

Crescimento Económico e Financiamento da Economia Portuguesa

João Leão¹, Ana Martins², João Gonçalves

1. Introdução

O processo de adesão ao euro conduziu a uma redução acentuada das taxas de juro e a um forte aumento da concessão de crédito. Entre 1990 e 2000 as taxas de juro diminuíram 7.p.p e o *stock* de crédito concedido às famílias e às empresas aumentou 134%.

A redução das taxas de juro e a forte expansão do crédito, associado às expectativas muito positivas verificadas na altura, contribuíram para o crescimento muito acentuado da procura interna, nomeadamente do consumo e do investimento. Entre 1996 e 2000, a procura interna cresceu em média 5,5% por ano em termos reais. A dinâmica do mercado interno contribuiu para o forte crescimento do PIB e do emprego, mas por outro lado conduziu a um aumento das importações de cerca de 10% por ano. A evolução das importações explicou parte do agravamento rápido do défice externo verificado durante esse período. O défice externo aumentou de forma bastante rápida, de 2,2% em 1996 para 9% do PIB em 2000.

O acumular de défices externos próximo dos 10% do PIB entre 2000 e 2010 conduziu a um grande aumento do endividamento externo da economia portuguesa, tendo a posição do endividamento internacional passado de -40% em 2000 para -107% do PIB em 2010. A economia portuguesa encontrava-se assim demasiado vulnerável e dependente do financiamento externo quando começou a crise mundial em 2008 e mais tarde a crise das dívidas soberanas da zona euro em 2010.

Na sequência da crise mundial e em particular da fragmentação financeira da zona euro a partir de 2010, as condições de financiamento das empresas e família portuguesas deterioraram-se acentuadamente. As taxas de juro médias e os *spreads* enfrentados pelas empresas portuguesas aumentaram de forma muito acentuada em 2011 e 2012, tornando-se cerca de 3,5 p.p. superiores às taxas de juro enfrentadas pelas empresas francesas ou alemãs e 2 p.p. acima das taxas de juro suportadas pelas empresas espanholas italiana e irlandesas.

Apesar da política monetária acomodatória implementada pelo BCE, com taxas de juro em níveis historicamente baixos, tal não se refletiu nas taxas de juro enfrentadas pelas empresas do sul da Europa e, em particular, de Portugal. Com efeito, de acordo com Al-Eyd e Berkmen (2013), a transmissão da política monetária do BCE para Portugal foi praticamente inexistente. Draghi (2014) refere que a política monetária, em termos práticos, acabou por ser restritiva na Europa do sul devido à fragmentação financeira da zona euro.

A fragmentação financeira da zona euro, não permitiu que a política monetária atuasse em Portugal de forma anti-cíclica, como seria ideal num contexto de crise e de forte contenção orçamental. Como refere Draghi (2014) “apesar das taxas de juro de referência muito baixas, o custo do capital aumentou nos países em crise, o que significou que na prática a política monetária e fiscal se tornaram mais restritivas em simultâneo.”

Entre 2011 e 2013, no quadro do Programa de Ajustamento Portugal implementou um exigente plano de consolidação orçamental que teria naturalmente um impacto recessivo sobre a economia. No entanto, as condições de financiamento muito restritivas acabaram por agravar a recessão.

¹ ISCTE – Instituto Superior das Ciências do Trabalho e da Empresa; GEE – Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia.

² GEE – Gabinete de Estratégia e Estudos do Ministério da Economia.

Nos próximos anos, as dificuldades de financiamento das empresas e das famílias e o seu alto nível de endividamento poderão constituir um importante fator limitativo do crescimento da economia portuguesa no quadro da segmentação financeira da Zona Euro.

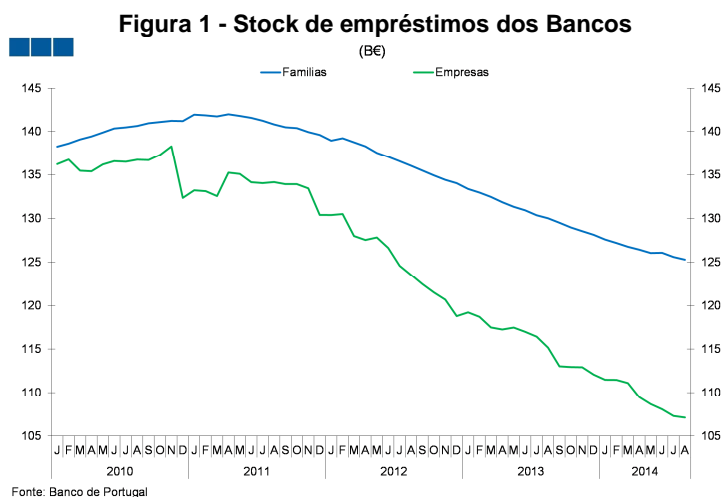
Esta análise tem como finalidade realizar uma breve sistematização de um conjunto de indicadores relevantes para a compreensão da evolução das condições de financiamento da economia portuguesa e do seu impacto sobre o investimento e o crescimento entre 2010 e 2014.

2. Evolução do Crédito das Empresas Portuguesas

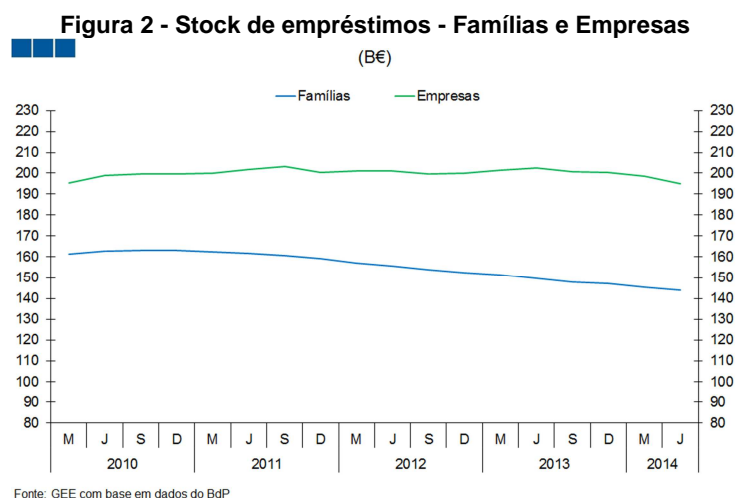
Redução do crédito às empresas

Na sequência das dívidas soberana e da fragmentação financeira da zona euro o crédito bancário as empresas e às famílias contraiu-se de forma muito acentuada entre 2010 e 2014.

O crédito dos bancos às empresas diminuiu 22,5% (31,2B€) desde o pico atingido em novembro de 2010. O *stock* de empréstimos às empresas contraiu-se 8,9% em 2012, 5,6% em 2013 e 7% em 2014 (até agosto).



No entanto é importante realçar que o *stock* de empréstimos totais das empresas³ (que inclui crédito bancário e não bancário) diminui de forma menos acentuada, tendo-se verificada uma redução 4,0% (8,2B€) desde o pico em setembro de 2011 (figura 2).



³ Dívida financeira bruta – títulos de dívida e empréstimos de curto e longo prazo)

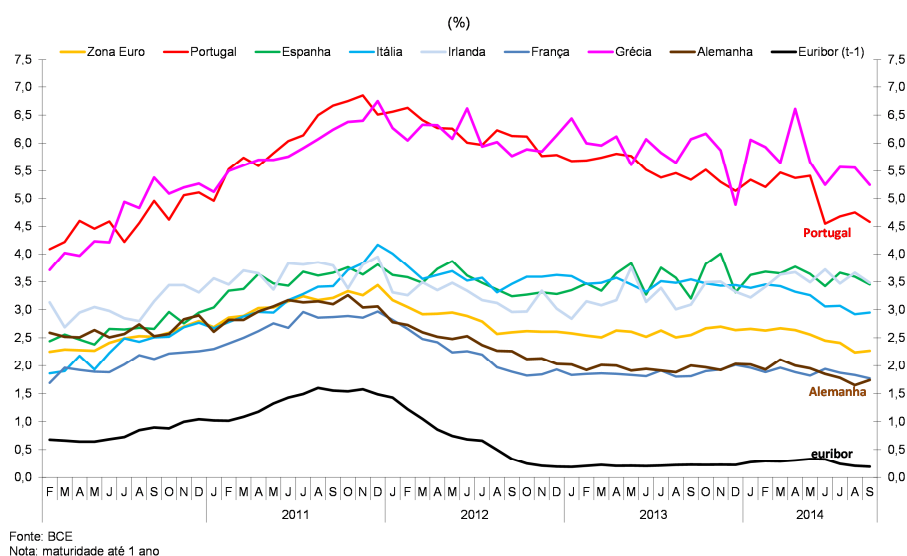
A contração muito superior no *stock* de crédito bancário relativamente à observada na dívida financeira bruta das empresas indicia que as empresas estão a recorrer a outras formas de financiamento para suprir as suas necessidades, em alternativa ao setor bancário em clara desalavancagem. Seria importante analisar com maior profundidade as fontes alternativas de financiamento, sendo certo que em particular entre 2011 e 2013 não tiveram possibilidade de recorrer ao mercado de capitais, devido às dificuldades de financiamento do país.

Taxas de juro e *spreads* do crédito bancário às empresas

Os *spreads* das taxas de juro dos novos empréstimos às empresas portuguesas aumentaram de forma muito significativa entre 2010 e 2013. Por esse motivo, as empresas portuguesas defrontaram-se com taxas de juro bastante superiores às dos seus concorrentes europeus, o que teve naturalmente um impacto negativo no investimento e na competitividade.

Portugal e a Grécia têm as mais altas taxas de juros dos novos empréstimos a empresas em comparação com vários países da Zona Euro. A taxa de juro média em Portugal em 2013 foi 5,5%, enquanto em Espanha e na Alemanha em 2013 foi de 3,5% e 1,9%, respetivamente. Refira-se que mesmo nos outros países que enfrentaram fortes dificuldades de financiamento e problemas no seu sistema financeiro (como a Irlanda, Espanha e Itália) as taxas de juros dos empréstimos às empresas são significativamente mais baixas e próximas das praticadas em França e na Alemanha (Figura 3).

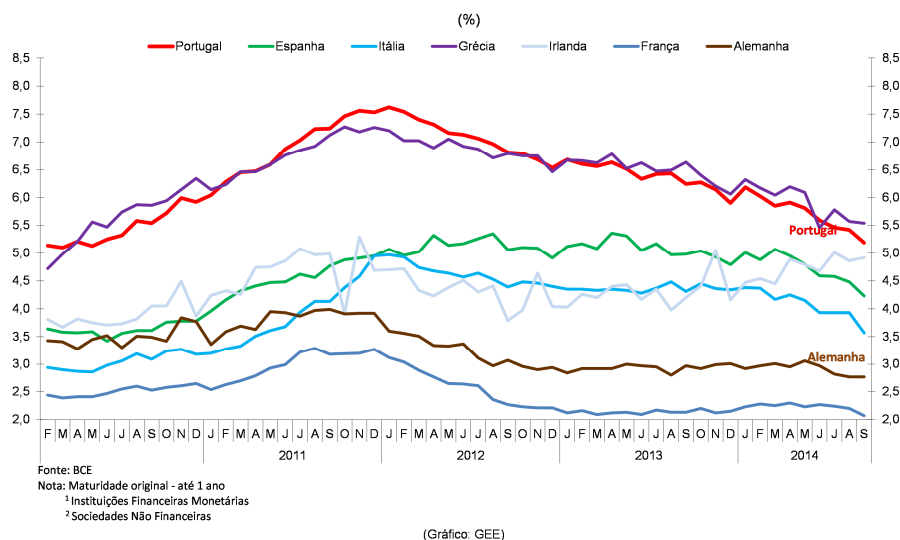
Figura 3 – Taxas de juro de Novos Empréstimos dos Bancos às Empresas – Total



Taxas de juros do crédito por dimensão do empréstimo

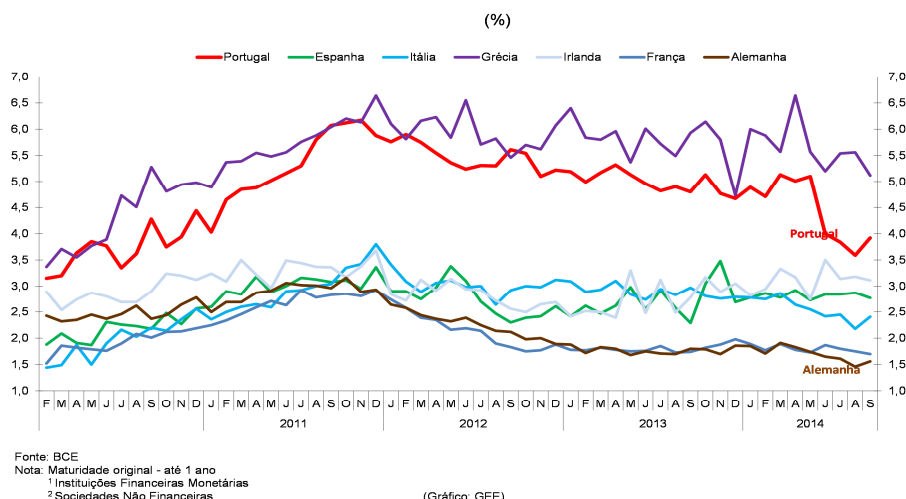
O BCE apenas disponibiliza informação sobre taxas de juros do crédito por dimensão dos empréstimos e não por dimensão da empresa. No entanto, os créditos de menor dimensão são tendencialmente dirigidos às PME. Como seria de esperar as taxas de juros e *spreads* dos empréstimos de menor dimensão, inferiores a 1M €, são significativamente superiores aos associados a empréstimos de maior dimensão. Refira-se que em Portugal as taxas de juros associadas a créditos de menor dimensão são as mais altas da zona euro, logo a seguir às verificadas na Grécia (Figura 4).

Figura 4 – Taxas de juro de novos empréstimos às empresas - até 1M€



Nos empréstimos de maior dimensão, acima de 1M €, as taxas de juro em Portugal (Figura 5), são significativamente inferiores, embora continuem a ser das mais elevadas da zona euro logo a seguir à Grécia.

Figura 5 – Taxas de juro de novos empréstimos a empresas - acima de 1M€



3. Procura e Oferta de Crédito

A contração significativa do crédito bancário entre 2011 e 2014 pode resultar da redução quer da oferta de crédito por parte do sistema financeiro quer da redução da procura de crédito por parte das empresas. De seguida, apresentamos um conjunto de indicadores que sugerem que se terá verificado uma redução simultânea da procura e da oferta de crédito.

Existe evidência significativa de que ocorreu uma forte contração das condições de oferta de crédito no sul da zona euro, neste período, particularmente em 2011 e 2012, como aliás refere Draghi (2014). Existe já uma extensa literatura científica internacional⁴ que documenta as dificuldades de financiamento dos países do sul da Europa, e em particular de Portugal, em resultado da fragmentação da zona euro. De acordo com o relatório do FMI (2013) sobre o programa de ajustamento em Portugal “existe evidência que o custo do crédito, incluindo em empresas de sectores exportadores, mantém-se muito alto. As taxas de

⁴ Ver por exemplo ECB (2013) e Al-Eyd e Berkmen (2013).

juro nos novos créditos às empresas estão bastante acima das praticadas nas outras empresas da zona euro, mesmo em empresas com balanços equivalentes”. Com refere Draghi (2014), presidente do BCE: “estimativas do gap de crédito nos países em crise...sugerem que as condições de oferta de crédito estão a exercer um significativo efeito negativo na atividade económica.”.

A melhoria muito significativa das *yields* da dívida soberana portuguesa desde 2013 deverá contribuir para a melhoria das condições de financiamento do sector financeiro e dessa forma para a melhoria do crédito às empresas. No entanto, chama-se a atenção que essa transmissão não deverá ser imediata nem automática, como o próprio FMI (2013) reconhece.

No relatório do FMI da 7.ª avaliação do PAEF de Portugal (junho de 2013) refere-se que o lucro e o balanço dos bancos continuava sob pressão, resultando em condições de crédito difíceis para as pequenas empresas. Assim, o acesso ao crédito para o segmento de PME mais endividado permanecia altamente restrito.

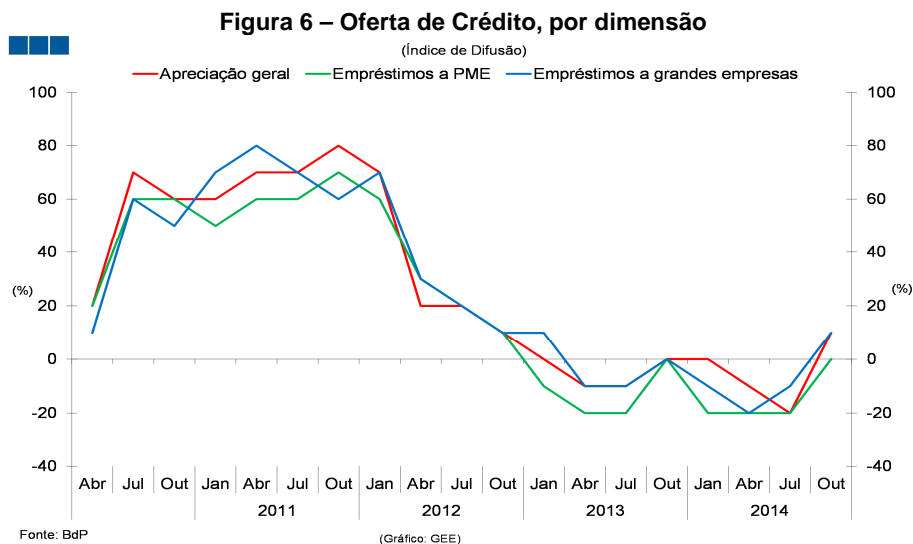
O FMI reconhecia que em termos agregados, o crédito continuava a contrair, refletindo a desalavancagem em curso feita pelos bancos e empresas, particularmente em setores em contração como construção. Mas registava que existiam evidências de que o custo do crédito, inclusive para as empresas exportadoras, continuava a ser muito elevado. “As Taxas de juro de novos empréstimos às empresas estão bem acima dos seus pares na zona euro, mesmo para empresas com equilíbrio comparável”, referia, apontando os *spreads* da dívida soberana ainda elevados bem como fracas condições domésticas e fraca rentabilidade dos bancos como estando na raiz das altas taxas de juro de empréstimo em Portugal e, de forma geral, na segmentação de crédito da periferia da zona euro.

Uma evidência de restrição da oferta é fornecida pelo índice de difusão do Inquérito aos Bancos sobre o Mercado de Crédito (BdP) que tem por base os principais cinco bancos portugueses. Valores acima de zero significam um aumento da restritividade das aprovações de crédito por parte dos bancos⁵ (figura 6).

A figura seguinte mostra que, de acordo com o inquérito aos bancos, a restritividade da oferta de crédito aumentou de forma muito acentuada ente meados de 2010 e 2012, tendo começado a estabilizar a partir de 2013. Os resultados do inquérito mostram que o aumento da restritividade conduziu a um aumento dos *spreads* das taxas de juro e a um aumento da exigência de outras condições contratuais.

No entanto, mais recentemente, a partir de 2013 e 2014, existe evidência de uma ligeira diminuição da restritividade no que diz respeito aos empréstimos às PME. Apesar da melhoria gradual recente, os dados sugerem que a restritividade da oferta de crédito ainda é bastante elevada.

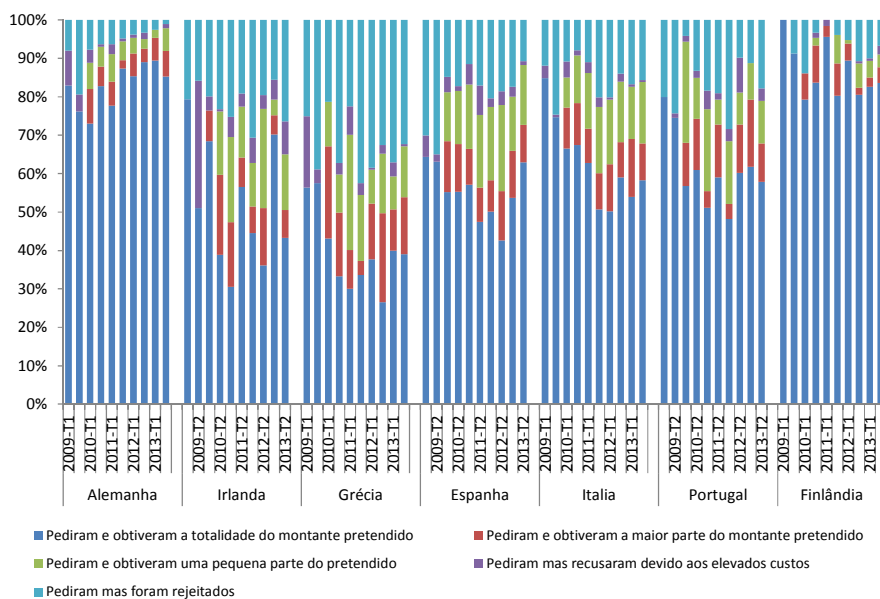
⁵ Nota Técnica: o índice de difusão é calculado com utilização de uma escala que possibilita a agregação das respostas individuais, segundo a intensidade e sentido da resposta, a qual assume valores entre -1 e 1, correspondendo o valor 0 à situação “sem alterações”. Nas questões referentes à oferta, valores inferiores a 0 indicam critérios menos restritivos ou um impacto dos fatores no sentido de uma menor restritividade: o valor -0.5 corresponde a uma alteração “ligeira” (em termos de índice de difusão, tanto mais ligeira quanto mais próximo de 0 for o valor obtido), e o valor -1 a uma alteração considerável. Ao contrário, valores superiores a 0 indicam um aumento, quer da restritividade ao acesso a crédito bancário, quer das condições de risco dos mutuários: o valor 0.5 sinaliza alterações de intensidade ligeira, enquanto o valor 1 indica alterações consideráveis.



Adicionalmente, o aumento dos *spreads* das taxas de juro do crédito bancário sugere que a restritividade do crédito terá aumentado entre 2010 e o início de 2013. Com efeito, as taxas de juro do crédito representam o preço do crédito, sendo difícil explicar o aumento do preço apenas com base na redução da procura, que em princípio teria o efeito oposto sobre o preço do crédito. Importa, no entanto, notar que o risco do crédito também terá aumentado num contexto de crise, o que também terá contribuído para o aumento dos *spreads*.

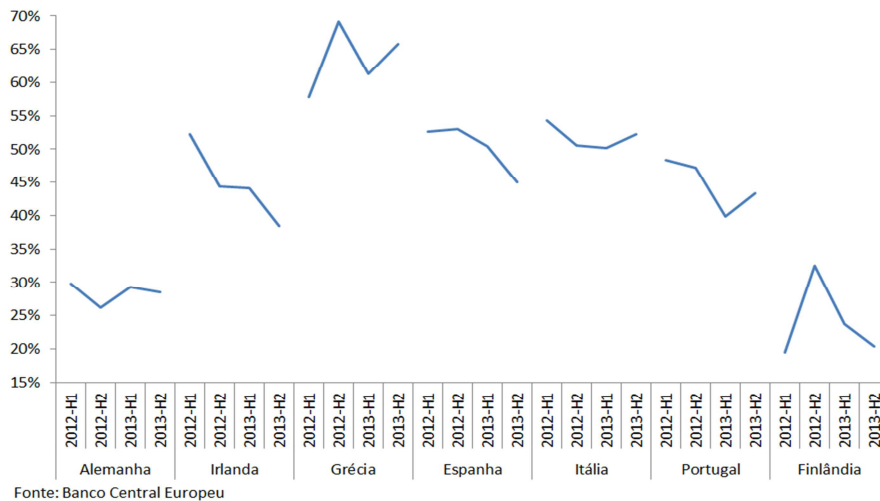
O *Survey on the access to finance of small and medium-sized enterprises* do BCE consiste num inquérito feito a um conjunto de empresas de todos os países da Zona Euro sobre as suas condições de financiamento. Neste inquérito **48% das empresas portuguesas responderam que não obtiveram a totalidade do montante de crédito pedido** no período entre 2010 e 2013 (seja porque obtiveram apenas uma parte do montante pretendido, seja porque recusaram devido aos elevados custos ou porque o pedido foi rejeitado). No âmbito da facilidade dos empréstimos bancários (Figura 7) é possível observar a discrepância entre Norte e Sul da Europa, com esta região a ter muito maior dificuldade de financiamento que Finlândia e Alemanha, por exemplo.

Figura 7 – Evolução das condições de financiamento das empresas em alguns países



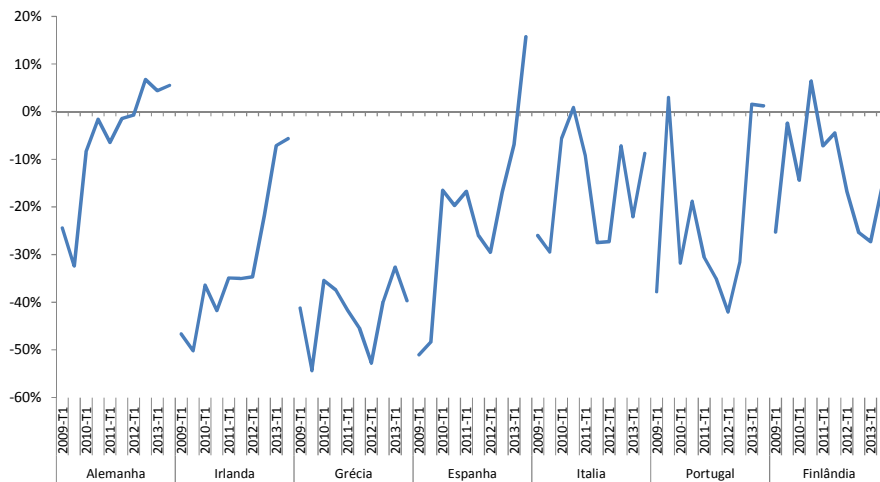
Quando questionadas sobre a dificuldade que têm em aceder ao crédito, no período analisado, em média **45% das PME portuguesas inquiridas assumem esta dificuldade como um forte problema na sua atividade** (figura 8). Além disso, 43% das PME portuguesas “enfrentavam uma grande dificuldade em obter acesso ao crédito a taxas suportáveis”.

Figura 8 - Dificuldade de acesso ao financiamento - percepção das empresas na Zona Euro



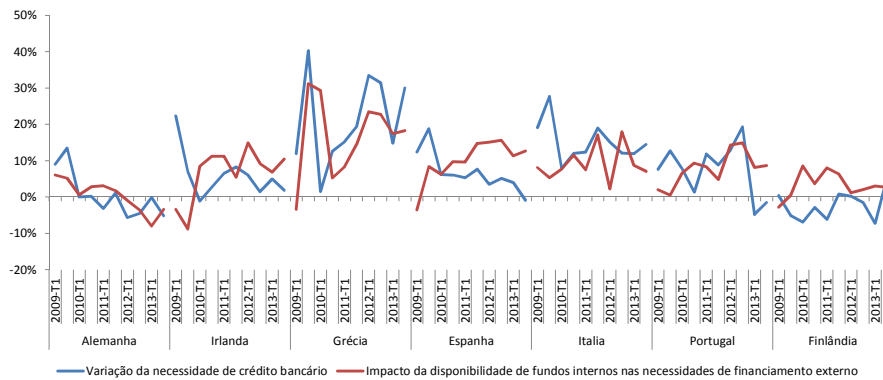
A percepção das PME inquiridas neste período foi de que existia cada vez menos crédito disponível em Portugal (excetuando o último semestre analisado - Figura 9).

Figura 9 - Evolução da disponibilidade de concessão de crédito em alguns países



No período analisado a necessidade de crédito bancário (procura de crédito) aumentou de forma moderada, excluindo este último semestre em que já se observa uma diminuição. Ou seja, pode observar-se, por comparação entre a figura 9 e a 10, que a oferta de crédito se restringia apesar de se verificar um ligeiro aumento da procura.

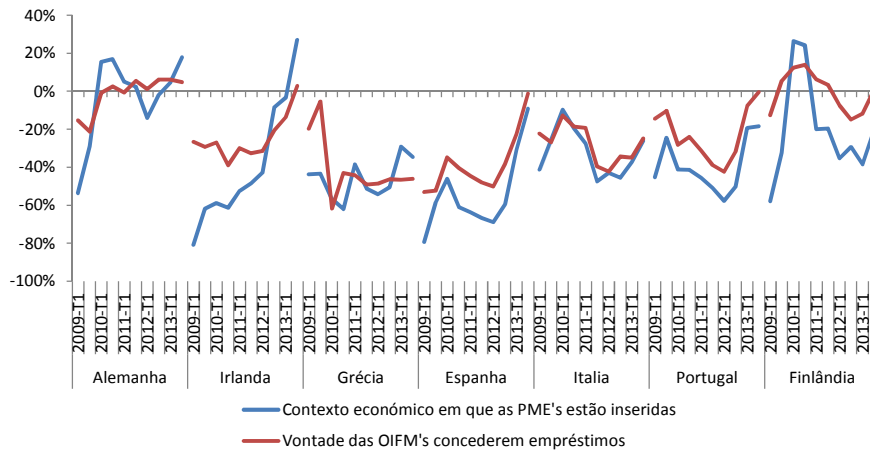
Figura 10 – Variação da necessidade de crédito bancário e impacto da disponibilidade de fundos internos nas necessidades de financiamento



Fonte: Banco Central Europeu: "ECB - Statistical data Warehouse"

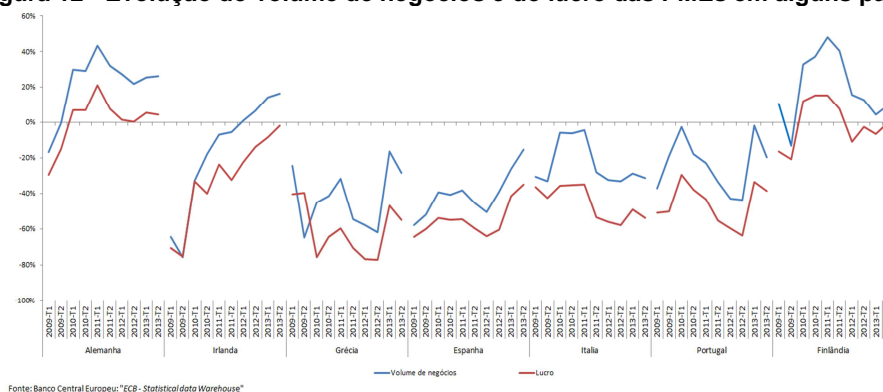
Quando questionadas sobre os **fatores que afetam a disponibilidade de crédito**, as empresas portuguesas indicam que o contexto económico tem um efeito negativo, embora mais recentemente e tenha verificado uma melhoria. Relativamente à vontade de concessão de crédito, as empresas consideram que a perspetiva geral é a de diminuição sistemática da vontade em conceder crédito por parte dos bancos até 2012. No entanto, reconhecem que houve uma melhoria recente na disponibilidade dos bancos em conceder crédito (Figura 11).

Figura 11 - Evolução do contexto económico e da vontade de concessão de crédito em alguns países

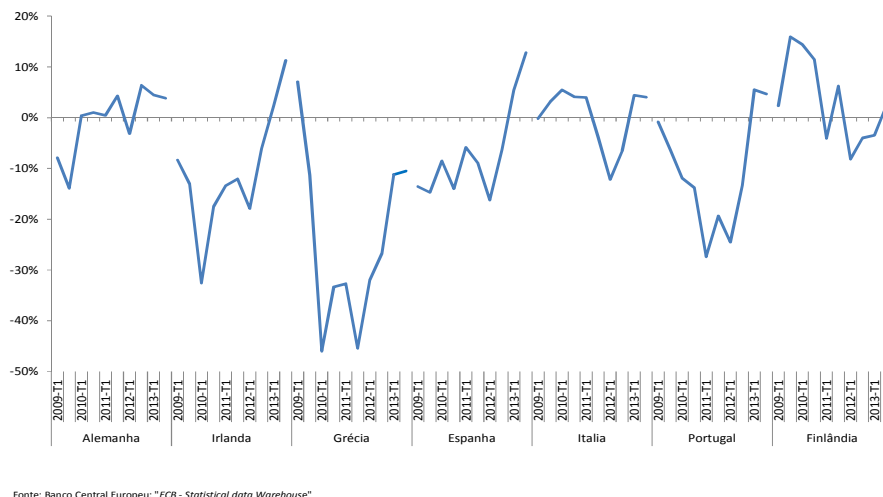


Fonte: Banco Central Europeu: "ECB - Statistical data Warehouse"

As causas para esta situação também passam pela evolução dos contextos financeiros das PME's (Figura 12) pois tanto os volumes de negócios como lucros deterioraram-se.

Figura 12 - Evolução do volume de negócios e do lucro das PME em alguns países

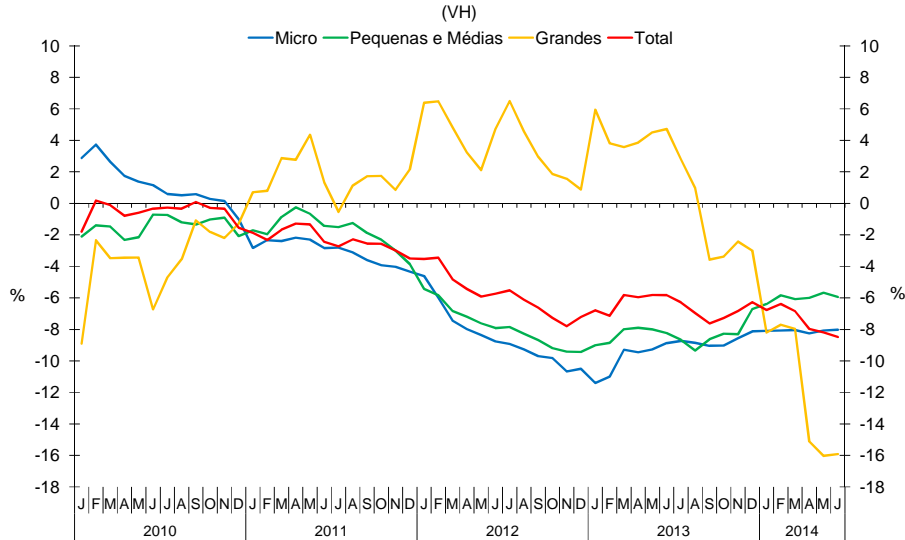
As expectativas sobre a disponibilidade de crédito bancário em Portugal tornaram-se recentemente mais otimistas (Figura 13). Desta forma dever-se-á esperar um impacto positivo na atividade das PME portuguesas, tendo em conta a importância do crédito bancário no seu financiamento e a importância das expectativas nas decisões de investimento.

Figura 13 - Evolução das expectativas das PME em função da disponibilidade de crédito bancário em alguns países

4. Crédito por Sector de Atividade e por Dimensão da Empresa

Entre 2011 e 2013, apesar da forte restritividade da oferta de crédito bancário, o crédito às grandes empresas aumentou. O que significa que a redução acentuada do crédito total durante este período se deveu a diminuição do crédito concedido às PME. Com o eclodir da crise das dívidas soberanas em 2011, as grandes empresas viram o seu acesso aos mercados capitais e em particular ao mercado obrigacionista, fortemente restringido. Por esse motivo, foram forçadas a substituir crédito obrigacionista por crédito bancário. Refira-se que a partir de 2013, com o regresso do acesso ao mercado de capitais por parte do Estado Português e das grandes empresas, este processo inverteu-se.

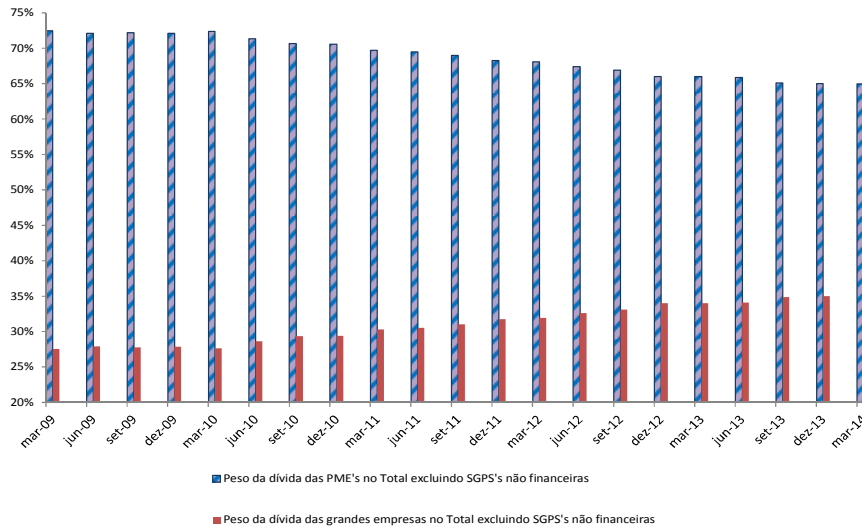
Figura 14 – Empréstimos às empresas, por dimensão



Fonte: BdP, CRC
 Nota: Apenas inclui crédito não titulado junto de instituições de crédito residentes

O crédito às PME tem sido particularmente afetado desde 2011. O financiamento das PME portuguesas depende mais de empréstimos bancários do que o das grandes empresas (Figura 15), que têm formas alternativas de financiamento. Neste sentido estão assim mais expostas às restrições ao crédito bancário.

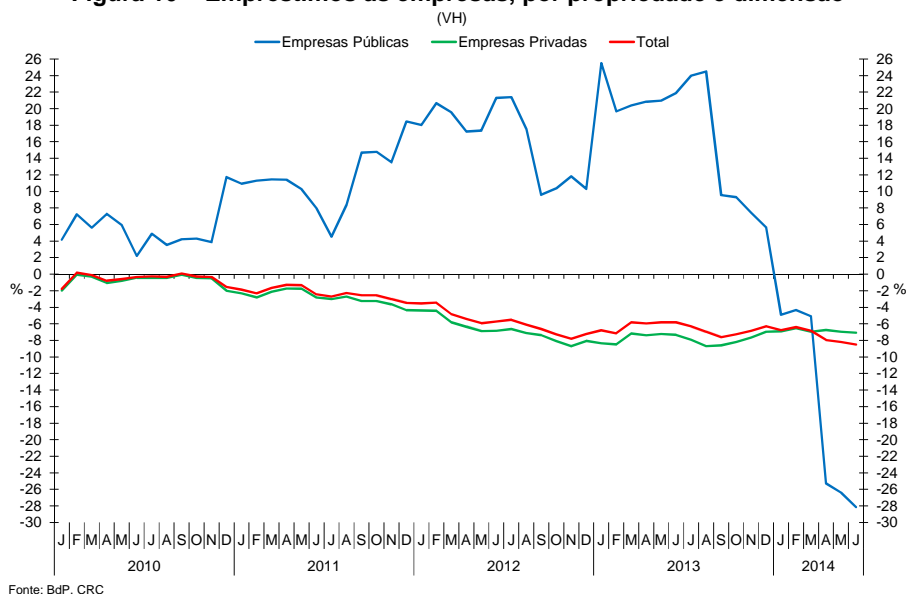
Figura 15 – Comparação do peso da dívida por dimensão das PME e grandes empresas nos últimos 5 anos



Fonte: BPStat - Banco de Portugal, Dívida do sector não financeiro

O peso da dívida das PMEs no total do endividamento empresarial privado no período analisado ultrapassa os 65%. No entanto, em 2014 atingiu o nível mais baixo do período analisado descendo abaixo deste limiar.

O Crédito bancário às empresas públicas aumentou muito entre 2010 e 2013, pelas mesmas razões que aumentou o crédito às grandes empresas. Nesse sentido, o aumento do crédito às empresas públicas acabou por ter um efeito *crowding out* do crédito das empresas PMEs privadas (figura 16). Desde o início de 2014 o crédito às empresas públicas tem diminuído fortemente pois conseguiram retomar formas de financiamento alternativas, nomeadamente recorrendo ao mercado obrigacionista.

Figura 16 – Empréstimos às empresas, por propriedade e dimensão

Adicionalmente, o crescimento do crédito às empresas exportadoras continuou a crescer (Quadro 1) durante este período embora a um ritmo relativamente baixo face às necessidades de investimento destas empresas em resultado do forte crescimento das exportações nos últimos anos.

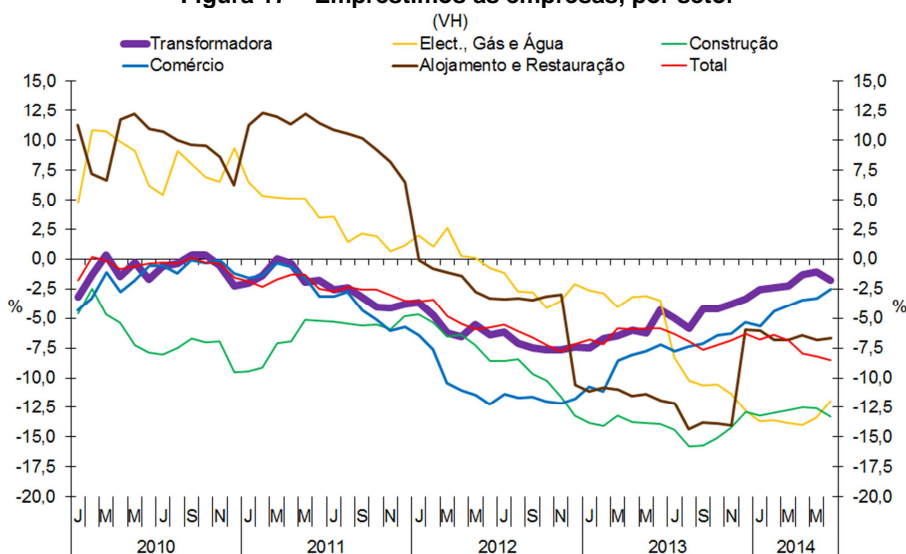
Quadro 1 – Crédito às empresas exportadoras

Empresas Exportadoras	Un	dez-12	ago-13	dez-13	jul-14	ago-14
	M€	13.817	14.173	14.235	15.059	14.934
	VH, %	4,6	0,7	3,0	4,1	5,4

Fonte: BdP

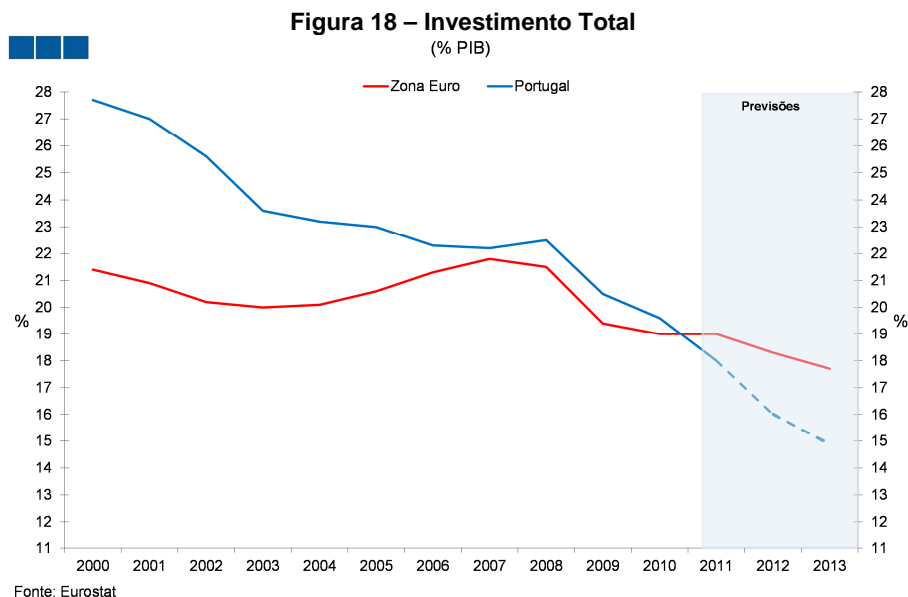
Nota: Empresas privadas exportadoras, definidas de acordo com os seguintes critérios a) pelo menos 50% do volume de negócios proveniente de exportações, ou b) pelo menos 10% do volume de negócios proveniente de exportações e o montante destas superior a 150 mil euros. Apenas as empresas que tenham satisfeito estes critérios nos últimos 3 anos; amostra com ênfase a empresas de grande dimensão

Entre 2010 e 2013, os setores mais afetados pela contração do *stock* de crédito foram os setores da construção, indústria transformadora e do comércio (figura 17). É principalmente preocupante a contração do crédito na indústria pois é um sector chave para o restabelecimento da competitividade e para impulsionar as exportações.

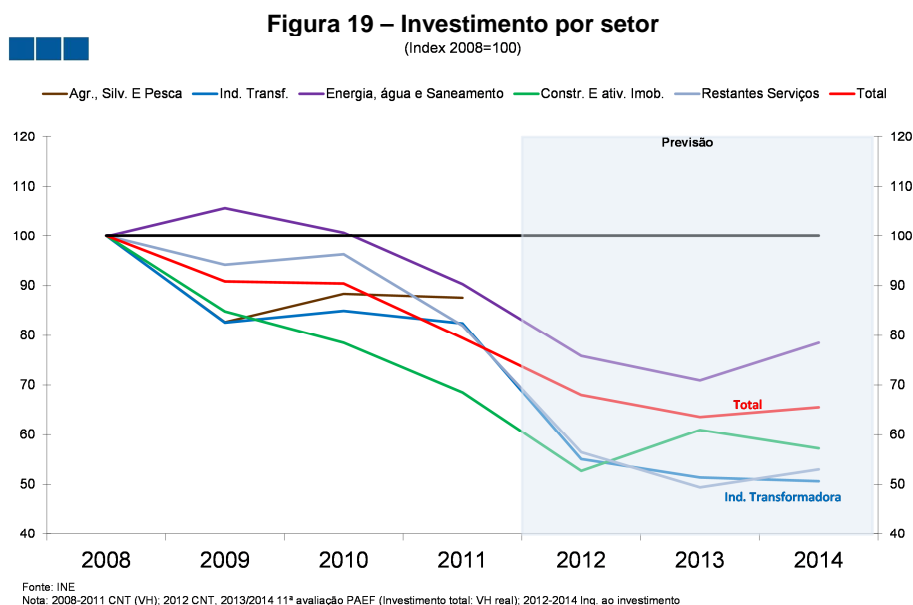
Figura 17 – Empréstimos às empresas, por setor

5. Crédito e Investimento

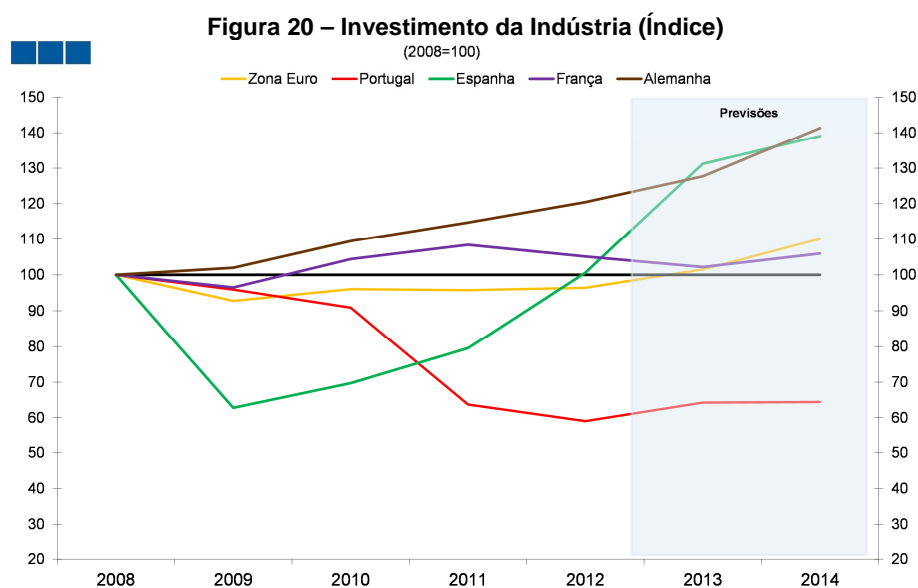
As condições de financiamento são uma variável fundamental nas decisões de investimento. A evidência sugere que as restrições de crédito estão a limitar a competitividade das empresas portuguesas e o investimento no setor dos bens transacionáveis. O investimento total diminuiu acentuadamente entre 2008 e 2013, tendo contraído cerca de 37%.



Mais preocupante é o facto de que o investimento empresarial na indústria, que é um setor com uma forte orientação para a exportação, ter diminuído acentuadamente entre 2008 e 2013 (de acordo com o último Inquérito ao Investimento empresarial do INE, de julho de 2014). O investimento na indústria deve cair em 2014 para cerca de 50% do valor nominal em 2008 (Figura 19).



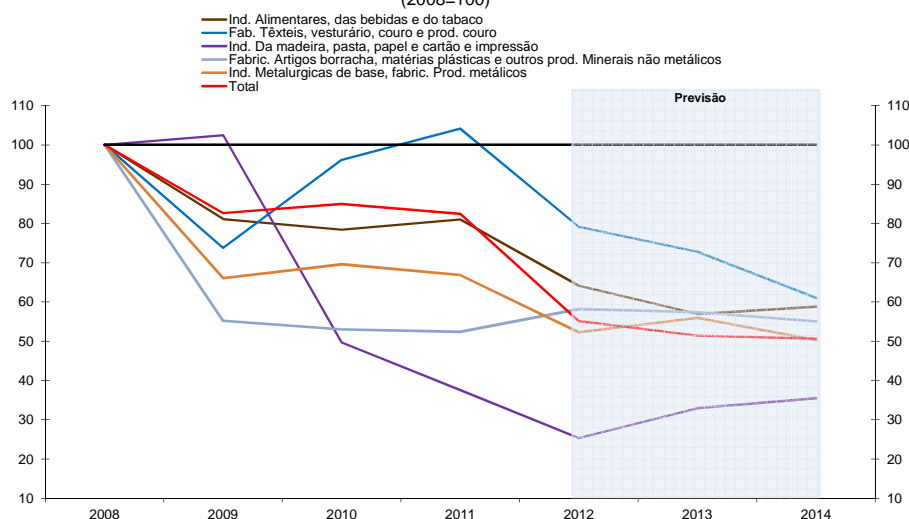
A partir de 2014, assiste-se a uma ligeira recuperação do investimento da indústria. No entanto, o investimento na indústria em Portugal deverá manter-se em níveis muito inferiores ao de 2008, ao contrário do investimento na Zona Euro (Figura 20).



Fonte: Eurostat - Inquérito ao Investimento

No setor da indústria transformadora o investimento diminuiu de forma muito acentuada em todos os principais ramos exportadores desde 2008 (Figura 21).

Figura 21 – Investimento: Principais ramos da indústria transformadora
(2008=100)



Fonte: INE
Nota: 2012-2014 Inquérito ao Investimento

6. O BCE e a Fragmentação Financeira da Zona Euro

Em 2014, o governador do Banco Central Europeu, Mário Draghi, anunciou um conjunto de medidas que visa reduzir a fragmentação financeira da zona euro e repor os canais de transmissão da política monetária por via de intervenção direta nos sectores com dificuldades de crédito. De forma a fazer chegar crédito às PME, o BCE adquire “asset-backed securities” (ABS) aos bancos. Os ABS são ativos financeiros constituídos em valores mobiliários, baseados em pacotes de empréstimos concedidos pelos bancos ao setor privado. Desta forma, o BCE aumenta o financiamento disponível para os bancos aliviando os seus rácios de capital e disponibilizando margem para a concessão de novos créditos, nomeadamente às PMEs.

Adicionalmente, o BCE lançou recentemente um novo programa de TLTRO (*Targeted Long-Term Refinancing Operations*). O TLTRO é um programa de empréstimos do BCE aos bancos de longa duração (4 anos), com um custo muito baixo, de forma a estimular a concessão de crédito por parte dos bancos.

Num discurso recente Mario Draghi⁶ abordou as dificuldades de financiamento da Zona Euro, chamando a atenção para o facto de 80% da intermediação financeira na Europa ocorrer através dos bancos, o que compara com apenas 50% nos EUA, sendo estes essenciais para o financiamento das PME, para a transmissão da política monetária e para a afetação de recursos na economia. Referia que “o projeto de união bancária não será suficiente para reparar os problemas da transmissão monetária”, e que os empréstimos bancários estão a ser travados pelo processo de desalavancagem em curso do sector bancário, que é uma consequência inevitável da recente bolha de crédito.

Mario Draghi defende que a política pública não controla a dimensão da desalavancagem, mas pode influenciar a sua forma contribuindo para que os bancos alienem ativos não desejados e para que estejam, assim, em posição de fornecer mais crédito.

Draghi alerta para o facto de ter que se evitar que as PMEs enfrentem obstáculos no acesso ao financiamento e que, por isso, as políticas se devem orientar também para o desenvolvimento do mercado de capitais como alternativa ao setor bancário. No entanto, reconhece que o desenvolvimento de um mercado de capitais na Europa está atrasado e é por essa razão que o BCE defende a reabilitação do mercado de ABS (“asset-backed securities”), surgindo como forma das PMEs acederem a mais financiamento e contribuindo para reparação dos canais de transmissão da política monetária.

Draghi reconhece ainda que, muitos países da Zona Euro, onde os bancos tiveram de diminuir os rácios entre empréstimos e depósitos, não têm conseguido transmitir o nível baixo das taxas de juro para os seus clientes. O BCE tem agido de forma agressiva cortando progressivamente as taxas (mesmo para níveis negativos) e garantindo que estas permanecerão em níveis baixos por muito tempo. Facilitou a transmissão destas pelos bancos, ampliando o leque de garantias elegíveis, estendendo o prazo de vencimento dos empréstimos até três anos e intervindo nos segmentos de mercado com mau funcionamento.

7. Conclusão

Esta análise tenta aferir a importância das restrições de financiamento das empresas portuguesas no crescimento da economia, concluindo que a dificuldade de acesso ao financiamento, no período 2010-2013, foi um dos principais entraves ao investimento e à competitividade das empresas portuguesas.

Um dos principais problemas foi a contração da oferta de crédito por parte do sistema financeiro português. Isto implica que empresas saudáveis, particularmente as PMEs, têm dificuldade de acesso ao crédito necessário e dessa forma têm dificuldade em financiar o investimento e o crescimento da sua atividade.

A fragmentação financeira da Zona Euro encontra-se no cerne da questão na medida em que dificulta o processo de transmissão da política monetária. Adicionalmente o alto nível de endividamento das empresas também dificulta a sua capacidade de investimento.

O BCE tem multiplicado medidas para contornar este problema e conseguir repor a transmissão da política monetária às economias da periferia por forma a relançar o crescimento económico da Zona Euro.

⁶ Discurso de dia 09/10/2014, Washington

Bibliografia

Ali Al-Eyd and S. Pelin Berkmen (2013), “Fragmentation and Monetary Policy in the Euro Area”, IMF Working Paper WP/13/208, October.

Draghi, M. (2014), “Euro area economic outlook, the ECB’s monetary policy and current policy challenges”, Statement by the President of the ECB, prepared for the 29th meeting of the International Monetary and Financial Committee, Washington D.C., 10 April 2014

Draghi, M. (2014), “Unemployment in the euro area”, Speech by the President of the ECB, Annual central bank symposium in Jackson Hole, 22 August.

ECB (2013), “Assessing the retail bank interest rate pass-through in the euro area at times of financial fragmentation”, ECB’s Monthly Bulletin, August.

ECB (2012), “Assessing the financing conditions of the Euro Area private sector during the sovereign debt crisis”, ECB’s Monthly Bulletin, August.

FMI (2013), “IMF Country Report No. 13/160 - Portugal Seventh Review Under the Extended Arrangement and Request for Modification of End-June Performance Criteria”