacífico	5	4	1	3,36	3,50	0,14
Europa e Ásia Central	24	15	9	2,17	3,54	1,37
América Latina e Caraíbas	13	3	10	3,11	2,01	-1,10
Médio Oriente e Norte de África	3	0	3	1,35	-1,18	-2,53
Ásia do Sul	1	0	1	2,82	2,72	-0,11
África Subsaariana	2	0	2	4,45	-0,95	-5,40
Outros	20	13	7	-0,23	1,50	1,74
Total	68	35	33	1,77	2,29	0,52

Fonte: World Bank, *Reversals of Fortune*, Annex 2C, p. 112

No entanto, e apesar dos resultados globais favoráveis, também a nível do prémio de prosperidade partilhada no conjunto dos noventa e um países analisados, nomeadamente porque cinquenta e três desses países têm prémios positivos, a verdade é que quando se comparam os dois exercícios, conforme pode ser constatado no quadro seguinte, é maior o número de países em que esse prémio diminuiu do que aqueles em que aumentou (trinta e seis versus trinta e dois) e, por outro lado, a média global também diminuiu de 0,55 pontos percentuais (p.p.) para 0,44 p.p. Já era evidente a desigualdade regional nestes indicadores que revelam quão inclusiva está a ser uma sociedade na distribuição da sua prosperidade e do seu rendimento, fica agora também a suspeita de que a sua evolução, embora positiva na última década, não terá ido tão longe quanto se poderia esperar ou sequer suspeitar, pelo menos à primeira vista.

Apenas uma curiosidade final sobre os EUA e a China, uma vez que o horizonte temporal não é idêntico e portanto as comparações são tecnicamente pouco relevantes: entre 2010 e 2016, os 40% mais pobres dos cidadãos norte-americanos viram aumentar o seu rendimento em 1,31%, enquanto a média da população aumentou o rendimento em 1,66%. Na China, entre 2013 e 2016, o rendimento dos 40% mais pobres aumentou 8,38%, o que compara com 7,12% para a totalidade da população chinesa.

Quadro 19. Prémio de Prosperidade Partilhada, por zona geográfica e total (2010-12 e 2012-17)

	Total	Países (número)		Prémio de Prosperidade partilhada (média)		
		Prémio de Prosperidade partilhada mais elevado	Prémio de Prosperidade partilhada mais baixo	2010-15	2012-17	Variação
Ásia Oriental e Pacífico	5	1	4	1,21	0,64	-0,56
Europa e Ásia Central	24	17	7	0,33	0,82	0,49
América Latina e Caraíbas	13	6	7	1,22	0,98	-0,24
Médio Oriente e Norte de África	3	0	3	1,40	-1,24	-2,64
Ásia do Sul	1	0	1	0,21	-1,53	-1,74
África Subsaariana	2	0	2	2,14	-0,36	-2,49
Outros	20	8	12	-0,05	0,01	0,06
Total	68	32	36	0,55	0,44	-0,11

Fonte: World Bank, *Reversals of Fortune*, Annex 2C, p. 112

Em conclusão, num mundo em que a pobreza extrema sofreu uma redução assinalável nos últimos quarenta anos, em que a evolução da desigualdade e da partilha da prosperidade também parece apontar para uma sociedade globalmente mais inclusiva e em que o bem-estar global está a melhorar, subsistem ainda diferenças geográficas assinaláveis que seriam ainda mais evidentes não fora o fortíssimo desempenho económico de dois gigantes, também populacionais, a China e a Índia, que teve evidentemente reflexos nos níveis de pobreza extrema de um terço da populacional mundial.

Acresce a isto a fragilidade da recuperação enunciada, num contexto em que desenvolvimentos como a pandemia que ainda vivemos ou uma pressão acrescida em recursos escassos, por exemplo, no abastecimento de água, ou os conflitos armados, podem a qualquer momento provocar uma reversão muito significativa deste cenário mais equilibrado da sociedade, com possíveis impactos também nos equilíbrios de poder à escala mundial.

III.2. A influência da política monetária em contexto de *zero lower bound*

A crise financeira de 2007/2008, quiçá a mais devastadora desde a Grande Depressão dos anos trinta do século passado, veio alterar profundamente o enquadramento das políticas económicas e, porventura, com especial relevância e impacto, da política monetária, pondo em causa os seus instrumentos convencionais, desde logo o mecanismo das taxas de juro dos bancos centrais, através do qual as autoridades monetárias podem definir e implementar políticas

monetárias mais ou menos expansionistas, em função do cenário económico exigir medidas que fomentem o crescimento económico ou, ao invés, visem o controlo da inflação.

Independentemente das autoridades monetárias dos países ou zonas económicas terem ou não um *dual mandate*, à semelhança dos EUA em que a autoridade monetária assume como objetivos explícitos o crescimento económico e a estabilidade dos preços, objetivamente o objetivo comum e explícito por todas elas de controlo do nível dos preços terá sempre consequências em matéria de crescimento económico e, portanto, inegavelmente a política monetária deverá, ao menos em teoria, ter consequências na atividade económica.

Acontece que a crise financeira e económica veio suscitar a necessidade de reequacionar os instrumentos da política monetária e, por isso, surgiram as chamadas medidas não convencionais, notavelmente os programas de aquisição de ativos pelos bancos centrais em mercado secundário, com prevalência para os títulos da dívida soberana. Recorde-se que a utilização desses instrumentos não convencionais era vista até à crise financeira aludida como “a bomba atómica” da política monetária, algo que só em casos extremos seria suscetível de se equacionar.

Na verdade, após o primeiro destes programas de compra massiva de ativos ter sido implementado em 2001, no Japão, sucederam-se três programas de *quantitative easing* (QE) nos EUA, entre 2008 e 2014¹⁰⁵, a que se seguiu um quarto já em 2020 na sequência da pandemia do *COVID-19*, no montante de 700 mil milhões de dólares. Registaram-se ainda compras massivas na Área do euro, a partir do primeiro programa *QE*, iniciado em março de 2015 e que correspondia a compras de 60 mil milhões de euros mensalmente, depois reforçado, em março de 2016, para 80 mil milhões de compras mensais, programa que foi apenas brevemente interrompido durante cerca de um ano, para ser retomado em novembro de 2019 (embora com montantes menos expressivos, inicialmente de 20 mil milhões de euros/mês). A tudo isto juntou-se, na Área do euro, em março de 2020, para fazer face aos efeitos da pandemia, o *Pandemic Emergency Purchase Programme* (PEPP), no montante inicial de 750 mil milhões de euros, alargado em junho de 2020 para 1,35 biliões de euros. Ou seja, atendendo a que em meados de novembro de 2020, segundo dados do BCE¹⁰⁶, no âmbito do *PEPP* já tinham sido

¹⁰⁵ No primeiro *QE*, entre 2008 e 2010, o *FED* terá adquirido cerca de 2,1 biliões de dólares em ativos. No segundo *QE*, entre 2010 e 2011, adquiriu 780 mil milhões de dólares e no terceiro, implementou compras de 40 mil milhões de dólares, entre setembro e dezembro de 2012, para neste mês ter aumentado para 85 mil milhões, o que se manteria até junho de 2013.

¹⁰⁶ Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/pepp/html/index.en.html>

efetuadas compras no montante de 661 mil milhões de euros, facilmente se pode concluir que, no mínimo até final de 2020, o BCE terá efetuado compras de ativos nos seus programas, num montante não inferior a 3,6 biliões de euros. A Suíça, o Reino Unido e muitos outros implementaram também programas que, na sua génese, têm as mesmas características e objetivos.

Em abril de 2020, a agência de notação financeira *Fitch* estimava que, só em 2020, as compras de ativos no âmbito dos programas de *quantitative easing* à escala mundial poderiam atingir 6 biliões de dólares norte-americanos¹⁰⁷, ou seja, cerca de 30% do produto interno bruto norte-americano observado em 2019.

Convém recordar que os programas de compra de ativos, precisamente por serem a “última instância” da política monetária, a sua derradeira “arma”, sempre foram equacionados como temporários, e os bancos centrais, em maior ou menor grau, manifestaram justos receios em a eles recorrerem, face às consequências que poderiam advir, nomeadamente em termos de estabilidade financeira, por via de potenciais bolhas especulativas nalguns ativos, e na própria solidez dos balanços dos bancos centrais. Um caso paradigmático desses receios será porventura o BCE que reconheceu em abril de 2014 estar a discutir a sua implementação, tendo a mesma sido comunicada em janeiro de 2015 e sido iniciada em março de 2015.

Passado todo este tempo é legítimo interrogarmo-nos, por um lado, sobre o aparente carácter de permanência que este tipo de medidas de política monetária parece começar a assumir e, por outro, sobre a sua eficácia na atividade económica e nos preços. Da resposta a estas questões dependerá, e muito, a influência que a política monetária poderá ter nos equilíbrios do poder mundial, algo que deixaremos naturalmente para uma segunda parte deste subcapítulo.

Admitir algum carácter de permanência das medidas não convencionais de política monetária tem por corolário inevitável assumir a hipótese do *zero lower bound*, ou seja, que por alguma razão as taxas de juro diretoras dos bancos centrais têm de permanecer por período muito prolongado junto ao limite inferior, aos zero por cento.

Se como tentámos demonstrar amplamente no capítulo dedicado ao estado da arte a hipótese da estagnação secular está longe de ser consensual, parece universalmente aceite que nalgumas economias avançadas se assiste ao chamado *zero lower bound* durante um período muito

¹⁰⁷ Disponível em <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/global-qe-asset-purchases-to-reach-usd6-trillion-in-2020-24-04-2020>

prolongado, isto é, as taxas de juro das diretoras dos bancos centrais situaram-se muito próximas ou mesmo em zero por cento¹⁰⁸.

A *zero lower bound* tem consequências a nível da política monetária, desde logo porque condiciona os instrumentos tradicionais que são utilizados, nomeadamente as taxas de juro que não poderão, em tese, descer eternamente, e ainda porque coloca desafios à capacidade dos bancos centrais em responder a choques adversos, podendo minar a sua credibilidade e afetar, no limite, a estabilidade financeira.

Uma das discussões mais aliciantes sobre a política monetária no contexto do *zero lower bound* envolveu Summers e Krugman¹⁰⁹. Summers (2014, p. 71) vislumbra três possíveis respostas à estagnação secular, isto é, “*This things happen. Policy has limited impact*”, em alternativa optar por reduzir a taxa de juro real por forma a aproximá-la da taxa “natural”, de equilíbrio, que presumivelmente deve ter diminuído ou, por último, naquela que é a sua estratégia preferida, aumentar a procura interna de forma estrutural, através de medidas de promoção das exportações, investimento público e reformas no sistema fiscal e de regulação, ou aumentar essa procura interna através de um choque orçamental temporário que estimule o crescimento económico porque “*a temporary increase in fiscal stimulus reduces, rather than increases, the long-run debt-to-GDP ratio*” (*ibid.*, p. 73). Summers (2016) destaca que, apesar da descida das taxas de juro para níveis sem paralelo histórico ou muito baixos, os bancos centrais do mundo industrializado deverão falhar os seus objetivos de inflação nos próximos dez anos, denotando, portanto, muito pouca confiança na capacidade da política monetária em eliminar a estagnação secular.

Já Krugman (2014) defende que a política monetária em *zero lower bound* ganhará força se for capaz de convencer os cidadãos de que houve uma alteração de regime, que o banco central irá manter um teor expansionista mesmo depois da recuperação da economia, para gerar mais procura e inflação. No fundo, “*the central bank must credibly promise to be irresponsible*” (*ibid.*, p. 65). Mas Krugman também adverte para o que apelida de “*timidity trap*”: uma condição necessária para o sucesso da política monetária é que a inflação prometida pelos bancos centrais seja suficientemente elevada que possa induzir um *boom* económico se as pessoas nela acreditarem. Se assim não for, então a taxa de inflação observada ficará sempre

¹⁰⁸ Ou mesmo em valores negativos, com exemplos relevantes no Japão e na Suécia.

¹⁰⁹ Uma referência também para a influência de Bernanke (2010) que muito cedo discutiu a influência do ambiente de baixas taxas de juro nos objetivos e nos instrumentos da política monetária.

aquém do prometido, mesmo que as pessoas tenham acreditado na promessa, o que significa que estas, após algum tempo, deixarão de acreditar e o esforço da política monetária terá sido em vão. Se a economia necessitar de um *inflation target* de 4% mas o banco central optar por ser mais cauteloso e apenas tiver por objetivo 2%, esse objetivo vai falhar. Por outras palavras, tornar eficaz a política monetária, já difícil com *zero lower bound*, torna-se ainda mais duro numa era de estagnação secular (*ibid.*, p. 66-67).

Rachel *et al.* (2015) defende uma alteração profunda da comunicação pelos bancos centrais, devendo estes enfatizar que mesmo quando as taxas de juro aumentarem esses acréscimos serão limitados e graduais. Além disso, aponta para a necessidade de incrementar a capacidade para responder a choques, através da utilização de instrumentos não convencionais, de um nível apropriado para o objetivo de inflação e da manutenção de uma credibilidade de longo prazo da infraestrutura (*ibid.*, p. 55).

A capacidade da política monetária em responder a choques é muito limitada na presença de uma taxa de juro de equilíbrio de longo prazo muito baixa, dado que torna mais provável que a taxa diretora real possa ser colocada abaixo do nível crítico necessário a que se atinja o equilíbrio. Por outro lado, quando o choque é muito expressivo, os agentes económicos podem aperceber-se que o espaço de manobra dos bancos centrais é limitado, ou seja, um desses choques pode levar a um equilíbrio em que a estagnação secular se instale (*ibid.*, p. 55-56).

E a resposta aos choques estará também mais dependente da utilização de medidas não-convencionais de política monetária, cujos efeitos serão limitados pelos baixos níveis da taxa de juro de equilíbrio, designadamente porque se as taxas de rendibilidade são muito baixas, o efeito do *quantitative easing* como estímulo da procura agregada (por descer as taxas de rendibilidade dos ativos sem risco, levando os investidores a procurar outros ativos) torna-se limitado, o mesmo acontecendo aos balanços dos bancos centrais, que não poderão crescer eternamente, até porque podem gerar receios de financiamento monetário, minando a credibilidade dos bancos centrais.¹¹⁰

Quanto ao objetivo para a inflação, Rachel *et al.* interroga-se se é ou não apropriado o respetivo nível e se o eventual aumento do objetivo pode ser uma forma de evitar a perda de credibilidade, quando as ferramentas monetárias são consideradas insuficientes para estabilizar o ciclo

¹¹⁰ Existe aliás o risco de escassez de títulos no mercado obrigacionista, pela forte procura dos bancos centrais, que no limite pode mesmo levar a que este mercado deixe de funcionar com a liquidez e a profundidade desejáveis.

económico. Neste âmbito, afirmam que pode ser difícil aumentar o objetivo quando a inflação está muito baixa, dado que se torna complexo estimular a economia o suficiente para elevar a inflação. Aliás, ao aumentar-se o objetivo nesse contexto corre-se o risco de desancorar as expectativas de inflação, minando a credibilidade do banco central.

Nesta rápida visita a um conjunto de importantes economistas que tendem a utilizar os fatores da procura como decisivos para a explicação da estagnação secular e que aceitam a ideia de que a política monetária pode ajudar a combater a estagnação em baixa do crescimento económico e da inflação, ficam claras as dúvidas quanto à eficácia percebida para essa política monetária no contexto atual, de *zero lower bound*.

Não surpreende, por conseguinte, que interrogações acrescidas surjam quanto aos efeitos e eficácia da política monetária para todos aqueles que vêm nas medidas atuais, nomeadamente as que assumem carácter não convencional, canais quase diretos para a constituição de perigosas bolhas especulativas nos mercados de ações ou mesmo de dívida pública. Desses autores e dessas bolhas especulativas tentámos dar a devida nota em capítulos precedentes.

Aqui chegados, julgamos ser possível concluir que o *zero lower bound* se vai manter ainda por muitos anos, exigindo a continuação de uma política monetária mais expansionista. No entanto, é aconselhável ter em conta a incerteza sobre os efeitos desse tipo de política, tanto a nível de alguma instabilidade financeira que pode propiciar, como na própria evolução das taxas de juro reais de longo prazo, certamente influenciada por múltiplos fatores que não só o cariz da política monetária.

Já a discussão em torno da sua eficácia nos remete para terrenos mais complexos e que teremos de afastar por agora, por humildade intelectual e pelos objetivos definidos para esta tese. Vamos, portanto, admitir que, mais tarde ou mais cedo, os efeitos da política monetária atual serão sentidos e a sua eficácia não está em causa, o que aliás poderia ser argumentado com uma convicção acrescida, numas regiões do globo mais do que noutras, eventualmente mais até a nível do crescimento económico do que da própria inflação, não fora a terrível pandemia que atravessamos neste ano de 2020.

Em síntese, cientes das dificuldades do atual contexto mas confiantes de que a política monetária, pese embora as dificuldades de eficácia acrescidas em contextos de *zero lower bound*, continuará a ser um instrumento eficaz da política económica, como podermos perspetivar a sua influência nos equilíbrios de poder globais, notavelmente entre os EUA e a China, no futuro próximo?

Talvez a questão possa ser colocada em dois patamares, o da influência que a política monetária, enquanto um dos principais instrumentos de política económica, poderá ter na atividade económica e no peso relativo de cada um destes países e, num segundo patamar, até que ponto estarão estas nações a sentir-se cerceadas, no todo ou em parte, na utilização desse poder que deriva da sua função de autoridade monetária.

Numa frase, porventura os EUA terão mais poder monetário, a China eventualmente mais margem de manobra.

Tentaremos explicar o racional destas conclusões nas próximas linhas.

A dimensão infraestrutural da moeda norte-americana é ímpar seguramente desde os Acordos de *Bretton-Woods* que originaram o Sistema Monetário Internacional (SMI) do pós Segunda Guerra Mundial (até meados dos anos setenta), precisamente porque esse sistema, ao colocar o dólar norte-americano no centro, nomeadamente por ser a única moeda que continuava a ser convertível em ouro e, portanto, com a sua cotação estável, tornou-a a principal moeda de reserva e de comércio internacional. Mesmo depois do colapso do que ficou conhecido por “Sistema *Bretton-Woods*” esta dimensão do dólar continua perfeitamente interiorizada pela esmagadora maioria dos investidores mundiais, e por isso, como demonstrámos anteriormente, continua a ser, de longe, preponderante, independentemente do critério utilizado ser o das reservas mundiais, da utilização no comércio ou investimento internacionais, da emissão de dívida privada ou dos Estados soberanos.

E tudo isto, mesmo quando reconhecidamente os EUA de hoje são uma economia em perda, no que ao critério da atividade económica diz respeito, medido pelo produto interno bruto, para a generalidade das economias emergentes asiáticas, em especial para a China, grande candidata ao lugar de primeira potência económica mundial do século XXI, quando observam défices comerciais e orçamentais acumulados sem paralelo na história contemporânea, acompanhados por níveis de endividamento das famílias também totalmente excessivos.

Porque, na dúvida, os cidadãos do mundo preferem o dólar, as autoridades monetárias norte-americanas têm perante si uma autêntica autoestrada, que lhes permite pôr as rotativas das respetivas casas da moeda a funcionar quase ininterruptamente, sem que aparentemente isso belisque o seu poderio e a sua capacidade de continuamente “ajudar” a economia, imprimindo direta ou indiretamente mais dólares. Por outro lado, quando olhamos para as notações de *rating* de crédito das principais agências, tanto a *Moody's*, como a *Fitch* e a *DBRS* colocam os

EUA no seu patamar mais elevado, enquanto a S&P lhe atribui o segundo patamar mais alto, pese embora todos os desequilíbrios antes expostos.

Na hipótese, mais do que provável, de que as exigências de uma brutal pandemia se materializem em mais programas de compra massiva de ativos, continuando a imperar medidas não convencionais que deveriam ser pontuais mas ganham dimensão estrutural, é praticamente garantido que os EUA não terão grande dificuldade em continuar a seguir essa estratégia, tendo muito mais margem do que, por exemplo, os países da União Europeia que estão confrontados com taxas de rendibilidade da respetiva dívida pública bem abaixo das norte-americanas, o que claramente cria riscos, por exemplo, a nível dos fundos de investimento e dos fundos de pensões¹¹¹.

A China não tem uma moeda com a dimensão infraestrutural do dólar, nem se perspetiva que o venha a ter a médio prazo, apesar dos esforços das autoridades em dinamizar o uso internacional do *yuan*, de que o episódio mais mediático terá sido a sua inclusão no cabaz do *Special Drawing Right* do FMI, em Outubro de 2016. Apresenta, todavia, a vantagem não negligenciável de ter ainda muita margem para políticas monetárias convencionais, uma vez que a taxa diretora do *People Bank of China (PBC)* está atualmente nos 3,85%, muito acima dos 0,25% da taxa dos *Fed Funds* (EUA) ou dos 0% do BCE.

Ambos os países apresentam níveis de inflação muito baixos (a inflação anual, em Outubro de 2020, estava em 0,5% na China e 1,2% nos EUA), embora os dados mais recentes estejam necessariamente marcados pela pandemia e pelo abrandamento muito significativo de amplos setores da atividade económica, o que reforça a eventual necessidade de novas medidas de política monetária a curto e médio prazo.

Em conclusão, não parece provável que os dois gigantes da economia mundial venham a sentir nalgum momento do futuro próximo que a locomotiva da política monetária lhes possa falhar e, com medidas mais ou menos convencionais, poderão dela se socorrer para, instrumentalmente, conseguirem atingir objetivos, não apenas ao nível dos preços, como também da atividade económica.

¹¹¹ No momento em que escrevemos estas linhas, as taxas de rendibilidade a dez e a trinta anos na Alemanha estão nos -0,6% e -0,2%, enquanto nos EUA se situam em +0,9% e +1,6%. Por memória, para os mesmos prazos, França atinge -0,3% e +0,4% e a Itália, o país da zona euro com níveis mais elevados, está nos +0,6% e +1,5%. Na China, os níveis são de +3,3% e +3,9%.

Já a eficácia dessas medidas é um tema sobre o qual temos dúvidas bastante mais significativas mas também aqui não será fácil avaliar, em jeito de comparação, qual dos dois países poderá sentir mais dificuldades. Se, por um lado, os últimos anos parece terem suscitado legítimas interrogações sobre a eficácia da política económica nas economias avançadas, nomeadamente em *zero lower bound*, e portanto, nessa perspetiva, a China estará eventualmente mais protegida quanto a essas dúvidas de eficácia, também é verdade que a materialização dos efeitos de decisões de política monetária funcionam por uma lógica de *lags*. Ora, não existindo hoje informação que nos permita pensar poderem esses *lags* atingir vários anos, também é verdade que as circunstâncias complexas que se colocam à política monetária e à sua eficácia no contexto já referenciado são suscetíveis de exigir que o seu maior expansionismo tenha de permanecer por períodos mais longos, até que se materializem os efeitos esperados, ao nível dos preços e da atividade económica.

Por outras palavras, porventura a política monetária não deixou de ser eficaz, apenas nos parece que o deixou de ser simplesmente porque esperaríamos que os seus efeitos fossem mais rápidos e de maior magnitude. A ser assim, poderemos tirar a conclusão, muito incómoda, de que não foram as medidas monetárias tomadas e meio mundo estaria em deflação profunda e a Grande Recessão de 2009 teria sido apenas a sobremesa de uma refeição bastante mais “pesada”.

Mas, se assim for, então também é possível admitir que, ultrapassada a crise pandémica que atravessamos, e que seguramente condicionou o mecanismo de transmissão da política monetária, esta poderá revelar-se mais eficaz nos seus efeitos.

Sem surpresa para o autor deste trabalho, vivemos um tempo de ruído, também no que diz respeito à política monetária, razão acrescida para prudência nas análises e mais ainda em previsões sobre os seus impactos em esferas tão complexas e decisivas como a evolução económica e os equilíbrios de poder.

III.3. As alterações das estruturas de poder na perspetiva de outros indicadores de *hard power* e de *soft power*

Analisámos anteriormente uma parte significativa de instrumentos de *hard power*, em particular aqueles que estão ligados à Economia e aos instrumentos monetários e financeiros, nomeadamente a dimensão de poder internacional que se obtém pela magnitude do produto interno bruto de um país e também pela sua capacidade de, por via do comércio e dos fluxos de capitais, elevar a sua projeção a um nível regional ou mesmo global, ou ainda o poder da

política monetária e as suas consequências eventualmente assimétricas perante o fenómeno do *zero lower bound*.

Observámos também os desenvolvimentos a nível dos mercados acionistas e obrigacionistas e a forma como a emergência de bolhas especulativas poderá pôr em causa a estabilidade do sistema financeiro, sobretudo nas economias avançadas, podendo assim vir a condicionar os equilíbrios de poder global no futuro próximo.

Não obstante, da análise efetuada, parece não existir ainda evidência científica suficiente que permita inferir estarmos a atravessar um período de perda da dimensão predominante dos EUA a nível financeiro. Sejam os claros, os EUA continuam a ser o centro do mundo financeiro e nem sequer o aparecimento do euro, depois de uma primeira fase em que a hegemonia do dólar parecia estar a ser posta em causa pelo rápido crescimento do papel internacional da moeda europeia, vem pôr em causa essa realidade, quanto mais a moeda e o sistema financeiro chinês que, a nível global, ainda não consegue sequer situar-se no top três de um eventual *ranking* mundial.

Vamos agora procurar outros instrumentos do *hard power*, não necessariamente apenas alicerçados na dimensão económica e financeira, nalguns casos indicadores compósitos que vêm surgindo na literatura com particular destaque, tentando evidenciar os potenciais efeitos da estagnação secular nos instrumentos do *hard power*. Estes, não detendo atualmente um exclusivo de importância nos equilíbrios mundiais, continuam indubitavelmente a ser uma variável decisiva, não apenas pela capacidade de intervenção que essa força possibilita mas também pelo seu poder dissuasor e, muitas vezes, pelo que permite em termos de lógicas de *bargain hunting* que trazem benefícios de natureza económica e financeira a quem detém a força dura do poder militar e/ou económico e financeiro.

Por outro lado, nas últimas décadas foi sendo construída uma vasta e profícua análise científica que evidencia a importância dos instrumentos do chamado *soft power* nas lógicas e nos equilíbrios de poder global e, em consequência, iremos igualmente analisar alguns dos indicadores mais utilizados a este nível.

III.3.1. A vertente militar

Começamos pela abordagem mais tradicional, de avaliação das despesas militares.

Os EUA são destacadamente o país do mundo em que a despesa militar assume valores mais expressivos, não só em termos absolutos como *per capita*, tendo em 2019 a despesa atingido cerca de 718,7 mil milhões de dólares, um valor superior ao conjunto dos restantes onze países que se situam nas principais posições do *ranking* da despesa em armamento.¹¹² Por outro lado, entre 1949 e 2019, a despesa militar cresceu nos EUA a um ritmo médio de 2,3% ao ano, muito acima do observado em França (1,9%) ou no Reino Unido (0,8%).

Acontece que se nos situarmos apenas no século XXI, entre 1999 e 2019, o crescimento da despesa militar está relativamente próximo da média secular nos EUA, situando-se em 2,4%, mas emergem outros atores claramente mais apostados em reforçar o seu poder militar: na Rússia, o crescimento médio foi de 6,8%, na Coreia do Sul de 4,1%, na Arábia Saudita de 4% e na China de 10%. Por curiosidade, os países europeus do eixo França/Alemanha/Reino Unido viram as despesas militares crescerem em torno de 0,5%-0,6% e na Turquia e no Canadá o aumento médio anual foi de 2,3% e 2,5%, respetivamente.

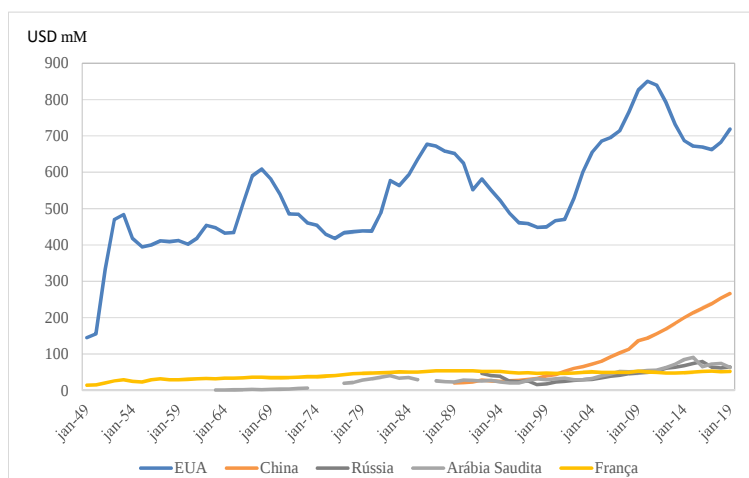
Ainda mais impressionantes serão estes dados, particularmente no que à China diz respeito, se tivermos em conta que, na última década do século XX, os EUA e a Rússia viram as despesas militares caírem, em média anual, respetivamente 3,7% e 13,2%¹¹³, enquanto a China foi novamente o recordista do universo dos maiores gastadores em termos de crescimento médio anual, que se situou nessa década em 7%.

Perante este movimento, não surpreende que em 2019 a despesa militar chinesa atingisse já cerca de 37% da despesa norte-americana e fosse de longe a segunda maior do mundo, quando no final do século vinte era de apenas 8,8%.

¹¹² E que são a China, Rússia, Arábia Saudita, França, Alemanha, Reino Unido, Japão, Coreia do Sul, Canadá, Turquia e Israel.

¹¹³ Em rigor, no caso da Rússia, a comparação refere-se ao período de 1992 a 1999.

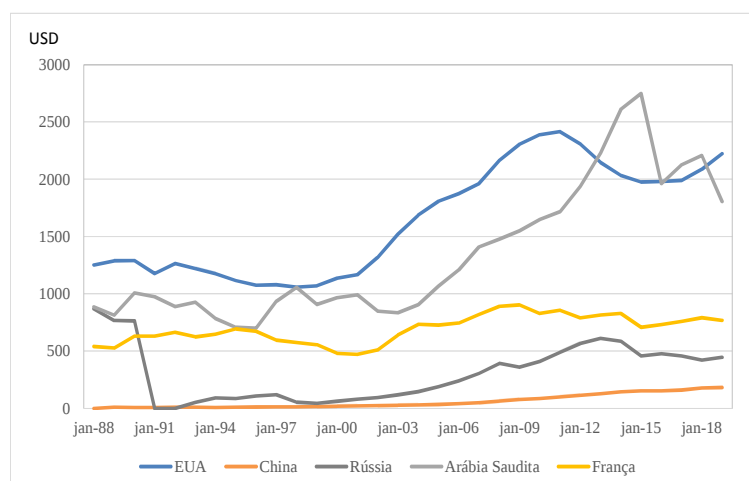
Figura 52. Despesas militares a preços constantes de 2018, em mil milhões de dólares dos EUA



Fonte: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI)

O gráfico seguinte apresenta o mesmo indicador global de despesa militar mas *per capita*, continuando os EUA a ser o principal gastador (com mais de 2200 dólares por cada norte-americano), enquanto a China se situa nuns modestos 182 dólares de gastos por cada cidadão.

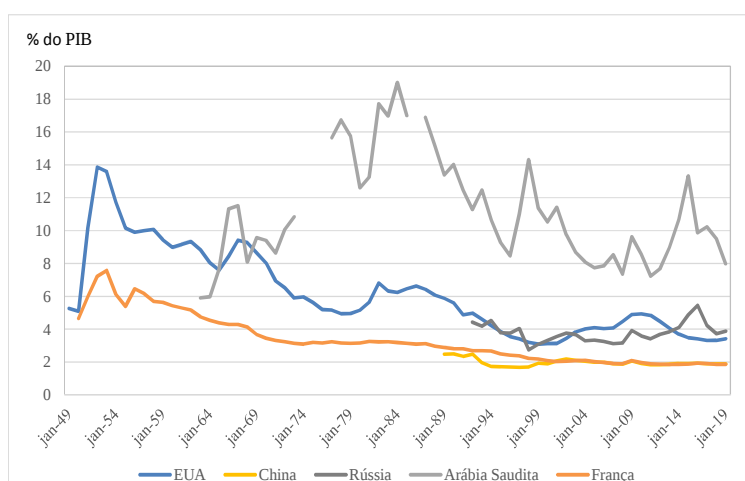
Figura 53. Despesas militares *per capita*, em dólares dos EUA



Fonte: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI)

Para melhor avaliar o esforço das respetivas economias na vertente militar, apresentamos também as suas despesas militares em função do produto interno bruto e, em seguida, do orçamento do Estado.

Figura 54. Despesas militares em percentagem do PIB

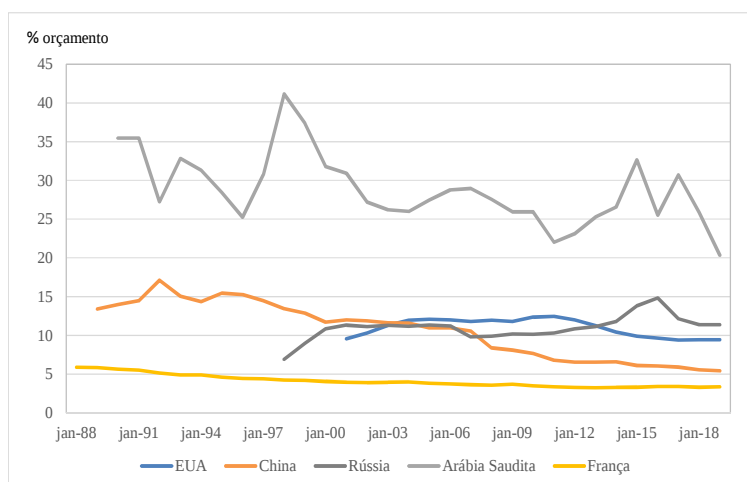


Fonte: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI)

Como é visível nos dois gráficos apresentados, o peso relativo das despesas militares norte-americana e chinesa ganha outra expressão quando avaliadas em função do produto interno bruto (PIB) e do orçamento, colocando estas duas nações muito mais próximas em termos do respetivo esforço militar. No caso dos EUA, o peso das despesas militares face ao PIB foi de 3,4% em 2019 (3,1% em 2000), enquanto na China atingiu 1,9% em 2019, valor idêntico ao observado no início do século. A base de dados para os EUA é suficientemente longa para se poder inferir uma marcada tendência para a diminuição do peso do orçamento militar face ao PIB desde os anos cinquenta do século XX, pautada por períodos relativamente curtos em que, pelo aumento da despesa associada a intervenções externas e/ou por via do abrandamento do crescimento do PIB, o rácio registou algum acréscimo.

Já no que diz respeito ao rácio das despesas militares em relação ao orçamento de cada um dos países em causa, temos um peso de 9,4% nos EUA e de 5,4% na China mas aqui é visível um perfil diferente, na medida em que no início do século XX nos EUA a despesa militar atingia 9,6% do respetivo orçamento, sendo notória uma estabilização do indicador ao longo das últimas duas décadas, enquanto na China o aumento substancial do orçamento global provocou uma diminuição deste indicador (em 2001, por exemplo, atingia 12%).

Figura 55. Despesas militares em percentagem do orçamento do Estado

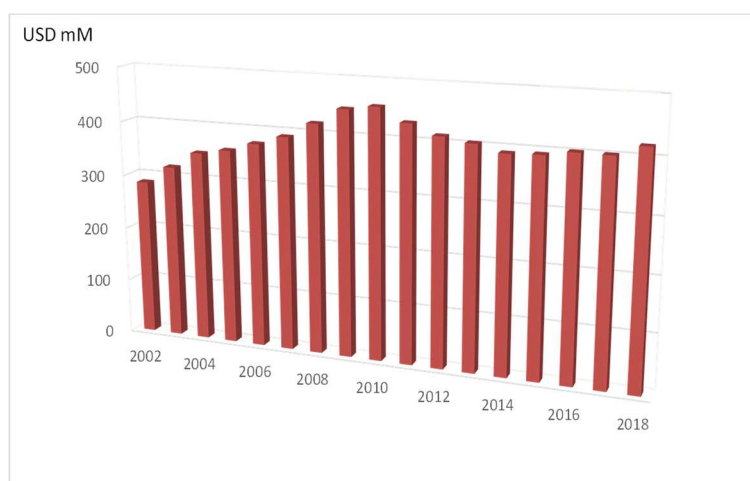


Fonte: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI)

Uma nota também para uma das componentes importantes da despesa militar, a venda de armas. Vamos antes de mais tentar avaliar o que esta rubrica significa no contexto das despesas militares mundiais. Em 2018, segundo dados do *Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI)*, o montante anual das vendas de armas reportadas pelas cem maiores empresas mundiais era, a preços constantes de 2018, de 420 mil milhões de dólares norte-americanos, o que comparava com despesas militares globais nesse ano de aproximadamente 1808 mil milhões de dólares. Ou seja, as vendas de armas corresponderiam a pouco mais de 23% do total da despesa militar mundial. Recuando a 2002, ano em que as vendas de armas foram de 286 mil milhões de dólares, as despesas militares totais ascenderam a 1214 mil milhões de dólares, pelo que o peso da componente de armamento foi de 24%. No ano em que se registou o maior valor de vendas de armas neste século (2010), atingindo 455 mil milhões de dólares, esta rubrica representou 25% da despesa militar total. Podemos pois, com alguma aproximação e cautela, concluir que o mercado da venda de armas é cerca de um quarto do total das despesas militares mundiais.

O gráfico seguinte evidencia a evolução da venda de armas reportada pelas cem maiores empresas mundiais desde 2002, a preços constantes de 2018, num mercado que desde então e até 2018 registou um crescimento médio anual de 2,9% ao ano.

Figura 56. Vendas de armas pelas 100 maiores empresas mundiais, a preços de 2018



Fonte: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI)

Neste mercado, os EUA posicionam-se como o principal exportador desde que a extinta União Soviética¹¹⁴ deu lugar a um conjunto de Estados independentes e, no século XX, são responsáveis por cerca de 40% das vendas totais, conforme pode ser observado no quadro seguinte. Mais uma vez, sendo embora visível a ascensão da China ao longo do século XXI, passando da oitava posição do *ranking* em 2000, com apenas cerca de 0,3 mil milhões de dólares de vendas e 1,5% do respetivo total, para a quarta posição em 2019, com vendas que já representaram 5,2% do total mundial, a China está ainda longe de disputar com os EUA, ou mesmo a Rússia, o palco do poder mundial no que ao armamento diz respeito.

¹¹⁴ Entre 1950 e 1991, o valor das vendas de armas ao exterior da União Soviética (URSS) foi de 452,7 mil milhões de dólares, que compra com 426,0 mil milhões para os EUA. Nesse período de quarenta e um anos, em vinte e cinco deles a URSS esteve em primeiro lugar do *ranking* de venda de armas ao exterior.

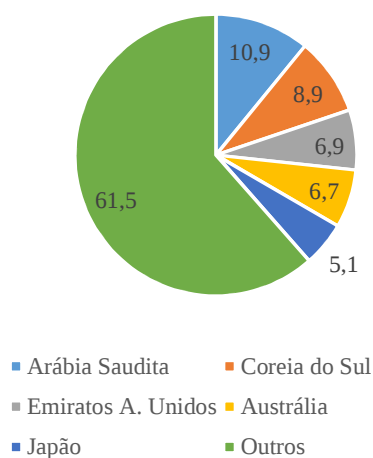
Quadro 20. Exportações de armamento, top 10 mundial em 2019 e comparação com 2000 (em mil milhões de dólares e percentagem do total)

País	2019			2000			Sinal
	Valor (mM USD)	Peso (% total)	Posição	Valor (mM USD)	Peso (% total)	Posição	
EUA	10,75	39,5	1	7,58	39,2	1	=
Rússia	4,72	17,3	2	4,50	23,3	2	=
França	3,37	12,4	3	1,08	5,6	5	↗
China	1,42	5,2	4	0,30	1,5	8	↗
Alemanha	1,19	4,4	5	1,61	8,3	4	↘
Espanha	1,06	3,9	6	0,05	0,2	19	↗
Coreia do Sul	0,69	2,5	7	0,01	0,1	16	↗
Reino Unido	0,97	3,6	8	1,63	8,4	3	↘
Israel	0,37	1,4	9	0,40	2,1	6	↘
Itália	0,49	1,8	10	0,21	1,1	12	↗

Fonte: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI)

Para terminar analisamos os países de destino das exportações de armas pelos atores principais. Os EUA exportaram armas desde 1950 para cento e setenta e oito palcos diferenciados, não necessariamente apenas Estados soberanos, uma vez que estão incluídos grupos armados como movimentos de libertação angolanos, os contra da Nicarágua ou os rebeldes cubanos anti-Castro, sendo de destacar no século XX o peso das exportações para a Arábia Saudita e a Coreia do Sul, dois aliados regionais dos EUA em duas zonas estratégicas também relevantes.

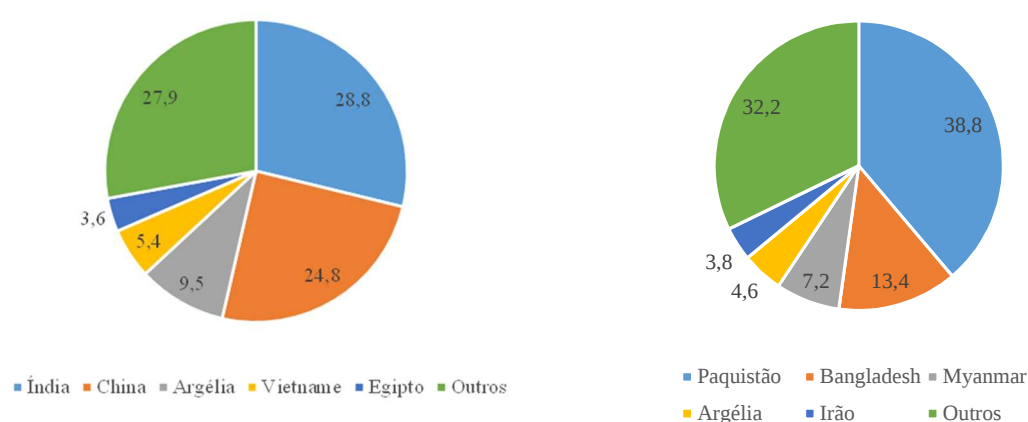
Quadro 21. Países de destino das exportações de armas dos EUA, 2000 a 2019, em percentagem do total



Fonte: Stockholm International Peace Research Instituto (SIPRI)

A mesma análise foi efetuada para a Rússia e a China, patente no quadro seguinte. Para além de estes exportarem armas para um menor número de destinos (cento e três e noventa e três, respetivamente, com a ressalva de que o período analisado para a Rússia é apenas desde 1992 e na China incluem-se vendas a movimentos de libertação/guerrilha nacionais e não apenas Estados soberanos), também é notória a maior concentração das vendas num grupo mais restrito de países, nomeadamente os cinco principais destinos dessas vendas.

Quadro 22. Países de destino das exportações de armas da Rússia (à esquerda) e da China (à direita), entre 2000 e 2019, em percentagem do total



Fonte: Stockholm International Peace Research Institute (SIPRI)

Em conclusão, os EUA são destacadamente o país do mundo em que a despesa militar assume valores mais expressivos, embora em 2019 a despesa militar da China atingisse já cerca de 37% da norte-americana e fosse de longe a segunda maior do mundo, quando no final do século XX era de apenas 8,8%. No entanto, o peso relativo das despesas militares norte-americana e chinesa, quando avaliado em função dos respetivos PIB, aproxima-se mais, sendo de 3,4% e 1,9%, respetivamente.

A China tem também pouca expressão, quando comparada com os EUA, no mercado mundial de venda de armamento, claramente dominado pelos norte-americanos, secundados pela Rússia.

III.3.2. Indicadores a nível da investigação e desenvolvimento

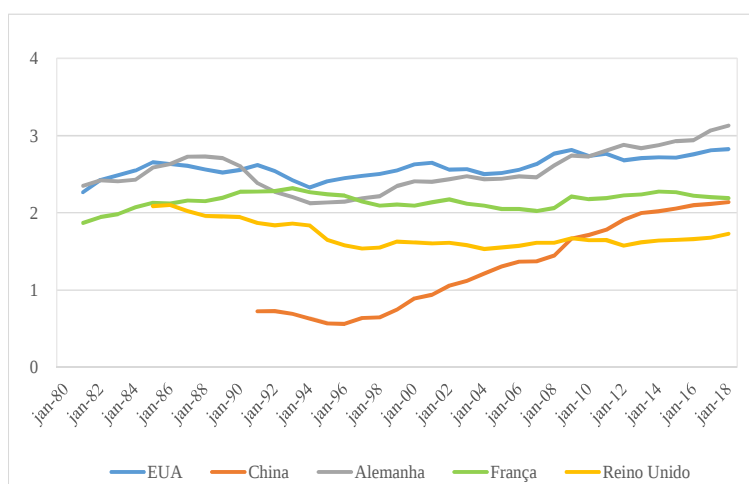
Neste subcapítulo iremos efetuar uma breve caracterização do investimento em investigação e desenvolvimento (I&D), com especial ênfase na comparação entre os EUA e a China, sem

esquecer outros atores que conjunturalmente possam ter alguma relevância a este nível, quanto mais não seja para se poder situar e comparar as duas gigantes económicas mundiais com outros Estados soberanos.

Um indicador usualmente utilizado é o peso da despesa em investigação e desenvolvimento face ao produto interno bruto (PIB) de um país, o que está expresso no gráfico seguinte e nos permite concluir que os EUA mantiveram nas últimas quatro décadas o investimento num intervalo estreito, entre 2,2% e 2,9% do PIB, ao passo que o investimento da China em investigação e desenvolvimento, que até ao final do século XX esteve abaixo de 1% do PIB, tem vindo a evidenciar um incremento considerável no século XXI, estando nos últimos anos acima dos 2% face ao PIB.

Incluímos também três países europeus (Alemanha, França e Reino Unido), o que permite verificar que, com exceção da Alemanha, que na segunda década do corrente século suplantou os EUA, todos os outros se situam em níveis inferiores, com o Reino Unido já suplantado pela China, enquanto a França investe em investigação e desenvolvimento uma percentagem do seu PIB muito semelhante ao que ocorre na China.

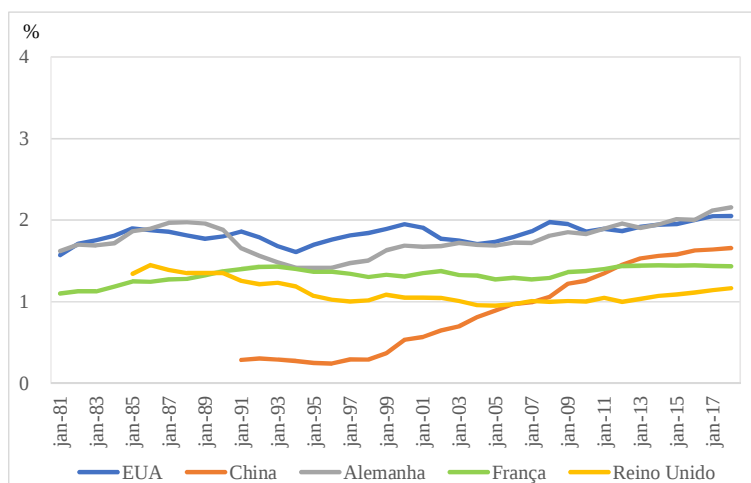
Figura 57. Despesas totais em investigação e desenvolvimento em percentagem do produto interno bruto



Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE)

Os dados da despesa em investigação e desenvolvimento efetuada pelo mundo empresarial, excluindo portanto o investimento público, confirmam as indicações anteriores, nomeadamente quanto ao peso relativo deste investimento nos países analisados e também em relação à evolução histórica da variável.

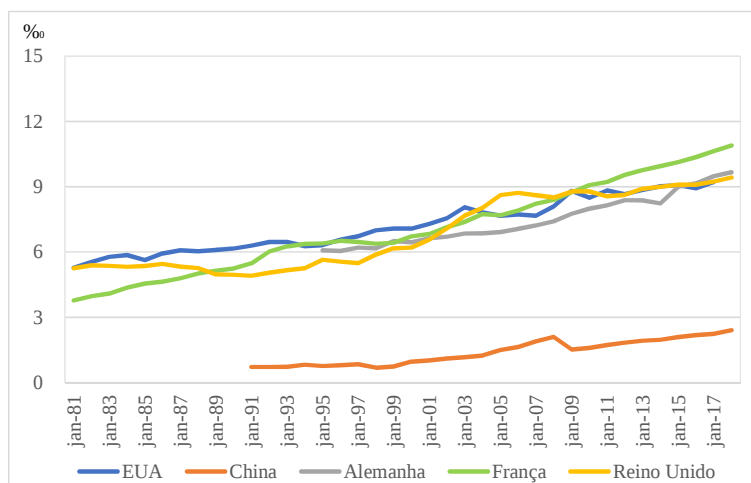
Figura 58. Despesas das empresas em investigação e desenvolvimento em percentagem do produto interno bruto



Fonte Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE)

Noutra esfera, procurámos observar o peso dos recursos humanos que se dedicam à investigação e ao desenvolvimento no contexto do emprego global, o que é expresso no gráfico seguinte e nos mostra a distância a que a China ainda está das economias identificadas e ainda o peso crescente que este grupo tem tido nas últimas décadas.

Figura 59. Investigadores por mil habitantes

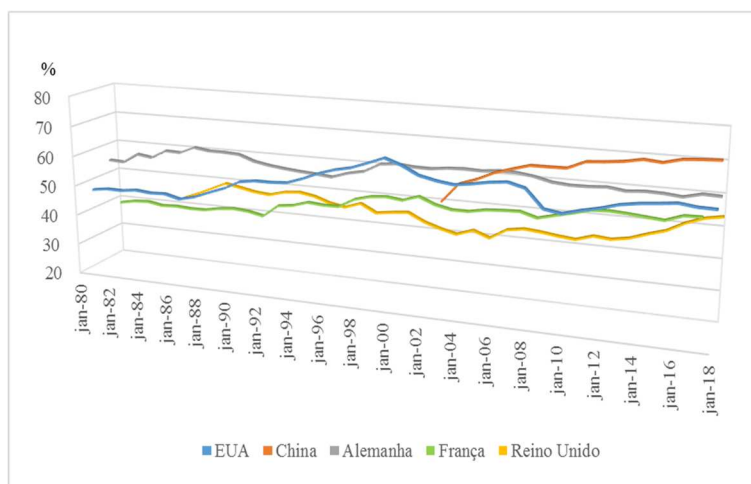


Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE)

É também interessante visualizar quem são os atores principais no processo de investigação e desenvolvimento nos países analisados, distinguindo e evidenciando o peso do setor privado no contexto da investigação e desenvolvimento. Em 2018, cerca de 61% do I&D nos EUA foi efetuada pelo setor privado, no que apenas é suplantado pela Alemanha (62,3%) e pela China,

em que 74% do investimento em investigação e desenvolvimento esteve a cargo de entidades privadas.

Figura 60. Despesa em investigação e desenvolvimento – peso do setor privado, em percentagem do total

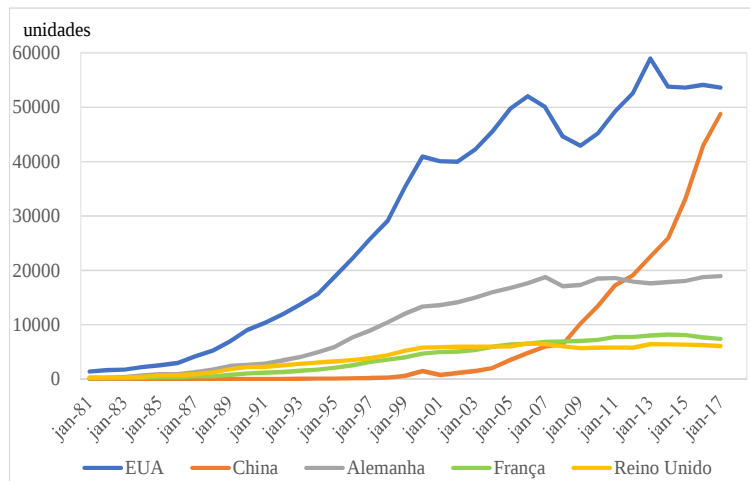


Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE)

É aliás muito curioso observar o comportamento destes três Estados no período de quatro décadas analisado. Na Alemanha, observa-se uma relativa estabilidade do peso do investimento privado em I&D, enquanto nos EUA esse peso foi aumentando de forma algo significativa nas duas últimas décadas do século XX, tendo passado de 48,7% em 1980 para 67,8% em 2000, mas entretanto regista-se alguma diminuição. Na China, onde não dispomos de dados comparáveis antes de 2000, o crescimento registado neste século é muito acentuado, passando o investimento privado de 51,8% face ao total em 2000, para 74% em 2018, o que dá uma ideia do dinamismo do setor privado chinês a este nível.

A importância da China ganha outra dimensão quando analisamos os dados das patentes, a partir da informação disponibilizada pela Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE), nomeadamente no que diz respeito à evolução do número total de patentes e à comparação com os EUA, que estão prestes a ser alcançados pela China na liderança deste importante indicador.

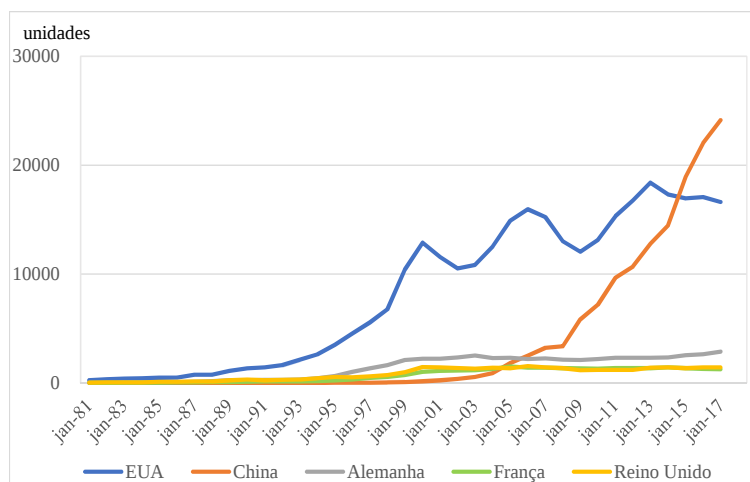
Figura 61. Número total de patentes ao abrigo do *Patent Cooperation Treaty*



Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE)

E no caso particular das patentes de empresas ligadas ao setor das tecnologias da informação e da comunicação, como se pode constatar no gráfico seguinte, a China é desde 2015 a primeira nação do mundo quando se avalia o número de registos deste tipo de patentes, disputando a liderança com os EUA na inovação neste setor fundamental para a economia e para os equilíbrios do poder mundial na atualidade.

Figura 62. Número total de patentes no setor das tecnologias da informação e da comunicação

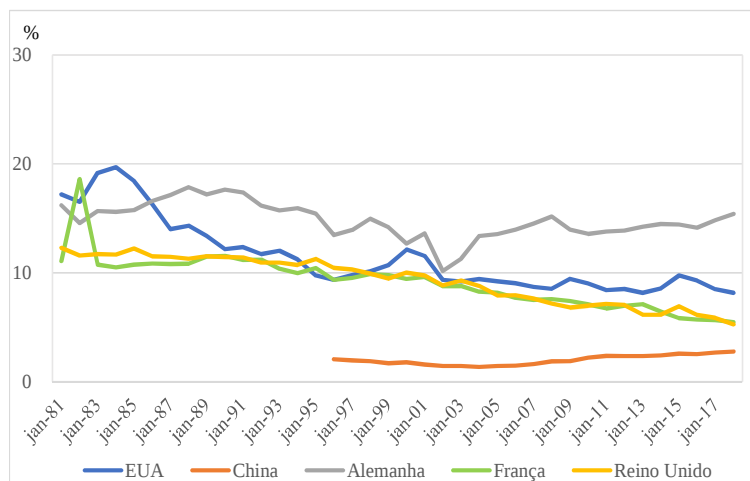


Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE)

Para concluir este subcapítulo vamos avaliar até que ponto as exportações de alguns dos setores mais dinâmicos em matéria de investigação e desenvolvimento nos indiciam mudanças de paradigma relevantes nas últimas décadas. Para esse efeito, analisamos os dados das

exportações das indústrias farmacêutica, aeroespacial e da eletrónica, computadores e ótica, apresentando as quotas de cinco países em cada um destes setores industriais.

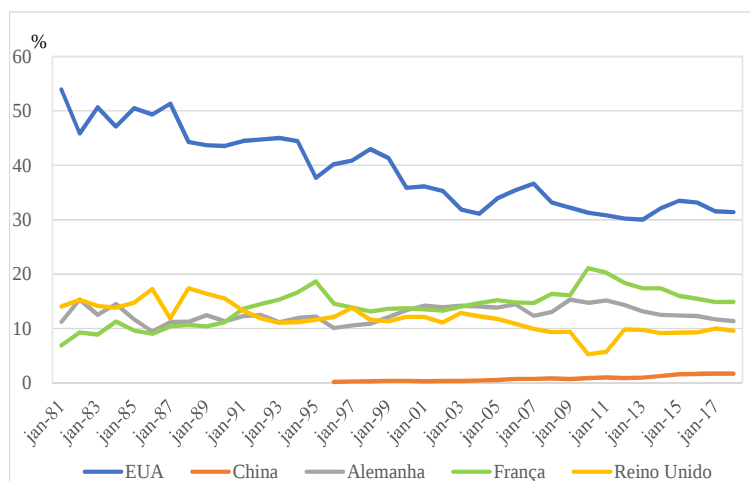
Figura 63. Quota de mercado nas exportações da indústria farmacêutica



Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE)

A avaliar pelos dados das exportações, a China está longe de se assumir como uma potência global, tanto na indústria farmacêutica como no setor aeroespacial, onde pelos dados disponíveis referentes a 2018 o peso chinês era de 2,8% e 1,7%, face a 8,2% e 31,4% para os norte-americanos ou, por exemplo, 15,4% e 11,4% para a Alemanha.

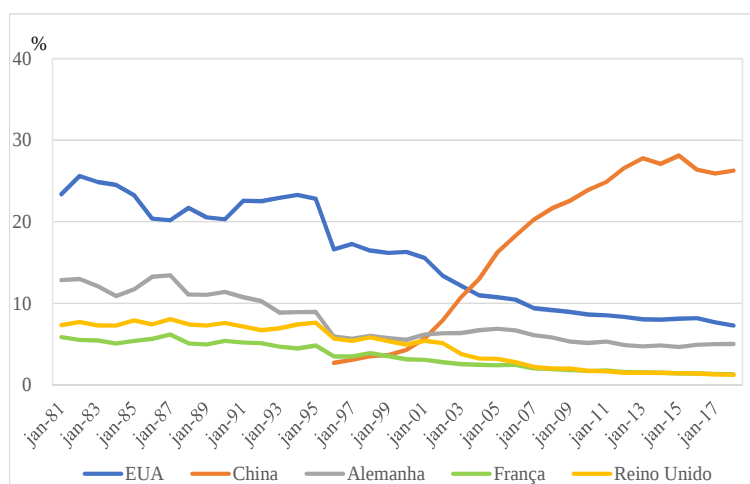
Figura 64. Quota de mercado nas exportações da indústria aeroespacial



Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE)

No setor das tecnologias da informação e da comunicação observa-se uma ascensão meteórica da China desde finais do século XX e, em pouco mais de seis anos, passou a ser o maior exportador mundial, responsável por mais de um quarto do total mundial.

Figura 65. Quota de mercado nas exportações da indústria das tecnologias da informação e da comunicação



Fonte: Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Económico (OCDE)

Em conclusão, no que diz respeito à investigação e desenvolvimento, parece-nos ser razoável concluir pela existência de três grandes tendências nas últimas décadas. A primeira corresponde ao consistente aumento do investimento chinês nesta área, tanto quando é medido em termos do seu peso face ao produto interno bruto, como *per capita* e, o que é bastante curioso, também a nível da investigação e desenvolvimento efetuada pelo setor privado. Em segundo lugar, num setor específico e de ponta, o das tecnologias da informação e comunicação, muito importante na sociedade digital que se tem vindo a solidificar neste século, a China tem hoje a primazia da investigação e desenvolvimento, e isso catapultou o país para a liderança do mercado exportador, com mais de um quarto do total das exportações mundiais. Por último, apesar da ascensão chinesa, é inegável que os EUA se mantêm como a grande potência em matéria de investigação e desenvolvimento, sendo ainda de assinalar que algumas outras economias europeias, em especial a Alemanha e a França, apresentam desempenhos igualmente de relevo.

III.3.3. Indicadores compósitos de *hard power*

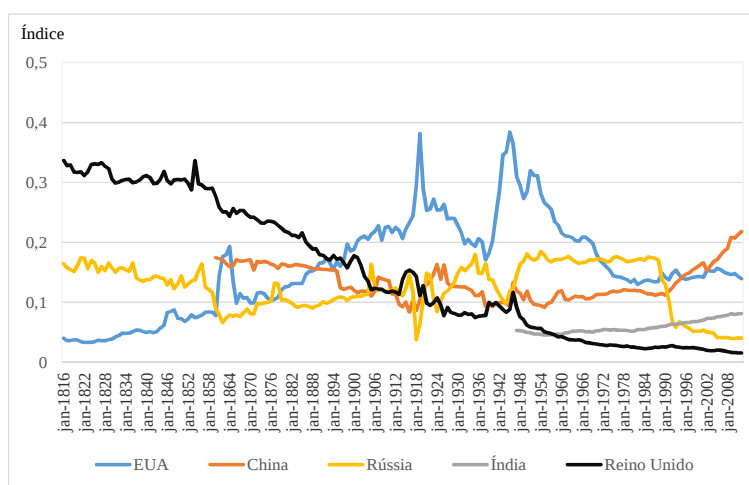
Olhemos agora para indicadores alternativos, normalmente compósitos, criados para medir o *hard power* de cada país e permitir comparações internacionais com base num conjunto normalmente vasto de critérios militares, económicos e demográficos.

David Singer criou em 1963, no âmbito do projeto *Correlates of War*, um dos mais antigos e conceituados indicadores de *hard power*, o chamado *Composite Index in National Capacity*, que engloba um conjunto vasto de fatores de natureza militar, económica e demográfica como forma de evidenciar o poder do Estado.

Esses fatores/indicadores são as despesas e o contingente militar, a população total e a população urbana do país, no que à demografia diz respeito e, na vertente económica, os consumos de aço e ferro.

O gráfico seguinte apresenta a série longa, entre 1816 e 2012, associada a este indicador, sendo interessante verificar a existência de três períodos distintos: o primeiro, que perdurou até ao final do século XIX e que mostra a superioridade do Reino Unido e a aproximação, lenta mas decisiva, dos EUA; o segundo, entre o final do século XIX e 1971, ou seja, o início da primeira crise petrolífera, em que a superioridade dos EUA se afirma e, finalmente, um terceiro período em que a liderança norte-americana neste indicador de capacidade nacional é inicialmente posta em causa pela Rússia para, desde 1995, a China se assumir como a nação com maior capacidade a nível mundial, atingindo o respetivo indicador 21,8%, que compara com 13,9% para os EUA, 7,3% para a Índia, 4,3% para o Japão e 3,9% para a Rússia.

Figura 66. Índice Composto de Capacidade Nacional



Fonte: The Correlates of War Project

Quando se procede à desagregação das seis componentes do indicador, verifica-se que em apenas uma delas, justamente as despesas militares, os EUA apresentam uma clara superioridade em relação à China (em 2012 a despesa era seis vezes maior nos EUA). Em todas as restantes componentes, a China assumia já em 2012 a primazia, com o pessoal militar norte-americano a ser apenas 69% do chinês, o consumo de aço e de ferro apenas 12%, o consumo de energia 59% e, obviamente, os rácios populacionais a serem muito inferiores (23% para a população total e 42% para a população urbana).

Infelizmente não temos disponíveis os dados sobre este indicador desde 2012, mas atendendo à diferença do crescimento económico verificado desde então, favorável à China, e tendo ainda em conta que entretanto esta última aumentou muito substancialmente os seus gastos militares e apresenta hoje um nível de gastos pouco menos de metade dos registados pelos EUA, não será demasiado arriscado estimar que entretanto a posição cimeira da China se consolidou.

Um indicador igualmente muito utilizado como *proxy* do *hard power* é o *Global Firepower*, que procede a uma avaliação dos países com base na sua força militar convencional aérea, marítima e terrestre, excluindo portanto a capacidade nuclear. Engloba ainda fatores relacionados com a Economia e que afetam as forças armadas dos países, designadamente os recursos naturais, a mão-de-obra, a logística e equipamentos, a capacidade financeira e as condições geográficas.

O quadro seguinte permite verificar que os EUA mantêm a liderança a nível do poder de fogo global e que a China foi ultrapassada pela Rússia na segunda década do século XXI como a segunda maior força mundial. Aliás, no conjunto das primeiras cinco posições deste *rating*, comparando com o Índice Composto de Capacidade Nacional, a alteração mais expressiva é mesmo a evidenciada pela China, sendo visível a relativa estabilidade das posições cimeiras.¹¹⁵

¹¹⁵ Entre 2015 e 2020, nas cinco primeiras posições apenas se registou a entrada do Japão para o quinto lugar, entre 2010 e 2015 a subida da Rússia para o segundo lugar por troca com a China e entre 2005 e 2010 as subidas da Índia e do Reino Unido, bem como o desaparecimento do Paquistão do *top* cinco.

Quadro 23. Poder de fogo global

Ranking	2020		2015		2010		2005
1º	EUA	=	EUA	=	EUA	=	EUA
2º	Rússia	=	Rússia	↗	China	=	China
3º	China	=	China	↘	Rússia	=	Rússia
4º	Índia	=	Índia	=	Índia	↗	Paquistão
5º	Japão	↗	Reino Unido	=	Reino Unido	↗	Índia
6º	Coreia do Sul	↗	França	=	França	↗	Reino Unido
7º	França	↘	Coreia do Sul	↗	Alemanha	↗	Irão
8º	Reino Unido	↘	Alemanha	↘	Brasil	↗	Coreia do Norte
9º	Egito	↗	Japão	=	Japão	↗	Alemanha
10º	Brasil	↗	Turquia	=	Turquia	↗	Israel

Fonte: Global Firepower

A justificação para esta menor afirmação da China no que ao indicador do *Global Firepower* diz respeito pode ser encontrada em dois dos seis segmentos analisados pelo indicador, nomeadamente a componente dos recursos naturais e das condições geográficas. No caso dos recursos naturais, que engloba a produção e consumo de petróleo e as reservas provadas de petróleo, a China aparece na sétima posição na produção e em décimo terceiro lugar nas reservas provadas de petróleo. Por outro lado, é o maior consumidor mundial, o que para efeitos do índice global é penalizador. E nas condições geográficas acontece algo muito semelhante, não estando a China particularmente bem posicionada no conjunto dos quatro indicadores avaliados, isto é, a área que tem de ser vigiada, bem como a cobertura costeira, fronteira e dos recursos hídricos.

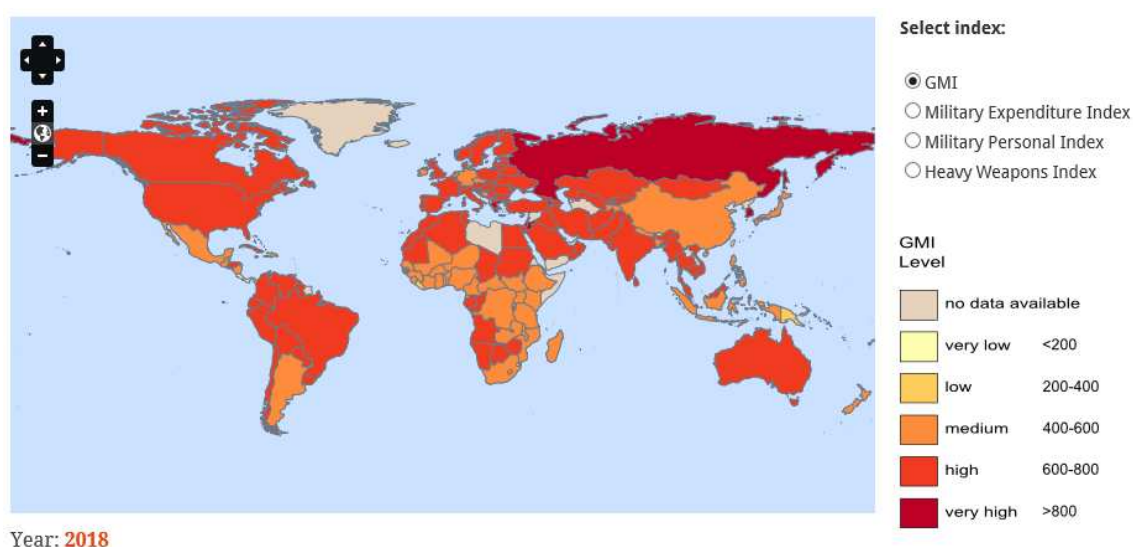
De seguida apresentamos um indicador construído pelo *Bonn International Center for Conversion* (BICC), um *Think Tank* que criou em 1990 o *Global Militarization Index* (GMI). Este indicador estabelece cinco níveis de militarização, desde o muito baixo (menor que duzentos) até ao muito elevado (maior de oitocentos), permitindo assim comparar o nível de militarização de um país com os restantes.

Na construção do índice *GMI* encontramos três categorias: a despesa militar em proporção do produto interno bruto e das despesas de saúde, o rácio dos militares face à população total e

aos engenheiros físicos e, por último, a relação do armamento pesado com a população total, que no fundo indica quantas armas pesadas existem por cada habitante do país¹¹⁶.

O mapa 1 mostra a situação mundial em 2018, último ano disponível, sendo de assinalar que a Rússia apresenta um indicador muito elevado, ocupando o sexto lugar do *ranking* com o valor de 818,5, enquanto os EUA se situam no grupo de países com indicador elevado (trigésima primeira posição e um valor de 711,7) e a China ocupa uma modesta nonagésima quarta posição do *ranking*, correspondente ao valor de 593,9 e um nível considerado médio.

Mapa 1. Índice de Militarização Global - 2018



Fonte: Bonn International Center for Conversion (BICC)

É interessante verificar como estes países, e já agora os primeiros posicionados do *ranking* global, se comparam em cada uma das categorias do indicador de militarização e, por outro lado, perceber como este indicador evolui para as principais potenciais do *hard power* mundial nas últimas décadas.

O quadro seguinte mostra que Israel ocupava, em 2018, destacadamente a primeira posição deste índice, com os valores mais elevados nas três categorias identificadas. Seguem-se Singapura e Arménia com valores muito próximos e, um pouco mais distante, Chipre e a Coreia do Norte, num *ranking* em que a militarização parece claramente uma

¹¹⁶ O indicador está dividido em três áreas, respetivamente, despesa, pessoal e armamento. Na despesa, as suas duas componentes, ou seja, as despesas militares em percentagem do produto interno bruto e as despesas militares em função da despesa em saúde têm ponderadores, respetivamente, de 5 e 3. No pessoal, o rácio dos militares e dos paramilitares em relação à população tem um ponderador de 4, o rácio dos militares na reserva em relação à população de 2 e o dos militares e paramilitares em relação aos engenheiros físicos de 2. Por último, nas armas pesadas por cidadão foi definido um ponderador de 4.

resposta a conflitos de índole regional, quiçá nas regiões mais complexas da Geopolítica mundial.

A primeira potência militar global aparece na 6ª posição, com a Rússia a apresentar uma componente de despesa militar fortíssima (que iguala Israel) e de armamento pesado também substancial, mas a revelar um indicador de pessoal militar mais modesto do que os primeiros cinco países do *ranking*. Como seria de esperar pela informação anterior, nomeadamente pelas suas posições modestas neste indicador, os EUA e a China não se destacam em nenhuma das componentes em causa, ainda que a sua proximidade às posições cimeiras seja maior na despesa militar.

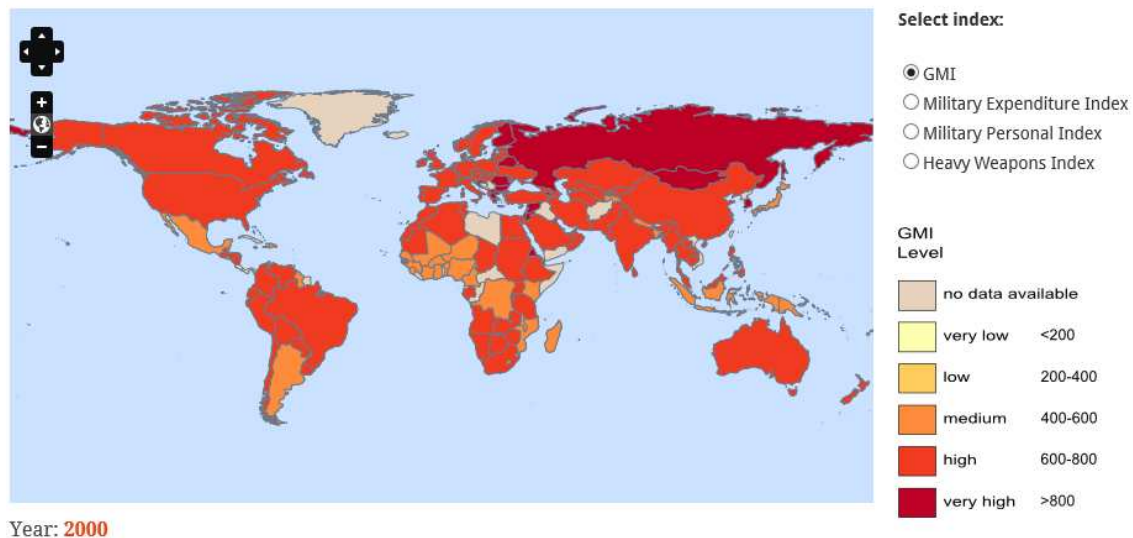
Quadro 24. Desagregação do Índice de Militarização Global por componentes, 2018

<i>Ranking</i>	País	Despesa Militar	Pessoal Militar	Armamento Pesado	GMI (valor)
1º	Israel	6,49	5,88	3,51	891,69
2º	Singapura	6,44	5,75	3,23	860,53
3º	Arménia	6,48	5,86	2,98	853,60
4º	Chipre	6,08	5,67	3,22	828,19
5º	Coreia do Norte	6,28	5,69	2,90	821,32
6º	Rússia	6,49	5,14	3,19	818,50
...	...	...	...	...	...
31º	EUA	6,23	4,31	2,74	711,72
...	...	...	...	...	...
94º	China	6,19	3,46	1,92	593,90

Fonte: Bonn International Center for Conversion (BICC)

E, por último, um olhar pelo comportamento do indicador global em 2000, para melhor avaliação da evolução entretanto verificada, sendo visível a alteração da posição da China que, no início do século XXI, apresentava um *Global Militarization Index (GMI)* elevado. Aliás, essa indicação manteve-se até 2010, só passando para o médio, onde se tinha situado entre 1990 e 1999, a partir de 2011, aí permanecendo pelo menos até 2018.

Mapa 2. Índice de Militarização Global - 2000



Fonte: Bonn International Center for Conversion (BICC)

Uma palavra final para o processo de progressiva digitalização da sociedade a que se tem assistido ao longo das últimas décadas, com impactos consideráveis na organização produtiva e da própria sociedade, mas que aparentemente não tem sido consumado ao mesmo ritmo em todos os países e, portanto, é suscetível de provocar desigualdades, tanto a nível económico como da influência internacional e do respetivo poder.

Por outro lado, essa ascensão do digital coloca problemas novos em matéria de segurança, no que se convencionou apelidar de cibersegurança, com evidentes impactos na Geopolítica e no *hard power*.

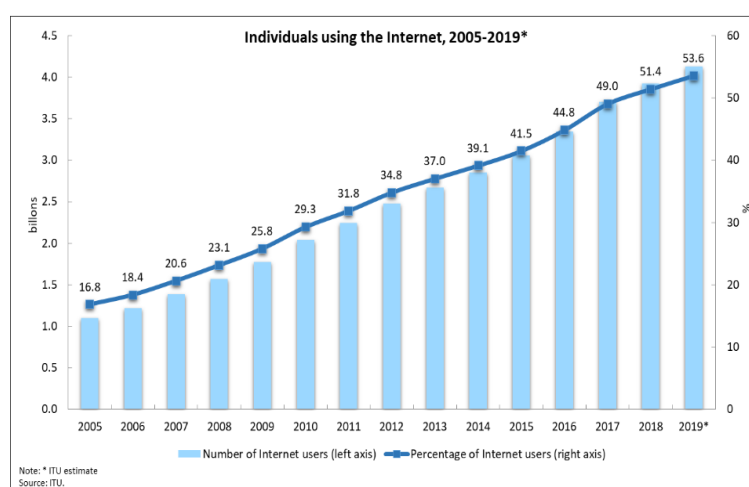
Os dados referentes à utilização mundial da *internet* apresentam ligeiras diferenças em função da respetiva fonte, mas ainda assim é muito evidente que uma parte significativa da população mundial dispõe hoje de acesso à *internet*, que esse número tem vindo a aumentar nos últimos anos e vai muito provavelmente continuar a crescer. A *International Telecommunication Union ITU*¹¹⁷, por exemplo, estimava que no final de 2019 cerca de 4,1 mil milhões de pessoas utilizavam a *internet*, o que na altura corresponderia a 53,6% da população mundial, prevendo ainda que esse peso se eleve a 70% em 2023. Outra fonte (*Statista*) indica que em meados de 2020, cerca de 4,9 mil milhões de pessoas, ou seja 63,2% da população mundial, acederiam à

¹¹⁷ A *International Telecommunication Union (ITU)* é uma agência das nações Unidas que congrega atores públicos e privados, tendo no seu seio cento e noventa e três Estados-membros, integrando ainda vários reguladores a nível das telecomunicações, instituições académicas e cerca de setecentas empresas de telecomunicações.

internet e outra ainda (*Internet World Stats*) aponta para números em torno dos 4,66 mil milhões de pessoas utilizadoras ativas da *internet* (60% da população mundial), sendo que 4.28 mil milhões utilizam apenas *internet* móvel e 4.14 mil milhões são ativos nas redes sociais¹¹⁸.

Partindo da informação da *ITU*, é muito interessante observar a evolução dos utilizadores da *internet* desde 2005, ano em que apenas 16,8% da população mundial utilizava esta ferramenta, quando em 2019 essa percentagem de utilizadores terá ascendido a 53,6%, conforme gráfico seguinte.

Figura 67. Utilização da *internet* – total mundial e percentagem da população total, desde 2005



Fonte: International Telecommunication Union

Estes números avassaladores colocam necessariamente problemas a nível da segurança e exigem dos Estados, das famílias que utilizam a rede e das empresas privadas que a disponibilizam ou utilizam investimentos massivos em segurança, estimados pela *International Telecommunication Union (ITU)* em cerca de 2 biliões de dólares norte-americanos em finais de 2019.

Além disso, a *ITU*, no âmbito das suas iniciativas em matéria de cibersegurança, criou o *Global Cybersecurity Index (GBI)*¹¹⁹, um indicador composto que avalia o empenho e aderência dos

¹¹⁸ Os dados apresentados foram disponibilizados, respetivamente pela *Internet World Stats* e pela *Statista*, disponíveis em <https://www.internetworldstats.com/stats.htm> e em <https://www.statista.com/statistics/617136/digital-population-worldwide/>

¹¹⁹ Foram efetuadas, e publicados os respetivos resultados, três iterações, em 2014, 2017 e 2018 no âmbito do *Global Cybersecurity Index*. Decorre em 2020 novo inquérito, cujos resultados ainda não estão disponíveis.

países aos cinco pilares definidos pela Agenda Global da Cibersegurança, respetivamente, a vertente legal, técnica, organizacional, de construção de capacidade (investigação e desenvolvimento, educação e programas de treino, entre outros) e de cooperação, espelhados em vinte e cinco indicadores. O indicador varia entre zero, correspondente à mínima segurança, e um, em que está assegurada a máxima segurança no ciberespaço.

O próximo quadro traduz os cinco pilares da Agenda Global da Cibersegurança e os respetivos indicadores utilizados na construção do *Global Cybersecurity Index*.

Quadro 25. Indicadores do *Global Cybersecurity Index* por pilar (2018)

Legal Cybercrime legislation Cybersecurity regulation Containment/curbing of spam legislation	
Technical Measures CERT/CIRT/CSIRT Standards Implementation Framework Standardization Body Technical mechanisms and capabilities deployed to address Spam Use of cloud for cybersecurity purpose Child Online Protection mechanisms	
Organizational Measures National Cybersecurity Strategy Responsible Agency Cybersecurity Metrics	
Capacity Building Measures Public awareness campaigns Framework for the certification and accreditation of cybersecurity professionals Professional training courses in cybersecurity Educational programs or academic curricular in cybersecurity Cybersecurity R&D programs Incentive mechanisms	
Cooperation Measures Bilateral agreements Multilateral agreements Participation in international fora/associations Public-Private Partnerships Inter-agency/intra-agency partnerships Best Practices	

Fonte: International Telecommunication Union, *Global Cybersecurity Index 2018*, p.2

Conforme pode ser constatado no quadro seguinte, que compara 2014 com 2018, os EUA têm permanecido nos lugares cimeiros em matéria de cibersegurança, num *ranking* que coloca a

China e a Rússia em posições que, sendo menos favoráveis, ainda assim se situam, em 2018, no percentil 25% do total dos países que reportaram informação sobre segurança na *internet*¹²⁰.

Quadro 26. *Global Cybersecurity Index (2018)*

2018			2014		
Ranking	País	Nível	Ranking	País	Nível
1º	Reino Unido	0,931	1º	EUA	0,824
2º	EUA	0,926	2º	Canadá	0,794
3º	França	0,918	3º	Austrália	0,765
4º	Lituânia	0,908		Malásia	0,765
5º	Estónia	0,905		Oman	0,765
6º	Singapura	0,898	4º	Nova Zelândia	0,735
7º	Espanha	0,896		Noruega	0,735
8º	Malásia	0,893	5º *	Brasil	0,706
9º	Canadá	0,892		Estónia	0,706
	Noruega	0,892		Alemanha	0,706
10º	Austrália	0,89		Índia	0,706
...	...	...	...	...	...
26º	Rússia ***	0,836	12º **	Rússia	0,500
27º	China ***	0,828	14º **	China	0,441

* E ainda Japão, Coreia do Norte e Reino Unido, todos com 0.706.

** Na prática a Rússia tem 40 países à sua frente e a China tem 46 países.

*** Na prática a Rússia tem 28 países à sua frente e a China tem 30 países.

Fonte: International Telecommunication Union, *Global Cybersecurity Index 2018, Annex A, p.1 a 32*

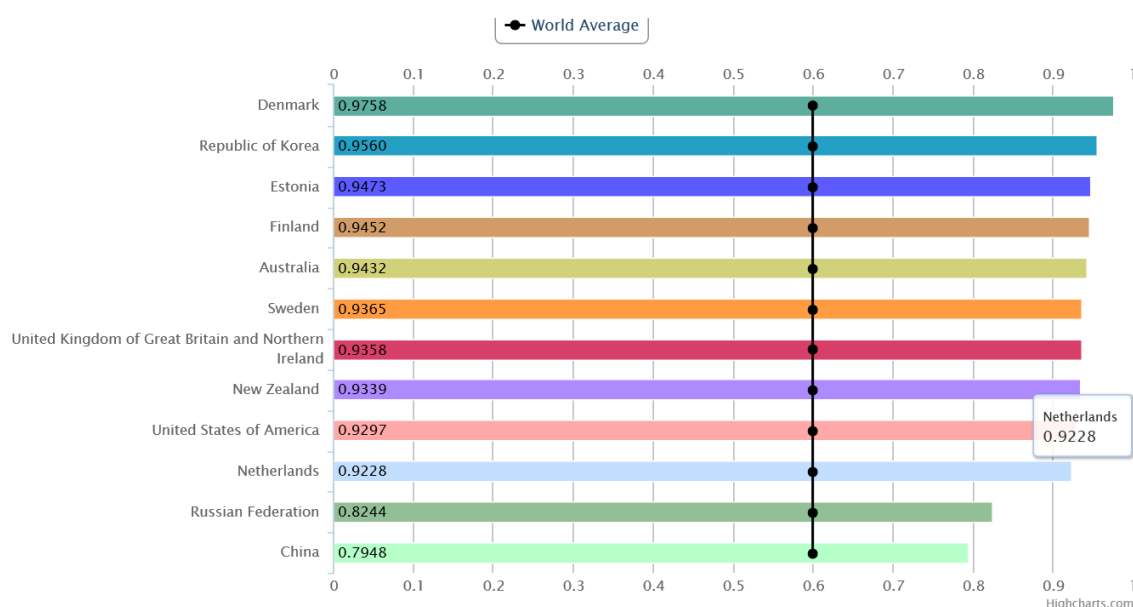
As Nações Unidas (NU) desenvolveram um outro indicador compósito, chamado *E-Government Development Index* (EGDI) que avalia o grau de desenvolvimento do *website* nos Estados membros a partir de características de acesso como sejam a infraestrutura e os níveis de educação, e que se baseia em três dimensões do chamado *e-government*, isto é, o fornecimento de serviços *online*, a conectividade das telecomunicações e a capacidade humana. O indicador varia entre zero (nível de desenvolvimento mais baixo) e um, em que o nível de desenvolvimento é o mais elevado possível.

O quadro seguinte permite evidenciar o *ranking* dos diferentes países, tendo sido nossa opção apresentar os dez melhor colocados em 2020 e acrescentado a Rússia e a China, que ocupam nesta altura a trigésima sexta e a quadragésima quinta posições, respetivamente, estando ambas

¹²⁰ No primeiro *survey*, correspondente a 2013/2014, responderam cento e cinco dos cento e noventa e três países filiados na *International Telecommunication Union*, em 2017 esse número elevou-se a cento e trinta e seis países e, em 2018, as respostas dos cento e cinquenta e cinco países corresponderam a 80% do universo dos filiados na ITU.

muito acima da média mundial deste indicador (cerca de 0,6, para um conjunto de cento e noventa e três países).

Quadro 27. *E-Government Development Index (EGDI) – dez melhores, Rússia e China* (2020)



Fonte: United Nations, *UN E-Government Knowledgebase*

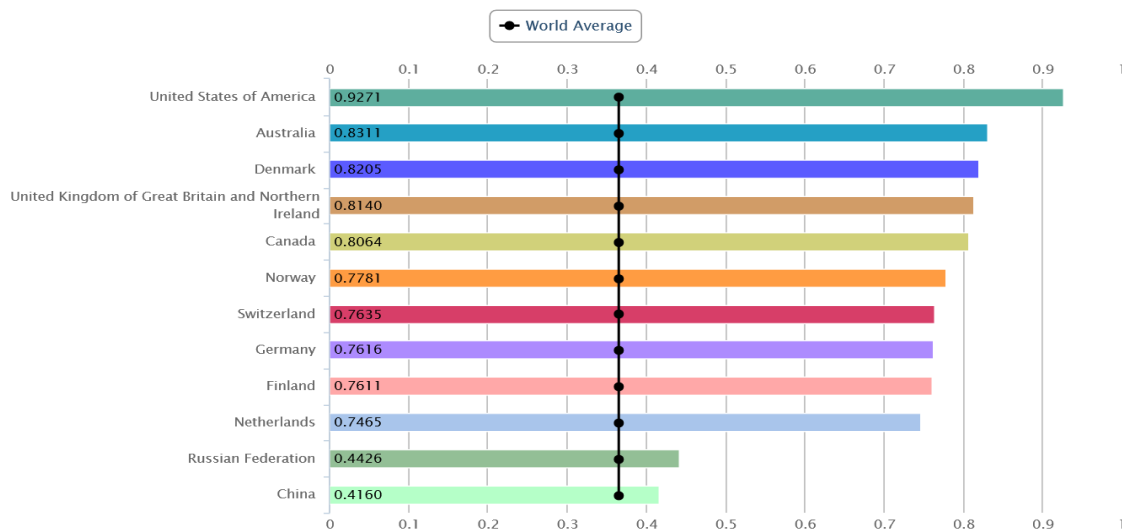
Analisámos ainda a situação no primeiro ano em que o indicador está disponível (2003) para comparar a evolução das duas principais economias, os EUA e a China.

Embora entre 2003 e 2020 o nível absoluto do EGDI tenha melhorado nos EUA (de 0,9271 para 0,9297), a verdade é que nesse período os norte-americanos passaram da primeira posição do *ranking* das Nações Unidas para a nona posição.

Quanto à China, a evolução foi extraordinária, passando de 0,4160 em 2003 (septuagésima quarta posição mundial) para 0,7948 (quadragésima quinta posição), mesmo tendo em conta que em média se assistiu a um aumento significativo do índice entre 2003 e 2020, como pode ser verificado pela observação conjunta dos dois quadros em questão ¹²¹.

¹²¹ A título de curiosidade, a Rússia também viu melhorada a sua posição no *ranking*, passando da quinquagésima oitava posição para a trigésima sexta posição, entre 2003 e 2020.

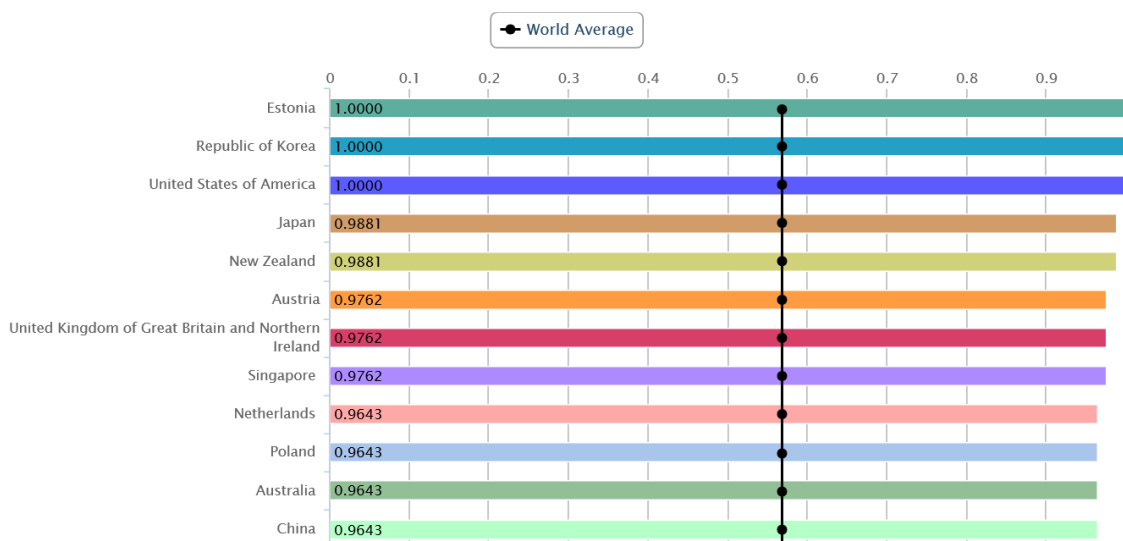
Quadro 28. *E-Government Development Index (EGDI)* – dez melhores, Rússia e China (2003)



Fonte: United Nations, *UN E-Government Knowledgebase*

Analizamos também uma componente de participação (*E-Participation Index*) que reflete a capacidade do país em fornecer aos cidadãos o acesso à informação pública via *internet*, bem como em envolvê-los nos contributos e decisões sobre políticas e serviços públicos. Em 2020, os EUA fazem parte de um trio de países classificados com o máximo de 1 e a China situa-se na décima segunda posição, com 0,9643 (em 2005, estava na 51ª posição, com 0,1905, enquanto os EUA ocupavam a 3ª posição, com 0,9048).

Quadro 29. *E-Participation Index* – doze melhores (2020)



Fonte: United Nations, *UN E-Government Knowledgebase*

A *International Telecommunication Union* (ITU) desenvolveu ainda um indicador compósito designado *Information and Communication Technology Development Index* (IDI) que identifica as evoluções em matéria de informação e tecnologia e compara os desenvolvimentos a estes níveis entre países e ao longo do tempo, com as primeiras observações a remontarem a 2009. Para isso propõe uma abordagem que se baseia num percurso rumo a uma sociedade de informação, assente em três estágios, o primeiro correspondente à prontidão das tecnologias de informação e de comunicação (*ICT*) e que pode ser medido pelas infraestruturas e pelo acesso, o segundo de intensidade do *ICT*, medido pelo nível de utilização pela sociedade e, por último, o impacto associado aos resultados de uma mais eficiente e efetiva utilização do *ICT*.

O quadro seguinte enuncia os indicadores utilizados em cada um dos três estágios considerados, os valores de referência e respetivos pesos no *IDI*.

Quadro 30. *Information and Communication Technology Development Index* (IDI) - Componentes, valores de referência e peso

ICT access	Reference value	(%)		} ICT Development Index
1. Fixed-telephone subscriptions per 100 inhabitants	60	20		
2. Mobile-cellular telephone subscriptions per 100 inhabitants	120	20		
3. International Internet bandwidth (bit/s) per internet user	976'696*	20		
4. Percentage of households with a computer	100	20		
5. Percentage of households with Internet access	100	20		
ICT use	Reference value	(%)		
6. Percentage of individuals using the Internet	100	33		
7. Fixed-broadband subscriptions per 100 inhabitants	60	33		
8. Active mobile-broadband subscriptions per 100 inhabitants	100	33		
ICT skills	Reference value	(%)		
9. Mean years of schooling	15	33		
10. Secondary gross enrolment ratio	100	33		
11. Tertiary gross enrolment ratio	100	33		

Note: *This corresponds to a log value of 5.99, which was used in the normalization step.

Fonte: International Telecommunication Union

A informação mais recente disponibilizada pela *ITU* é de 2017 e reflete posições, tanto dos EUA como da China, relativamente abaixo do que foi possível observar noutros indicadores.

Quadro 31. Information and Communication Technology Development Index (IDI) – Top 10, EUA, Rússia e China

<i>Ranking</i>		IDI 2017	IDI 2016 posição	IDI 2016 valor	Sinal
1º	Islândia	8,98	2	8,78	↗
2º	Coreia do Norte	8,85	1	8,80	↘
3º	Suíça	8,74	4	8,66	↗
4º	Dinamarca	8,71	3	8,68	↘
5º	Reino Unido	8,65	5	8,53	=
6º	Hong Kong, China	8,61	6	8,47	=
7º	Holanda	8,49	10	8,40	↗
8º	Noruega	8,47	7	8,45	↘
9º	Luxemburgo	8,47	9	8,40	=
10º	Japão	8,43	11	8,32	↗
...	...	...	...	...	...
16º	EUA	8,18	15	8,13	↘
45º	Rússia	7,07	43	6,91	↘
80º	China	5,60	83	5,17	↗

Fonte: International Telecommunication Union

Em conclusão, encontramos nos indicadores compósitos de *hard power* indicações muito diferenciadas, que nalguns casos apontam claramente para a ascensão da China à posição cimeira, em detrimento dos EUA, como é o caso do *Composite Index in National Capacity*, certamente pelo peso que este indicador atribui a fatores de natureza económica e demográfica (para além naturalmente da componente militar) noutros, pelo contrário, evidenciam não só a manutenção da primazia norte-americana como a posição menos favorável da China nos últimos anos, caso do *Global Firepower* que avalia a força militar convencional aérea, marítima e terrestre (excluindo a capacidade nuclear) e outros ainda, caso exemplar do indicador de militarização global, mostram situarem-se estas duas nações em posições muito modestas a nível global, o que no fundo significa que o peso da vertente militar nas suas sociedades e economias é bastante mais equilibrado do que em boa parte do resto do mundo.

Por outro lado, interessou-nos observar indicadores que também nos fornecessem indicações mais específicas sobre a vertente da digitalização, que se assume cada vez mais como essencial nesta segunda década do século XXI. Tanto na vertente da cibersegurança como no grau de

desenvolvimento da *internet* na componente de *E-Government*, os EUA estão claramente à frente de quase todo o mundo e seguramente da China.

De seguida vamos analisar a vertente do *soft power*.

III.3.4. Indicadores de *soft power*

É muito vasto o conjunto de dimensões, e ainda mais de indicadores, que são usualmente utilizados pela literatura para avaliar o *soft power* de um país e, a partir daí, proceder a comparações internacionais. Nas dimensões é muito frequente encontrarmos a governação, com indicadores que permitem medir a eficácia dos governos, a prossecução das liberdades individuais e dos direitos humanos ou ainda o grau de violência instalado na sociedade. Também a cultura e a educação são presenças quase obrigatórias nas dimensões do *soft power*, a primeira avaliada por indicadores tão distintos quanto as visitas de turistas, o sucesso das artes e do desporto do país ou ainda a respetiva herança histórica, enquanto na educação avultam a produção académica e qualidade das universidades, a capacidade do país em atrair alunos estrangeiros ou os investigadores e os prémios que conseguem obter a nível internacional. Encontramos ainda outras dimensões como a diplomacia e a capacidade de influência internacional do país, a sua atratividade para os negócios internacionais, o patamar de digitalização em que se situa e a sua reputação.

Perante a multiplicidade de dimensões e de indicadores existente, vamos optar neste capítulo por analisar indicadores compósitos que condensam, seguramente com critérios diferenciados, nomeadamente na identificação das dimensões e respetivas variáveis, bem como nos seus pesos, os vários universos em que se espelha a capacidade de influência e de poder dos Estados, através dos instrumentos do *soft power*.

O indicador *Soft Power 30 (SP 30)*¹²² começou a ser publicado em 2015 e engloba um conjunto de indicadores objetivos, em dimensões como a governação, a digitalização, a cultura, a empresa, o compromisso e a educação, que no conjunto pesam 65% do *SP 30*, e outros indicadores obtidos em inquéritos de opinião, mais subjetivos, em temas tão diversos como a gastronomia local, os produtos tecnológicos, a simpatia do povo, a cultura, os bens de luxo, a política externa e a atratividade do país para viver, trabalhar ou estudar.

¹²² O indicador foi desenvolvido pela Portland, uma consultora em comunicação, em conjunto com o *USC Center on Public Diplomacy*, uma parceria entre a *Annenberg School for Communication and Journalism* e a *Scholl of International Relations at the University of Southern California*.

O quadro seguinte caracteriza as seis dimensões dos indicadores, permitindo ter uma ideia mais exata da amplitude dos objetivos que se pretendem atingir e do alcance das métricas utilizadas.

Quadro 32. Indicador *Soft Power 30* – Dimensões objetivas do indicador e respetivas métricas

Indicadores	Objetivo	Métricas
Governança	Valores políticos, instituições públicas e principais resultados das políticas públicas.	Liberdades individuais, direitos humanos, violência na sociedade, desenvolvimento humano, eficácia do governo.
Digitalização	Forma como se abraçou a tecnologia, como se está integrado no mundo digital, utilização da diplomacia digital através das plataformas de media.	Utilização do Facebook, utilizadores da internet, serviços públicos online, E-participation Index.
Cultura	Captar a "força" cultural não apenas nas artes mas também na cultura popular, como cinema e música.	Número anual de chegadas de turistas, exposições musicais, sucesso no desporto internacional.
Empresa	Captar a atratividade do modelo económico para a competitividade, inovação e desenvolvimento das empresas e do comércio.	Facilidade para negócios, nível de corrupção, capacidade de inovação.
Compromisso	Medir os recursos da política externa, a diplomacia global e contributo para a comunidade internacional.	Número de embaixadas/representações externas, pertença a organizações internacionais e contributos para a ajuda internacional.
Educação	Capacidade de atração de estudantes internacionais ou facilitar intercâmbios, bem como contribuição do país para a escolarização global e avanço do conhecimento.	Nº de estudantes internacionais no país, qualidade das universidades, produção académica das universidades.

Fonte: Portland, *The Soft Power 30, a Global Rating of Soft Power*, p. 27 e 28

Em 2015, foi enfatizada uma tendência geral de translação dos centros de poder do Oeste para o Este, a digitalização das economias, a maior influência dos atores não estatais, entre outras, mas na edição de 2019 os autores reconhecem que os ventos políticos, apesar de tudo, eram mais favoráveis e previsíveis do que em 2015, numa clara alusão à complexidade que atualmente caracteriza a realidade política.

Talvez também por isso, ou ainda porque se acentuou a consciencialização dos Estados para a importância dos instrumentos de *soft power*, entre 2015 e 2019 registou-se um expressivo aumento dos valores registados pela maioria dos países. A título exemplificativo, o país melhor posicionado em 2015, o Reino Unido obteve uma classificação de 75,61, que no *ranking* de 2019 apenas lhe garantiria a nona posição. Os EUA aparecem em 2019 na quinta posição neste indicador de *soft power*, enquanto a China está colocada na vigésima sétima posição.

Quadro 33. Indicador *Soft Power 30* – Top 10, China e Rússia, em 2019 e 2015

<i>Ranking</i>		Soft Power 30 2019	Soft Power 30 2015 - Posição	Soft Power 30 2015 - Valor	Sinal
1º	França	80,28	4	73,64	↗
2º	Reino Unido	79,47	1	75,61	↘
3º	Alemanha	78,62	2	73,89	↘
4º	Suécia	77,41	9	66,49	↗
5º	EUA	77,40	3	73,68	↘
6º	Suíça	77,04	7	67,52	↗
7º	Canadá	75,89	5	71,71	↘
8º	Japão	75,71	8	66,86	=
9º	Austrália	73,16	6	68,92	↘
10º	Holanda	72,03	10	65,21	=
...	...	...	...	...	...
27º	China	51,25	30	40,85	↗
30º	Rússia	48,64	27º	-	-

Fonte: Portland, *The Soft Power 30, a Global Rating of Soft Power*, p. 37 e 38 e p. 25

Em 2020, a consultora *Brand Finance* publicou o *Global Soft Power Index 2020*¹²³ num estudo conduzido sobre a forma de entrevista, durante o outono de 2019, ao público em geral (mais de cinquenta e quatro mil pessoas, entre os dezoito e os setenta e cinco anos, de oitenta e sete países) e a cerca de mil e vinte especialistas de setenta e um países. Foram definidas três dimensões, a familiaridade, a influência e a reputação, bem como sete pilares, ou seja, os negócios e o comércio, a governança, as relações internacionais, a cultura e herança histórica, os *media* e comunicação, a educação e ciência e, finalmente, as pessoas e valores.

O quadro seguinte ilustra os resultados do estudo, em função da classificação dos dez países melhor posicionados, sendo muito nítida a superioridade norte-americana, alavancada na força das componentes de familiaridade e influência. Os pilares dos *media* e comunicação e da educação e ciência são os mais robustos a nível mundial, enquanto a governança e as pessoas e valores apresentam níveis menos favoráveis. A China posiciona-se em quinto lugar do *ranking*, com a reputação a condicionar bastante a sua avaliação, na medida em que, com a exceção da Rússia, é preciso recuar à vigésima quinta posição do *ranking* para encontrar um

¹²³ Disponível em <https://brandirectory.com/globalsoftpower/download/brand-finance-global-soft-power-index-2020.pdf>

país, no caso Israel, com nível de reputação mais baixo do que a China. Nos pilares, a força da China assenta no item de negócios e comércio e, ao invés, as suas maiores fragilidades estão nos *media* e comunicação e nas pessoas e valores.

Quadro 34. *Global Soft Power Index*, suas componentes e pilares – 2019, top 10

	Índice Soft Power	Componentes			Pilares						
		Familiaridade	Influência	Reputação	Negócios e comércio	Governança	Relações Internacionais	Cultura e história	Media e comunicação	Educação e ciência	Pessoas e valores
EUA	67,1	8,6	7,7	7,1	6,6	4,3	6,2	5,5	5,2	6,6	3,9
Alemanha	61,9	7,9	6,0	7,4	6,8	5,5	6,4	5,4	5,0	5,9	4,2
Reino Unido	61,8	8,2	6,3	7,3	5,8	4,7	6,3	6,0	5,1	5,5	4,5
Japão	60,2	7,6	5,8	7,5	6,9	5,4	5,1	5,7	5,1	6,5	4,7
China	58,7	7,6	7,1	6,5	6,6	3,4	5,4	5,2	2,9	5,1	2,8
França	58,5	8,1	5,8	7,1	5,8	4,4	5,8	6,4	4,7	4,2	4,3
Canadá	54,5	7,4	5,0	7,5	5,7	5,2	4,9	4,7	4,6	4,3	5,1
Suíça	54,5	6,9	4,7	7,6	6,7	5,6	5,0	4,8	4,5	4,8	4,8
Suécia	51,9	6,4	4,2	7,4	6,2	5,3	4,6	5,1	4,3	5,0	5,0
Rússia	51,0	7,2	5,7	6,3	4,0	3,1	5,6	4,9	3,0	4,1	3,5

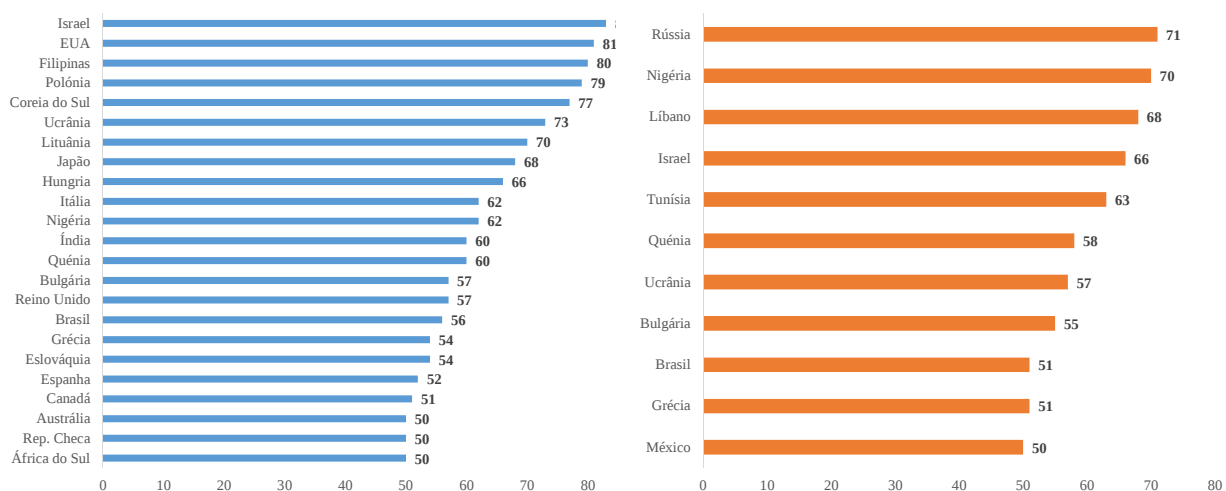
Fonte: Brand Finance, *Global Soft Power Index 2020*, p. 108 a 111

Analísamos também os trabalhos do *Pew Research Center*, uma entidade independente que realiza inquéritos de opinião, numa ampla gama de assuntos, que vão desde as avaliações das pessoas sobre as suas vidas até à opinião que têm, mais ou menos favorável, sobre os outros países e instituições.

Começámos por seleccionar as respostas à questão “tem uma opinião favorável ou desfavorável?” sobre um determinado país ou área geográfica, em que os inquiridos são convidados a uma resposta de “Sim/Não”, sendo identificados por país os respetivos resultados. Nos gráficos seguintes apresentamos os resultados no primeiro ano disponível e no último, respetivamente, 2002 e 2019, para os EUA e para a China, identificando apenas os países em que cinquenta ou mais por cento dos inquiridos responderam ter uma opinião favorável sobre o país em causa.

Em 2019, os EUA são claramente avaliados de forma mais positiva do que a China, não só porque em bastantes mais países motivam uma avaliação maioritariamente favorável (vinte e três para os EUA que compara com onze para a China), como ainda porque atingem níveis de aprovação superiores, especialmente naqueles que são os seus aliados tradicionais, como é o caso de Israel. A título de curiosidade, a União Europeia motiva uma maioria de respostas favoráveis em vinte e seis países, o que é muito interessante quando se compara, o que faremos posteriormente, com a avaliação efetuada sobre o respetivo poder económico, enquanto a Rússia só recolhe uma opinião favorável maioritária em cinco países.

Figura 68. Indicadores globais da Pew – Opinião favorável sobre os EUA (esq.) e sobre a China (dir.) – 2019, em percentagem

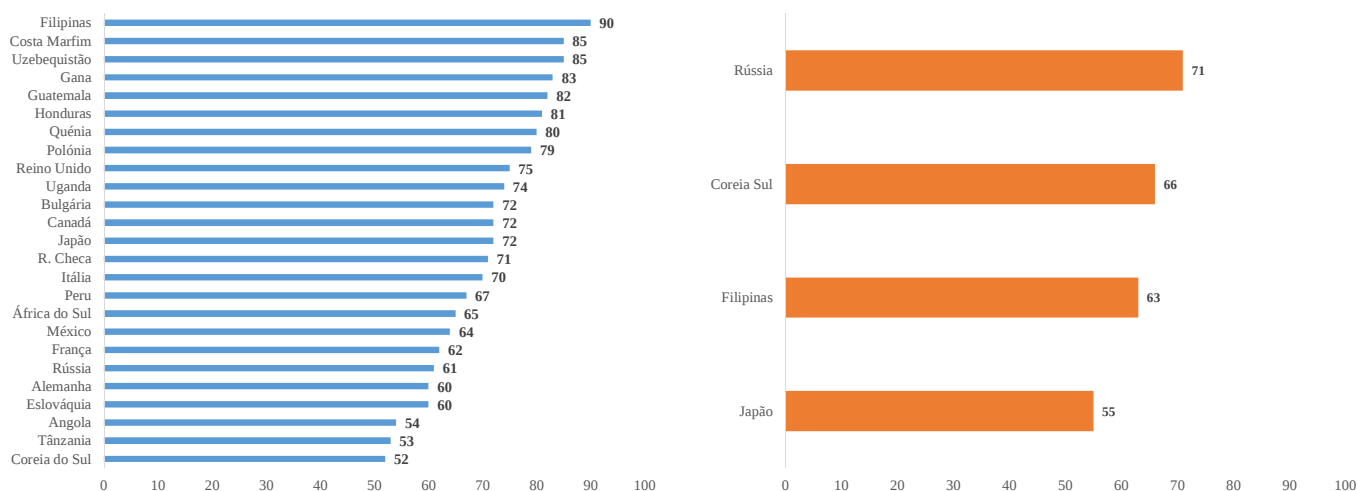


Fonte: Pew Research Center, *Global Indicators Database*

E quando observamos os resultados para o ano de 2002 verificamos que a opinião favorável sobre os EUA era ligeiramente mais alargada face a 2019 (vinte e cinco países que compara com os referidos vinte e três para 2019), ocorrendo exatamente o oposto em relação à China, em que em apenas quatro países os resultados mostravam um nível de aprovação maioritário.

Embora estes resultados comparativos devam ser objeto de alguma cautela na sua interpretação, também porque os países em que se desenrolaram os inquéritos foram oscilando (por exemplo, Israel só surge a partir do inquérito de 2013), parece indiscutível que o mundo olha para os EUA de forma mais favorável do que para a China, mas também é um facto que a diferença está a diminuir a um ritmo relativamente modesto ao longo do século XXI.

Figura 69. Indicadores globais da Pew – Opinião favorável sobre os EUA (esq.) e sobre a China (dir.), 2002 em percentagem

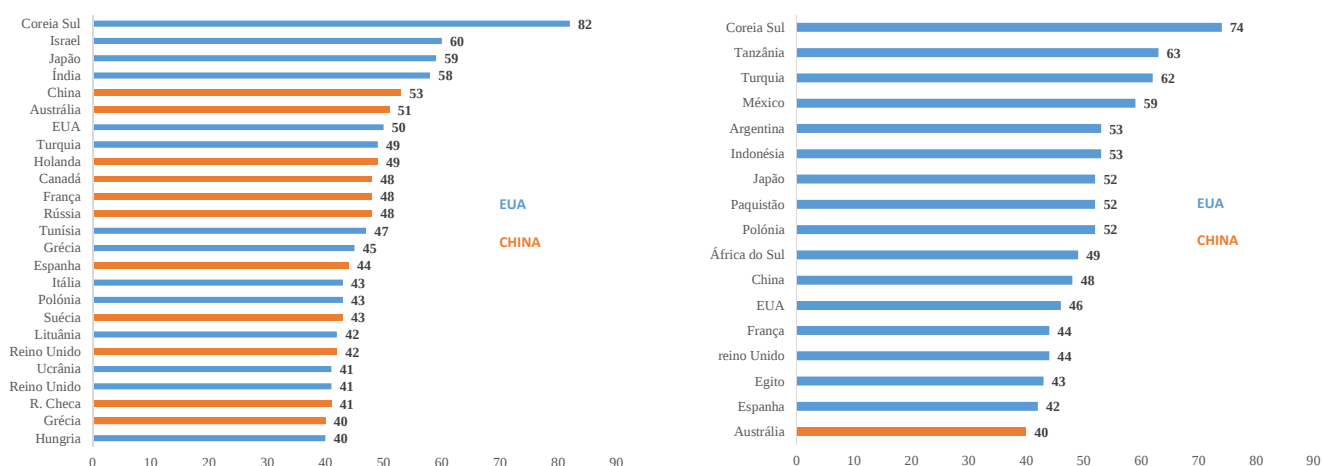


Fonte: Pew Research Center, *Global Indicators Database*

A Pew questionou também sobre qual é a potência económica que lidera e os resultados, e sua evolução nos últimos anos, são muito claros: entre 2008, primeira observação disponível, e 2019, a China viu aumentar substancialmente a percentagem da população num vasto conjunto de países que a consideram a economia mais importante do planeta mas os EUA continuam a ser percecionados como a primeira economia mundial, surgindo com um peso relativo igual ou superior a 40% em catorze países (onze para a China) e acima de 50% em cinco países (apenas dois para a China).

Dois fatos interessantes a propósito deste inquérito: a avaliação relativamente prudente que os cidadãos destes dois países fazem da sua força económica, com apenas 53% dos chineses e 50% dos norte-americanos a considerarem o seu próprio país como o líder mundial, e o peso muito residual de outras economias neste *ranking*, nomeadamente da União Europeia, que em 2019 tem na Lituânia o país que melhor a percebe como líder económico mundial, mas ainda assim com apenas 15% dos inquiridos a afirmarem-no. Aliás, quando comparado com 2008, verifica-se em 2019 uma avaliação menos favorável do peso da União Europeia, dado que naquele ano, 31% dos alemães consideravam a UE como a maior potência económica mundial e em mais seis países a percentagem dos inquiridos que o consideravam também era igual ou superior a 15%.

Figura 70. Indicadores globais da Pew – Líder económico mundial, EUA ou China, 2019 (esq.) e 2008 (dir.), em percentagem dos inquiridos



Fonte: Pew Research Center, *Global Indicators Database*

Ao longo da última década muitos outros estudos foram efetuados, alguns com carácter pontual, outros que tiveram alguma regularidade mais foram entretanto descontinuados. Por exemplo, o britânico *Institute for Government*, publicou entre 2010 e 2013 o relatório designado *The New Persuaders*¹²⁴, que na sua última edição colocava o Reino Unido, os EUA e a Alemanha nas três principais posições do *ranking*, enquanto a China surgia na vigésima segunda posição, curiosamente logo à frente de Portugal. Este trabalho avaliava a força dos países a nível do seu governo, cultura, diplomacia, educação, capacidade de negócio e de inovação.

No Verão de 2012, a consultora *Ernst & Young* publicou um índice a que chamou *Rapid-growth markets soft power*¹²⁵, alicerçado em três dimensões: a integridade, com dimensões como a liberdade, participação eleitoral, Estado de direito ou ainda as emissões de CO2, a integração, com foco na imigração, turismo, fluência em inglês e *rankings* universitários e, por último, a imagem, alavancada nas presenças na lista das pessoas mais influentes da revista *Time*, exportações a nível dos *media*, empresas mais admiradas, desempenho olímpico e estudo de idiomas. Os EUA, a França e a Alemanha ocuparam as posições cimeiras, enquanto a China se situava então na oitava posição, logo seguida pela Índia e pela Rússia.

¹²⁴ Disponível em https://www.instituteforgovernment.org.uk/sites/default/files/publications/the_%20news_%20persuaders%20III_0.pdf

¹²⁵ Disponível em http://www.skolkovo.ru/public/media/documents/research/SIEMS_Monthly_Briefing_2012-06_eng.pdf

Além disso, são muito variados os indicadores que, de uma forma ou de outra, refletem o poder que um país pode ter no mundo, não pela força das armas ou da sua economia, mas pelo seu exemplo, pela sua capacidade de atrair os outros, pela sua imagem. Porque muito sintomático do que em ambas as duas forças maiores do *hard power* atual (EUA e China) ainda há a percorrer em matéria de *soft power*, deixamos aqui o exemplo de um dos mais conceituados estudos sobre a perceção dos níveis de corrupção no setor público, o *Corruption Perceptions Index* da *Transparency International (TI)*¹²⁶. Em 2019, numa tabela liderada pela Dinamarca e pela Nova Zelândia com o *score* de 87 (num máximo de 100), os EUA aparecem apenas no vigésimo terceiro lugar, com 69, e a China no octogésimo lugar do *ranking*, com apenas 41, um nível muito próximo da linha vermelha dos Estados altamente corruptos, o pior dos quais é a Somália (180º) com apenas 9 de *score*.

Em conclusão, no conjunto de indicadores analisados podemos identificar uma maior volatilidade anual dos seus resultados e também da hierarquia das nações no que ao *soft power* diz respeito, quando comparado com o que verificámos nos indicadores de *hard power*. Não sendo esta conclusão surpreendente, ainda assim convoca os países, mais ainda aqueles que disputam a liderança do poder mundial, para uma constante preocupação, que deve ser traduzida em medidas de política ativa, para evitar que, circunstancialmente ou de forma mais estrutural, a perceção que o mundo tem de si sofra alguma deterioração.

E nos últimos cinco anos, nessa perspetiva, dois fenómenos poderão ser avaliados como muito marcantes. O primeiro foi a eleição do presidente Trump nos EUA. Logo no ano seguinte à sua eleição, a TI no seu relatório *US Corruption Barometer 2017*,¹²⁷ mostrava que 44% dos norte-americanos consideravam a corrupção como prevalente na Casa Branca, o que comparava com 36% em 2016, enquanto sete em dez cidadãos opinavam que o governo estava a falhar na luta contra a corrupção, quando em 2016 eram apenas cinco em dez. Aliás, de entre as diferentes instituições e grupos sociais, o gabinete de Trump era mesmo o percecionado como mais corrupto, nos referidos 44%, que comparava com 38% para o Congresso, 33% para os dirigentes federais ou ainda 20% e 16% para a polícia e os juízes e magistrados. E tudo isto apenas um ano depois da eleição de Trump.

¹²⁶ Disponível em <https://www.transparency.org/en/cpi/2019/results>

¹²⁷ Disponível em <https://www.transparency.org/en/news/corruption-in-the-usa-the-difference-a-year-makes>

O segundo fenómeno estamos ainda a vivê-lo e, por isso, os seus contornos são incertos, correspondendo à pandemia da Covid-19. Num inquérito levado a cabo em catorze países no verão de 2020, ainda antes portanto da segunda e mais mortífera vaga que se iniciou no outono, a Pew¹²⁸ mostrava que 73% dos inquiridos consideravam “boa” a forma como os seus próprios países tinham lidado com a pandemia. No entanto, esse nível descia para apenas 37% na China, o que significava que 63% considerava “má” a forma como a China lidava com a pandemia e, no caso dos EUA, esse nível era ainda maior, atingindo 84%.

Independentemente destes epifenómenos que condicionam como referimos a avaliação do poder suave dos Estados, parece ainda assim que a análise efetuada nos fornece uma visão, dinâmica mas sustentada, assente na ideia de que a China tem evoluído favoravelmente nesta componente eventualmente cada vez mais importante do poder global mas que os EUA continuam sem grande dúvida a manter uma primazia a este nível. Aliás, salvaguardando os “salpicos” económicos que esta dimensão do *soft power* acaba sempre por também englobar, eventualmente a liderança dos EUA será seguida pela União Europeia, e não pela China, pelo menos a avaliar por boa parte dos indicadores que aqui detalhámos.

¹²⁸ Disponível em <https://www.pewresearch.org/global/2020/10/06/unfavorable-views-of-china-reach-historic-highs-in-many-countries/>

Capítulo IV. AS TRANSFORMAÇÕES NECESSÁRIAS PARA ATENUAR OS PROCESSOS DE ESTAGNAÇÃO SECULAR

A discussão em torno das medidas necessárias para combater fenómenos de depressão económica ou ainda de estagnação prolongada será tão antiga quanto o debate académico sobre aqueles temas.

Tentaremos, apenas por uma questão de organização, identificar e agrupar os múltiplos contributos em dois blocos, correspondentes também a dois subcapítulos do trabalho, em primeiro lugar, às abordagens que propõem respostas integradas ao nível das políticas, sem distinção em função da primazia que os respetivos defensores atribuem à política orçamental, fiscal ou monetária, ou ainda a qualquer forma de intervenção de política nas vertentes financeira e/ou social para, num segundo momento, identificarmos e caracterizarmos as respostas preconizadas por aqueles que, pese embora não corroborem a tese da estagnação secular, ainda assim reconhecem a evidência da estabilização em baixa do crescimento económico nas economias avançadas e, em consequência, propõem um conjunto de medidas suscetíveis de combater ou atenuar essa tendência.

Pareceu-nos difícil resistir à tentação de nós próprios identificarmos um conjunto de contributos para o processo transformacional que deverá ocorrer caso se pretenda efetivamente atenuar o fenómeno da estagnação, certos de que as medidas que equacionaremos apenas produzirão efeitos a médio e longo prazo e, por isso, não serão de todo varinhas de condão para resolver um problema tão complexo como aquele que motivou este trabalho.

IV.1. As abordagens globais e as sugestões criativas

Pareceu-nos da mais elementar elegância intelectual começar por aquele que relançou o tema, em 2011, isto é, Lawrence Summers, que considera ser possível adotar três respostas à estagnação secular, isto é, “Ser paciente...estas coisas acontecem”, reduzir as taxas de juro reais atuais, uma vez que a taxa de juro de equilíbrio também diminuiu (o que acarreta o risco de se poderem criar bolhas especulativas) ou aumentar a procura, a sua estratégia preferida, através de reformas regulatórias e fiscais que promovam o investimento, a promoção das exportações ou o aumento do investimento público (Summers, 2014, p. 71-72).

Nas suas estimações, conclui que um aumento de um por cento do déficit orçamental¹²⁹ direcionado para a despesa pública durante cinco anos, em conjunto com a manutenção do *zero lower bound* enquanto a economia não está em pleno emprego, vai permitir ganhos no produto interno bruto (PIB) mesmo depois de se abandonar essa medida, isto é, a medida orçamental expansionista gera efeitos positivos no PIB de muito longa duração. E acrescenta “um aumento temporário do estímulo orçamental reduz, em vez de aumentar, o rácio de longo prazo da dívida em relação ao PIB” (*ibid.*, p. 72-73).

Summers (2016) foca-se também muito na política monetária e nas alterações que se poderão eventualmente implementar nessa política para combater a estagnação secular. Defende que se a próxima recessão nos EUA chegar próximo do final da década, algo que considerava provável, e que a pandemia parece ter tornado uma realidade, muito dificilmente haverá espaço para a política monetária convencional: as taxas do *FED* dificilmente estarão acima de 2% e, desde 1960, em média, cada ciclo de descida das taxas oficiais foi de 5.1 pontos percentuais (*ibid.*, p. 106). Ora, como “arranjar” medidas não convencionais para algo assim?

Coloca a discussão em torno de quatro tipos de medidas não convencionais: o aumento do objetivo de inflação, considerando totalmente desajustado discutir se o objetivo deve ser de três, quatro ou cinco por cento quando a inflação está consistentemente abaixo de dois por cento, a gestão da *forward guidance*, devendo a Reserva Federal prometer que vai manter as taxas de juro baixas no futuro (salientando que o mercado já descontou isso mesmo, o que limita a eficácia da medida), um *quantitative easing* (*QE*) mais amplo, comentando que por norma o *QE* é muito eficaz no início, quando existe falta de liquidez nos mercados de dívida pública, diferenciais de crédito elevados e prémio de *steepening* na curva alto, mas posteriormente, quando as taxas de rendibilidade a dez anos estão em dois por cento e não em cinco por cento, perde a sua eficácia e, por último, o que chama uma “aventura nas taxas negativas”, que considera uma “experiência muito incerta” (*ibid.*, p. 107 e 108).

Ou seja, coloca dúvidas quanto às medidas não convencionais de política monetária, que mesmo que possam ser eficazes, podem representar uma “fuga para a frente”, com a política monetária a antecipar a despesa das famílias.¹³⁰ O problema não é o *FED* ter decidido aplicar

¹²⁹ Esta abordagem dos défices orçamentais e do seu papel num contexto de envelhecimento populacional e persistentes taxas de juro baixas encontra apoio também em autores como Elmendorf e Sheiner (2017).

¹³⁰ Perante um déficit temporário de procura, a descida da taxa de juro empurra a procura para o momento em que se tem esse déficit. Mas, se o déficit é estrutural/permanente, essa fuga para a frente vai prejudicar a economia num determinado momento, antecipando-se para o ano t a procura de $t+1$.

as medidas não convencionais, é antes duvidar da sua margem de manobra e eficácia quando surgir a recessão. Por outro lado, normalizar é um objetivo errado em tempos “anormais”, dado que essa normalização é realizada tendo em conta a experiência histórica das taxas de juro, num contexto em que as taxas de equilíbrio eram distintas das atuais (*ibid.*, p. 108).

E termina defendendo que se a política monetária está muito mais limitada (porque as taxas de juro são crónica e sistematicamente baixas) os impactos na procura resultantes das outras políticas devem ser considerados, porque não serão esterilizados pelas ações do *FED*. Isto é especialmente válido quando os EUA têm o mais baixo rácio de investimento em infraestruturas desde a Segunda Guerra Mundial (*ibid.*, p. 109).

Mais tarde (Summers, 2020) defende que “*demography can be the destiny*”, porque ela é responsável pela criação de um ambiente de poupança abundante e de dificuldades de absorção dessa poupança pelo investimento. Acrescenta ainda o papel importante dos bancos centrais, que não tendo já margem, pelo menos pelos padrões históricos, para responder a choques adversos (por estarem as taxas diretas abaixo ou próximo de zero por cento em boa parte das principais economias) devem aumentar em vez de descerem a inflação (2020, p. 19).

Na mesma linha de orientação, sobretudo no que toca à importância do investimento público, Rachel *et al.* (2015) admite que, tudo o resto constante, as taxas de juro longas mais baixas são positivas para a sustentabilidade da dívida dos países. Acontece que a tendência de crescimento mais baixo e maior desigualdade não são positivas para a dívida, pelo que é desejável um reforço do papel do Estado, nomeadamente a nível do investimento público, o qual pode aumentar o investimento desejável, não só pelo seu efeito direto, como indiretamente, pelo reforço das perspetivas de crescimento económico e do próprio investimento privado (*ibid.*, p. 57). Defende o investimento em infraestruturas, especialmente adequado quando as taxas de juro reais de longo prazo estão muito baixas, e afirma adicionalmente que, na medida em que a descida secular das taxas de juro reais está relacionada com o fraco crescimento da produtividade e da força de trabalho, os governos têm um papel central na implementação de reformas estruturais que aumentem a produtividade, nomeadamente a reforma da governação das empresas e regulação dos mercados dos produtos, e façam também crescer a força de trabalho, designadamente através do acréscimo da taxa de participação. Trata-se, em conclusão, de uma proposta de reforço da política orçamental (*ibid.*, p.57).

Rachel *et al.* defende ainda a necessidade de medidas a nível da estabilização financeira, dado que a conjugação de baixas taxas de juro com expectativas de níveis igualmente baixos no

futuro incentivam a busca de rendimento e a tomada de risco acrescido, sendo por isso necessário testar a eficácia dos instrumentos de política macro prudencial, designadamente os *buffers* de capital, com a consciência de que, contrariamente ao passado em que a política monetária (via decréscimo das taxas de juro) compensava os efeitos restritivos de uma política prudencial mais apertada, agora, com os instrumentos de política monetária menos disponíveis (*zero lower bound*) o impacto de alterações da política prudencial no PIB pode ser muito mais significativo (*ibid.*, p. 57-58).

As medidas de estabilização financeira passam também pela reformulação dos modelos de negócio das empresas financeiras, num contexto em que o ambiente de baixas taxas de juro coloca o desafio de como obter retornos com esses níveis, sobretudo para seguradoras e outras instituições com responsabilidades de muito longo prazo¹³¹ e, por último, pela necessidade de coordenação internacional dos instrumentos de política macro prudencial, face à excessiva tomada de risco nos mercados e à globalização financeira (*ibid.*, p. 58).

Numa notável observação, Rachel e Summers (2019a, p. 48) afirmam que se a estagnação secular for evitada nos próximos anos não será porque se trata de um fenómeno impossível numa economia de mercado livre mas por causa das escolhas de política.

As dificuldades que se colocam à ação da política monetária para influenciar a desejável descida das taxas de juro reais de equilíbrio¹³², nomeadamente a forte descida das taxas de juro já observada e que pode retirar margem de manobra numa próxima recessão, as dúvidas quanto à eficácia de descer taxas de juro quando elas já estão tão baixas e ainda os efeitos potencialmente tóxicos das taxas de juro estarem a níveis demasiado baixos (na forma de bolhas especulativas mas também de reforço do poder monopolístico, benefício das gerações mais velhas em detrimento das mais novas e dificuldades na gestão dos fundos de pensões) exigem dos governos imaginação para encontrar novas e sustentadas formas de promover o investimento para absorver o forte aumento da poupança e reacender a procura interna (*ibid.*, p. 47-48).

¹³¹ Esta reformulação torna-se ainda mais premente caso a curva de rendimentos seja pouco inclinada porque a obtenção de fundos a curto prazo e a sua colocação em longos prazos deixa de ser rentável, fazendo comprimir as margens e dificultando as empresas financeiras na sua procura de rendas fixas/capitais garantidos.

¹³² O que pode passar por taxas de juro nominais negativas, medidas de política monetária não convencional e ainda ajustamentos/aumentos dos objetivos de inflação.

Krugman (2014 e 2020) que está muito próximo de Summers no diagnóstico da estagnação secular e na caracterização dos fatores que o leva a admiti-la, não converge tanto nas soluções para esta situação. Sugere que a política monetária dificilmente será solução, a não ser que os bancos centrais consigam ser credíveis convencendo os cidadãos da sua irresponsabilidade em tudo fazerem para que os preços aumentem mais do que os níveis objetivo atuais, que rondam os 2% (2014, p. 64). No fundo, o problema de ter uma política monetária efetiva e com impacto, sempre difícil quando as taxas de juro estão próximas de zero por cento, torna-se ainda mais complicado se tivermos entrado numa era de estagnação secular (*ibid.*, p. 67). E quanto à política orçamental, o cenário não é muito mais animador para Krugman que reconhece poder ser um suporte temporário para a procura, na medida em que contribua para o restabelecimento da saúde dos balanços das famílias, momento a partir do qual estas poderão voltar a consumir normalmente. Mas, termina o *Nobel* da Economia, e se a taxa de juro de equilíbrio real negativa não for um fenómeno temporário? Haverá alguma forma sustentada da política orçamental continuar a suportar a procura? (*ibid.*, p. 67), demonstrando assim grande ceticismo quanto ao real impacto da política orçamental nesse cenário.

Rosenof (1997) faz uma boa síntese da forma como vultos do pensamento económico como Keynes, Schumpeter, Hansen e Means abordam o tema, no contexto da Grande Depressão de 1929-30, defendendo que uma primeira essencial diferença entre eles é que Schumpeter prefere deixar a depressão seguir o seu rumo, enquanto os restantes advogam uma abordagem mais ativa: Keynes defende que as empresas devem fazerem as suas escolhas mas criando um clima macroeconómico em que o investimento possa ser rápido, enfatizando o papel das expectativas subjetivas, enquanto Hansen afirma que o longo caminho da estagnação secular diminuiu as oportunidades de investimento, pelo que a despesa pública é necessária para estimular a economia, dando especial ênfase às condições económicas objetivas.

Defende que, assim como Hansen deixou cair o elemento subjetivo de Keynes na equação do investimento, também os seguidores de Hansen nos EUA abandonaram a preocupação de longo prazo com o ambiente económico, dando origem à “estéril” síntese neoclássica, que Rosenof classifica de “Keynesianismo de curto prazo”, tendência dominante em 1939-40, em que a política macroeconómica significa pouco mais do que infusões de despesa pública para manter o ciclo económico em cheque, sem preocupação quanto ao ambiente económico de longo prazo.

Quanto a Gardiner Means, que nos primeiros anos de Roosevelt era provavelmente o mais influente dos economistas norte-americanos, defendia a existência de dois setores desiguais: indústrias altamente competitivas e indústrias compostas por algumas grandes empresas que detinham poder suficiente para determinar os preços a níveis escolhidos por si. No primeiro grupo, um choque negativo faria colapsar os preços, trazendo deflação, enquanto no segundo, caía o emprego em vez dos preços. Por isso era necessária uma política industrial para toda a economia em vez de apenas para indústrias específicas.

Rosenof conclui que todos eles reconhecem uma parte da realidade e nenhum quis incorporar o contributo dos outros, exceto Hansen que foi o menos original do grupo. E cita Samuelson para reforçar esta ideia: embora os economistas Keynesianos (como Samuelson) acreditem que as imperfeições da competição são uma parte importante da abordagem do subemprego de Keynes, “a soma de Keynes com Chamberlin e Means teria sido superior a apenas Keynes” (Samuelson, 1983, p. 217)

Ou seja, o próprio Rosenof prefere sínteses (tipo institucionalismo com pós-keynesianos), dizendo que uma economia mais rigorosa, como a praticada no final do século XX, é muito restritiva para a complexidade do mundo atual, numa notável observação e que parecia premonitória do que seria necessário mas não viria a acontecer na política económica dominante nos primeiros vinte anos do novo século, com clara repercussão na intensificação dos sinais de estagnação que já eram evidentes no final do século XX.

Gordon (2012) mostra-se pouco convicto de que alguns dos problemas na génese da estagnação secular possam ser suscetíveis de ser erradicados ou mesmo atenuados proximamente, dando como exemplos a aceleração do processo de queda não-uniforme de salários e rendimento real nas economias avançadas (associada à globalização e à tecnologia modernas)¹³³, bem como a aparente inevitabilidade de mais custos associados à questão da energia e dos assuntos ambientais e ainda o pagamento das dívidas dos consumidores e do Estado, tornando quase certo que o consumo irá crescer menos do que a produção nos próximos anos (*ibid.*, p. 11).

Ainda assim, apresenta algumas soluções, a dois níveis: na educação, com a intensificação dos esforços para aumentar o rendimento no ensino básico e secundário nos EUA e um olhar mais atento sobre os custos absurdos do ensino superior, que derivam muito de investimentos

¹³³ A globalização não reduz os salários de todos os americanos mas apenas da classe média e para os CEO da Coca-Cola ou da Boeing o crescimento dos mercados emergentes é uma oportunidade de aumentarem os seus bónus e o valor das suas *stock options* (Gordon, 2012, p. 12).

desajustados em laboratórios e outros equipamentos, face à contínua pressão dos *rankings* universitários; e na questão demográfica, na aparência a mais inevitável, mas que na prática talvez possa ser atenuada com medidas como um fluxo mais rápido de imigração que faça aumentar o rácio da população ativa face aos reformados ou a inexistência de quotas de imigração para trabalhadores altamente qualificados (*ibid.*, p. 12).

Starbatty *et al.* (2017) revisita Schumpeter e a sua “destruição criativa”, enquanto sinónimo de prosperidade: as empresas que desaparecem, apesar dos dramas inerentes (desemprego, riqueza) vão abrir caminho a que surjam novas empresas, inovadoras nos produtos e nos processos.

E esta “visita” a Schumpeter serve o propósito de criticar o “dinheiro barato” dos bancos centrais ou os estímulos governamentais à procura que os autores consideram nefastos porque inviabilizam essa “purga” das empresas, assumindo erradamente que as empresas do presente estão preparadas para o futuro. Tal como Schumpeter, consideram que estes exageros causam desenvolvimentos indesejados na estrutura produtiva, uma vez que perturbam o processo de eliminação inevitável de empresas, a destruição de fatores de produção (trabalho ou capital) que é condição para a futura prosperidade gerada pela inovação nos produtos e nos processos produtivos (2017, p. 53).

No curto prazo, os ajustamentos na economia foram travados por baixas taxas de juro, mais liquidez e aumento da dívida pública, com o perigo de criação de bolhas especulativas. Os autores citam o exemplo do Japão, em que a política de dinheiro barato do banco central permitiu às instituições financeiras manter vivas empresas *zombies*, até que a falta de lucros tornou os próprios bancos em *zombies* (*ibid.*, p. 54).

Em paralelo, a reação dos bancos às taxas de juro tão baixas ou negativas pode ser não conceder crédito, numa lógica de risco/retorno, prejudicando as empresas e os aforradores.

E, por outro lado, as intervenções dos bancos centrais, neste contexto de taxas de juro próximas ou abaixo de zero por cento, correm o risco de minar a sua credibilidade, nomeadamente quando assumem a forma de medidas não convencionais como o *quantitative easing* ou o *helicopter money*, porque podem causar instabilidade financeira e novos excessos no mercado, dado que as taxas de juro perdem a sua função de direção e sinal (*ibid.*, p. 55).

As correções necessárias aos balanços dos bancos e das empresas foram, assim, adiadas, empresas não produtivas permaneceram no mercado e bancos com insuficiente capital ou falta de modelos de negócio sustentáveis continuam a existir (*ibid.*, p. 55).

O que deve ser feito é implementar a agenda reformadora, nomeadamente dos governos, e evitar a fórmula de Keynes, que não é parte da solução para os problemas, porque visa apenas o curto prazo: no médio prazo leva a mais excessos e exacerba crises nas finanças públicas e consequências negativas da política monetária ultra-expansionista. Sem surpresa citam Ludwig von Mises: “A missão da Economia é prever os efeitos remotos para permitir evitar que a tentativa de combater a doença no presente cause uma doença maior no futuro.” (*ibid.*, p. 55).

No âmbito da discussão em torno do que poderá ser feito em torno da política monetária para combater e/ou evitar a estagnação secular vamos destacar os trabalhos de Eggertsson *et al.* (2019) e, sobretudo, de Ferrero *et al.* (2017b), este último especialmente pela síntese excecional que faz dos principais trabalhos neste âmbito.

Eggertsson *et al.* (2019) defende que o *zero lower bound* não permanecerá para sempre e que pode ser de esperar, mesmo num mundo em que as taxas de juro de equilíbrio sejam muito baixas, que se assista a ciclos em que a taxa de juro de curto prazo seja temporariamente positiva. Afirma todavia que o desafio mais sério é serem as medidas recomendáveis para contrariar a estagnação secular e as baixas taxas de juro consideradas na teoria macroeconómica vícios e não virtudes. Cita, a esse propósito, um maior objetivo para a inflação, aumentos persistentes no rácio da dívida face ao produto interno bruto ou mesmo uma segurança social mais generosa (*ibid.*, p. 43), que serão claramente medidas erradas caso o “novo normal” esteja incorreto e a fase atual possa ser apenas temporária.

Ferrero *et al.* (2017b) na sua tentativa de discutir as causas do ambiente de baixas taxas de juro definiu um conjunto de desafios que se colocam à política monetária, de cuja superação poderão decorrer importantes consequências macroeconómicas. Os desafios de curto e médio prazo estão relacionados com o impacto de uma persistente fraqueza das perspetivas de crescimento e baixa inflação na estabilidade macroeconómica e financeira (*ibid.*, p. 25), enquanto os desafios de longo prazo dependerão da perspetiva que for adotada, nomeadamente a visão estrutural (estagnação secular) ou a visão do ciclo financeiro (*ibid.*, p. 27-35).

Na presença de *zero lower bound* e restrições aos financiamentos, a estabilidade macroeconómica é posta em causa por, pelo menos, duas vias, isto é pela ineficácia da política monetária convencional, uma vez que o banco central não pode reduzir as taxas diretoras em resposta a choques que puxem a inflação para baixo do objetivo, e ainda porque mesmo na presença do que Borio *et al.* (2015) apelidou de “deflação boa” os choques negativos da oferta podem-se tornar uma “bênção mista”. Este último aspeto é especialmente relevante e pode ser

exposto da seguinte forma: um choque negativo da oferta, como por exemplo uma descida do preço do petróleo, se acompanhado pelo *zero lower bound* e restrições aos financiamentos, faz com que o consequente aumento da taxa de juro real de curto prazo reduza a procura agregada e aumente o custo real do serviço da dívida, pelo que, nestas circunstâncias, o PIB deve descer, apesar das mais favoráveis condições de oferta. No *zero lower bound*, qualquer surpresa negativa na inflação aumenta o valor real da dívida e o respetivo serviço, logo, aperta as restrições de financiamento da economia. A inflação cai ainda mais, aumentando o peso real da dívida e dificultando a desalavancagem (*ibid.*, p. 25-26).

Aborda a estabilidade financeira apenas porque é uma condição necessária para o correto funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária (*ibid.*). Neste contexto, afirmam que aqueles que oferecem rendimentos de longo prazo garantidos (fundos de pensões, seguradoras) entram em dificuldades num ambiente de taxas de juro baixas ou negativas. Além disso, taxas de juro nominais e reais negativas podem também induzir bolhas especulativas, pois a procura por rendimento pode provocar investimentos em ativos de risco, com maior rendibilidade (*ibid.*).

Perante este cenário, e dado que os estímulos monetários devem servir o duplo propósito de elevar a inflação e recriar um ambiente onde as instituições financeiras estão aptas a operar mais suavemente e a contribuir para a transmissão da política monetária, a estabilidade de preços e a estabilidade financeira são dois objetivos mutuamente consistentes. Podem ocorrer situações de *trade-off* entre os dois objetivos, sobretudo no curto prazo. E isso pode ser reforçado se os instrumentos macro prudenciais forem utilizados para lidar com os riscos sistémicos e preservar a estabilidade financeira e a política monetária prosseguir simplesmente a estabilidade dos preços (*ibid.*, p. 27).

Quanto aos desafios de longo prazo, porque já amplamente explanados noutros capítulos deste trabalho, procederemos a uma breve síntese da visão estrutural e da visão do ciclo financeiro.

A visão estrutural, isto é, a hipótese da estagnação secular, a par de políticas orçamentais e estruturais, também propõe várias abordagens à política monetária. A primeira será “tornar o não-convencional, convencional”, destacando-se os contributos de destacados membros do *FED* (desde logo a ex-Presidente, Janet Yellen) segundo os quais a *forward guidance* e os programas de compra em larga escala devem permanecer nos instrumentos da política monetária. Ferrero *et al.* (2017b) considera que esta proposta será eficaz apenas se a queda da taxa de juro real de equilíbrio não for muito significativa e que é crucial ser a *forward guidance*

percebida como um compromisso de manutenção das taxas diretoras no futuro abaixo do nível que teria sido ótimo se não tivesse ocorrido uma *lower bound* nas taxas diretoras. No entanto, esse compromisso é temporalmente inconsistente e, por isso, problemático para a credibilidade do banco central (*ibid.*, p. 27-29).

A segunda abordagem à política monetária passa por aumentar o objetivo para a inflação, como forma de enfrentar a inconsistência temporal, o que implica taxas de juro nominais mais elevadas e mais margem de manobra para a política monetária. No caso concreto do BCE, a ausência de um objeto de estabilidade de preços simétrico pode tornar útil a clarificação desse objetivo de inflação, naturalmente tornando-o simétrico¹³⁴ (*ibid.*, p. 29).

Outra proposta consiste na alteração da estratégia de política monetária, da inflação para um objetivo de nível de preços, para que o banco central possa autorizar a inflação a ultrapassar o objetivo, após um período em que os preços no consumidor estiveram abaixo do caminho-objetivo. Segundo Ferrero *et al.* (2017b) a maior vantagem desta proposta é a de permitir a necessária prescrição de política de uma taxa diretora “mais baixa por mais tempo”. Se for percebida como credível, o setor privado antecipará que o banco central terá sucesso na luta contra a descida de preços, e por isso será mais eficaz no “desenho” das expectativas sobre a inflação futura e na descida da taxa de juro real. Mas defende que também coloca alguns desafios, na medida em que, sendo favorável no longo prazo, pode não o ser no curto pois leva a mais incerteza e mais volatilidade na inflação. E envolve ainda um desafio em termos de comunicação e credibilidade, especialmente quando a inflação desceu por um período alargado (*ibid.*, p. 29-30).

Por último, pode ser removido o limite inferior de zero por cento (a *zero lower bound*) nas taxas de juro, por três formas alternativas: implementar taxas negativas no papel-moeda¹³⁵, aumentar os custos de armazenagem para o papel-moeda ou simplesmente eliminá-lo. Estas medidas colocam desafios a nível tecnológico, de alterações institucionais e ainda na sua implementação e aceitação pelas populações (*ibid.*, p. 31).

¹³⁴ Bernanke (2010) foi uma das vozes críticas desta proposta, argumentando com a presença de um importante custo de credibilidade para o banco central resultante da alteração do objetivo.

¹³⁵ Várias alternativas foram referidas, desde a medida zimbabueana de simplesmente pôr um carimbo com novo valor (mais baixo) até tornar o dinheiro eletrónico a unidade oficial de conta, servindo o papel-moeda apenas como meio de pagamento – uma razão de troca entre ambas seria o instrumento que imporia uma taxa negativa no papel-moeda.

A visão do ciclo financeiro considera que numa economia afogada em dívida e com elevada incerteza o funcionamento do mecanismo de transmissão é a maior preocupação da política monetária, uma vez que as empresas e os consumidores irão responder mais cautelosamente às medidas expansionistas, logo o banco central deve estar pronto para implementar medidas convencionais e não convencionais. Na medida em que as crises financeiras podem ter efeitos de histerese, políticas rápidas e agressivas são necessárias não apenas para estimular a procura agregada no curto e médio prazo e para evitar instabilidade financeira, mas também para evitar efeitos duradouros na oferta (*ibid.*, p. 31-32).

Nesse sentido podem ser interessantes medidas ainda mais não convencionais, como a prescrição *neo-fisheriana*, isto é, o aumento da taxa de juro oficial e a modificação da *forward guidance* quanto ao posicionamento futuro da política monetária, anunciando um caminho ascendente da taxa diretora para trazer a inflação para níveis consistentes com a definição de estabilidade de preços. Isto porque a mensagem de que as taxas ficarão baixas por muito tempo (como atualmente) está a sinalizar que o produto interno bruto e a inflação permanecerão também baixos, induzindo mais poupança por precaução e menos consumo (o “mau equilíbrio”). Este mecanismo “autorreforçado” é especialmente importante para economias com uma parte substancial da população próxima da reforma, como é o caso do Japão, em que 60% dos idosos considera que não tem poupanças e ativos suficientes para a sua reforma, isto porque as taxas de juro negativas ou muito baixas tornam difícil acumular o montante de ativos necessário para assegurar o rendimento na reforma, forçando as pessoas a acumular em vez de gastar (*ibid.*, p. 32-33).

Os apoiantes desta visão defendem a utilidade do *forward guidance* mas consideram que ela foi utilizada na forma errada. Comunicar que as taxas de juro vão subir será uma forma de trazer as expectativas do “mau equilíbrio” para o “bom equilíbrio”. Segundo Farmer (2016) se acompanhada por intervenção simultânea no mercado de ativos para prevenir o colapso nos valores de outros ativos de risco e de longo prazo irá aumentar a procura privada através do efeito riqueza. Os críticos desta abordagem (nomeadamente Krugman, 2013) defendem que não é possível olhar diretamente para a relação de longo prazo entre as taxas de juro e a inflação abstraindo-nos do curto prazo: o facto das taxas de juro nominais de longo prazo serem contracionistas no curto prazo implica que a economia será direcionada para mais próximo do “mau equilíbrio” (*ibid.*, p. 33-34).

O segundo tipo de medidas ficou conhecido pelo *helicopter Money* e consiste na transferência de base monetária não coberta por ativos diretamente para as famílias. Para ser efetiva como estímulo da procura agregada deve ser assegurada pelo menos uma de duas condições: os agentes perceberem que a injeção monetária é permanente e/ou enfrentarem fricções nominais e limites aos montantes que podem tomar de empréstimo. O impacto nos preços e no produto depende da inclinação da oferta agregada que é afetada pelo grau de rigidez dos preços e dos salários nominais. Com total flexibilidade, uma alteração da procura agregada implicará uma mera subida *one-off* dos preços, dado que a oferta agregada é fixada no seu potencial. Todavia, mesmo neste caso, uma redução permanente do valor real da dívida poderá ocorrer e o efeito da medida não ir além da mera redistribuição da riqueza real entre poupadores e tomadores de empréstimos (*ibid.*, p. 34).

Há limitações, nomeadamente a legalidade da medida e os riscos de credibilidade para o banco central. Quanto à primeira, deriva de poder ser considerada uma forma de financiamento monetário. No entanto, o risco principal é que envolve uma automática perda para o banco central, o que pode pôr a sua credibilidade e independência em risco (*ibid.*, p. 35).

Por último, a estratégia de controlo da curva de rendimentos. Trata-se de uma variante dos programas de compra de ativos, com a diferença de que não mexe no montante dos ativos, ou seja, baseia-se na sinalização do movimento, na medida em que o banco central comunica um objetivo para a curva de rendimentos, comprometendo-se implicitamente a comprar o que for necessário para atingir esse objetivo. No fundo, neste tipo de estratégia existe uma espécie de pré-compromisso sobre o preço das obrigações, com a grande vantagem de que o banco central não necessita de comprar as obrigações, e o maior risco é que os mercados têm de estar convencidos que o banco central está disposto a comprar qualquer montante para atingir o seu objetivo, pois caso contrário este pode vir a colocar-se numa situação em que vai comprar dívida massivamente e sem sucesso (*ibid.*, p. 35).

Por outro lado, se os objetivos não forem ajustados frequentemente, por forma a terem em conta as alterações macroeconómicas, esta medida pode induzir volatilidade nos ativos do banco central e ter um efeito macro desestabilizador. Além disso, quando a política monetária tiver de ser restritiva, a preservação da independência do banco central torna-se uma questão central, como foi o caso dos anos quarenta e cinquenta, em que o *FED* implementou um *peg* à curva dos títulos do tesouro mas quando foi necessário aumentar o *peg* nos longos prazos sofreu a forte oposição da Administração norte-americana.

Em resumo, as sugestões apresentadas, algumas bem inovadoras em relação ao que tem sido a prática das autoridades, passam por uma alteração profunda da política orçamental e, sobretudo, da política monetária, num contexto em que os autores citados veem nestas políticas a margem de manobra para uma, por todos considerada difícil, saída do cenário de estagnação do crescimento económico.

IV.2. As sugestões dos céticos da estagnação secular

A linha transversal às abordagens dos céticos em relação à hipótese da estagnação secular é a convicção de que a estagnação do crescimento económico, que admitem existir efetivamente, é um fenómeno temporário e, nesse sentido, não secular. Ora, como vimos no Capítulo I, uma das abordagens alternativas à hipótese da estagnação secular mais difundidas corresponde à tese do chamado superciclo da dívida, apresentada entre outros por Rogoff e Borio, que consideram ser a fase de estagnação do crescimento económico registada nas últimas décadas o corolário evidente da crise financeira, cujos efeitos terão tendência a esgotar-se. Noutro campo, encontramos os autores que veem na inovação e na tecnologia a solução para o impasse atual, nomeadamente Glaeser, Mokyr, Ramey e Petrakis, noutro ainda as abordagens negacionistas da estagnação secular sugerem medidas no âmbito demográfico, com autores como Cervallati e Goodhart a terem abordagens próximas da ideia da transição demográfica de Favero. Abordaremos ainda as sugestões de Taylor, Austin e Ramey, com propostas algo diferentes para a retoma do crescimento económico.

Rogoff (2015), apesar de apresentar uma visão alternativa à da estagnação secular, reconhece que não existem diferenças fundamentais no que toca ao necessário aumento da despesa pública, como forma de aumentar o crescimento económico futuro, através de projetos de infraestruturas, sobretudo num contexto de taxas de juro muito baixas¹³⁶. Mas considera que deve ser procurada uma maior eficiência dos serviços prestados pelo Estado, nomeadamente a nível da educação, o que aliás não surpreende pela sua “intolerância à dívida”, ou seja, pela consideração de que existe um limite de dívida a partir do qual o prémio de risco aumenta abruptamente, degradando o crescimento económico.

¹³⁶ Embora se mostre contrário aos que defendem que mesmo a alternativa de maus projetos via investimento público é preferível a um não-projeto, o que em rigor não é uma posição da esmagadora maioria dos principais defensores da hipótese da estagnação secular.

Admite ainda que o aumento da desigualdade interna nas economias avançadas é um problema que pode ser combatido, começando, por exemplo, com o aumento dos impostos sobre a propriedade da terra urbana. Mas adverte, numa clara alusão aos defensores da hipótese da estagnação secular, que aqueles que olham para o aumento da desigualdade na perspetiva de uma maior equidade estão certamente a olhar para a classe média das economias avançadas mas não para a classe média global porque, nesse caso, concluiriam que a desigualdade diminuiu nos últimos trinta anos. E isto leva-o a afirmar que o assunto é relevante mas não deve ser confundido com as tendências de longo prazo do produto interno bruto *per capita*.

Borio (2017, p. 10-12) considera que os ventos frontais enfrentados nos últimos tempos pela economia são temporários e não permanentes e que a normalização da política monetária e o regresso ao crescimento económico irão enfrentar três riscos, nomeadamente novos episódios de sério *stresse* financeiro noutras zonas do mundo, a possibilidade da instabilidade estar entrincheirada na economia global e a eventualidade da ordem económica vigente, caracterizada pela globalização e por economias abertas, poder estar em rutura.

E para enfrentar esses riscos defende o reequilíbrio das políticas, afastando-se aquelas que se centram sobretudo no lado da procura, especialmente as relativas à política monetária, em direção a medidas estruturais que fortaleçam o crescimento económico de longo prazo, como sejam o empreendedorismo, a competição e a alteração na afetação dos recursos. Considera ainda que a política orçamental pode ter um papel, suportando a reparação dos balanços e as reformas estruturais, ou ainda financiando investimentos em infraestruturas e formação de capital humano e, por último, sugere ajustamentos dos instrumentos de política orçamental e monetária para enfrentar as bolhas financeiras mais sistematicamente, em vez de confiar apenas nas medidas de carácter prudencial (*ibid.*, p. 12-13).

Glaeser (Teulings e Baldwin, 2014) e Mokyr (2015) apostam na solução da inovação tecnológica como forma de se ultrapassar a estagnação atual do crescimento económico, com o primeiro a defender não existir nenhuma estagnação no processo de inovação e que será justamente essa inovação que irá permitir sair do marasmo em que se situam as economias, enquanto o segundo enumera áreas como a computação, materiais e engenharia genética como exemplos de progressos tecnológicos que irão impedir a estagnação secular.

Ramey (2020), num tom ligeiramente diferente, salienta que a fraqueza da produtividade se deve a um período de acalmia do ciclo tecnológico, pelo que uma solução será simplesmente ser paciente e aguardar pela próxima revolução tecnológica ou, ao invés, definir políticas

públicas que encorajem a inovação e a difusão da tecnologia, como por exemplo, incrementar os subsídios à investigação e ao desenvolvimento, promover investimentos públicos em infraestruturas ou em capital humano ou ainda implementar medidas regulatórias e reformas estruturais que afastem os impedimentos à inovação e tenham uma ação *anti trust*.

Petrakis *et al.* (2015) avança com uma proposta muito curiosa. Admitindo que a deflação e as taxas de juro negativas desincentivam o investimento e que a estagnação secular ocorre maioritariamente devido a um progresso tecnológico vacilante e em desaceleração, afirma que o desenvolvimento tecnológico irá provavelmente aumentar a acumulação de conhecimento, levando as próximas gerações a inovar e a ter uma carga educacional de conhecimento muito substancial.

Neste sentido, defende ser essencial olhar para a cultura e a personalidade humanas como elementos decisivos do empreendedorismo e da elaboração de planos de negócios (*ibid.* p. 1910).

Num mundo em que se registaram alterações económicas e sociais “inevitáveis”¹³⁷ que aumentaram a incerteza, os métodos tradicionais de avaliação do empreendedorismo e/ou das empresas não são suficientes para ter em conta múltiplos parâmetros, também porque levam os executivos a uma perspetiva dual: assumir certezas que permitem previsões certeiras ou assumir a imprevisibilidade do futuro. Além disso, esses métodos assumem que o retorno do investimento (e a taxa de desconto) determina a decisão de investimento, mas em estagnação a taxa de desconto não reflete totalmente o prémio de risco (*ibid.*, p. 1911).

Daí que se proponham modelos que usam um pensamento baseado em conhecimento, ou pensamento estratégico, em que os gestores identificam vantagens competitivas e procuram mantê-las no futuro, através da utilização de cenários que levam a uma mais eficiente implementação da estratégia, prevendo o futuro mas também desenvolvendo um conjunto de alternativas para possíveis diferentes desenvolvimentos (*ibid.*, p. 1911).

Diferentemente de Favero que justifica a estagnação secular pela transição demográfica, Cervallati *et al.* (2016) escolhe a demografia não para explicar um fenómeno secular em que

¹³⁷ Os autores citam o mundo multipolar e globalizado, as condições de total competitividade e liberalização do mercado, a hiper-competição, a transformação de uma economia industrial numa economia de serviços, a reação contra as consequências da globalização, o envelhecimento populacional, as migrações, as alterações climáticas e as tecnologias disruptivas.

não acredita mas para incorporar fenómenos não lineares, justamente relacionados com a demografia, cujos efeitos com o tempo se irão atenuar, deixando espaço a que a produtividade e as alterações tecnológicas possam recolocar o mundo no caminho do crescimento económico sustentado. E na mesma senda, Goodhart *et al.* (2017) sugere que se irá reverter o choque registado nas duas últimas décadas do século XX na oferta de trabalho, com o decréscimo dos rendimentos de trabalho, as maiores desigualdades intranacionais e a descida das taxas de juro reais, fenómenos largamente resultantes das dinâmicas demográficas mas também da inclusão da China e das economias do Leste da Europa na OMC. E essa reversão estará associada ao envelhecimento da população, que levará a que o fator escasso venha a ser exatamente o trabalho, pelo que o aumento dos salários, por diminuir as desigualdades no futuro e assim atenuar o excesso de poupança, contribuirá muito naturalmente para a subida das taxas de juro reais.

Arriscar-nos-íamos a afirmar, em síntese, que para estes autores a solução natural para uma retoma consistente da atividade económica passa pela demografia e, portanto, bastará que não se inviabilize, por medidas de política económica ou outras, o caminho natural rumo ao equilíbrio dos mercados dos fatores.

Taylor, J.B. (2016) é extremamente crítico em relação à evolução da política económica que cria, nas suas palavras, um clima anti negócio, nomeadamente porque está associada à incerteza política e ao excesso de regulação.

Austin (2016) defende que qualquer resposta/medida para eliminar a estagnação secular deve passar pela eliminação do excesso de poupança a nível nacional e global, tentando pôr em causa as duas “profissões de fé”, isto é, a poupança é sempre benéfica por permitir maior acumulação de capital e os movimentos de capitais sem restrições são sempre economicamente eficientes e benéficos. Mesmo que algumas das medidas a serem implementadas sejam politicamente incorretas é fulcral debater novas políticas para rebalancear a poupança e o investimento (*ibid.*, p. 55).

A estagnação secular é uma tendência, não um ciclo, e por isso a tradicional abordagem à forma como se autocorrigem os ciclos é posta em causa, nomeadamente a ideia de que com a eliminação da escassez de capital seria possível uma distribuição do rendimento mais uniforme e uma menor taxa de poupança, ao passo que com o *zero lower bound* a política monetária convencional perde a sua efetividade (*ibid.*, p. 57) e a política orçamental apenas pode ser um

remédio temporário mas que a longo prazo vai agravar o problema da concentração de rendimento e prejudicar a procura agregada (*ibid.*, p. 58).

Surge, pois, a necessidade de uma terceira via, uma vez que o excesso de poupança confronta os decisores com uma escolha pouco atrativa, entre estagnação secular e instabilidade dos preços dos ativos, caso a poupança seja direcionada para aplicações de maior risco. E essa alternativa é rebalancear a economia pela redução da poupança agregada (*ibid.*, p. 69).

A redução da poupança agregada passa por um conjunto vasto de medidas, designadamente a nível orçamental, com a redução ou abolição dos incentivos governamentais às grandes poupanças ou influxos de capitais, com o término, através de impostos, dos incentivos à poupança em larga escala (num mundo com poupança em excesso impostos a dobrar é um risco menor do que a inexistência de imposto), não estabelecer regras que facilitem influxos não desejáveis, incluindo de bancos centrais, uma redistribuição dos rendimentos à baixa (penalizando os mais elevados), numa abordagem cautelosa para não atingir as pequenas poupanças, alteração da carga tributária do trabalho para o capital, podendo o rendimento gerado suportar o consumo privado ou público e não uma austeridade orçamental e, finalmente, uma política de investimentos em infraestruturas (*ibid.*, p. 81-84).

Em síntese, e não existindo no que designámos de autores céticos em relação à abordagem da estagnação secular uma linha comum de pensamento em relação às medidas necessárias para evitar que a estagnação (em que acreditam) se torne secular (tese que não defendem), ainda assim parece ser muito comum a ideia de que será prudente deixar a economia funcionar, pautando essa decisão por medidas que, nuns casos passam pela fiscalidade que penaliza a poupança excessiva, noutros por medidas do lado da oferta, nomeadamente de fomento ao empreendedorismo e à inovação, e de afastamento do que alguns apelidam de clima anti negócio.

IV.3. Um contributo

Ao longo deste trabalho tentámos caracterizar um fenómeno complexo e ainda incerto tanto na sua materialização, temporal e espacial, como nos seus efeitos, evidenciando o que a literatura nos diz, nas suas várias abordagens, sobre o tema da estagnação secular.

Noutra dimensão, eventualmente até mais empírica, pretendemos demonstrar como o fenómeno, pelas suas consequências na ordem económica mundial, pode condicionar os frágeis equilíbrios do poder mundial, eventualmente já de si suscetíveis de sofrerem as consequências

de uma progressiva mudança de paradigma nos padrões de crescimento mundial observados nas últimas quatro décadas e intensificados ao longo do século XXI.

Chega agora o momento do darmos o nosso contributo quanto à forma de encarar o futuro. Porque ambicionamos mantermo-nos fiéis à estrutura de análise que pretendemos seguir ao longo da nossa análise, permanecerá de forma transversal a este subcapítulo a dúvida sistemática sobre a materialização do fenómeno da estagnação secular e, ademais, separaremos também, como fizemos anteriormente, este tema do que lhe está a jusante na abordagem seguida, isto é, a evolução dos equilíbrios de poder mundial.

Uma forma possível de perspetivar as próximas décadas é pensar simplesmente, como outros afirmaram e foram aqui justamente citados, que estes fenómenos acontecem, têm o seu tempo e esfumam-se como o nevoeiro. Nesse sentido, partindo da premissa quiçá otimista de que se trata de um fenómeno de estagnação de muito longo prazo mas que não perdurará para sempre, a questão será menos como combatê-lo e mais como pode a política, não apenas na sua vertente económica mas também social e de diminuição das desigualdades, educativa e formativa, de saúde e de segurança social, entre muitas outras vertentes que se revelariam ainda mais cruciais do que em situações de crescimento económico saudável, ajudar à gestão de um cenário que, de per si, pode ser gerador de profundas perturbações sociais e, no limite, pôr em causa os próprios Estados de direito democrático que caracterizam a maioria das economias avançadas.

No fundo, a ideia seria admitir que o crescimento económica em países como os EUA ou em blocos económicos como a Área do euro ou a União Europeia irá estabilizar próximo ou mesmo aquém dos baixos níveis atuais e, ao invés de concentrar esforços em combater algo inevitável, reequacionar e implementar um conjunto de medidas que possam manter o mais possível a confiança das empresas e das famílias na organização económica, no modelo capitalista e, talvez principalmente, no sistema de governo democrático que caracteriza as nações em causa.

Admitimos, eventualmente pela dificuldade em, pese embora considerarmos este cenário como possível, lhe darmos uma probabilidade de materialização elevada, que a perícia e espírito inovadores necessários a esta gestão política e das expetativas de todos coloca um patamar de exigência que não apenas foge ao âmbito desta análise, como nos coloca mais longe da capacidade de construir respostas cientificamente válidas para o efeito.

Surge então uma segunda abordagem que passará pela convicção de que ainda não temos verdadeiramente um problema de estagnação secular mas abundam sinais muito consistentes

de que as políticas económicas se estão a revelar ineficazes não apenas no combate ao *zero lower bound* mas também na necessária dinamização do crescimento económico.

E aqui a pergunta é muito clara: o que fazer para evitar a estagnação secular?

Centraremos a nossa análise em dois patamares, um substancialmente mais disruptivo da ordem instalada, outro que pretende sugerir caminhos dentro da ordem vigente.

Os patamares disruptivos correspondem à equação em torno da globalização e do sistema monetário internacional. O advento de um, algures no final dos anos oitenta do século XX e a falência do outro, que como sistema organizado viu em *Bretton-Woods* o último exemplo e em 1976 o seu estertor, estão indelevelmente relacionados, tanto mais que correspondem precisamente ao dealbar dos sinais do fenómeno da estagnação.

Podemos sempre interrogarmo-nos se será mera coincidência a contemporaneidade destes três fenómenos mas, por muita complexidade que queiramos admitir na nossa abordagem, essa coincidência parece tudo menos isso. Senão vejamos, começando pelo problema do não-sistema criado a partir do desaparecimento do sistema *Bretton-Woods*.

Este não-sistema, ou melhor a competição desigual criada pela convivência de dois regimes, um em que os países que supostamente adotaram o regime de câmbios flexíveis obedecem às chamadas regras de mercado e o outro, compreendendo os países que funcionam em regimes de *currency board*, cujos câmbios são, em menor ou maior escala, administrativamente condicionados pelas respetivas autoridades, é em larga medida uma das causas da força do crescimento evidenciado pelos últimos e da fraqueza das economias dos primeiros.

Bem sabemos que esta realidade é bem menos unidirecional do que poderá transparecer pelo exposto, até porque indiretamente as autoridades dos países em que as moedas funcionam em câmbios flexíveis também podem, e em grande parte dos casos fazem-no, condicionar a evolução das suas moedas, tanto por intervenções diretas no mercado cambial, como por decisões de política monetária, no contexto do sobe e desce das taxas de juro diretas dos bancos centrais, quer ainda por *tweets* ou comentários mais ou menos dissimulados na imprensa e nas redes sociais.

Acontece que, na prática, a ascensão económica daqueles países que hoje se posicionam para discutir os lugares cimeiros do *ranking* económico, anteriormente disputados exclusivamente pelas chamadas economias avançadas, foi invariavelmente acompanhada pela capacidade, disponibilidade e vontade de utilizar a política cambial como instrumento ativo de promoção

de uma política voltada para o objetivo de fomentar excedentes comerciais e dinamizar progressivamente o setor industrial e, mais tarde, dos próprios serviços, na sua vertente exportadora.

Curiosamente, esse tinha sido precisamente o caminho escolhido, entre outros, pelos derrotados da Segunda Guerra Mundial, talvez mesmo por todos os outros, à exceção da potência vencedora, os EUA, nação que na ânsia de colocar a respetiva moeda no centro do sistema monetário internacional saído da conferência de *Bretton-Woods* acabou por fomentar uma política de dólar forte que, em última instância, prejudicou a indústria norte-americana e contribuiu para a própria derrocada do sistema.

Portanto, e em conclusão, se os países agora afetados pela sombra da estagnação secular por ela não querem ser atingidos, talvez uma estratégia possível seja tornarem-se mais competitivos pela utilização da política cambial ou, se temerem que isso possa induzir uma perigosa guerra cambial com mercados emergentes como a China, ou mesmo entre economias avançadas, por exemplo entre o euro e o dólar, então ao menos pugnem para que outras economias emergentes em crescimento não façam recurso sistemático a esta política cambial, distorcendo assim a concorrência internacional. Melhor ainda seria se, finalmente, todos tivessem a consciência da importância de redesenhar o sistema monetário internacional, encontrando soluções que até poderiam manter a lógica de *Bretton-Woods*, do centro e da periferia, um centro que seria agora partilhado, não só pelas moedas mais fortes no comércio internacional, como o dólar norte-americano, mas também pelas moedas dos países que apresentam maiores excedentes comerciais, como o *yuan* chinês.

Curiosamente, a ideia em torno da globalização é muito idêntica ao que afirmamos em relação ao sistema monetário internacional. Mais de trinta anos depois da queda do muro de Berlim e da intensificação dos movimentos de globalização que lhe estão associados, parece começar a ganhar forma a ideia de que este fenómeno, não obstante todas as consequências positivas que trouxe, até do ponto de vista civilizacional e de aproximação de culturas e de povos, foi assimétrico, designadamente nos seus efeitos sobre os fatores de produção.

Sabemos que a mobilidade dos fatores de produção não é idêntica e que na aparência a globalização proporcionou essa mobilidade tanto para o fator capital como para o trabalho mas, na prática, foi muito mais intensa para o capital, e não apenas para os *flying capitals*, mais ou

menos especulativos e associados ao capital financeiro, mas também para os investimentos não financeiros que o autor destas linhas antes gosta de apelidar de economia real¹³⁸.

Esta maior mobilidade do fator capital proporcionou claras vantagens às economias emergentes porque o capital inicialmente mais abundante nas economias avançadas rapidamente percebeu que poderia ter o melhor dos dois mundos se fosse dirigido para países em que os custos do outro fator de produção eram incomparavelmente menores. Se a isto juntarmos, sejamos justos, o mérito de muitas destas economias emergentes na capacidade de melhorar progressivamente a qualidade da sua produção, mantendo custos impossíveis de serem sequer sonhados pelas economias europeias, americanas ou asiáticas avançadas, fica claro que seria uma questão de tempo até um cenário muito periclitante se instalar nestas últimas, incapazes de concorrer em condições de alguma igualdade com as primeiras.

E o problema foi agravado pelo ciclo tecnológico. Durante décadas, uma das formas dos líderes industrializados se perpetuarem enquanto líderes era justamente a sua capacidade permanente de inovar, o que lhes permitia gerir o ciclo de vida dos produtos, abandonando aqueles que outrora tinham criado e progredindo sempre em busca de produtos inovadores, na vanguarda da tecnologia. Quando, algures no final do século XX/primeira década de século XXI, a tecnologia entrou numa fase baixa do ciclo e, mais tarde, quando a liderança das economias avançadas em matéria de inovação começou a ser posta em causa, estava quebrada a última linha de defesa que permitiria o afastamento do espectro da estagnação prolongada do crescimento nos, ainda, líderes da inovação.

À semelhança do que dissemos anteriormente a propósito do sistema monetário internacional, parece-nos que uma boa hipótese para aqueles que pretendem evitar a estagnação secular poderá passar por algum *fine-tuning* da globalização que terá de ser suficientemente prudente para evitar guerras comerciais em que todos sairiam a perder mas ousado quanto baste para defender os que apelidaríamos, com eventual excessiva prudência, de os menos beneficiados pela globalização, a nosso ver, os trabalhadores das economias avançadas com menores graus de qualificação.

¹³⁸ É interessante a abordagem de Kobrin (2008, p.2) sobre uma globalização parcial e incompleta porque em paralelo com uma economia mundial global, as leis, a regulação, a política e a sociedade continuam muito determinadas a nível nacional. Num contexto de transição de uma ordem internacional para uma ordem transnacional essas assimetrias podem gerar problemas de governação económica.

Deixemos então os patamares que designámos de disruptivos e analisemos os mecanismos e as políticas mais passíveis de se integrarem na ordem vigente e que, assim, não correm o risco de provocar efeitos secundários cujas consequências, no limite, nomeadamente em caso de guerras comerciais ou cambiais, poderiam ser ainda mais nefastas do que o fenómeno, da estagnação do crescimento económico, que se pretende afastar.

A nível da política económica a primeira dificuldade evidente neste tipo de análises é encontrar denominadores comuns em matéria de fragilidades a serem combatidas ou mesmo de caminhos a serem seguidos em todos, ou mesmo na maioria, dos países afetados por longos períodos de estagnação do crescimento económico.

Todavia, até na sequência da caracterização que fizemos da estagnação secular, parece-nos que um dos denominadores comuns será o excesso de poupança face ao investimento, pelo que tudo o que a política económica puder fazer para afastar este desequilíbrio não pode deixar de ser positivo para a economia. As medidas, mesmo que muito impopulares, terão de ser apontadas ao reforço da tributação sobre as grandes poupanças não investidas no setor produtivo e, em contrapartida, à diminuição da carga fiscal sobre o trabalho e o investimento. Um mecanismo de “harmonização” dos fluxos de capitais internacionais que nomeadamente proteja países como os EUA e alguns (muitos) países europeus do afluxo massivo de capitais destinados à Economia financeira, oriundos dos países dos petrodólares e dos grandes excedentes comerciais, será provavelmente benéfico para aquelas economias.

Uma segunda janela de intervenção será a inovação. Os sinais de que o ciclo tecnológico está agora numa fase mais animadora são muito promissores, pelo que resta saber quem conseguirá liderar este movimento. Se, como tudo indica, as economias avançadas ainda conseguirem fazê-lo, mesmo sendo certo que a China, e outros países asiáticos não incluídos nas economias asiáticas avançadas, estão cada vez mais a disputar nichos significativos dessa liderança, então é bem possível que do incentivo que os poderes públicos possam dar ao processo de inovação, nomeadamente a inovação digital, o *big data*, o *machine learning*, a robotização e a inteligência artificial, e principalmente à aplicação dessa inovação nos setores secundário e terciário, de tudo isto pode resultar um caminho progressivo rumo ao restaurar dos padrões de crescimento económico que caracterizaram as três décadas que se seguiram ao final da Segunda Guerra Mundial.

Um terceiro caminho passa pela avaliação do que foram as forças das economias emergentes ao longo destas últimas décadas e que, de certa forma, configuraram também as fraquezas de

muitas das economias avançadas. Deixaremos de parte, até pela nossa formação enquanto economista de matriz keynesiana, qualquer espécie de tentação de imitar os modelos seguidos por boa parte das economias emergentes, sobretudo no que diz respeito à organização produtivo-industrial e, menos ainda, à organização social do trabalho e a sua (não) proteção. Mas talvez possa ser útil refletirmos sobre o facto de a força, pelo menos inicial, destas economias ter residido muito também na importância que deram à produção de bens transacionáveis.

Esta opção, em contraponto com algumas economias avançadas que parecem ter seguido como via preferencial a produção dos bens não transacionáveis¹³⁹, revelou-se particularmente importante nos momentos de maior crise vividos, por exemplo, depois do episódio financeiro de 2007/2008 e durante a pandemia do *COVID-19* que ainda persiste, no sentido em que os bens transacionáveis estiveram eventualmente mais “protegidos” dos efeitos destas crises do que os bens não transacionáveis. Isto foi muito evidente no comportamento do alojamento turístico, da construção e do imobiliário, substancialmente mais afetados por aqueles fenómenos do que propriamente a maioria dos bens transacionáveis.

As formas de encontrar um maior equilíbrio, no fundo, entre o setor secundário e o terciário, podem passar pela fiscalidade diferenciada mas também pela educação e formação profissional, valorizando nos patamares básicos da educação a importância das formações intermédias e superiores destinadas ao trabalho industrial e, mais tarde, investindo na criação de competências profissionais para a produção dos bens transacionáveis. Eventualmente valerá ainda a pena refletir sobre algum do alcance do que enunciámos nas formas mais disruptivas de interromper o fenómeno da estagnação, designadamente a reconfiguração da globalização, tal como ela se materializa atualmente.

A quarta dimensão para a tentativa de evitar a estagnação secular prende-se com a política monetária. Não fora o reconhecimento, pelo autor deste trabalho, que o problema é gigantesco e, portanto, dificilmente solucionável apenas com recurso à política monetária e, também, a nossa convicção de que sem essa política, sobretudo quando acionado o modo não convencional, provavelmente estaríamos com um cenário ainda mais complexo, não apenas a nível do crescimento económico mas também da inflação, não fora tudo isso e facilmente

¹³⁹ Este fenómeno é particularmente expressivo em pequenas economias abertas como Portugal ou a Grécia mas também, em menor escala, em grandes economias como a norte-americana.

seríamos tentados a afirmar que a política monetária simplesmente não atingiu na plenitude o seu objetivo.

De novo, não sendo absolutamente essa a nossa convicção, importa proceder a uma reflexão serena mas também objetiva e determinada sobre os caminhos da política monetária e, nomeadamente, sobre o que se poderá melhorar ou simplesmente fazer diferente no futuro.

Esta reflexão é tão mais importante quanto sabemos que caminhamos rapidamente para um mundo cada vez mais globalizado, em que a pressão sobre os meios de pagamento tradicionais e mesmo sobre a função monetária clássica dos bancos centrais será progressivamente maior: moedas digitais podem vir a proliferar no futuro muito próximo e não é certo, de todo, que o emissor monetário e o responsável pela regulação do mercado continue a ser apenas o banco central.

E, com a humildade que os menos bons desenvolvimentos das duas últimas décadas aconselham, mas também com a convicção de que a normalização das taxas de juro voltará, provavelmente já nesta década, será conveniente tentar perceber o que se poderá fazer para evitar que voltemos a cair naquilo que os economistas chamam de armadilha da liquidez e que, afinal, próximo andarà da chamada *zero lower bound*. A este respeito, parece-nos essencial melhorar a comunicação, aproximar mais a mensagem dos agentes económicos, conseguir influenciar de forma mais consistente os seus comportamentos, evitando que a política monetária esteja a realizar um esforço para ajudar os países e, naturalmente, as famílias e as empresas mas, porque estes não estão de todo sintonizados, o mecanismo de transmissão de sucessivamente mais baixas taxas de juro chegue à economia real muito diminuído, quiçá porque pelo caminho perde para a especulação financeira e nos mercados de capitais.

Independentemente da responsabilidade (muita) que eventualmente teve na criação de um “mundo de dinheiro fácil”, o que contribuiu aliás para termos chegado à situação objeto de estudo neste trabalho, mas reportando-nos apenas à vertente da comunicação, o exemplo do ex-Presidente da Reserva Federal norte-americana, Alan Greenspan¹⁴⁰ é importante porque sinaliza alguém com essa capacidade fundamental de ser entendido pelos mercados mas também pelo cidadão comum. O perfil e o carisma dos presidentes/governadores dos bancos

¹⁴⁰ Greenspan foi Presidente da Reserva Federal dos EUA entre 1987 e 2006, um dos períodos mais longos alguma vez ocupados por alguém neste cargo.

centrais pode ajudar nesse objetivo de comunicar claro e ajudar a moldar as (boas) decisões dos agentes.

Não sendo a boa comunicação uma condição suficiente para se alcançar o objetivo de política monetária, até porque a longo prazo é impossível manter a ideia de que os balanços dos bancos centrais irão conseguir absorver, sem dano, a compra massiva e contínua de dívida pública nacional, provavelmente teremos de refletir sobre o tema da não monetarização da dívida pública, não necessariamente para permitir que ela seja efetuada, mas porventura para encontrarmos medidas criativas para a evitar. E, mesmo sabendo que a proposta seguinte é ousada, e por isso suscetível da mais do que justa crítica científica, refletir finalmente de forma decisiva e visando objetivos efetivos sobre a dimensão aceitável da dívida pública de um país, cujos parâmetros foram estabelecidos com base em critérios de século XX dificilmente aplicáveis neste admirável mundo novo do século XXI, sobre o papel das agências de *rating* em todo o processo de emissão e gestão dessa dívida e, por último e naquele que eventualmente configura o passo mais arriscado, ponderar se continua a ser do interesse dos cidadãos que essas agências sejam privadas e, sobretudo, associadas, com a rara exceção no lote principal da canadiana *DBRS*, ao mesmo país, os EUA.

Mesmo reconhecendo os riscos de quem avalia a dívida pública poder ser parte interessada dessa avaliação, risco que corremos certamente se as sociedades de *rating* tiverem exclusivamente capital público, ainda assim poderia ser perfeitamente equacionável algo como uma *Nações Unidas do Rating*, uma entidade supranacional que tivesse esse papel fundamental de avaliar a dívida soberana e empresarial. Os exemplos recentes das crises das dívidas europeias e, antes disso, da falência do banco de investimento norte-americano *Lehman Brother`s*, que um dia a história económica conseguirá explicar, com a distância necessária a uma análise realmente independente, são demasiado graves para que se continue a considerar ser o modelo atual ótimo, ou sequer aconselhável.

Uma palavra para a política fiscal que aliás já foi aqui referida a propósito nomeadamente do seu papel no incentivo à inovação. A nossa perspetiva não será discutir a dimensão ótima da fiscalidade, e muito menos advogar que a boa política fiscal é aquela que coloca os impostos às empresas e às famílias no mínimo possível ou numa taxa tão única quanto possível, algo que nem sequer está cientificamente demonstrado e, pelo contrário, antes parece claro que são precisamente as economias com elevadas cargas fiscais aquelas que, de entre o grupo das economias avançadas, nestas últimas décadas melhor resistiram aos ventos frontais.

O que pretendemos é refletir e propor uma opção de fiscalidade orientada para objetivos que, mantendo embora parte dos princípios inerentes a uma maior igualdade entre os cidadãos, por aquilo que os impostos permitem em matéria de políticas públicas, possam ter em conta os verdadeiros problemas que enfrentamos e que tentámos identificar anteriormente. Um deles, a necessidade de termos um ciclo tecnológico muito favorável rapidamente já foi identificado neste capítulo, o segundo, quiçá a trave mestra para evitar a estagnação secular, é plasmado pelo conjunto de medidas que combatam a transição demográfica, ou pelo menos os seus efeitos, e a esse nível a fiscalidade pode ser essencial, nomeadamente porque deve ser encarada como uma autêntica “bazuca” para favorecer a natalidade e incentivar o rejuvenescimento de uma população muito envelhecida na esmagadora maioria das economias avançadas.

Vamos então aproveitar a boleia da fiscalidade para traçar algumas propostas na nossa sexta dimensão, a da demografia e das medidas urgentes que lhe estarão associadas, por tudo o que foi sendo afirmado ao longo deste trabalho.

Ironicamente ou talvez não, é tão absoluta a necessidade de enfrentar este problema de forma decisiva, e não apenas devido à estagnação económica, é ainda tão claro o objetivo que deve presidir ao desenho destas medidas, sem rodeios, rejuvenescer a população, aumentando a taxa de natalidade, que as medidas a implementar surgem com uma quase cristalina tonalidade: da fiscalidade que apoie (fortemente) a natalidade, à efetiva adoção de medidas de flexibilização do mercado de trabalho, doseando trabalho presencial com teletrabalho, permitindo aos progenitores, sem uma real penalização das suas carreiras e com o menor impacto financeiro possível, cuidar dos filhos nos primeiros anos das suas vidas, passando ainda por uma discriminação positiva na compra/aluguer de casas por famílias que tenham ou venham a ter filhos, e culminando, entre muitas outras vertentes, em medidas que permitam restaurar algo que o modelo anterior à transição demográfica tinha de bom, nomeadamente porque possibilitava aos jovens pais um apoio estrutural essencial, o dos seus próprios pais.

Evidentemente que muitas destas medidas estão já em vigor, precisamente nas economias mais avançadas mas, de novo, são exatamente aqueles que mais longe foram na sua adoção quem melhor desempenho económico evidenciou no passado recente. Ora, não se trata apenas de ter ou não ter este tipo de medidas de apoio à natalidade, mas também de dimensionar essas medidas para que sejam realmente eficazes, num contexto em que sabemos que elas, se impõem um esforço coletivo, de utilização de recursos que são de todos por apenas alguns, devem

produzir os efeitos desejados, sem o que seguramente melhor será repensar essas medidas e, eventualmente, seguir caminhos diferenciados.

A questão do apoio à família é essencial e passa também pelo nosso próximo patamar, o da educação. Veja-se a ironia: a escola ensinou as últimas gerações a serem cada vez mais competentes, a lutar pelo acesso às melhores escolas, a serem avaliadas desde muito tenra idade, a escolherem, pelo seu esforço e mérito, as melhores faculdades, a manterem toda esta, desculpe-se-nos o termo, obsessão pelo perfeccionismo na vida profissional, a competir, competir, competir. Por isso os pais não têm tempo para os filhos, nem sequer para os ter, o que, por sua vez, exigiu que os avós vissem a idade de reforma cada vez mais longínqua, sem que sequer, antes pelo contrário na maioria dos casos, as longas jornadas de trabalho fossem atenuadas, sobretudo porque a competição que aprenderam ao longo da vida se tornou parte integrante do seu material genético. A ironia é justamente essa, a sociedade contemporânea formatou comportamentos que acabam por pôr em causa a sua própria continuidade, ao condicionarem o rejuvenescimento, a continuidade da espécie.

Por tudo isto é tão importante o patamar da educação, reequacionando os valores que estão a ser transmitidos às nossas crianças e jovens, bem como fundamental será o desenho de políticas de imigração bem orientadas e que permitam compensar estes momentos tão pouco favoráveis ao rejuvenescimento das populações europeias e das restantes economias avançadas, preferencialmente abrindo as portas a jovens qualificados e que, nessa perspetiva, possam ajudar duplamente a sociedade que os acolhe, pela via da criação de valor e pela componente demográfica¹⁴¹.

Terminamos com o patamar dos custos de contexto, que nos mereceram alguma ponderação quanto à sua inclusão nestas propostas, também porque não são um denominador comum a todas as economias avançadas e, sendo nós um cidadão português, sentimos que esta escolha provavelmente deriva precisamente do peso muito próprio que os custos de contexto têm no nosso país.

Muito claramente: nada nos leva a pensar que os custos de contexto estejam correlacionados com espaços geográficos específicos, comportamentos da economia, sistemas políticos ou outra qualquer variável explicativa, antes nos parecendo uma variável independente e aleatória

¹⁴¹ Uma referência a Peri (2020) que salienta como pode ser a imigração uma boa resposta ao que apelida de dilema demográfico.

na maior parte dos casos. Mesmo que assim não seja, trata-se de uma dimensão de análise que não é objeto central deste trabalho, sob pena de o desfocar totalmente dos seus dois grandes objetivos explicitados, esperamos, desde as nossas primeiras linhas.

Mas isto não invalida que, para algumas economias, avançadas ou não, estes custos de contexto sejam absolutamente decisivos para explicar o seu desempenho económico de longo prazo. Falamos do funcionamento do sistema judicial, da perceção que os cidadãos têm da corrupção a nível dos organismos públicos mas também em certas esferas de decisão privadas, dos tempos intermináveis que empresas e famílias têm de aguardar por decisões e documentos, medidas e apoios que, especialmente nas sociedades modernas e digitalizadas, poderiam ser decididas e implementadas em minutos, enfim, numa frase, de tudo aquilo que condiciona em vez de estimular, prejudica em vez de beneficiar a ação e a vida das empresas e das famílias, quando não do próprio aparelho de Estado.

Aqui chegados, e uma vez apresentado um conjunto de medidas, de natureza variada, que pode ser equacionado na tentativa de evitar a estagnação secular, importa formular a questão: e o que fazer se ela (estagnação secular) for já um facto, estiver já materializada num ou vários países? A alternativa à ausência de resposta, quiçá o que seria mais aconselhável fazer no contexto das nossas limitações, parece-nos clara: fazer tudo exatamente como se a quiséssemos evitar, porventura com mais intensidade, seguramente de forma mais célere.

O tempo é fundamental, esse tempo pode faltar-nos, o que configura provavelmente o maior receio do autor deste trabalho.

E quanto aos equilíbrios de poder global? A questão é claramente mais complexa!

Em primeiro lugar, contrariamente à estagnação do crescimento, que nos parece difícil de configurar motivo de regozijo para alguém, mesmo para aqueles que pretendem ver modelos diferentes do sistema capitalista adotado por todas as economias avançadas do planeta, naturalmente com algumas variantes entre elas, é bastante mais difícil sustentar alguma espécie de unanimidade quanto à necessidade de uma alteração ou da manutenção da estrutura de poder global.

Aliás, o que será afinal uma alteração da estrutura de poder global? Voltar ao mundo bipolar da guerra fria, eventualmente agora com um novo ator, a China? Reforçar o mundo unipolar nalgumas das suas dimensões, multipolar noutras, saído da queda do muro de Berlim? Reforçar o multilateralismo, fenómeno que a globalização nos últimos trinta anos parece promover? Promover as regiões e os seus espaços como centros unipolares de poder, por sua vez

integrados, ou não, em espaços transnacionais geograficamente mais abrangentes, eventualmente com fenómenos de integração “tentáculos de polvo”, porque variáveis em função da dimensão de poder em causa?

Mais do que em qualquer outro momento deste trabalho inquieta-nos e perturba-nos esta tentação de sermos impelidos pelo entusiasmo do tema e, sejamos francos, pelas nossas próprias convicções, para conclusões precipitadas e que facilmente serão desmentidas pela realidade próxima ou presente. Por tudo isto as próximas linhas serão muito mais dúvidas e inquietudes do que propriamente formulações e tranquilidades.

Sem rodeios: as eventuais, e nada certas, no tempo, no espaço e na forma, alterações do poder global poderão materializar-se com ou sem estagnação secular e ainda independentemente de esta poder ser assimétrica, também nos seus efeitos, no tempo e nos diferentes espaços geográficos.

E isto em nada condiciona o facto de, evidentemente, os desenvolvimentos económicos serem muito importantes, algumas vezes decisivos para a materialização da capacidade de poder nacional, nas suas múltiplas vertentes.

Tendo apenas uma hipótese de partida, isto é, a ordem mundial atual deve ser preservada, às medidas já enunciadas no âmbito das políticas económica, social, educativa, entre outras, haverá que acrescentar um conjunto de decisões do poder dominante, unilaterais ou tomadas no âmbito das organizações internacionais, sejam elas as Nações Unidas, as organizações mundiais do comércio ou da propriedade intelectual, as agências internacionais da energia atómica ou da energia, o Fundo Monetário Internacional, entre tantas outras.

Não é todavia esse o caminho que escolhemos trilhar. Quisemos neste capítulo, modestamente, alertar apenas para a não inevitabilidade da estagnação secular caso seja adotado um conjunto de medidas suscetíveis de contribuir para alterar o que, sem essas ou outras medidas, nos parece uma inevitabilidade.

CONCLUSÃO

A geografia da economia mundial é uma variável dinâmica ao longo da história da humanidade e esse dinamismo reflete-se em movimentos expressivos, tanto na forma como as alterações dessa geografia se materializam, como nos seus tempos e nos atores que lhe estão subjacentes.

Nas últimas décadas, a Geoeconomia evoluiu de forma muito intensa, a um ritmo difícil de encontrar noutros tempos e claramente direcionada, nos espaços e nos atores, eventualmente até com algumas características algo surpreendentes face ao que seriam as expectativas e as previsões preponderantes, por exemplo, em vésperas da primeira crise do petróleo da década de setenta do século vinte.

Sem surpresas para os observadores razoavelmente atentos à realidade da Ásia Oriental, a China intensificou um processo de um-país-dois-sistemas que a posicionou rapidamente como uma das principais potências industriais do mundo e, sobretudo numa fase inicial que terá perdurado por pelo menos duas décadas, em que a política económica estava quase exclusivamente vocacionada para a promoção da vertente externa, foi-se assumindo com a primeira potência exportadora mundial, no que às mercadorias diz respeito. Ainda assim, contrariando algumas expectativas, também do autor deste trabalho, sobretudo pela rapidez do movimento, a China não só foi capaz de se integrar progressivamente na ordem económica internacional, de que são elucidativos exemplos a adesão à Organização Mundial do Comércio, em 2001, e à moeda escritural do Fundo Monetário Internacional (o *Special Drawing Right*), em 2016, como estendeu os seus tentáculos comerciais à vertente importadora, ainda maioritariamente assente em bens intermédios que a Grande Fábrica do Mundo transforma para direcionar para exportação mas em que os bens para consumo final estão a assumir uma crescente importância.

Este novo papel económico da China não se limitou à vertente comercial, tendo-se alargado ao investimento internacional, que muitas vezes foi o canal prioritário de propagação da influência chinesa no mundo, nomeadamente mas não apenas na América Latina e em África, e foi também muito evidente a nível dos processos de investigação e desenvolvimento e de inovação, dimensões que em pouco tempo viram nascer um novo ator, a rivalizar com as potências dominantes nestas áreas, nomeadamente os EUA e a União Europeia.

Do outro lado do mundo, a realidade foi bem diferente. Quiçá inicialmente penalizados por uma ordem monetária que derivou dos acordos estabelecidos no final da Segunda Guerra Mundial e que não foram provavelmente fontes de vida para os estados industriais norte-

americanos da segunda metade do século XX, depois pelo seu próprio envolvimento em palcos internacionais de conflito muito destruidores de riqueza, enfim por decisões de política questionáveis, não apenas na vertente económica, e que foram corroendo a capacidade industrial e de alguns setores dos serviços, a verdade é que a grande potência económica que se anunciava antes e se confirmou depois da Segunda Grande Guerra viu-se confrontada com um cenário de perda particularmente evidente entre as duas últimas décadas do século passado e a atualidade.

Sejamos rigorosos. A locomotiva norte-americana não se esgotou em quarenta anos e, se nos enquadrarmos apenas no grupo das chamadas economias avançadas, o ritmo médio de crescimento do produto interno bruto nos EUA foi, ainda que por margem curta, superior à média registada naquelas economias. A questão deve ser colocada noutros termos, isto é, provavelmente passámos a ter duas locomotivas, os EUA e a China, e é incerto qual delas representa atualmente a força motora mais relevante para o mundo global em que vivemos.

Temos, portanto, ganhadores e perdedores nesta disputa pela liderança económica, ou pelo menos em torno dos lugares cimeiros da economia mundial, com a Ásia e a China a integrarem o primeiro grupo, os EUA a registarem uma diminuição do seu peso relativo e a Europa a evidenciar um crescimento muito inferior à média das economias avançadas e a regredir na ambição, se alguma vez ela existiu, de rivalizar com os norte-americanos na disputa por aquela liderança.

Entretanto, académicos como Lawrence Summers e Paul Krugman ressuscitaram, já na segunda década do corrente século, um tema suscitado quase cem anos antes por Alvin Hansen, a estagnação secular. Fizeram-no com estrondo suficiente para abrirem uma linha de investigação que rapidamente ganhou dinâmica própria e espaço mediático muito significativos e que extravasou as fronteiras dos EUA, como palco e objeto de análise.

A linha, ou melhor as linhas, de investigação produziram uma caracterização muito exaustiva do que a estagnação secular pode significar, nas suas múltiplas dimensões, tanto por abordagens centradas maioritariamente nos fatores da procura, como nos da oferta e, em muitos casos, a partir de análises integradas da oferta e da procura. Identificaram naturalmente as possíveis causas do fenómeno, nomeadamente a transição demográfica, a distorção da relação entre a poupança e o investimento, o ciclo tecnológico e de inovação menos favorável, o aumento dos níveis da dívida, a armadilha da liquidez em matéria de política monetária, o mecanismo de transmissão dos excedentes financeiros dos mercados emergentes para as

economias avançadas, entre muitas outras. E concluíram com as possíveis consequências inerentes à materialização da estagnação secular, muitas vezes passíveis de serem confundidas com as suas causas, de que o *zero lower bound* e a transição demográfica são talvez os mais expressivos dos exemplos.

Voltaremos às consequências adiante.

Acontece que à vastidão da análise científica sobre o tema nomeadamente na caracterização das suas causas e consequências não corresponde, na mesma magnitude, a dimensão da literatura quanto à avaliação da eventual materialização do fenómeno. Aliás, um tanto ou quanto ironicamente, parece-nos que surgem com bastante mais abundância as análises críticas, também apresentadas neste trabalho, que negam veementemente qualquer fenómeno secular, ainda que admitam estarem as economias avançadas a registar uma relativa estagnação do seu crescimento, do que propriamente trabalhos que avaliem efetivamente essa materialização.

Para além da humildade científica em admitir um fenómeno complexo na sua essência e ainda mais nas consequências que poderá ter condicionado esta prudente análise da generalidade dos economistas, dos demógrafos, e de outras áreas do saber, também a observação do que se passou aquando da primeira vaga do tema, nomeadamente após a Grande Depressão de 1930 nos EUA, em que a efetiva aplicação das receitas preconizadas por Hansen para evitar a estagnação secular terá justamente contribuído para que ela não se materializasse, poderá ter contribuído para a cautela na afirmação perentória do processo de estagnação secular, pelo menos nas abordagens não marxistas ao tema.

Também terá sido importante a dimensão, ainda curta, dos dados em observação: como caracterizar como secular um fenómeno cujos sinais remontam, no melhor dos cenários, à década de setenta, tendo, pois, uma base de observação que ainda não ultrapassa os cinquenta anos?

Situa-se aqui o primeiro contributo deste trabalho: na informação analisada, que contemplou as séries longas do crescimento do PIB, a evolução da taxa de utilização da capacidade produtiva, o *gap* daquele crescimento efetivo face ao crescimento potencial, o comportamento da inflação e das taxas de juro ou ainda a evolução da poupança e investimento e o comportamento da demografia, encontrámos os sinais que confirmam o que a literatura identifica como sintomas da estagnação secular nos EUA mas não os identificámos na China.

A partir daqui podemos afirmar que os EUA estão em estagnação secular? A resposta não é afirmativa. Podemos antes, em bom rigor, defender que a observação empírica, nas nossas

dimensões de análise, que estão certamente longe de esgotar todo o espectro de variáveis passível de investigação, valida grande parte do que a literatura científica considera como sinais de estagnação secular.

E podemos, ainda com maior segurança, perspetivar que a evolução recente e comparada destas duas economias, a não ocorrer uma disrupção muito significativa da ordem económica atual, vai em pouco tempo mudar a geografia da economia mundial, destronando os EUA da liderança e colocando a China no lugar cimeiro. E para isso uma estagnação assimétrica na sua incidência, nomeadamente entre economias avançadas e mercados emergentes, tem tido e deve continuar a ter um contributo muito significativo.

A segunda dimensão do nosso trabalho consiste em, partindo da conclusão anterior, perspetivar de que forma os desenvolvimentos económicos descritos poderão condicionar os equilíbrios do poder mundial.

Falamos em equilíbrios de poder mundial porque, fieis à perspetiva do que Nye chamou de “tabuleiro de xadrez tridimensional”, a maior relevância progressiva do poder económico terá consequências diferentes no topo das questões militares clássicas, em que os EUA se assumem como a potência unipolar quase-intocável, e portanto a médio prazo a estagnação secular não será suscetível de alterações profundas nesta dimensão, diferentemente do que poderá ocorrer nos temas do comércio, do investimento, das finanças e respetivas regulações, em que a distribuição do poder é multipolar e portanto mais suscetível de alterações de relevo perante a materialização do fenómeno central do nosso trabalho, ou ainda no que Nye chamou de “quadro inferior”, em matérias dominadas por aspetos transacionais como o terrorismo, o crime internacional, as alterações climáticas e a propagação das doenças infecciosas, em que o poder está muito distribuído, mais sensível ainda às consequências do fenómeno da estagnação secular.

Por reflexo direto das alterações económicas, das consequências da ordem monetária vigente e da globalização, da demografia ou dos desafios novos que se colocaram à política monetária, nomeadamente à política monetária, ou porventura pelo somatório de tudo isto, a verdade é que encontramos na caracterização das várias dimensões do poder evidência empírica que pode ser resumida em poucas linhas: ao poder estável, por exemplo na dimensão militar clássica, plasmada nos orçamentos da defesa e na capacidade bélica, ou em queda, sinalizada designadamente por um vasto conjunto de indicadores compósitos de *hard power* e de *soft*

power, definidores do poder norte-americano e da sua evolução nas últimas décadas, contrapõe-se uma China em clara ascensão nas mais variadas dimensões do poder analisadas.

Quer isto dizer que estamos perante uma alteração de paradigma ou sequer de posicionamentos na geografia do poder mundial? De todo!

A superioridade dos EUA continua a ser uma realidade, a nível militar mas também da investigação e desenvolvimento, na vertente financeira ou dos indicadores compósitos de *hard power*, na componente social e ainda nos indicadores de *soft power*. Nalgumas destas dimensões, muito frequentemente nos indicadores de *soft power*, a China tão pouco se consegue aproximar do top trinta na hierarquia das nações, tendo um longo caminho pela frente nestas matérias. Aliás, não raro ocorre que verdadeiramente o contraponto à dimensão hegemónica dos norte-americanos é protagonizado por outras nações ou espaços económicos comuns, nomeadamente a União Europeia, por exemplo a nível da investigação ou da sua importância enquanto parceiro comercial de outros países.

O que inferimos da análise efetuada é o aparecimento de um ator novo nas dinâmicas do poder mundial, ator que há menos de três décadas só por artes mágicas poderia ser suspeito de algum dia vir a ser peça fundamental daquelas dinâmicas, ator que se assume cada vez mais como incontornável nos equilíbrios da política mundial, nas suas múltiplas dimensões e palco, e esse ator é a China.

Também importante será compreender que a correlação que se quiser estabelecer entre este novo papel da China e a estagnação económica que não a afeta mas que outros penaliza é um puro exercício de perspetiva, mas que, ao invés, a relação entre esta nova realidade subjacente a uma China no coração dos meandros do poder mundial e a sua força económica revelada nos últimos trinta ou quarenta anos é tudo menos uma coincidência: o poderio económico crescente da China permitiu-lhe um envolvimento geopolítico elevado ao patamar global que hoje manifesta e que, sem esse fenómeno económico, teria sido muito provavelmente impossível de atingir.

A economia ajudou a China a estender os seus longos braços ao mundo, o mundo em que a China se revelou ajudou o país a avançar mais e mais na sua já muito poderosa dimensão económica.

E assim voltamos à estagnação secular. E à discussão em torno das medidas para a combater. Não que esse combate se justifique, na perspetiva do nosso trabalho, pela necessidade de travar os desenvolvimentos na esfera do poder global para que a estagnação pode ter contribuído, mas

que em nenhuma circunstância nos motivarão, neste palco, qualquer avaliação crítica, no apoio ou na rejeição da sua materialização e/ou das suas consequências.

Antes nos motiva a identificação das medidas eventualmente suscetíveis de pôr termo, ou de evitar, a estagnação secular pois com ela, mais do que uma natural redefinição dos equilíbrios de poder num prazo mais ou menos longo, o que pode estar em causa é a manutenção de um período de prosperidade impar em muitos séculos, iniciado após a Segunda Guerra Mundial e que a estagnação secular pode terminar em breve.

E porque nesse caso, a destruição de riqueza a que se seguiria inevitavelmente o agravamento da conflitualidade, nas suas mais variadas esferas, da comercial à militar, seria suscetível de provocar muito mais do que apenas uma alteração dos equilíbrios de poder, podendo provavelmente gerar disrupções, essas sim pouco desejáveis, nas relações entre os Estados.

No limite estaria em causa a paz no mundo.

Citando aquele que teve o mérito de retomar o tema da estagnação secular¹⁴² se a estagnação secular for evitada nos próximos anos não será porque se trata de um fenómeno impossível numa economia de mercado livre mas simplesmente por causa das escolhas de política.

Dessas escolhas acertadas de política dependerá a nossa capacidade coletiva de evitarmos a estagnação secular e, com isso, minimizarmos a ocorrência de movimentos disruptivos nos equilíbrios de poder global.

¹⁴² Rachel e Summers (2019, p. 48)

BIBLIOGRAFIA:

ABREU, Francisco (2002) - *Fundamentos de Estratégia Militar e Empresarial. Obter superioridade em contextos conflituais e competitivos*, Sílabo, 442 p.

AKSOY, Yunus; BASSO, Henrique S.; SMITH, Ron P.; GRASL, Tobias (2015) - *Demographic structure and macroeconomic trends*. Banco de Espana Paper nº 1528. [Consult. 13 Mar. 2018]. Disponível em <https://www.bde.es/f/webbde/SES/Secciones/Publicaciones/PublicacionesSeriadas/DocumentosTrabajo/15/Fich/dt1528e.pdf>.

ALKIRE, Sabina (2003) - *A Conceptual Framework for Human Security*. Centre for Research on Inequality, Human Security and Ethnicity – CRISE. Oxford: University of Oxford, (Working Paper, 2). [Consult. 9 Fev. 2017]. Disponível em <https://citeseerx.ist.psu.edu/viewdoc/download?doi=10.1.1.580.2805&rep=rep1&type=pdf>.

ANDERSON, Derek; BOTMAN Dennis; HUNT, Ben (2014) – *Is Japan's population aging deflationary?* IMF Working paper Nº 06/9. [Consult. 14 Mar. 2018]. Disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14139.pdf>.

ARON, Raymond (1967) - *Qu` est-ce qu` une théorie des relations internationales?* Revue française de science politique, nº15, p. 837-861. [Consult. 1 Mai. 2018]. Disponível em https://www.persee.fr/doc/rfsp_0035-2950_1967_num_17_5_393043.

AUSTIN, Kenneth (2016) - *Secular Stagnation and Two Articles of Faith of the Conventional Wisdom*, World Economics Journal, vol.17, Nº3. [Consult. 2 Set. 2016]. Disponível em <http://www.world-economics-journal.com/Contents/ArticleOverview.aspx?ID=648>.

BACKHOUSE, Roger E.; BOIANOVSKY, Mauro (2016) - *Secular stagnation: The history of a macroeconomic heresy*. The European Journal of the History of Economic Thought, Vol. 23 (6). p. 946-970. [Consult. 15 Nov. 2017]. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/09672567.2016.1192842?scroll=top&needAccess=true>.

BALDWIN, David A. (1985) – *Economic Statecraft*. Princeton University Press. 409 p.

BANCO CENTRAL EUROPEU (2020) – *Statistical Data Warehouse*. [Consult. 25 Nov. 2020]. Disponível em <https://sdw.ecb.europa.eu/>.

BANCO CENTRAL EUROPEU (2020) – *Balance of payments and other external statistic*. [Consult. 27 Nov. 2020]. Disponível em https://www.ecb.europa.eu/stats/balance_of_payments_and_external/international_reserves/html/index.en.html.

BANK FOR INTERNATIONAL SETTLEMENTS (2020) – *BIS Statistics Warehouse*. [Consult. 13 Out. 2020]. Disponível em <https://stats.bis.org/statx/srs/table>.

BACKUS, David; COOLEY, Thomas; HENRIKSEN, Espen (2014) – *Demography and low-frequency capital flows*. *Journal of International Economics*, Vol. 92 (1). p. 94-102. [Consult. 10 Out. 2018]. Disponível em http://pages.stern.nyu.edu/~dbackus/BCH/ms/Proofs_INEC_2749.pdf.

BARAN, Paul; SWEEZY, Paul (1966) - *Monopoly Capital – an essay on the American economic and social order*, Monthly Review Press. 401 p.

BARSTON, R. P. (2013) – *Modern Diplomacy*. Fourth Edition. Routledge. 454 p.

BARU, Sanjaya (2012) - *A New Era of Geo-economics: Assessing the Interplay of Economic and political Risk*, IISS Geo-economics and strategy Programme, IISS Seminar. [Consult. 11 Abr. 2018]. Disponível em https://www.academia.edu/22677774/A_New_Era_of_Geo_economics_Assessing_the_Interplay_of_Economic_and_Political_Risk_.

BERNANKE, Ben (2010) – *Monetary Policy Objectives and Tools in a Low-Inflation Environment*. Speech at the conference “Revisiting Monetary Policy in a Low-Inflation Environment”. Federal Reserve Bank of Boston. [Consult. 3 Dez. 2018]. Disponível em <https://www.federalreserve.gov/newsevents/speech/files/bernanke20101015a.pdf>.

BERNANKE, Ben (2015) – *Why are interest rates so low, part 3: The Global savings Glut*. Brookings. [Consult. 29 Jun. 2017]. Disponível em <https://www.brookings.edu/blog/ben-bernanke/2015/04/01/why-are-interest-rates-so-low-part-3-the-global-savings-glut/>.

BERRIDGE, Geoff; JAMES, Alan (2003) – *A Dictionary of Diplomacy*. Palgrave. 296 p.

BLANCHARD, Olivier; WATSON, Mark W. (1982) - *Bubbles, Rational Expectations and Financial Markets*. NBER Working Paper Series nº 945, NBER. [Consult. 5 Set. 2017]. Disponível em https://www.researchgate.net/profile/Olivier_Blanchard/publication/5184534_Bubbles_Ratio

nal_Expectations_and_Financial_Markets/links/546de6f80cf26e95bc3d47da/Bubbles-Rational-Expectations-and-Financial-Markets.pdf?origin=publication_detail.

BLANCHARD, Olivier; SUMMERS, Lawrence (1986) - *Hysteresis and the European unemployment problem*. NBER Macroeconomics Annual, Vol. 1. [Consult. 15 Jul. 2018]. Disponível em https://www.nber.org/system/files/working_papers/w1950/w1950.pdf.

BLANCHARD, Olivier; FURCERI, Davide; PESCATORI, Andrea (2014) – *A prolonged period of low real interest rates?* VOX – CEPR. [Consult. 12 Jun. 2018]. Disponível em <https://voxeu.org/article/prolonged-period-low-real-interest-rates>.

BLANCHARD, Olivier; LORENZONI, Guido; HUILLIER, Jean P. (2017) - *Short-Run Effects of Lower Productivity growth: A Twist on the Secular Stagnation Hypothesis*. Peterson Institute for International Economics. [Consult. 9 Jan. 2019]. Disponível em <https://www.piie.com/system/files/documents/pb17-6.pdf>.

BLINDER, Alan; EHRMANN, Michael; HAAN, Jakob; JANSEN, David (2017) – *Necessity as the Mother of Invention: Monetary Policy after the Crisis*. Working Paper Series. Nº 2047. ECB. [Consult. 14 Jul. 2018]. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2047.en.pdf>.

BLOOM, David (2020) - *Demography is Destiny–Really?* IMF Podcast [Consult. 14 Set. 2020]. Disponível em <https://www.imf.org/en/News/Podcasts/All-Podcasts/2020/03/11/david-bloom-on-demographics>.

BOARINI, Romina; JOHANSSON, Asa; D'ÉRCOLE, Marco M. (2006) – *Alternative Measures of Well-Being*. OCDE. [Consult. 10 Jan. 2019]. Disponível em <https://www.oecd.org/sdd/na/36967254.pdf>.

BOBEICA, Elena; JAROCINSKI, Marek (2017a) – *Missing disinflation and missing inflation: the puzzles that aren't*. Task force on low inflation. European Central Bank. [Consult. 15 Jul. 2017] disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp2000.en.pdf>.

BOBEICA, Elena; LIS, Eliza; NICKEL, Christiane; SUN, Yiqiao (2017b) - *Demographics and Inflation*. ECB Working Paper Series. Nº 2006. [Consult. 5 Fev. 2019]. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp2006.en.pdf>.

BODDEWYN, Jean J.; BREWER, Thomas L. (1994) - *International-business political behavior: New theoretical directions*. Academy of Management Review, 19(1): p. 119–144. [Consult. 14 Mai. 2018]. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/pdf/258837.pdf>.

BONN INTERNATIONAL CENTER FOR CONVERSION (2020) – *Global Militarization Index*. [Consult. 11 Out. 2020]. Disponível em <https://gmi.bicc.de/>.

BORIO, Claudio; KHARROUBI, Enisse; Upper, Christian; Zampolli, Fabrizio (2015) - *Labour reallocation and productivity dynamics: financial causes, real consequences*” BIS Working Papers 534, Bank for International Settlements. [Consult. 5 Fev. 2017]. Disponível em <https://www.bis.org/publ/work534.pdf>.

BORIO, Claudio (2017) - *Secular stagnation or financial cycle drag?* National Association for Business Economics, 33rd Economic Policy Conference. BIS. [Consult. 15 Jun. 2018]. Disponível em <https://www.bis.org/speeches/sp170307.pdf>.

BRAND FINANCE (2020) – *Global Soft Power Index 2020*. [Consult. 29 Out. 2020]. Disponível em <https://brandirectory.com/globalsoftpower/download/brand-finance-global-soft-power-index-2020.pdf>

BRUEGEL (2020) – *Global income inequality database*. [Consult. 12 Nov. 2020]. Disponível [em https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2019/07/Global_income_inequality_database_ver_2Jul2019.xls](https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2019/07/Global_income_inequality_database_ver_2Jul2019.xls).

BRYMAN, Alan (2001) - *Social Research Methods*, Oxford: Oxford University Press, p. 16-18.

BUSETTI, Fabio; CAIVANO, Michele; RODANO, Lisa (2015) - *On the conditional distribution of euro area inflation forecast*. Banca d'Italia, Temi di Discussione (Working Papers), No. 1027. [Consult. 7 Jan. 2016]. Disponível em https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/temi-discussione/2015/2015-1027/en_tema_1027.pdf?language_id=1.

BUZAN, Barry (1991) - *People, States and Fear: An Agenda for the International Security Studies in the Post-Cold War Era*. Boulder, Colorado: Lynne Rienner. 393 p.

CABALLERO, Ricardo; FARHI, Emmanuel; GOURINCHAS, Pierre-Olivier (2016) – *Global Imbalances and Currency Wars at the ZLB*. [Consult. 30 Nov. 2020]. Disponível em https://www.suerf.org/doc/doc_3295c76acbf4caaed33c36b1b5fc2cb1_4953_suerf.pdf.

CARBONE, June; CHAN, Naomi (2014) - *Marriage Markets: How Inequality is Remaking the American Family*. Oxford: Oxford University Press.

CARVALHO, Carlos; FERRERO, Andrea; NECHIO, Fernanda (2016) – *Demographics and real interest rates: inspecting the mechanism*. European Economic review, Vol. 88. p. 208-226. [Consult. 16 Mar. 2018]. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0014292116300678>.

CERVALLATI, Matteo; Sunde, Uwe; Zimmermann, Klaus F. (2016) – *Demographic dynamics and long-run development: insights for the secular stagnation debate*. Journal of Population Economics 30. p. 401-432. [Consult. 18 Abr. 2018]. Disponível <https://link.springer.com/article/10.1007/s00148-016-0626-8>.

CHRISTENSEN, Jens; RUDEBUSCH, Glenn D. (2017) - *A New Normal for Interest Rates? Evidence from Inflation-Indexed Debt*. Federal Reserve Bank of San Francisco, Working Paper 2017-07.

CLARK, Todd, KOZICKI, Sharon (2005) - *Estimating Equilibrium Real Interest Rates in Real Time*. North American Journal of Economics and Finance. Vol. 16, p. 395-413.

COEURÉ, Benoît (2015) - *How binding is the zero lower bound?*, speech at the conference “Removing the zero lower bound on interest rates, Imperial College Business School, CEPR and SNB, ECB. [Consult. 3 Jun. 2018]. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2015/html/sp150519.en.html>.

COLLIER, Paul; HOEFFLER, Anke (2000) - *Greed and Grievance in Civil War*, World Bank Policy Research Paper, 2355, Washington. [Consult. 14 Mar. 2016]. Disponível em https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/18853/multi_page.pdf?sequence=1&isAllowed=y.

COLLIER, Paul; HOEFFLER, Anke (2004) - *Greed and grievance in civil war*, Oxford Economic Papers, 56, p. 563–595. [Consult. 29 Mar. 2016]. Disponível em <https://academic.oup.com/oep/article/56/4/563/2361902>.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2016) - *The 2016 Long-Term Budget Outlook*. [Consult. 10 Fev. 2017]. Disponível em <https://www.cbo.gov/sites/default/files/114th-congress-2015-2016/reports/51580-ltbo-one-col-2.pdf>.

CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE (2020) – *Budget and Economic Data*. [Consult. 15 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.cbo.gov/about/products/budget-economic-data>.

CONTI, Antonio M.; NERI, Stefano; NOBILI, Andrea (2017) - *Low inflation and monetary policy in the euro area*. European Central Bank, Working Paper Series. No. 2005. [Consult. 30 Set. 2017]. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp2005.en.pdf>.

COOLSAET, Rik (2001) – *Historical Patterns in Economic Diplomacy*. From Protectionism to Globalisation. The case of Belgium. [Consult. 2 Fev. 2018]. Disponível em <https://rikcoolsaet.be/files/2001/02/10-historical-patterns-in-economic-diplomacy-rikcoolsaet.pdf>.

COOPER, Andrew F.; JACKSON, Kelly (2017) - *Regaining Legitimacy: The G8 and the Heiligendamm Process*. Center for International Governance Innovation. [Consult. 2 Fev. 2017]. Disponível em <https://www.cigionline.org/articles/regaining-legitimacy-g8-and-heiligendamm-process>.

CORSETTI, Giancarlo; MAVROEIDI, Eleanora; THWAITES, Gregory; WOLF, Martin (2018) - *Step away from the zero lower bound: Small open economies in a world of secular stagnation*. Journal of International Economics 116. p. 88-102. [Consult. 1 mar. 2020]. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S002219961830254X>.

COUTO, Abel C. (2005) – *Raymond Aron e a Teoria da Estratégia. Nação e Defesa*. Nº 111 p. 7-25. [Consult. 23 Jun. 2017]. Disponível em https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/1237/1/NeD111_AbelCabralCouto.pdf.

CRAFTS, Nicholas (2013) - *Long-Term Growth in Europe: What Difference does the Crisis Make?* National Institute Economic Review, Vol. 224, No.1. [Consult. 9 Jun. 2018]. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/002795011322400102>.

CRAFTS, Nicholas (2014) - *Secular stagnation: US hypochondria, European disease?* In *Secular Stagnation: Facts, Causes, and Cures*, Edited by Teulings and Baldwin. CEPR Press. [Consult. 18 Out. 2017]. Disponível em <https://voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook>.

CRAMER, Christopher (2002) - *Homo Economicus Goes to War: Methodological Individualism, Rational Choice and the Political Economy of War*. World Development 30 (11). p. 1845–1864. [Consult. 5 Mai. 2016]. Disponível em <http://www.sscnet.ucla.edu/polisci/faculty/chwe/austen/cramer2002.pdf>.

CUKIERMAN, Alex (2016) - *Reflections on the natural rate of interest, its measurement, monetary policy and the zero lower bound*. CEPR Discussion Papers 11467. [Consult. 5 Fev.

2018]. Disponível em <https://voxeu.org/article/natural-rate-interest-its-measurement-monetary-policy-and-zero-lower-bound>.

CURDIA, Vasco; FERRERO, Andrea; NG, Ging C.; TAMBALOTTI, Andrea (2015) – *Has US monetary policy tracked the efficient interest rate?* Journal of Monetary Economics. Vol. 70. p. 72-83. [Consult. 23 Nov. 2018]. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0304393214001457>.

DARVAS, Zsolt (2016) - *Some are more equal than others: new estimates of global and regional inequality*. Working Paper 2016/08. Bruegel. [Consult. 3 Jul. 2017]. Disponível em https://www.bruegel.org/wp-content/uploads/2016/11/WP_08_16-1.pdf.

DARVAS, Zsolt (2019) - *Global interpersonal income inequality decline: the role of China and India*. World Development 121. p. 16-32. [Consult. 25 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0305750X19300968?via%3Dihub>.

DELONG, J. Bradford (2015) - *The Scary Debate Over Secular Stagnation, Hiccup...or Endgame?* The Milken Institute Review. [Consult. 1 Nov. 2017]. Disponível em <https://www.milkenreview.org/articles/the-scary-debate-over-secular-stagnation>.

DELONG, J. Bradford; SUMMERS, Lawrence (2012) - *Fiscal Policy in a Depressed Economy*, Brookings Papers on Economic Activity. [Consult. 10 Mar. 2018]. Disponível em https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2012/03/2012a_delong.pdf.

DESPAIN, Hans, G. (2015) - *Secular Stagnation, Mainstream Versus Marxian Traditions*, Monthly Review Press, vol. 67, September 2015, [Consult. 24 Mai. 2017]. Disponível em <http://monthlyreview.org/2015/09/01/secular-stagnation/>.

DETOMASI, David A. (2007) - *The Multinational Corporation and Global Governance: Modelling Public Policy Networks*, in Journal of Business Ethics, 71 (3). p. 321-334. [Consult. 24 Nov. 2020]. Disponível em https://www.researchgate.net/profile/David_Detomasi/publication/.

DOMAR, Evsey D. (1944) - *The “Burden of the Debt” and the national income*. American Economic Review. Vol. 34, p. 798-827.

EGGERTSSON, Gauti B.; GIANNONI, M. P. (2013) – *The inflation-output trade-off revisited*. Federal Reserve Bank of New York. Staff Reports. Nº 608. [Consult. 2 Mai. 2017]. Disponível em https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/staff_reports/sr608.pdf.

EGGERTSSON, Gauti B.; MEHROTRA, Neil R. (2014) - *A Model of Secular Stagnation*. National Bureau of Economic Research. Working Paper 20574. [Consult. 17 Jul. 2017]. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w20574>.

EGGERTSSON, Gauti B.; MEHROTRA, Neil R., N.; SINGH, Sanjay R.; SUMMERS, L. (2016) - *A Contagious Malady? Open Economy Dimensions of Secular Stagnation*, National Bureau of Economic Research. Working Paper 22299. [Consult. 17 Jul. 2017]. Disponível em https://www.nber.org/system/files/working_papers/w22299/w22299.pdf.

EGGERTSSON, Gauti B.; MEHROTRA, Neil R., ROBBINS, Jacob A. (2017) - *A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation*. NBER Working Paper No. 23093. [Consult. 17 Jul. 2017]. Disponível em <http://www.nber.org/papers/w23093>.

EGGERTSSON, Gauti B.; MEHROTRA, Neil R.; ROBBINS, Jacob A. (2019) - *A Model of Secular Stagnation: Theory and Quantitative Evaluation*, American Economic Journal: macroeconomics 2019, Vol. 11(1). p. 1-48. [Consult. 15 Ago. 2020]. Disponível em <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/mac.20170367>.

ELMENDORF, Douglas; SHEINER, Louise (2017) - *Federal Budget Policy with an Aging Population and Persistently Low Interest Rates*. Journal of Economic Perspectives. Vol. 31. Nº 3. p. 175–194.

ERNST & YOUNG (2012) - *Rapid-growth markets soft power*. [Consult. 17 Ago. 2020]. Disponível em http://www.skolkovo.ru/public/media/documents/research/SIEMS_Monthly_Briefing_2012-06_eng.pdf.

FARMER, Roger E. (2016) – *Why the Fed should raise interest rates at its next meeting*. [Consult. 17 Ago. 2020]. Disponível em <https://www.rogerfarmer.com/rogerfarmerblog/2016/8/27/why-the-fed-should-raise-interest-rates-at-its-next-meeting>.

FARTO, Manuel; MOITA, Luis, NUNES, Sérgio, MORAIS, Henrique (2007) – *A Nova diplomacia: Análise e Perspetivas*. EDIUAL.

FAVERO, Carlo A.; GALASSO, Vincenzo (2015a) - *Demographics and Secular Stagnation Hypothesis in Europe*. Conf. Growth in Europe. Marseille. [Consult. 11 Nov. 2018]. Disponível em http://www.greqam.fr/sites/default/files/demography_marseille.pdf

FAVERO, Carlo A.; GOZLUKLU, Arie; YANG, Haoxi (2015b) - *Demographics and The Behavior of Interest Rates*. IMF. [Consult. 1 Dez. 2018]. Disponível em <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2015/secularstag/pdf/Gozluklu.pdf>.

FEDERAL RESERVE BANK OF ST. LOUIS (2020) – *FRED*. [Consult. 11 Nov. 2020]. Disponível em <https://fred.stlouisfed.org/>.

FERNALD, John G. (2014) – *Productivity and Potential Output before, during and after the Great Recession*. NBER Working Paper Nº 20248. [Consult. 2 Set. 2016]. Disponível https://www.nber.org/system/files/working_papers/w20248/w20248.pdf.

FERNALD, John G.; HALL, Robert E.; STOCK, James H.; WATSON, Mark W. (2017) - *The disappointing recovery of output after 2009*. Brookings Papers on Economic Activity. 81 p. [Consult. 21 Set. 2020]. Disponível https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2017/03/1_fernaldetal.pdf.

FERNANDES, António H. (2003) – *Estratégia: Hostilidade ou Competição? Nação e Defesa*. Número Extra Série. p. 145-156. [Consult. 30 Mar. 2018] Disponível em http://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/1676/1/NeD_ExtraAbril03_AntonioHortaFernandes.pdf.

FERRERO, Giuseppe; GROSS, Marco; NERI, Stefano (2017a) – *On secular stagnation and low interest rates: demography matters*. ECB Working Paper 2088. [Consult. 22 Nov. 2017] Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2088.en.pdf?6b4c0ab4102556cb4a52dcd26ac30aa>.

FERRERO, Giuseppe; NERI, Stefano (2017b) – *Monetary policy in a low interest rate environment*. Questioni de Economia e Finanza (occasional Papers). Banca D'Italia [Consult. 20 Nov. 2018]. Disponível em https://www.bancaditalia.it/pubblicazioni/qef/2017-0392/QEF_392_17.pdf?language_id=1

FERRONI, Filippo; MOJON, Benoit (2016) - *Domestic and Global Inflation*, mimeo. ECB Economic Bulletin, Issue 4 / 2017. [Consult. 21 Nov. 2019]. Disponível em https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/other/ebart201704_01.en.pdf.

FITCH – *FitchRatings*. [Consult. 27 Abr. 2020]. Disponível em <https://www.fitchratings.com/research/sovereigns/global-qe-asset-purchases-to-reach-usd6-trillion-in-2020-24-04-2020>

FOGEL, Robert W. (2005) - *Reconsidering Expectations of Economic Growth after World War II from the Perspective of 2004*. Working Paper 11125, NBER. [Consult. 3 Mai. 2018]. Disponível em https://www.nber.org/system/files/working_papers/w11125/w11125.pdf.

FRITZ, Marlon; GRIES, Thomas; FENG, Yuanhua (2019) - *Secular stagnation? Is there statistical evidence of an unprecedented, systematic, decline in growth?* Economics Letters 181. p. 47-50. [Consult. 11 Set. 2020]. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0165176519301430>.

FUNASHIMA, Yoshito (2020) - *Monetary policy, financial uncertainty, and secular stagnation*. North American Journal of Economics and Finance 51. [Consult. 27 Jul. 2020]. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S1062940818302717>.

GAGNON, Etienne; JOHANNSEN, Benjamin K.; LOPEZ-SALIDO, David (2016) – *Understanding the new normal: The role of demographics*. FEDS Working Paper nº 2016-080. [Consult. 19 Mar. 2018]. Disponível em <https://www.federalreserve.gov/econresdata/feds/2016/files/2016080pap.pdf>.

GAJEWSKI, Pawel (2015) – *Is ageing deflationary? Some evidence from OECD countries*. Applied Economics Letters. Vol. 22, Issue 11. p. 916-919. [Consult. 11 Set. 2020]. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/13504851.2014.987911?needAccess=true>.

GALBRAITH, John K. (1958) - *The affluent society*. New York: Houghton Mifflin.

GALÍ, Jordi; MONACELLI, Tommaso (2014) – *Understanding the Gains from Wage Flexibility: The Exchange Rate Connection*. Discussion Paper Nº 9806. Center for Economic Policy Research. [Consult. 15 Dez. 2018]. Disponível em https://cepr.org/active/publications/discussion_papers/view_pdf.php?dpno=9806.

GALOR, Oded; WEIL, David N. (2000) - *Population, Technology, and Growth: From Malthusian Stagnation to the Demographic Transition and Beyond*. American Economic Review. Vol. 90. No 4. p. 806-828. [Consult. 6 Mai. 2019]. Disponível em <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/aer.90.4.806>.

GASPAR, Carlos (2016) - *O Pós-Guerra Fria*. Edições Tinta-da-China. 448 p.

GASPAR, Vítor (2020) - *Fiscal Policy Provides Lifelines to People, Economies*. IMF Podcast. [Consult. 14 Set. 2020]. Disponível em <https://www.imf.org/en/News/Podcasts/All-Podcasts/2020/04/14/vitor-gaspar-fm-spring-2020>.

GLOBAL FIREPOWER - *GFP power ranking index*. [Consult. 25 Out. 2020]. Disponível em <https://www.globalfirepower.com/global-ranks-previous.asp>

GOLDIN, Claudia; KATZ, Lawrence F. (2008) - *The Race Between Education and Technology*. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University.

GOODHART, Charles; PRADHAN, Manoj (2017) - *Demographics will reverse three multi-decade global trends*. BIS Working Papers nº 656. [Consult. 12 Set. 2018]. Disponível em <https://www.bis.org/publ/work656.pdf>.

GORDON, Robert J. (2012) - *Is US Economic Growth Over? Faltering Innovation Confronts the Six Headwinds*, NBER Working Paper No. 18315. [Consult. 2 Fev. 2016]. Disponível em https://www.nber.org/system/files/working_papers/w18315/w18315.pdf.

GORDON, Robert J. (2014) - *The Demise of US Economic Growth: Restatement, Rebuttal, and Reflections*, NBER Working Paper No. 19895. [Consult. 4 Mar. 2016]. Disponível em https://www.nber.org/system/files/working_papers/w19895/w19895.pdf.

GORDON, Robert J. (2015) - *Secular Stagnation: a Supply-Side View*. American Economic Review: Papers & Proceedings. Vol. 105 (5). p. 54-59. [Consult. 16 Abr. 2016]. Disponível em <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/aer.p20151102>.

GRAUWE, Paul (2015) - *Quantitative Easing And Public Investment*. [Consult. 23 Mai. 2016]. Disponível em <http://www.socialeurope.eu/author/paul-de-grauwe/>.

GROSSMAN, Herschel I. (1999) - *Kleptocracy and revolutions*. Oxford Economic Papers, 51, p. 267-283. [Consult. 11 Mar. 2016]. Disponível em <https://academic.oup.com/oep/article/51/2/267/2361718>.

GRUBER, Joseph W.; KAMIN, Steven B. (2015) – *The Corporate Saving Glut in the Aftermath of the Global Financial Crisis*. IMF. [Consult. 28 Jan. 2017]. Disponível em <https://www.imf.org/external/np/seminars/eng/2015/secularstag/pdf/Gruber.pdf>.

GUBA, Egon G.; LINCOLN, Yvonna (2000) - *Paradigmatic controversies, contradictions, and emerging confluences*, in Denzin, N. & Lincoln, Y. (Eds.), *The handbook of qualitative research* (3rd edition), London: Sage, p. 163-188. [Consult. 19 Dez. 2018]. Disponível em https://sabinemendesmoura.files.wordpress.com/2014/11/gubaelincoln_novo.pdf.

HAMILTON, James D.; HARRIS, Ethan S.; HATZIUS, Jan; WEST, Kenneth D. (2015) – *The equilibrium Real Funds Rate: Past, Present and Future*. [Consult. 27 Dez. 2018]. Disponível em https://econweb.ucsd.edu/~jhamilto/USMPF_2015.pdf.

HANSEN, Alvin (1939) - *Economic Progress and Declining Population Growth*. The American Economic Review, Vol. 29. No. 1. American Economic Association.

HARROD, Roy F. (1948) - *Towards a dynamic economics*. London: Macmillan.

HAY, Colin (2002), *Political Analysis: A Critical Introduction*, Basingstoke: Palgrave, 314 p.

HICKS, John R. (1935) - *A Suggestion for Simplifying the Theory of Money*. *Economica*, New Series, Vol. 2, No. 5. [Consult. 24 Jan. 2016]. Disponível em https://www.jstor.org/stable/2549103?seq=10#metadata_info_tab_contents.

HIGGINS, Benjamin (1948) - *Concepts and criteria of secular stagnation*. In: L.A. Metzler, ed. *Income, employment and public policy: essays in honor of Alvin H. Hansen*. New York: Norton, p. 82-107.

HIRSHLEIFER, Jack (1995) – *Theorizing about conflict. Handbook of Defense Economics*. Chapter 7. Vol. 1. p. 165-189. [Consult. 30 Mai. 2016]. Disponível em <https://econpapers.repec.org/bookchap/eeehdechp/1-07.htm>.

HOLSTON, K.; LAUBACH, Thomas; WILLIAMS, John C. (2016) - *Measuring the natural rate of interest: International trends and determinants*. Working Paper Series 2016-11, Federal Reserve Bank of San Francisco.

HUMPHREYS, M. (2003) - *Economics and Violent Conflict*, Harvard University. UNICEF. [Consult. 10 Jan. 2018]. Disponível em www.unicef.org/socialpolicy/files/Economics_and_Violent_Conflict.pdf.

HUNTINGTON, Samuel P. (1993) – *Why International Primacy Matters*. *International Security*, nº 17(4), 68.

IKEDA, D; SAITO, M (2014) – The effects of demography changes on the real interest rate in Japan. *Japan and the World Economy*. Vol. 32. p. 37-48. [Consult. 17 Out. 2018]. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0922142514000450>.

IKENBERRY, G. (2012) - *Liberal Leviathan: The Origins, Crisis, and Transformation of the American World Order*, Princeton University Press. 392 p.

INSTITUTE FOR GOVERNMENT (2013) - *The New Persuaders*. [Consult. 4 Ago. 2020]. Disponível em https://www.instituteforgovernment.org.uk/sites/default/files/publications/the%20news%20persuaders%20III_0.pdf.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2015) - *Where Are We Headed? Perspectives on Potential Output*. World Economic Outlook, Chapter 3. [Consult. 7 Set. 2016]. Disponível em <https://www.elibrary.imf.org/view/IMF081/22085-9781498378000/22085-9781498378000/ch03.xml?lang=en&redirect=true>.

INTERNATIONAL MONETARY FUND (2020) - World Economic Outlook Database. [Consult. 12 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.imf.org/en/Publications/WEO/weo-database/2020/October>.

INTERNATIONAL TELECOMMUNICATION UNION (2020) – *ITU Statistics*. [Consult. 5 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Pages/stat/default.aspx>.

INTERNATIONAL TELECOMMUNICATION UNION (2020) – *ITU iLibrary*. [Consult. 19 Nov. 2020]. Disponível em https://read.itu-ilibrary.org/science-and-technology/global-cybersecurity-index-2018_pub/813559ed-b36baa81-en#page1.

INTERNATIONAL TELECOMMUNICATION UNION (2020) – *ITU Publications*. [Consult. 23 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.itu.int/en/ITU-D/Statistics/Pages/publications/default.aspx>.

INTERNATIONAL TELECOMMUNICATION UNION (2020) – *ICT Development Index 2017*. [Consult. 27 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.itu.int/net4/ITU-D/idi/2017/index.html>.

INTERNET WORLD STATS (2020) – *Internet World Stats, Usage and Population Statistics*. [Consult. 19 Out. 2020]. Disponível em <https://www.internetworldstats.com/stats.htm>.

JACKSON, Tim (2009) - *Prosperity Without Growth: Economics for a Finite Planet*. Earth scan. 264 p.

JOHNSON, Harry G. (1971) - *The Keynesian Revolution and the Monetarist Counter-Revolution*. The American Economic Review, Vol. 61. Nº2. p. 1-14.

JUSELIUS, Mikael; TAKATS, Elod (2015) - *Can demography affect inflation and monetary policy?* BIS working Paper nº 4/2016. [Consult. 22 Mar. 2018]. Disponível em <https://www.bis.org/publ/work485.pdf>.

KALECKI, Michal (1939) - *Essays in the Theory of Economic Fluctuations*. Russell and Russell. 154 p.

KALECKI, Michal (1954) - *Theory of Economic Dynamics*. Monthly Review Press. 177 p.

KEEN, Steve (2014) - *Secular stagnation and endogenous money*, real-world economics review, issue n° 66. [Consult. 1 Mar. 2018]. Disponível em <http://www.paecon.net/PAERreview/issue66/Keen66.pdf>.

KENNEDY, Paul (1988) - *The Rise and Fall of the Great Powers: Economic Change and to Military Conflict From 1500 to 2000*, Unwin/ Hyman, [Consult. 14 Abr. 2018]. Disponível em https://www.cia.gov/library/abbottabad-compound/04/04A70DD54F5CB55BED6BE3B351E242EE_The_Rise_and_Fall_of_Great_Power_Paul_Kennedy.pdf.

KENNEDY, Paul (2018) - *Tracing secular stagnation to the prevention of communism, through the prism of economics and Marxist political economy*, Critique, 46:4, 505-527. [Consult. 8 Jun. 2020]. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/full/10.1080/03017605.2018.1529100>

KEOHANE, Robert; NYE, Joseph – *Power and Interdependence*, 4th edition, Longman Classics in Political Science, 2012

KING, Mervyn; LOW, David (2014) - *Measuring the World Interest Rate*, National Bureau of Economic Research, Working Paper 19887 [Consult. 13 Jan. 2018]. Disponível em https://www.nber.org/system/files/working_papers/w19887/w19887.pdf.

KLEIN, Lawrence R. (1947) - *The Keynesian revolution*. New York: Macmillan.

KNIGHT, Frank H. (1936) - *The quantity of capital and the rate of interest*. Journal of Political Economy. Vol. 44, p. 433-63.

KOBRIN, Stephen J. (2008) - *Globalization, Transnational Corporations and the Future of Global Governance*, in Andreas Geog Scherer and Guido Palazzo (Eds.): Handbook of Research on Global Corporate Citizenship. Edward Elgar, ch.12. [Consult. 12 Set. 2019]. Disponível em https://faculty.wharton.upenn.edu/wp-content/uploads/2012/05/Zurich-3.5-uniform_3.pdf.

KOO, Richard C. (2014) – *The Escape from Balance Sheet Recession and the QE Trap: A Hazardous Road for the World Economy*. Willey 320 p.

KORF, Benedikt. (2006) - *Cargo Cult Science, Armchair Empiricism and the Idea of Violent Conflict*. Third World Quarterly, Vol. 27 (3). p 459-476. [Consult. 3 jun. 2016]. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/epub/10.1080/01436590600588018?needAccess=true>.

KRUGMAN, Paul (2013) - *Bubbles, regulation, and secular stagnation*. The New York Times blog. [Consult. 20 Set. 2018]. Disponível em <https://krugman.blogs.nytimes.com/2013/09/25/bubbles-regulation-and-secular-stagnation/>.

KRUGMAN, Paul (2014) - *Four observations on secular stagnation, in Secular Stagnation: facts, causes and cures*. Coen Teulings and Michael Baldwin. CEPR Press. p. 61-68. [Consult. 29 Out. 2017]. Disponível em <https://voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook>.

KRUGMAN, Paul (2016) – *Trade and tribulation*. New York Times. [Consult. 20 Set. 2016]. Disponível em <https://www.nytimes.com/2016/03/11/opinion/trade-and-tribulation.html.%20Accessed%2016%20September%202016>.

KRUGMAN, Paul (2020) - *Paul Krugman on Zombie ideas and Economic Recovery*. IMF Podcast. [Consult. 14 Set. 2020]. Disponível em https://hwcdn.libsyn.com/p/d/b/5/db5d38491176858d/Paul_Krugman-transcript-IMF_Podcast.pdf?c_id=78464264&cs_id=78464264&expiration=1603280611&hwt=59b0b14112c23aabb3861128bd7743f4.

KUNDNANI, Hans (2011) - *Germany as a Geo-economic Power*, Washington Quarterly. Vol. 34 Issue 3. p. 31-45. [Consult. 10 Jan. 2019]. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/0163660X.2011.587950?needAccess=true>.

LAUBACH, Thomas; WILLIAMS, John C. (2003) - *Measuring the natural Rate of Interest*. Review of Economics and Statistics. Vol. 85, issue 4. P. 1063-1070.

LEBLANC, Julia; PORPIGLIA, Alessandro; TEPPA, Federica; ZHU, Junyi; ZIEGELMEYER, Michael (2015) – *Household saving, behavior and credit constraints in the euro area*. ECB Working paper nº 1790. [Consult. 17 Mar. 2018]. Disponível em <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1790.en.pdf>

LEE, Donna; HOCKING, Brian (2010) – *Economic Diplomacy*. In Robert Denemark (ed.). The International Studies Encyclopedia. Vol. II. p. 1216-1227. Wiley Blackwell.

LONDON, Ted; HART, Stuart L. (2004) - *Reinventing strategies for emerging markets: beyond the transnational model*, Journal of International Business Studies 35, p. 350–370.

[Consult. 25 Mar. 2019]. Disponível em https://www.researchgate.net/profile/Stuart_Hart4/publication/5223106_Reinventing_Strategies_for_Emerging_Markets_Beyond_the_Transnational_Model/links/0a85e5320a8018c6da000000/Reinventing-Strategies-for-Emerging-Markets-Beyond-the-Transnational-Model.pdf?origin=publication_detail.

LUTTWAK, Edward (1990) - *From Geopolitics to Geo-Economics: Logic of Conflict, Grammar of Commerce*. The National Interest, nº 20, p.17-24.

MACROTRENDS DATA DOWNLOAD. [Consult. 25 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.macrotrends.net/countries/USA/> e <https://www.macrotrends.net/countries/CHN/>.

MAGDOFF, Harry; SWEEZY, Paul M. (1987) - *Stagnation and the Financial Explosion*. Economic History as it Happened, Vol. IV, Monthly Review Press. 208 p.

MARSHALL, Peter (1999) – *Positive Diplomacy*. Palgrave Macmillan. 234 p.

MILES, David; PANIZZA, Ugo; REIS, Ricardo; UBIDE, Ángel Smith (2017) - *And Yet it Moves – Inflation and the Great Recession*. Geneva Reports on the World Economy, ICMB. [Consult. 4 Jun. 2018]. Disponível em <https://voxeu.org/content/and-yet-it-moves-inflation-and-great-recession>

MOITA, Luís (2006) – *A Nova Diplomacia*. In Janus 2006, Portugal no Mundo. p. 134-139. 208 p.

MOKYR, Joel; VICKERS, Chris; ZIEBARTH, Nicolas L. (2015) – *The History of Technological Anxiety and the Future of Economic Growth: Is This Time Different?* Journal of Economic Perspectives. Vol. 29. Nº3. p. 31-50. [Consult. 14 Ago. 2020]. Disponível em <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/jep.29.3.31>

MORGENTHAU, H. (1960) – *Politics Among Nations: The Struggle for Power and Peace*, Mc Graw Hill, seventh edition, [Consult. 5 Dez. 2020]. Disponível em https://sca.district70.org/ourpages/auto/2014/4/24/50263602/Morgenthau_Politics%20Among%20Nations.pdf

MURRAY, Charles (2012) - *Coming Apart: The State of White America, 1960–2010*. New York: Crown Forum.

NYE, Joseph S. (1990a) – *The Changing nature of World Power*. Political Science Quarterly, Vol. 105 Nº2 p. 177-192. [Consult. 12 Jun. 2019]. Disponível em https://kwilliamson3.weebly.com/uploads/8/9/9/1/89912375/nye-_changing_nature_of_world_power-_reading.pdf.

NYE, Joseph S. (1990b) – *Soft Power*. Foreign Policy. Nº 80. p. 153-171. [Consult. 9 Abr. 2019]. Disponível em https://cesp.vse.cz/wp-content/uploads/page/863/NYE_Soft-Power_Foreign-Policy_1990.pdf.

NYE, Joseph S. (2004a) – *Soft Power and American Foreign Policy*. Political Science Quarterly, Vol. 119 Nº2 p. 255-270. [Consult. 17 Mai. 2019]. Disponível em <https://is.cuni.cz/studium/predmety/index.php?do=download&did=75231&kod=JMM704>.

NYE, Joseph S. (2004b) – *The Decline of America`s Soft Power*. (Why Washington Should Worry). Foreign Affairs. Vol. 83. Nº3. [Consult. 23 Abr. 2019]. Disponível em <https://www.jstor.org/stable/20033972>.

NYE, Joseph S. (2008) – *Public Diplomacy and Soft Power*. ANNALS, AAPSS, 616. p. 94-109. [Consult. 9 Mai. 2019]. Disponível em <https://journals.sagepub.com/doi/pdf/10.1177/0002716207311699>.

NYE, Joseph S. (2015) – *Soft Power and Higher Education*. p. 11-14. [Consult. 2 Mai. 2019]. Disponível em https://cdn.mashregnews.ir/old/files/fa/news/1393/4/11/637473_515.pdf.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO (2020) – OECD.Stat. [Consult. 15 Nov. 2020]. Disponível em <https://stats.oecd.org/>.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO (2020) – OECD.iLibrary. [Consult. 15 Fev. 2020]. Disponível em https://www.oecd-ilibrary.org/employment/data/hours-worked/average-annual-hours-actually-worked_data-00303-en.

ORGANIZAÇÃO PARA A COOPERAÇÃO E DESENVOLVIMENTO ECONÓMICO (2020) – OECD Data. [Consult. 28 Ago. 2020]. Disponível em <https://data.oecd.org/rd/gross-domestic-spending-on-r-d.htm>.

PATRICK, Steward (2015) - *Multilateralism à la Carte: The New World of Global Governance*. Valdai Discussion Club. [Consult. 9 Fev. 2018]. Disponível em <https://valdaiclub.com/files/11399/>

PAYNE, Anthony (2008) - *The G8 in a changing global economic order*. International Affairs 84 (3). p. 519-533. [Consult. 10 Nov. 2020]. Disponível em <https://onlinelibrary.wiley.com/doi/epdf/10.1111/j.1468-2346.2008.00721.x>.

PERI, Giovanni (2020) - *Immigration Answer to Demographic Dilemma*. IMF Podcast. [Consult. 14 Set. 2020]. Disponível em <https://www.imf.org/en/News/Podcasts/All-Podcasts/2020/03/02/giovanni-peri-immigration>.

PESCATORI, A.; TURUNEN J. (2015) - *Lower for Longer; Neutral Rates in the United States*", IMF Working Papers 15/135. [Consult. 21 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15135.pdf>.

PETACH, Luck; TAVANI, Daniele (2018) - *Income shares, secular stagnation, and the long-run distribution of wealth*, FMM Working Paper. No. 25. Hans-Böckler-Stiftung, Macroeconomic Policy Institute (IMK), Forum for Macroeconomics and Macroeconomic Policies (FFM). [Consult. 14 Jul. 2020]. Disponível em <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/181483/1/fmm-imk-wp-25-2018.pdf>

PETRAKIS, Panagiotis E.; KOSTIS, Pantelis C.; KAFKA, Kyriaki I. (2015) - *Secular stagnation, faltering innovation, and high uncertainty: New-era entrepreneurship appraisal using knowledge-based thinking*. Journal of Business Research. Vol. 69, Issue 5. p. 1909-1913. [Consult. 5 Nov. 2018]. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0148296315005019>.

PETTIT, Becky (2012) - *Invisible Men: Mass Incarceration and the Myth of Black Progress*. New York: Russell Sage.

PEW RESEARCH CENTER (2020) - *Global Indicators Data base*. [Consult. 10 Out. 2020]. Disponível em <https://www.pewresearch.org/global/database/indicator/1>.

PEW RESEARCH CENTER (2020) – *Unfavorable Views of China Reach Historic Highs in Many Countries*. [Consult. 24 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.pewresearch.org/global/2020/10/06/unfavorable-views-of-china-reach-historic-highs-in-many-countries/>.

PIGOU, Arthur C. (1943) - *The classical stationary state*. Economic Journal. 53, p. 343-51.

POIRIER, Lucien (1987) - *Stratégie Théorique II*. Bibliothèque Strategique. Economica.

PORTLAND (2020) - *The Soft Power 30, a Global Rating of Soft Power*. [Consult. 13 Out. 2020]. Disponível em <https://softpower30.com/wp-content/uploads/2019/10/The-Soft-Power-30-Report-2019-1.pdf> e em https://portland-communications.com/pdf/The-Soft-Power_30.pdf.

POTTER, Evan H. (2004) – *Branding Canada: The Renaissance of Canada`s Commercial Diplomacy*. International Studies Perspectives. Vol 5 (1). p. 55-60. [Consult. 7 Jan. 2018]. Disponível em https://www.researchgate.net/publication/229682829_Branding_Canada_The_Renaissance_of_Canada%27s_Commercial_Diplomacy.

RACHEL, Lukasz; SMITH, Thomas D. (2015) – *Secular drivers pf the global real interest rate*. Bank of England. Staff Working Paper N° 571. [Consult. 3 Mar. 2018]. Disponível em <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2015/secular-drivers-of-the-global-real-interest-rate.pdf?la=en&hash=AC63431DCC1F424EE322014DF858C860C148817D>.

RACHEL, Lukasz; SUMMERS, Lawrence (2019a) – *On Falling Neutral Real Rates, Fiscal Policy, and the Risk of Secular Stagnation*. Brooking Papers on Economic Activity. BPEA Conference Drafts. [Consult. 14 Fev. 2020]. Disponível em <https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2019/03/On-Falling-Neutral-Real-Rates-Fiscal-Policy-and-the-Risk-of-Secular-Stagnation.pdf>.

RACHEL, Lukasz; SUMMERS, Lawrence (2019b) – *On Secular Stagnation in the Industrialized World*. NBER Working Papers 26198, National Bureau of Economic Research [Consult. 14 Jun. 2020]. Disponível em https://www.nber.org/system/files/working_papers/w26198/w26198.pdf.

RAMEY, Valerie A. (2020) - *Secular stagnation or technological lull?* Journal of Policy Modeling 42. p. 767-777. [Consult. 14 Jun. 2020]. Disponível em <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0161893820300375>.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. (2010) - *Growth in a time of debt*. Working paper 15639, NBER. [Consult. 19 Out. 2017]. Disponível em https://www.nber.org/system/files/working_papers/w15639/w15639.pdf.

REINHART, Carmen M.; ROGOFF, Kenneth S. (2014) - *Recovery from Financial Crises: Evidence from 100 Episodes*, American Economic Review 104. p. 50-55. [Consult. 2 Mai. 2018]. Disponível em <https://pubs.aeaweb.org/doi/pdfplus/10.1257/aer.104.5.50>

ROGOFF, Kenneth (2015) – Debt supercycle, not secular stagnation. voxEu.org. [Consult. 14 Nov. 2017]. Disponível em <http://voxeu.org/article/debt-supercycle-not-secular-stagnation>.

ROSENOF, Theodore (1997) - *Economics in the long run: new deal theorists and their legacies, 1933-1993*. Chapel Hill: University of North Carolina Press.

ROSTOW, Walt W. (1956) - *The Take-Off Into Self-Sustained Growth*. The Economic Journal, Vol. 66, N° 261. p. 25-48. [Consult. 2 Out. 2017]. Disponível em <http://home.sandiego.edu/~jmwiliams/rostow1956econmodern.pdf>.

ROSTOW, Walt W. (1960) - *The stages of economic growth: a non-communist manifesto*. Cambridge: Cambridge University Press.

ROTHSCHILD, Emma (1995) - *What is Security?* Daedalus. 124, N°3 p. 53-98.

RYE, Craig D.; JACKSON, Tim (2020) – *Using critical slowing down indicators to understand economic growth rate variability and secular stagnation*. Scientific Reports. [Consult. 11 Set. 2020]. Disponível em <https://www.nature.com/articles/s41598-020-66996-6.pdf>.

SAMUELSON, Paul A. (1943) - *Full employment after the war*. In S.E. Harris, ed. Postwar Economic Problems. New York: McGraw-Hill, p. 27-53.

SAMUELSON, Paul A. (2002) - *Reply: Complementarity Innovations by Roy Harrod and Alvin Hansen*. History of Political Economy Vol. 34. Issue 1. p. 219-223. Duke University Press.

SANER, Raymond, YIU, Lichia (2003) – *International Economic Diplomacy: Mutations in Post-Modern Times*. Netherlands Institute of International Relations Clingendael. Discussion papers in Diplomacy, N° 84. p. 1-31. [Consult. 29 Ago. 2017]. Disponível em https://www.clingendael.org/sites/default/files/pdfs/20030100_cli_paper_dip_issue84.pdf.

SECK, Sara L. (2015) - *Emerging-Market Multinationals, Human Rights, and Sustainable Development: Lessons from the Canadian Experience in Transnational Corporations*, vol 22, n°3, p.75-100. UNCTAD [Consult. 10 Jul. 2018]. Disponível em <https://read.un-ilibrary.org/economic-and-social-development/emerging-market-multinationals-human->

rights-and-sustainable-development-lessons-from-the-canadian-experience_cb31a6fd-en#page8.

SHILLER, Robert (2013) - *Nobel Prize economist warns of U.S. stock market bubble*. Reuters. [Consult. 13 Set. 2016]. Disponível em <https://www.reuters.com/article/us-economy-shiller-idUSBRE9B009620131201>.

SIMONS, Henry C. (1942) - *Hansen on fiscal policy*. Journal of Political Economy. Vol. 50, p. 161.

SOILEN, Klaus S. (2010) - *The Shift from Geopolitics to geoeconomics and the failure of our modern Social Sciences*. Electronic Research Archive of Blekinge Institute of Technology. [Consult. 19 Fev. 2017]. Disponível em <http://bth.diva-portal.org/smash/get/diva2:835512/FULLTEXT01.pdf>.

SPARKE, MATTHEW (1998) - *From Geopolitics to Geoeconomics: Transnational State Effects in the Borderlands*, Geopolitics, 3:2, p. 62-98. [Consult. 25 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.tandfonline.com/doi/pdf/10.1080/14650049808407619?needAccess=true>.

SPIETHOFF, Arthur (1953) - *Business Cycles, with a preface by the author*. International Economic Papers. London and New York. Vol. 3, p. 75-171.

STARBATTY, Joachim; STARK, Jurgén (2017) - *Schumpeter and Keynes, The International Economy*. [Consult. 26 Set. 2018]. Disponível em http://www.international-economy.com/TIE_W17_StarkStarbatty.pdf

STATISTIA (2020) - [Consult. 20 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.statista.com/statistics>.

STEINDL, Josef (1952) - *Maturity and stagnation in American capitalism*. Oxford: Basil Blackwell.

STIGLITZ, Josef; SEN, Amartya; FITOUSSI, Jean-Paul (2009) – *The measurement of economic performance and social progress revisited: Reflections and Overview*. HAL – archives-ouvertes. [Consult. 10 Set. 2020]. Disponível em <https://hal-sciencespo.archives-ouvertes.fr/hal-01069384/document>.

STOCKHOLM INTERNATIONAL PEACE RESEARCH INSTITUTE (2020) – *SIPRI Military Expenditure Database*. [Consult. 30 Set. 2020]. Disponível em <https://www.sipri.org/databases/milex>.

STOCKHOLM INTERNATIONAL PEACE RESEARCH INSTITUTE (2020) – *SIPRI Arms Industry Database*. [Consult. 20 Out. 2020]. Disponível em <https://www.sipri.org/databases/armsindustry>.

STOCKHOLM INTERNATIONAL PEACE RESEARCH INSTITUTE (2020) – *SIPRI TIV Tables* [Consult. 3 Nov. 2020]. Disponível em <https://armstrade.sipri.org/armstrade/page/values.php> e em <https://armstrade.sipri.org/armstrade/page/toplist.php>.

SUMMERS, Lawrence (2014) - *US Economic Propects: Secular Stagnation, Hysteresis, and the Zero Lower Bound*. Business Economics, Vol. 49, No. 2. p. 65-73. [Consult. 24 Mai. 2018]. Disponível em <http://larrysummers.com/wp-content/uploads/2014/06/NABE-speech-Lawrence-H.-Summers1.pdf>.

SUMMERS, Lawrence (2016) - *Secular Stagnation and Monetary Policy*. Federal Reserve Bank of St. Louis. Vol. 98(2). p. 93-110. [Consult. 3 Ago. 2018]. Disponível em <https://files.stlouisfed.org/files/htdocs/publications/review/2016-06-17/secular-stagnation-and-monetary-policy.pdf>.

SUMMERS, Lawrence (2020) - *Accepting the Reality of Secular Stagnation: New approaches are needed to deal with sluggish growth, low interest rates, and an absence of inflation*. Finance & Development, Vol. 57. Nº.1. [Consult. 10 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2020/03/larry-summers-on-secular-stagnation.htm>.

SVENNILSON, Ingvar (1954) - *Growth and stagnation in the European economy*. Geneva: UN Commission for Europe.

SWEEZY, Paul (1942) - *The Theory of Capitalist Development*, Monthly Review Press. 398 p.

SWEEZY, Paul (1994) - *The Triumph of Financial Capital*. Monthly Review. Vol.46. Nº2.

TABELLINI, Guido (2014) - *Inflation Targets Reconsidered: Comments on Paul Krugman*, Università Bocconi. [Consult. 21 Mai. 2017]. Disponível em <ftp://ftp.igier.unibocconi.it/wp/2014/525.pdf>.

TAYLOR, John B. (2016) – *The Economic Hokum of Secular Stagnation Redux*. Economics One Blog, [Consult. 15 Fev. 2017]. Disponível em <https://economicsone.com/2016/01/24/the-economic-hokum-of-secular-stagnation-redux/>.

TAYLOR, John B.; WIELAND, Volker (2016) - *Finding the Equilibrium Real Interest Rate in a Fog of Policy Deviations*. Business Economics, Vol. 51, Issue 3, p. 147–154. [Consult. 10 Mar. 2018]. Disponível em http://web.stanford.edu/~johntayl/2016_pdfs/Taylor-Wieland_Paper_on_Equilibrium_Interest_Rate_April_2016.pdf.

TAYLOR, L. (2017) - *The “Natural” Interest Rate and Secular Stagnation: Loanable Funds Macro Models Don’t Fit Today’s Institution or Data*, Vol. 60 (1), p. 27-39. Routledge.

TERBORGH, George (1945) - *The bogey of economic maturity*. Chicago, IL: Chemical and Allied Products Institute.

TEULINGS, Coen; BALDWIN, Richard (2014) - *Secular Stagnation: Facts, Causes and Cures*. CEPR Press. [Consult. 18 Out. 2017]. Disponível em <https://voxeu.org/article/secular-stagnation-facts-causes-and-cures-new-vox-ebook>.

THE CORRELATES OF WAR PROJECT (2020) – *Data Sets*. [Consult. 15 Nov. 2020]. Disponível em <https://correlatesofwar.org/data-sets/national-material-capabilities>.

THE WHITE HOUSE (2017) – *National Security Strategy of the United States of America*. [Consult. 2 Dez. 2018]. Disponível em <https://www.whitehouse.gov/wp-content/uploads/2017/12/NSS-Final-12-18-2017-0905.pdf>.

THIRLWELL, Mark P. (2010) - *The Return of Geo-economics: Globalisation and National Security*, Lowy Institute for international Policy. [Consult. 21 Fev. 2017]. Disponível em https://www.files.ethz.ch/isn/121234/Thirlwell,%20The%20return%20of%20geo-economics_web%20and%20print.pdf, consultado em fevereiro de 2017.

THWAITES, Gregory (2015) – Why are real interest rates so low? Secular Stagnation and the relative price of investment goods. Staff Working Paper N° 564. Bank of England. [Consult. 19 Dez. 2016]. Disponível em <https://www.bankofengland.co.uk/-/media/boe/files/working-paper/2015/why-are-real-interest-rates-so-low-secular-stagnation-and-the-relative-price-of-investment-goods.pdf?la=en&hash=A280D3BB721387BC3EB09676FA27EAC30143E404>.

TOMÉ, Luís (2007) - *Alterações na Segurança Internacional*. In Janus 2007 – Anuário.

TOMÉ, Luís (2010) - *Segurança e Complexo de Segurança: conceitos operacionais*. JANUS.NET e-journal of International Relations, N° 1, Outono 2010. [Consult. 13 Mar. 2017]. Disponível em https://observare.ual.pt/janus.net/images/stories/PDF/vol1/portuguese/pt_vol1_n1_art3.pdf.

TRANSPARENCY INTERNATIONAL (2019) - *Corruption Perceptions Index*. [Consult. 11 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.transparency.org/en/cpi/2019/results>.

TRANSPARENCY INTERNATIONAL (2017) – *US Corruption barometer*. [Consult. 13 Nov. 2020]. Disponível em <https://www.transparency.org/en/news/corruption-in-the-usa-the-difference-a-year-makes>.

UNITED NATIONS (2020) – *UN E-Government Knowledgebase*. [Consult. 9 Nov. 2020]. Disponível em <https://publicadministration.un.org/egovkb/en-us/Data/Compare-Countries>

US BUREAU OF LABOR STATISTICS (2020). [Consult. 15 Out. 2020]. Disponível em <https://www.bls.gov/charts/employment-situation/civilian-unemployment-rate.htm> e em <https://beta.bls.gov/dataViewer/view/timeseries/LNS13327709>.

US TREASURY DEPARTMENT (2020). [Consult. 15 Out. 2020]. Disponível em <https://www.treasurydirect.gov>.

YOON, Jong-Won; KIM, Jinill; LEE, Jungjin (2014) – *Impact of demographics changes on inflation and the macroeconomy*. IMF Working Paper nº 14/210. [Consult. 21 Mar. 2018]. Disponível em <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp14210.pdf>.

WAEVER, Ole (1997) – *Concepts of Security*. Copenhagen: Institute of Political Science, University of Copenhagen.

WEBER, M. (1919) – *A política como vocação*, Excertos da conferência pronunciada em 1919, tradução de Luis Moita

WIRTZ, James (2007) - *A New Agenda for Security and Strategy?* in BAYLIS, John [et al.]. *Strategy in the Contemporary World*. Second edition. Oxford: Oxford University Press. p. 337-355.

WOLFF, Guntram B. (2014) - *How Can Europe Avoid Secular Stagnation?* [Consult. 29 Mai. 2016]. Disponível em <https://www.bruegel.org/2014/11/how-can-europe-avoid-secular-stagnation/>.

WORLD BANK (2020) – *World Development Indicators*. [Consult. 27 Nov. 2020]. Disponível em <http://databank.worldbank.org/data/>.

WORLD BANK (2020) – *Reversals of Fortune. Poverty and Shared Prosperity 2020*. [Consult. 25 Nov. 2020]. Disponível em <https://openknowledge.worldbank.org/bitstream/handle/10986/34496/9781464816024.pdf>.

WORLD BANK (2020) - *World Trade Statistic Review 2020*. [Consult. 12 Nov. 2020].
Disponível em https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/wts2020_e/wts2020_e.pdf

WORLD TRADE ORGANIZATION (2020) - *World Trade Statistic Review 2020*. [Consult.
17 Nov. 2020]. Disponível em
https://www.wto.org/english/res_e/statis_e/wts2020_e/wts2020_e.pdf