

O CRESCIMENTO LENTO DA ECONOMIA EUROPEIA E OS REFLEXOS NA POLÍTICA ECONÓMICA

EDUARDO CATROGA

ECONOMISTA | ADMINISTRADOR DE EMPRESAS | EX-MINISTRO DAS FINANÇAS

Existem elementos que levam a pensar que o débil crescimento da economia europeia veio para ficar por muitos anos.

Na avaliação das perspectivas de crescimento económico da economia europeia para os próximos anos, é preciso ter em atenção o peso específico das principais economias e perceber que, na realidade, não existe uma Europa económica, mas sim várias (quadro 1).

Analisando o quadro 1, conclui-se que o “motor alemão” não tem peso específico (massa crítica) suficiente para ser, por si só, o acelerador da economia europeia (21% do PIB da União Europeia). Seria necessário que, pelo menos, as economias francesa (16% do PIB) e italiana (12% do PIB) constituíssem também verdadeiros motores e não motores “gripados”. Estas três economias, que no conjunto representam cerca de 50% do PIB europeu, serão decisivas para que a Europa não se transforme num novo Japão, que enfrenta há mais de duas décadas uma quase estagnação.

Quadro 1

DINÂMICAS NA ECONOMIA EUROPEIA

	Peso relativo no PIB* da UE 2013	Crescimento médio anual do PIB** 2000-2007	Variações anuais acum. do PIB** 2008-2013	Projeção do crescimento do PIB**	
				2014	2015
União Europeia	100,0%	2,5%	-0,8%	1,6%	2,0%
Zona Euro	73,5%	2,2%	-1,7%	1,2%	1,7%
Alemanha	20,9%	1,6%	4,4%	1,8%	2,0%
França	15,8%	2,1%	0,7%	1,0%	1,5%
Itália	11,9%	1,6%	-8,9%	0,6%	1,2%
Espanha	7,8%	3,6%	-5,8%	1,1%	2,1%
Holanda	4,6%	2,2%	-1,5%	1,2%	1,4%
Bélgica	2,9%	2,2%	2,4%	1,4%	1,6%
Áustria	2,5%	2,5%	3,5%	1,6%	1,8%
PORTUGAL	1,3%	1,5%	-6,9%	1,2%	1,5%
Grécia	1,4%	4,2%	-26,2%	0,6%	2,9%
Irlanda	1,3%	5,7%	-7,6%	1,7%	3,0%

Fonte: Statistical Annex of the European Economy Spring 2014; AMECO Ma y 2014

* PIB a preços correntes

** Crescimento médio, a cumulado e projeção do PIB a preços constantes de 2005

Quadro 2

QUEDA NO PIB POTENCIAL

	Perda no PIB potencial (%) 2015	Crescimento médio da PIB potencial (%) 2001-2009 (I)	Crescimento médio do PIB potencial (%) 2014-2015 (II)	Impacto da grande recessão (%) (II-I)
	Média 23 países da OCDE*	8,38	2,39	1,68
Alemanha	3,39	1,52	1,25	-0,27
França	8,58	2,08	1,48	-0,6
Itália	12,05	1,34	0,11	-1,23
Espanha	22,33	3,47	0,83	-2,64
Holanda	8,53	2,14	1,2	-0,94
Bélgica	8,82	2,07	1,36	-0,71
Áustria	7,14	2,36	1,75	-0,61
Portugal	13,74	1,83	0,49	-1,34
Grécia	35,4	3,96	-0,15	-4,11
Irlanda	34,15	4,42	0,98	-3,44
EUA	5,33	2,57	2,23	-0,34
Japão	9,57	1,4	0,79	-0,61

Fonte: Estudo Laurence Ball, Johns Hopkins University, May 2014; Long-term damage from the great recession in OECD Countries

* Inclui: Austrália, Áustria, Bélgica, Canadá, República Checa, Dinamarca, Finlândia, França, Alemanha, Grécia, Hungria, Irlanda, Itália, Japão, Holanda, Nova Zelândia, Polónia, Portugal, Espanha, Suécia, Suíça, Reino Unido e Estados Unidos.

EFEITOS DA CRISE DE 2008

O impacto de curto prazo da crise de 2008 foi muito severo, em particular nos países periféricos e na Itália, mas também conduziu a uma deterioração do nível do crescimento potencial. Num estudo de Maio de 2014, de Laurance Ball, para os países da OCDE (*Long term damage from the great recession in OECD countries*), estima-se uma perda média do PIB potencial, ponderada pela dimensão das economias, de 8,38%, embora com grande variação entre países (quadro 2).

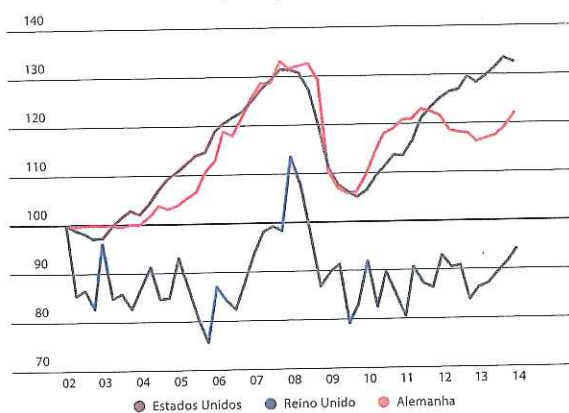
O quadro 2 evidencia também a comparação, para alguns países seleccionados, entre a taxa potencial de crescimento pré-crise (média 2001-2009) e a taxa actual média (2014-2015). Em média, para os países da OCDE cai

de 2,39% para 1,68%. A diferença entre estas duas taxas (0,71%) é a estimativa do impacto da grande recessão no crescimento potencial.

A crise, destruindo uma parcela do PIB potencial, implica uma perda permanente do PIB nos próximos anos. As causas possíveis desta perda permanente podem ser:

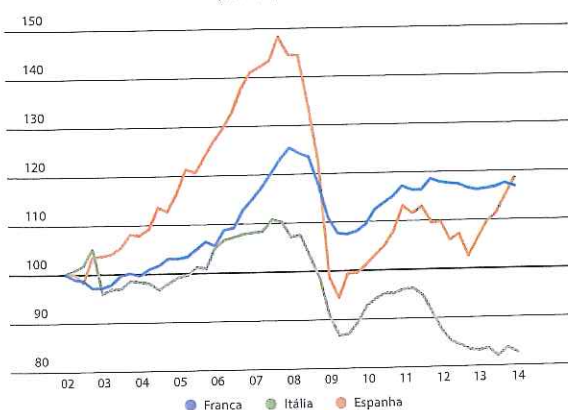
- baixa do investimento das empresas;
- baixa da taxa de participação da população em idade de trabalhar;
- aumento de falências das empresas e destruição da capacidade de produção;

Gráfico 1
INVESTIMENTO TOTAL DAS EMPRESAS
 (Volume, 2002 = 100)



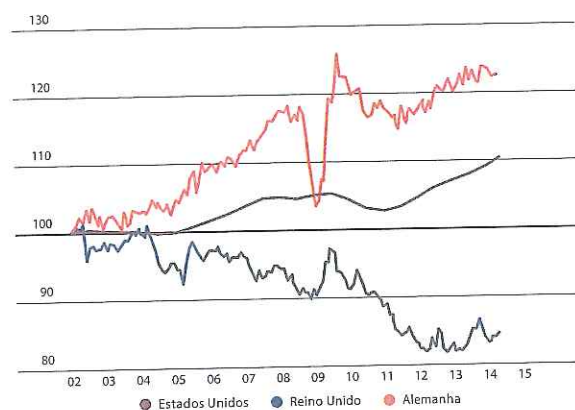
Fonte: Datastream, Natixis

Gráfico 2
INVESTIMENTO TOTAL DAS EMPRESAS
 (Volume, 2002 = 100)



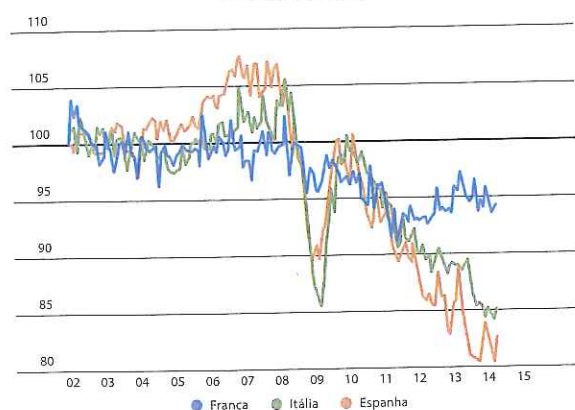
Fonte: Datastream, Natixis

Gráfico 3
CAPACIDADE DE PRODUÇÃO MANUFACTUREIRA
 (Volume, 2002 = 100)



Fonte: Datastream, Natixis

Gráfico 4
CAPACIDADE DE PRODUÇÃO MANUFACTUREIRA
 (Volume, 2002 = 100)



Fonte: Datastream, Natixis

- recuo do progresso técnico.

O peso relativo destes factores varia de país para país. Na Europa, com a excepção da Alemanha, destacam-se, pela negativa, a queda do investimento das empresas e a destruição das capacidades de produção (gráficos 1, 2, 3 e 4).

No contexto económico anteriormente caracterizado, e para se avaliar as perspectivas de crescimento na economia europeia para os próximos anos, põem-se as seguintes questões principais:

- Será que o motor alemão continuará forte?
- Será que os motores francês e italiano poderão desempenhar o papel que a economia europeia necessita?

O "MOTOR" ALEMÃO

A economia alemã, depois da recessão de 2009, tem tido um comportamento relativamente positivo, apontando as previsões para um crescimento do PIB a caminho de 2% em 2015 (gráfico 5 e quadro 3).

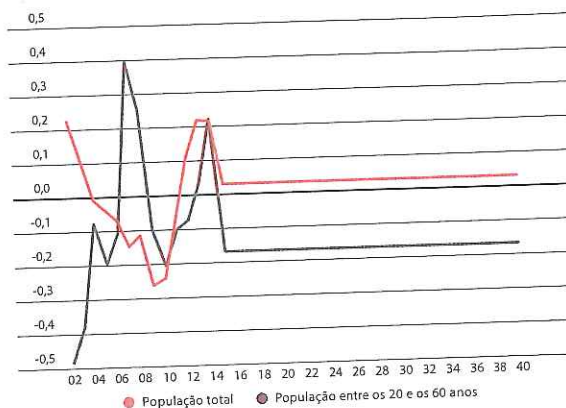
No entanto, entendemos que existem na economia alemã diversos factores estruturais que poderão levar a

Gráfico 5
ALEMANHA – CRESCIMENTO DO PIB REAL
(variação anual %)



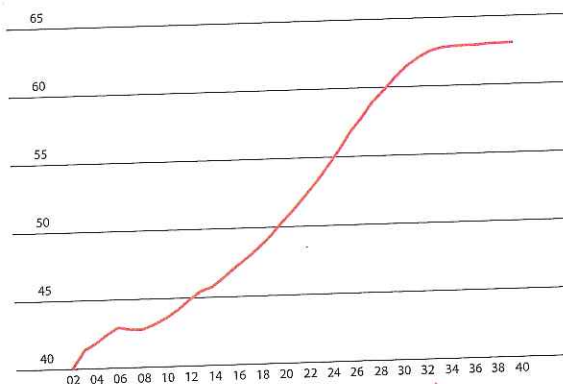
Fonte: Datastream, Destatis, Natixis

Gráfico 6
ALEMANHA – CRESCIMENTO DA POPULAÇÃO
(em % por ano)



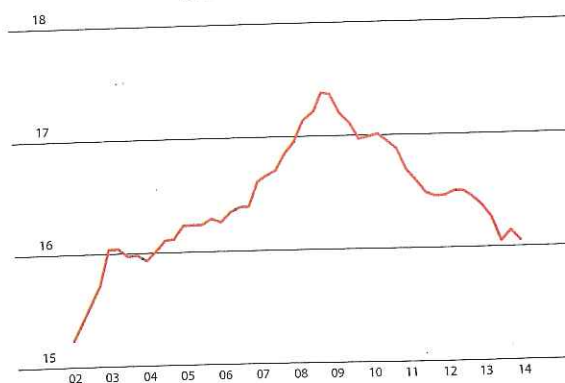
Fonte: Eurostat, Natixis

Gráfico 7
ALEMANHA – POPULAÇÃO COM MAIS DE 60 ANOS
(em % da população entre os 20 e os 60 anos)



Fonte: Eurostat, Natixis

Gráfico 8
ALEMANHA – TAXA DE POUPANÇA BRUTA DAS FAMÍLIAS
(em % do rendimento disponível)



Fonte: Datastream, Natixis

Quadro 3

ALEMANHA - ESTIMATIVAS DO CRESCIMENTO DO PIB REAL (VARIACÃO ANUAL %)

	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
FMI							1,7	1,6
OCDE							1,9	2,1
Com. europeia	0,8	-5,1	3,9	3,4	0,9	0,5	1,8	2,0
Governo							1,8	2,0

Fonte: Natixis, Comissão Europeia, FMI, OCDE.

pensar num cenário menos optimista para os próximos anos, a começar pelos efeitos do envelhecimento demográfico (gráficos 6 e 7).

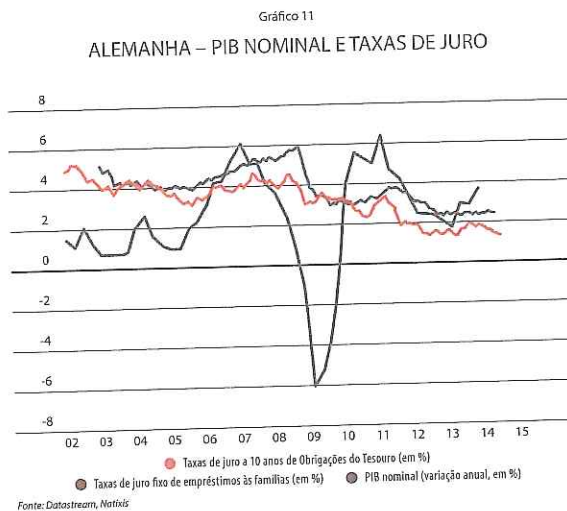
Em norma, com a perspectiva do envelhecimento da população, espera-se uma subida da taxa de poupança das famílias, e um enfraquecimento do nível do

investimento residencial. Mas, na Alemanha, observa-se uma situação inversa (gráficos 8 e 9).

As causas explicativas desta situação, aparentemente paradoxal, podem situar-se na forte imigração (gráfico 10) e no nível muito baixo das taxas de juro de longo prazo (gráfico 11).



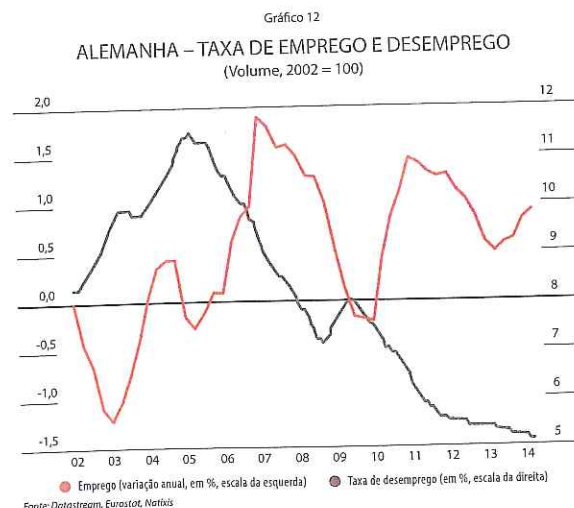
Fonte: Datastream, Natixis



Fonte: Datastream, Natixis



Fonte: Datastream



Fonte: Datastream, Eurostat, Natixis

SERÃO ESTES FACTORES POSITIVOS SUSTENTÁVEIS, POR FORMA A COMPENSAR OS EFEITOS NEGATIVOS DO ENVELHECIMENTO?

Outro elemento de reflexão: as fracas subidas dos salários reais. Não obstante a situação favorável do mercado de trabalho alemão (gráfico 12) e da baixa inflação (gráfico 13), os salários reais evoluem muito lentamente na Alemanha (gráfico 14) e não contribuem para uma sustentação importante do crescimento.

A fraca evolução dos salários reais, mesmo quando a economia está próxima do pleno emprego, deriva da prudência, tanto das empresas como dos sindicatos, na preservação da competitividade e da rentabilidade, com

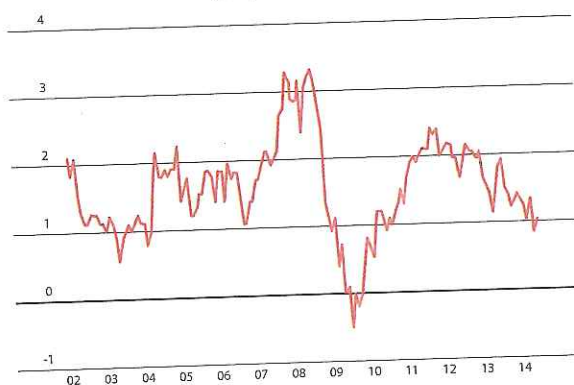
estas a apresentarem uma tendência para alguma deterioração (gráficos 15 e 16).

Quando se analisam o emprego, a massa salarial e o rendimento disponível real das famílias alemãs (gráfico 17), conclui-se que o rendimento disponível real aumenta apenas 1%.

Por seu turno, quando se observam as exportações da Alemanha (gráfico 18), vê-se um crescimento modesto em volume e uma estagnação das exportações em valor, o que está ligado com a fraqueza do comércio mundial (gráfico 19).

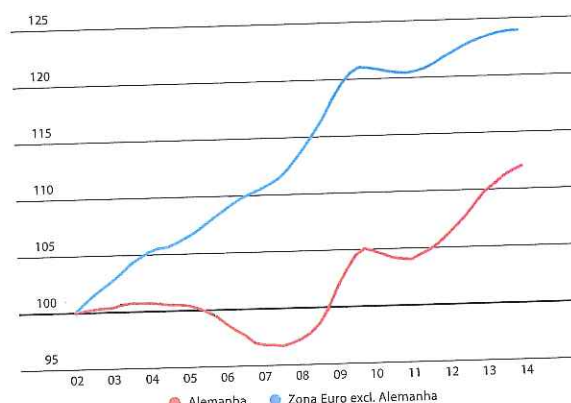
Mas será que a economia alemã poderá contar com o

Gráfico 13
ALEMANHA – INFLAÇÃO
(variação anual, em %)



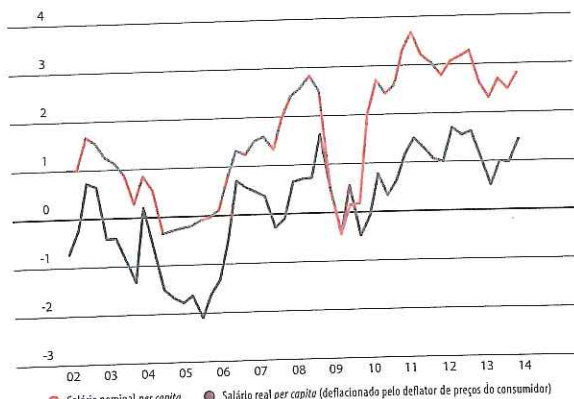
Fonte: Datastream, Natixis

Gráfico 15
ALEMANHA – CUSTO UNITÁRIO DO TRABALHO
(2002:1 = 100)



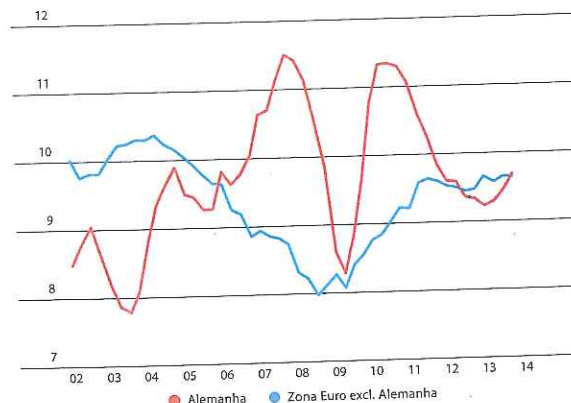
Fonte: Datastream, Eurostat, Natixis

Gráfico 14
ALEMANHA – SALÁRIO NOMINAL E REAL PER CAPITA
(variação anual, em %)



Fonte: Datastream, Destatis, Natixis

Gráfico 16
ALEMANHA – LUCRO DEPOIS DE IMPOSTOS,
TAXAS DE JURO E DIVIDENDOS (2002:1 = 100)



Fonte: Datastream, Natixis

efeito multiplicador do investimento empresarial? Este evolui apenas moderadamente, e a taxa de utilização das capacidades instaladas é inferior à normal, o que está

ligado com a pouca dinâmica das exportações (gráficos 20 e 21).

Em conclusão, não se afigura que existam condições para que o crescimento alemão nos próximos anos seja muito forte, atendendo aos factores negativos atrás caracterizados: envelhecimento da população, fraqueza da subida dos salários reais, abrandamento do comércio mundial, correlação histórica entre as exportações e a evolução do investimento empresarial.

Esta tendência está a ser compensada por factores positivos, que poderão não ser permanentes:

- taxas de juro muito baixas, que estimulam o

Gráfico 17

ALEMANHA – EMPREGO TOTAL, MASSA SALARIAL REAL E RENDIMENTO DISPONÍVEL DAS FAMÍLIAS (variação anual %)

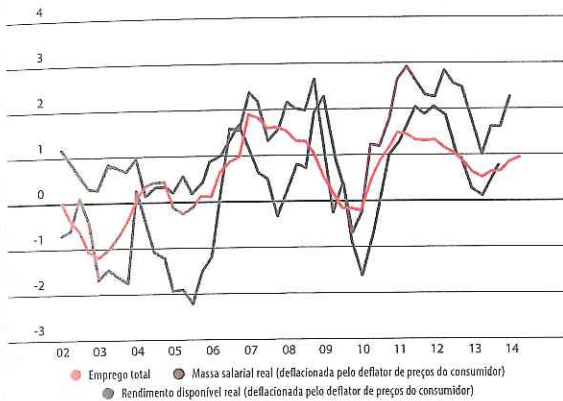


Gráfico 18

ALEMANHA – EXPORTAÇÕES (variação anual, em %)

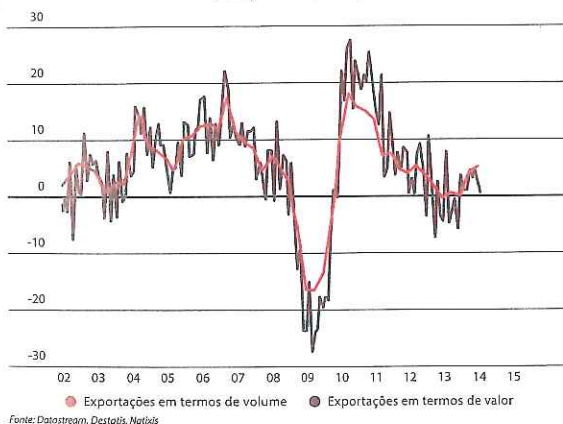


Gráfico 19

COMÉRCIO INTERNACIONAL E EXPORTAÇÕES (variação anual, em %)

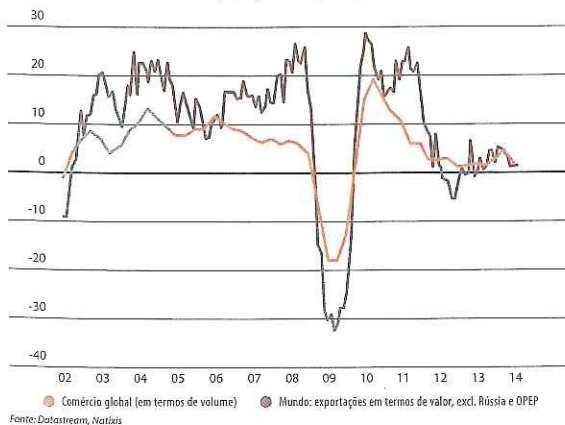


Gráfico 20

ALEMANHA – EXPORTAÇÕES E INVESTIMENTO EMPRESARIAL PRODUTIVO (variação anual, em %)

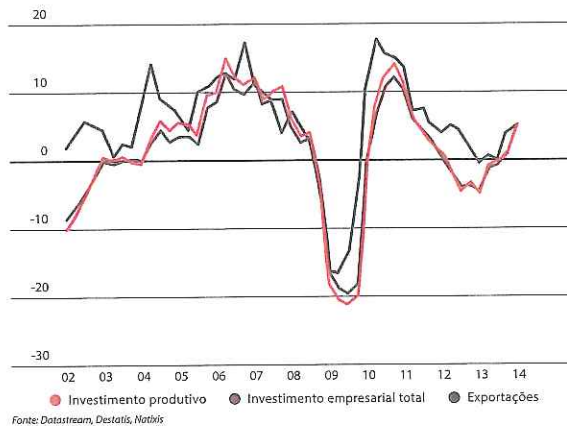
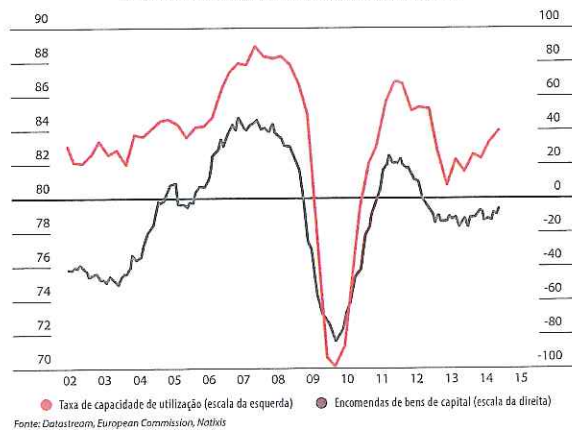


Gráfico 21

ALEMANHA – PESQUISA SOBRE AS ENCOMENDAS DE BENS DE CAPITAL E TAXA DE CAPACIDADE DE UTILIZAÇÃO



crescimento do investimento residencial;

- baixa da taxa de poupança, apesar do envelhecimento populacional;
- imigração.

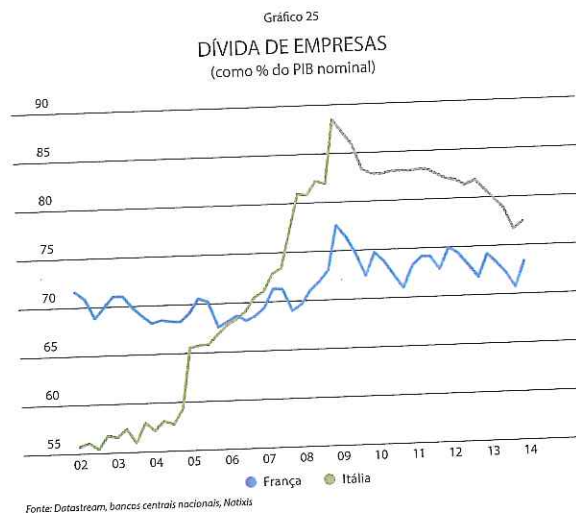
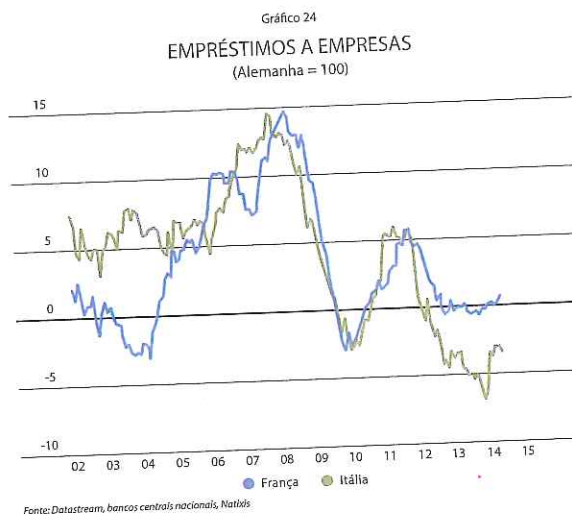
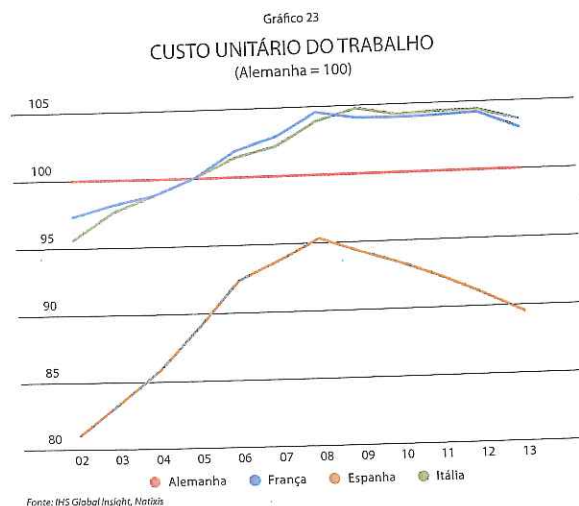
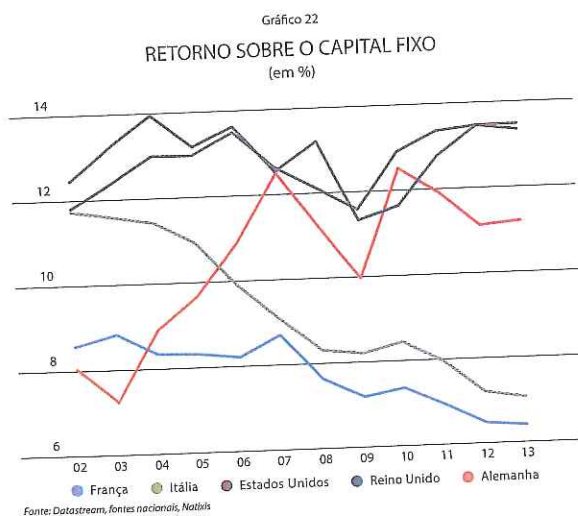
Mas, mesmo que o crescimento alemão continue relativamente mais forte que a média da economia europeia, não se pode esquecer que o peso relativo da economia alemã é de apenas 21% do PIB da União Europeia, pelo que será sempre um motor insuficiente. A economia europeia necessita da dinâmica das outras principais economias europeias, nomeadamente da economia francesa e italiana.

OS "MOTORES" GRIPADOS DE FRANÇA E ITÁLIA

A dúvida é se as economias da França e da Itália (em conjunto representam 28% do PIB europeu) poderão caminhar para uma retoma sustentada mais vigorosa nos próximos anos.

São conhecidas as vulnerabilidades estruturais destas duas economias, que explicam a sua fraca competitividade relativa, implicando que estes dois países façam parte do grupo de economias perdedoras da globalização.

Estas duas economias não têm sabido criar as condições internas para a realização das reformas que necessitam, nomeadamente: redução do peso do Estado e os custos



de contexto da actividade empresarial; correcção da trajectória ascendente da dívida pública e privada; aumento dos níveis de inovação e de penetração nos mercados externos. É sabido também que um ímpeto reformador, que tarda em aparecer, só produzirá efeitos visíveis a mais longo prazo. Mas, no curto/médio prazo, não haverá crescimento significativo em França e Itália, sem recuperação do investimento das empresas e do investimento das famílias em habitação.

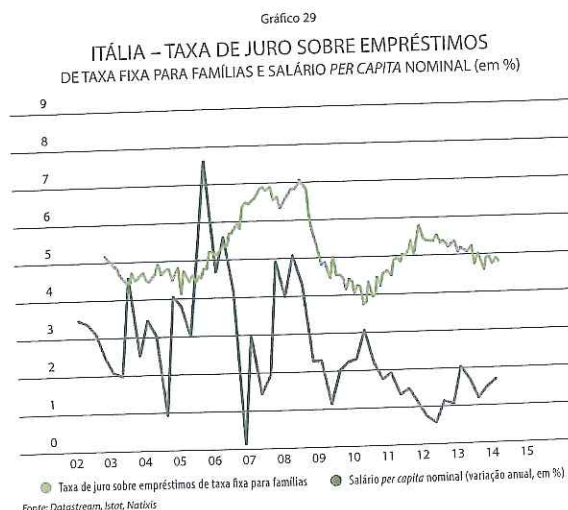
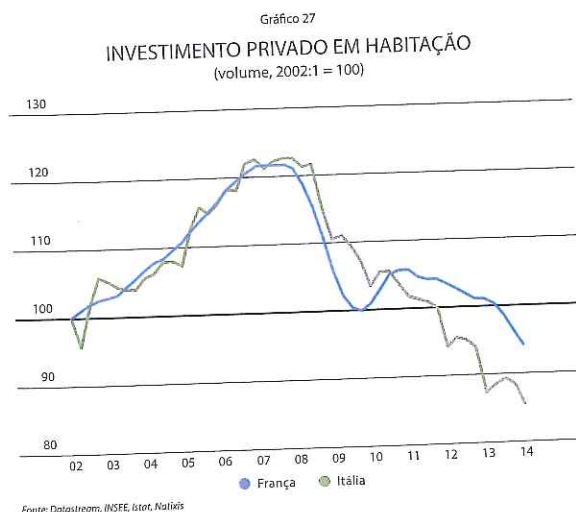
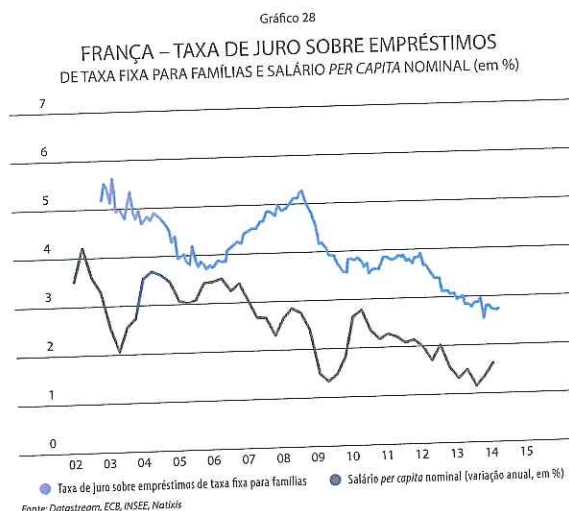
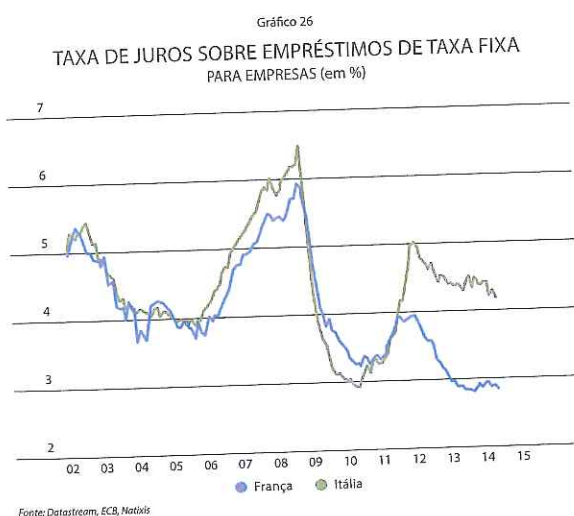
As perspectivas em França e Itália para a evolução do investimento produtivo das empresas para os próximos anos não são muito animadoras:

- A rentabilidade do capital é muito fraca (gráfico 22),

quando comparada com outros países concorrentes na atracção de investimento.

- Os custos unitários do trabalho são relativamente muito elevados (gráfico 23).
- Face ao exagerado grau de endividamento acumulado aquando do início da crise, as empresas ainda continuam o seu processo de desendividamento (gráficos 24 e 25), mesmo com taxas de juro baixas em França, ainda que altas em Itália (gráfico 26).

A curto prazo, tanto em França como em Itália, não se vislumbra a existência de condições para a recuperação significativa do investimento empresarial. Tal exige a



prazo que se altere o contexto competitivo das empresas para uma maior capacidade de atracção de investimento produtivo interno e externo.

Não se afigurando viável a retoma do investimento produtivo a curto prazo, será que existem condições para a retoma do investimento em habitação, invertendo a tendência dos últimos anos? (gráfico 27)

Analisando os vários factores influenciadores da decisão de investimento das famílias, as perspectivas a curto prazo não se perspectivam muito animadoras: quando se compara a taxa de juro dos empréstimos às famílias e a do crescimento dos salários (gráficos 28 e 29), conclui-se, nos dois países, e mais fortemente em Itália, que as taxas

de juro são superiores às do crescimento dos salários; as altas taxas de desemprego e a incerteza no mercado de trabalho desencorajam compromissos financeiros de longo prazo na aquisições de imobiliário (gráfico 30); os preços das habitações são ainda muito elevados nos dois países (gráficos 31 e 32); o desendividamento das famílias ainda está em curso (gráficos 33 e 34).

Da análise pode concluir-se, em síntese, que as empresas francesas e italianas estão confrontadas com a fraqueza da rendibilidade do capital e com a necessidade do desendividamento. E que as famílias francesas e italianas estão confrontadas com a fraqueza da rendibilidade do capital investido em habitação (preços ainda elevados) e com a necessidade de

Gráfico 30
TAXA DE DESEMPREGO
(em %)

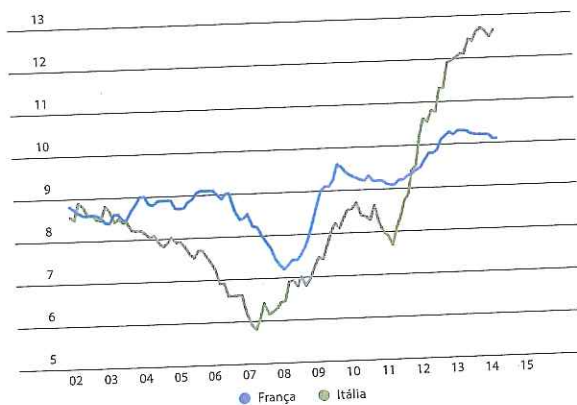


Gráfico 32
RELAÇÃO ENTRE OS PREÇOS DAS CASAS
E O SALÁRIO NOMINAL PER CAPITA (1990:1 = 100)

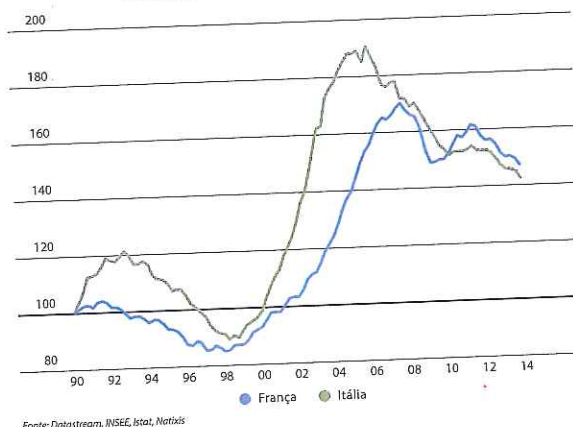


Gráfico 31
PREÇOS DAS HABITAÇÕES
(1990:1 = 100)

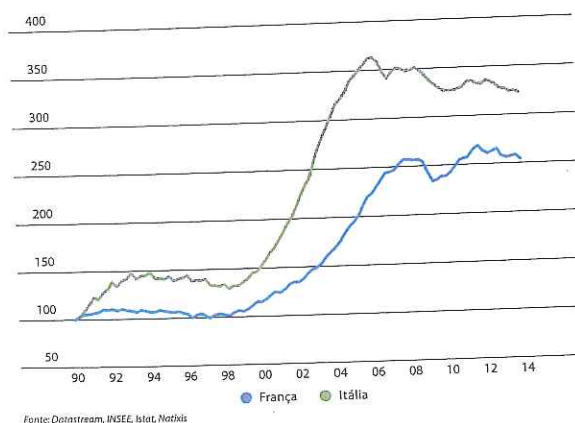
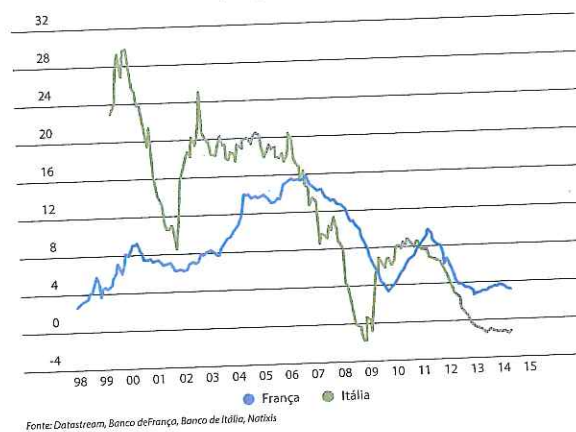


Gráfico 33
EMPRÉSTIMOS HIPOTECÁRIOS DAS FAMÍLIAS
(variação anual, em %)



redução dos níveis de endividamento.

Assim, não existem condições a curto prazo para a reposição dos níveis de stock de capital antes da crise. Tal exigirá tempo e medidas estruturais adequadas a médio prazo.

REFLEXOS NA POLÍTICA ECONÓMICA

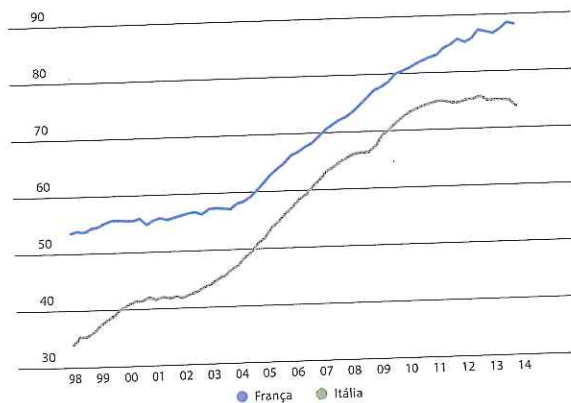
A questão põe-se nomeadamente quanto à reacção da Alemanha se a sua economia enfraquecer, o que será provável atendendo: à evolução pouco positiva do espaço económico europeu, ao abrandamento do comércio mundial e das exportações e aos seus próprios factores internos atrás analisados.

Nesse cenário, põem-se várias interrogações:

- Alterará a Alemanha a política económica doméstica (por exemplo, política orçamental, política salarial das empresas) para dinamizar a procura interna?
- Admitirá a Alemanha mais facilmente políticas europeias de relançamento económico?
- Estimulará a Alemanha o BCE a desvalorizar o euro?

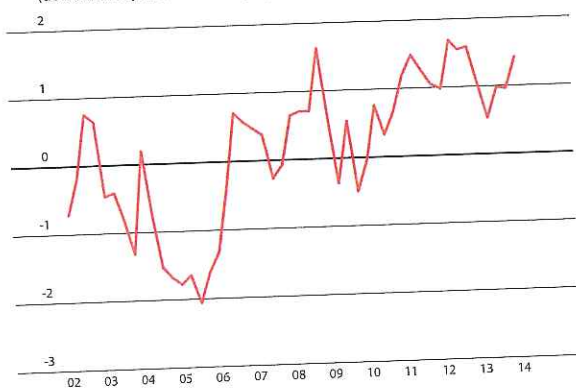
Quanto à primeira questão, afigura-se pouco provável uma mudança significativa na política económica alemã, no sentido de uma política orçamental mais expansionista, ou de uma subida dos salários reais acima

Gráfico 34
DÍVIDA DAS FAMÍLIAS
(em % das famílias)



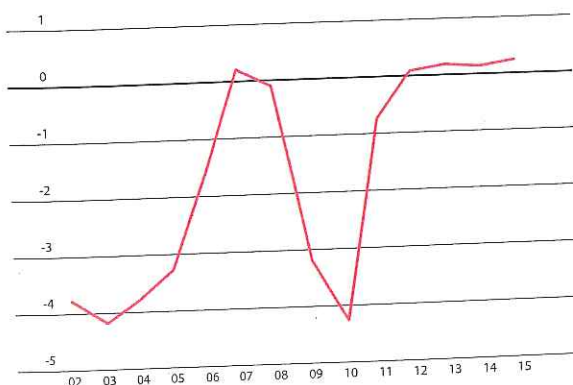
Fonte: Datastream, INSEE, Banco de Itália, Natixis

Gráfico 36
ALEMANHA – SALÁRIO REAL PER CAPITA
(deflacionado pelo deflator de preços do consumidor, variação anual, em %)



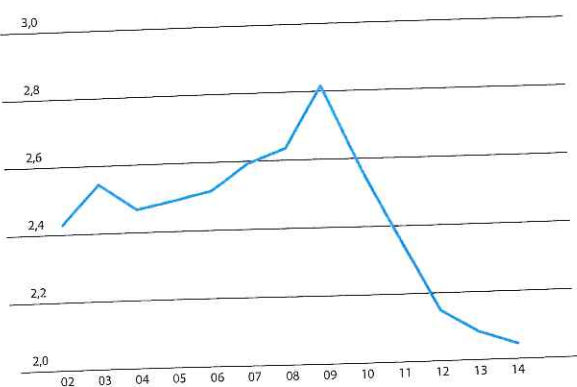
Fonte: Datastream, Destatis, Natixis

Gráfico 35
ALEMANHA – DÉFICE ORÇAMENTAL
(em % do PIB nominal)



Fonte: Datastream, Natixis forecasts

Gráfico 37
ZONA EURO – TAXA DE INVESTIMENTO PÚBLICO
(em % do PIB nominal)



Fonte: Eurostat, Natixis

da produtividade, como já sugeriu o Bundesbank. Isto porque:

- existe na Alemanha um forte consenso político e social em torno do objectivo de equilíbrio das contas públicas (gráfico 35);
- as empresas alemãs não querem ver degradadas as condições de competitividade - custo (gráfico 36), tanto mais a introdução do salário mínimo, a partir de 2015, vai provocar uma subida mais rápida dos salários;
- o envelhecimento da população vai aumentar a pressão futura sobre a despesa pública.

Mas já a aceitação por parte da Alemanha das reclamadas políticas europeias de relançamento económico é provável, porque o enfraquecimento da sua economia é em parte explicado pela fraqueza das economias dos seus principais parceiros europeus. Assim, é de prever que:

- sejam impulsionados investimentos públicos europeus em certos sectores (por exemplo, rede de energia, transporte) e um papel mais activo do BEI na dinamização necessário dos investimentos públicos nacionais (gráfico 37);
- seja aceite uma redução mais lenta dos défices públicos (e, logo, do *stock* das dívidas públicas) nos países onde ainda são elevados (gráfico 38).

Gráfico 38
DÉFICE ORÇAMENTAL
(em % do PIB nominal)

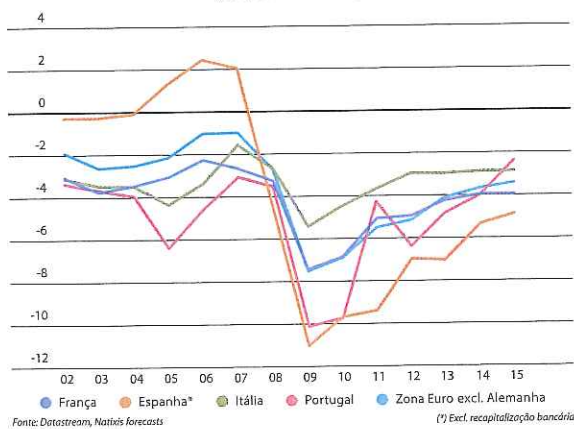


Gráfico 40
FRANÇA - OUTPUT GAP MEDIDO PELA OCDE

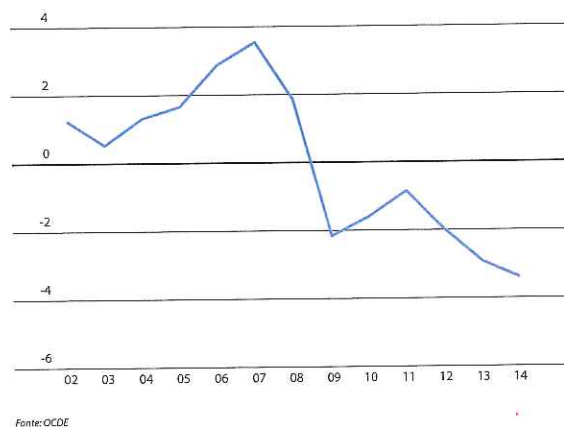


Gráfico 39
ALEMANHA - IMPORTAÇÕES DE BENS DO MUNDO,
EXCLUINDO ZONA EURO (valor, em % do PIB nominal)

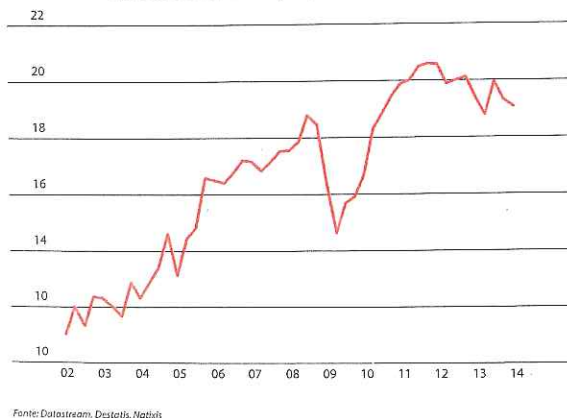
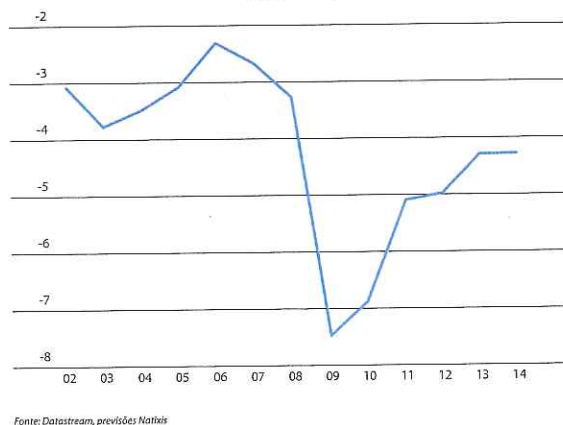


Gráfico 41
FRANÇA - DÉFICE PÚBLICO
(em % do PIB)



Assim, prevemos que será possível a aceitação de uma trajectória mais suave de redução dos défices públicos excessivos, a contraturalizar país a país pela União Europeia, tendo como contrapartida o compromisso calendarizado de reformas estruturais, que muitos países têm adiado, como nos casos da França e Itália.

No que respeita à reivindicação de alguns países, como a França e a Itália, de adopção de políticas conducentes à desvalorização do euro, ela não merecerá o apoio da Alemanha, já que:

- a elasticidade-preço das suas exportações é muito fraca (0,17) em consequência do elevado conteúdo tecnológico das suas exportações;
- intensidade crescente das suas importações de países fora da União Europeia (gráfico 39) com a mundialização dos processos de produção.

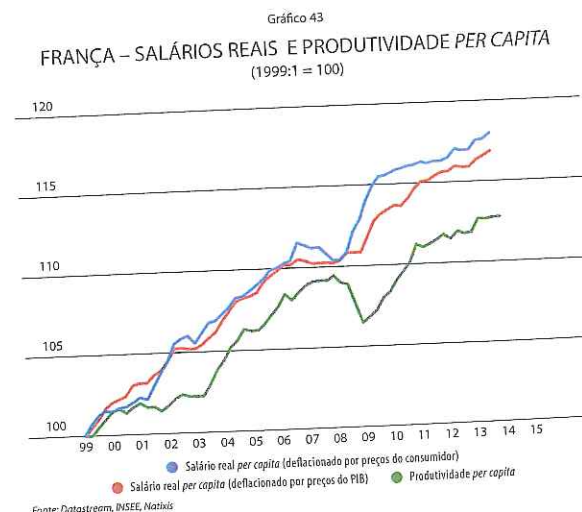
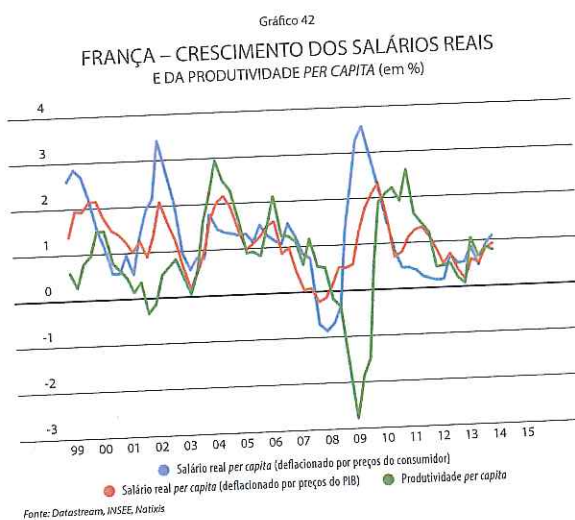
Como atrás caracterizámos, o problema económico europeu não reside na Alemanha, e não pode ser só resolvido pela Alemanha, atendendo ao seu peso relativo, importante mas não determinante, no conjunto da economia europeia. Os factores de estrangulamento da dinâmica de crescimento da economia europeia localizam-se, antes, na França e na Itália.

A França, ao contrário do que se propala, não vive em austeridade:

- A despesa pública continua elevada, (57,2% do PIB em 2013, contra 56,4% do PIB em 2010) e com um défice público em 2014 de 4,3% do PIB e com um output gap de 3,4% (gráficos 40 e 41), o défice estrutural de França em 2014 será da ordem dos 2,6% do PIB, o que é elevado.
- Os salários reais aumentam em França acima da produtividade (gráfico 42 e 43).

- As taxas de juro são baixas como já caracterizámos, mas não induzem investimento empresarial ou das famílias.

A ausência do crescimento em França tem origem não na austeridade inexistente mas noutras causas, que já apontámos, em particular: o desendividamento do sector privado; problemas do lado da oferta (*supply-side*) nos sectores da indústria e da construção; e falta de vontade política para reformas estruturais de qualidade para a melhoria da competitividade empresarial (por exemplo, redução da carga fiscal ligada à redução da despesa pública, flexibilização do funcionamento dos mercados de trabalho e dos produtos e serviços, intensificação da concorrência, etc.).



As mesmas conclusões aplicam-se a Itália.

Tanto a França como a Itália necessitam de implementação das reformas económicas profundas há muito adiadas. Acontece que a implementação de reformas estruturais normalmente tem implicações negativas no curto prazo, pelo que são evitadas pelo poder político, mas são fundamentais para o aumento do potencial de crescimento a médio e longo prazo.

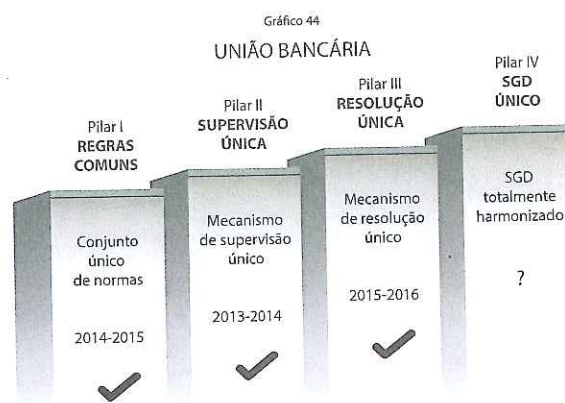
Saberão esses países assumir e criar as condições políticas internas necessárias? É esta a grande questão europeia. Não a posição da Alemanha quanto à política orçamental da UE.

O BCE, depois de algumas hesitações, com o comando de Mário Draghi, tem vindo a cumprir a sua missão. Mário Draghi recentemente chamou a atenção que havia alguma margem para a utilização da política orçamental como instrumento para relançamento económico, sem se descurar o ritmo das reformas estruturais. O que tem sido interpretado por alguns como uma viragem no sentido da defesa de menos austeridade. É evidente que não há contradição: o BCE sempre defendeu, e bem, que os países com margem orçamental devem seguir políticas orçamentais menos restritivas, o que ajudaria na evolução da procura agregada a nível europeu. Estava a falar naturalmente para a Alemanha e outros países com margem orçamental, com saldos orçamentais primários consistentemente positivos e com a dívida pública controlada. Mas seguramente que não estava a falar para a França, para a Itália, ou para os países periféricos, com níveis de despesa pública, de défice e de dívida pública exagerados. Em 2008, o BCE e a União Europeia, no auge da crise, fizeram uma recomendação semelhante, o que estimulou, por má interpretação política, medidas orçamentais expansionistas nalguns países sem condições para tal, como Portugal, o que só agravou o problema da sustentabilidade das contas públicas. Esta deficiente percepção não se pode repetir

em Portugal e noutros países. Foi um erro grave de política económica em 2008-2010.

Quanto à política monetária e bancária conduzida pelo BCE, parece-nos desejável uma política de quantitative easing (compra de activos) mas não nos moldes da do FED. Os estímulos monetários exagerados correm o risco de provocar “bolhas” nos mercados (de acções, imobiliário), as quais, se provocam um efeito-riqueza positivo no curto prazo, geram problemas sérios no médio prazo. Daí que se justifique uma política de *quantitative easing* que seja desenhada em moldes que beneficiem o financiamento da economia real, das empresas, nomeadamente das PME, do investimento produtivo, e não do investimento especulativo, e para que a inflação aumente para o objectivo de 2%, contrariando o risco de deflação, como aconteceu no Japão.

É igualmente importante que seja acelerada a execução dos passos previstos para a União Bancária (gráfico 44).



IMPLEMENTAÇÃO DE UM QUADRO SUPRANACIONAL SÓLIDO

Fonte: BBVA, Research Março 2014

É inquestionável que a política europeia precisa de novos impulsos, mas a taxa de crescimento nos próximos anos e o caminho para uma retoma económica sustentada dependerão mais do sucesso das políticas económicas estruturais nacionais viradas para o *supply side*, ou seja, para a melhoria da produtividade e da competitividade.