

1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

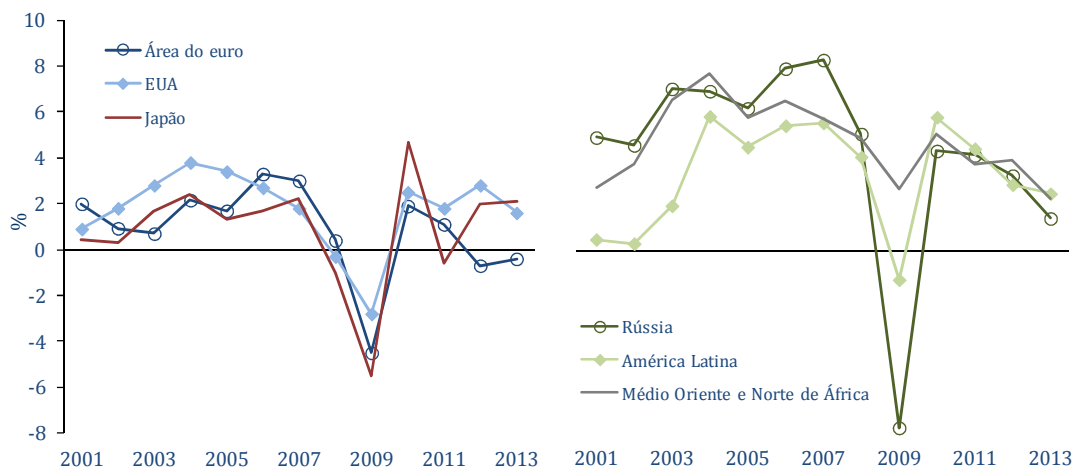
1.1. CONTEXTO MACROECONÓMICO INTERNACIONAL

O enquadramento internacional em 2013 foi marcado por uma recuperação gradual da atividade, com um crescimento mais expressivo na segunda metade do ano. Contudo, o ritmo de crescimento da economia global permaneceu abaixo do registado no período anterior à crise financeira e manifestou-se de forma heterogénea entre as regiões, com as economias avançadas a recuperarem algum ritmo de crescimento e as economias emergentes a abrandar. De acordo com as estimativas do Fundo Monetário Internacional (FMI), estima-se que o ritmo de crescimento da economia mundial tenha diminuído de 3,1% em 2012 para 3,0% em 2013.

Nos EUA, a atividade económica terá crescido 1,9% em 2013 (menos 0,9 pontos percentuais que no ano anterior) impulsionada pela recuperação do consumo privado que mais do que terá compensado o impacto negativo dos cortes da despesa pública que ocorreram no início do ano. No Japão, a atividade económica registou uma recuperação, com o produto a crescer 1,7%, mais 0,3 pontos percentuais que em 2012, em resultado da adoção de políticas orçamentais e monetárias expansionistas com vista a criar um contexto económico mais favorável ao crescimento e a colmatar as expectativas de deflação.

Na área do euro assistiu-se a uma contração de 0,4% (inferior em 0,3 pontos percentuais ao registado em 2012), justificada em grande medida pelo esforço de consolidação orçamental observado na maioria dos países membros e pelo aperto das condições de crédito sentidas na generalidade dos países periféricos.

Gráfico 1 - Crescimento real do produto



Fonte: Comissão Europeia e Fundo Monetário Internacional

Os países emergentes e em desenvolvimento, embora tenham revelado um abrandamento da atividade, especialmente no final do ano, continuam a ser responsáveis por grande parte do crescimento da economia mundial, antecipando-se um crescimento do produto de cerca de 4,7%.

No Brasil o crescimento do PIB fixou-se em 2,3%, um incremento de 1,3 pontos percentuais face a 2012, ao passo que na China o produto cresceu 7,7%, em linha com o crescimento verificado no ano anterior. As razões para o crescimento mais fraco nalgumas das economias emergentes e em desenvolvimento, nomeadamente na Rússia, América Latina, Médio Oriente e Norte de África, incluem restrições do lado da oferta, preços mais baixos das matérias-primas, menos apoios em termos de política orçamental e monetária e um mercado de crédito menos favorável.

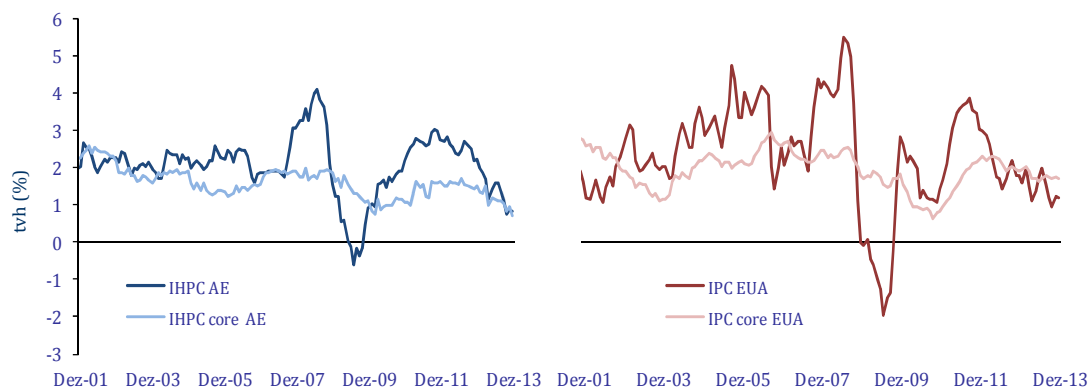
As principais instituições internacionais antevêm que 2014 seja um ano de consolidação do ciclo de recuperação da atividade económica, com as previsões mais recentes do FMI e da OCDE para a economia mundial a apontarem para uma taxa de crescimento em torno de 3,7%.

O FMI prevê que o crescimento global venha a ser dinamizado essencialmente pelos EUA, onde a atividade deverá ganhar um novo impulso num contexto de menor aperto orçamental e de manutenção de uma política monetária acomodatória, apesar da redução gradual dos estímulos monetários, antecipando-se uma aceleração do crescimento do PIB para 2,8% em 2014 e 3,0% em 2015. Relativamente à área do euro, as previsões apontam no sentido de uma inversão da tendência de contração da atividade, esperando-se um crescimento de 1,0% em 2014 e de 1,4% em 2015. A OCDE considera que a atividade económica deverá ser sustentada pela procura interna, que beneficiará da melhoria da confiança, dos efeitos favoráveis de uma política monetária acomodatória e de uma política orçamental menos restritiva. Contudo, as perspetivas de médio prazo poderão ser negativamente condicionadas pela necessidade de reestruturação adicional dos balanços dos setores público e privado nalguns países da área do euro, bem como pelo elevado nível de desemprego.

A modesta e desigual recuperação da economia global e as sucessivas revisões em baixa do crescimento levaram a um abrandamento da criação de emprego em 2013 na generalidade das regiões mundiais. Em 2013, o número de desempregados terá aumentado 4,9 milhões em todo o mundo. Na área do euro a taxa de desemprego voltou a subir em média, ao passar de 11,4 para 12,3% da população ativa, mas observou-se uma evolução muito díspar entre os vários estados membros, com alguma estabilização nos países do centro e em alguns periféricos (sobretudo Irlanda e Portugal na segunda metade do ano), acompanhada de sinais de deterioração nos restantes países periféricos. Nos EUA, a taxa de desemprego manteve uma trajetória de descida sustentada ao longo do ano, tendo-se fixado em 6,7% da população ativa em dezembro, o valor mais baixo desde outubro de 2008. Em termos médios anuais, a taxa de desemprego desceu de 8,1% da população ativa em 2012 para 7,4% em 2013.

No que diz respeito à evolução dos preços, o cenário foi de grande moderação na generalidade das economias avançadas, com particular destaque para a área do euro. As estimativas mais recentes apontam para que a inflação se tenha fixado em 0,8% em 2013 (2,2% em 2012) na área do euro, ao passo que nos EUA terá baixado de 1,8 para 1,2%. Para 2014 as perspetivas são de manutenção de um cenário de inflação inferior ao objetivo estabelecido pelo BCE.

Gráfico 2 - Evolução do nível geral de preços

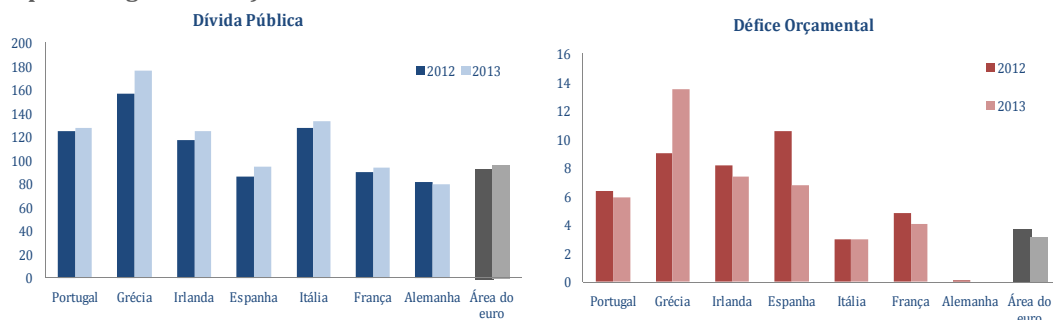


Fonte: Eurostat e Bureau of Labor Statistics

O processo de consolidação das finanças públicas, em curso desde 2010, tem contribuído para uma melhoria significativa da situação orçamental nos países da área do euro, com especial destaque para os que estão sob um programa de ajustamento, mas também nos EUA. De acordo com as estimativas da Comissão Europeia, o défice terá diminuído para 3,1% do PIB na área do euro (3,7% em 2012) e para 6,4% nos EUA (9,1% em 2012).

No entanto, os efeitos positivos no rácio da dívida pública no PIB ainda não se fizeram sentir em 2013, antecipando-se que este comece a estabilizar apenas a partir de 2014. Segundo a Comissão Europeia, o rácio da dívida pública no PIB terá atingido 95,7% na área do euro em 2013 (mais 3 pontos percentuais que em 2012).

Gráfico 3 – Dívida pública e défice orçamental em países selecionados da área do euro (em percentagem do PIB)



Fonte: Comissão Europeia

1.2. POLÍTICA MONETÁRIA E MERCADOS FINANCEIROS

Em 2013 a política monetária manteve um cariz expansionista a nível global, com o objetivo de sustentar a recuperação da atividade económica num contexto de baixas pressões inflacionistas. Com efeito, os principais bancos centrais mantiveram ou reduziram as suas taxas de referência para valores próximos de zero e recorreram a outras medidas alternativas de estímulo do crescimento da massa monetária.

A Reserva Federal e o Banco de Inglaterra mantiveram as suas taxas de referência em níveis excecionalmente baixos e mantiveram também os seus programas de compra de ativos, delineados para influenciar as taxas de juro de longo prazo. Por outro lado, ambos reforçaram a estratégia de comunicação da sua orientação futura para a política monetária, com o objetivo de ancorar as expectativas de mercado sobre a evolução futura das taxas de juro.

Contudo, o segundo semestre de 2013 ficará marcado por uma inversão da política monetária nos EUA, com o anúncio, em Maio, de uma possível redução do *quantitative easing*. Este anúncio teve um impacto assinalável nos mercados financeiros internacionais, em particular no mercado obrigacionista, com os juros dos títulos de dívida soberana a aumentarem de forma significativa nas maturidades mais longas.

Na última reunião de 2013, a Reserva Federal deu formalmente o primeiro passo no sentido da redução do programa de estímulos monetários, anunciando que a redução da injeção de liquidez se iniciaria no início de 2014. Esta decisão foi tomada na sequência da melhoria das perspetivas para o mercado de trabalho e dos progressos acumulados no emprego. Ainda assim, a *Fed* manteve a taxa dos *fed funds* no intervalo compreendido entre 0 e 0,25% e assegurou que iria conservar as taxas em níveis historicamente baixos pelo menos enquanto a taxa de desemprego permanecer acima de 6,5%.

Na área do euro, a política monetária continuou a apresentar uma orientação acomodatória, num contexto de fraqueza generalizada da economia real e da dinâmica monetária, tendo o BCE reduzido as taxas de referência em 50pb para 0,25% (o nível mais baixo de sempre) e anunciado a manutenção das operações de cedência de liquidez com taxa fixa e montante ilimitado por um período mais prolongado. Na sua última reunião de 2013, a 5 de dezembro, o BCE reafirmou a intenção de permanência das taxas de referência no nível atual, ou mesmo inferior, por um prazo alargado, baseada num cenário de inflação moderada no médio prazo. O presidente do BCE

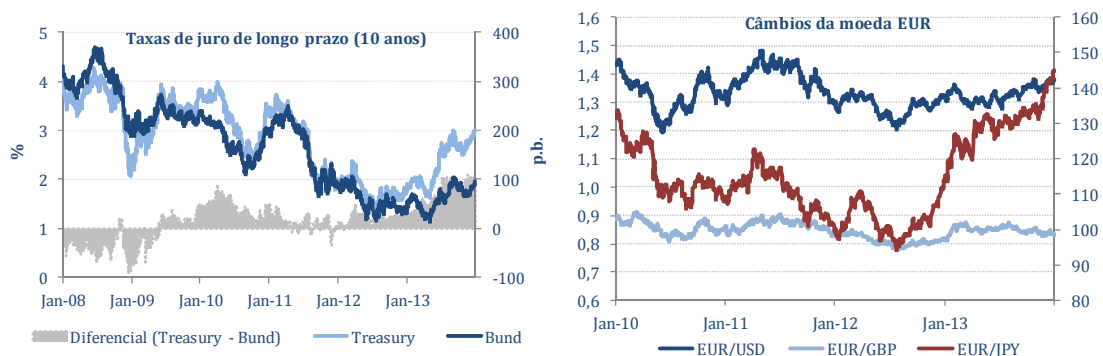
assumiu ainda a disponibilidade para adotar novas medidas, caso necessário, por forma de impulsionar o crescimento da massa monetária e estimular o consumo e o investimento.

Adicionalmente, no final de 2013 foi alcançado um compromisso relativamente à proposta de regulamento do Mecanismo Único de Resolução Bancária, que foi entretanto apresentada no Parlamento Europeu no início de 2014. Esta proposta de regulamento contempla três requisitos essenciais para uma resolução eficaz, nomeadamente um sistema único, uma autoridade única com poderes decisórios e um fundo único financiado *ex ante* pelo setor bancário. O BCE apoiou integralmente a criação do mecanismo único de resolução, sustentando que este reforçará a estabilidade na União Económica e Monetária e proporcionará um complemento necessário ao mecanismo único de supervisão. O BCE apoiou ainda a implementação antecipada do instrumento de resgate interno, que constitui um elemento essencial da diretiva relativa à resolução e recuperação dos bancos.

O comportamento das taxas Euribor no decorrer do ano 2013 foi de relativa estabilidade em torno dos valores baixos observados já no final de 2012, suportado sobretudo pela manutenção de uma política monetária acomodatória por parte do BCE. Em relação ao final de 2012 a Euribor a 3 meses subiu apenas 10 pontos base, tendo-se fixado em 0,29% no final de 2013.

No mercado obrigacionista assistiu-se inicialmente a uma descida das *yields* dos títulos de dívida de referência, cujo valor mínimo foi atingido em maio, aquando da redução da taxa de juro de referência para 0,5% por parte do BCE. A partir do final de maio, no entanto, verificou-se uma subida acentuada e geral das taxas de juro, relacionada com a sinalização por parte da *Fed* de que os estímulos monetários poderiam diminuir. Assim, na maturidade dos 10 anos, a taxa de juro do *Treasury* subiu de 1,8% no final de 2012, para 3,0% em dezembro de 2013 ao passo que na Alemanha a *yield* do *Bund* aumentou de 1,3% para 2,0%. Nos países periféricos, o mercado obrigacionista deu mostras de estabilização, principalmente na segunda metade do ano, com descidas graduais dos *spreads*.

Gráfico 4 - Evolução das taxas de rendibilidade de títulos de dívida pública na Alemanha e EUA e evolução das taxas de câmbio



Fonte: Bloomberg

No mercado cambial, observou-se uma ligeira depreciação do euro no primeiro trimestre, mas a partir de março/abril o euro voltou a apresentar uma tendência de apreciação, em conformidade com a estabilização dos mercados de dívida soberana. Assim, entre o final de 2012 e de 2013, o EUR/JPY registou uma variação de 26,5% na cotação e o EUR/USD apreciou 4,2%. Em relação à moeda inglesa, o euro manteve-se relativamente estável a partir do segundo trimestre de 2013 (apreciando-se 2,3% no total do ano).

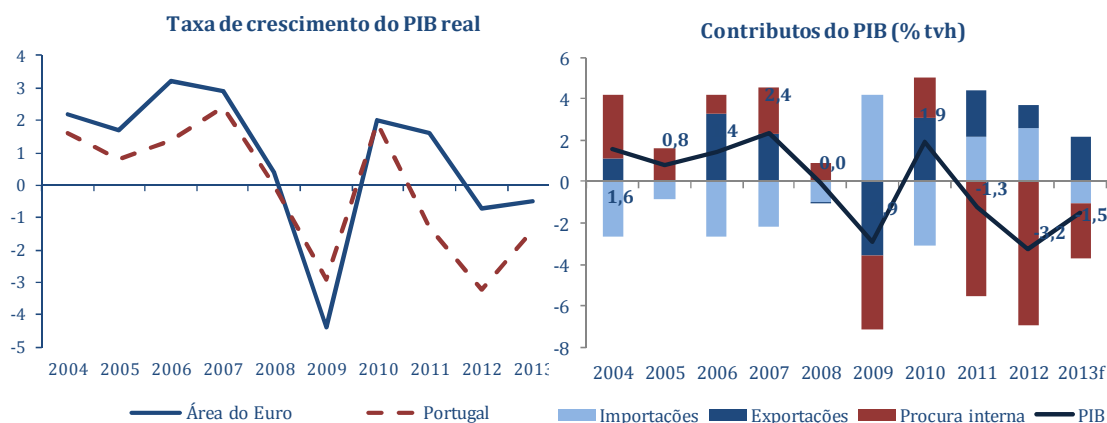
Desta forma, a moeda europeia registou uma apreciação de aproximadamente 10% face ao SDR, cabaz de moedas em que estão denominados os empréstimos do FMI, o que contribuiu para reduzir o *stock* de dívida valorizado em euros em cerca de EUR 963 milhões (ver secção 4.1).

1.3. ECONOMIA PORTUGUESA

Em Portugal o ano de 2013 continuou a ser marcado pelos efeitos do programa de ajustamento, verificando-se, no entanto, alguns sinais de recuperação da atividade económica desde o segundo trimestre. Com efeito, o PIB interrompeu uma série de 10 trimestres consecutivos de queda em cadeia nesse período, registando em seguida 3 trimestres de crescimento em cadeia positivo, com a taxa de variação homóloga a subir de um mínimo de -4,0% no primeiro trimestre, para 1,5% no quarto trimestre.

Em termos médios anuais o PIB contraiu 1,4%, ainda assim 1,8 pontos percentuais menos do que o observado em 2012. A contribuição da procura externa líquida foi menos expressiva (1,2 pontos percentuais, face a 3,7 em 2012), enquanto o contributo da procura doméstica, ainda que negativo, apresentou uma inversão da tendência de agravamento observada em anos anteriores (fixou-se em -2,6 pontos percentuais em 2013, face a -6,9 em 2012).

Gráfico 5 - Crescimento económico em Portugal

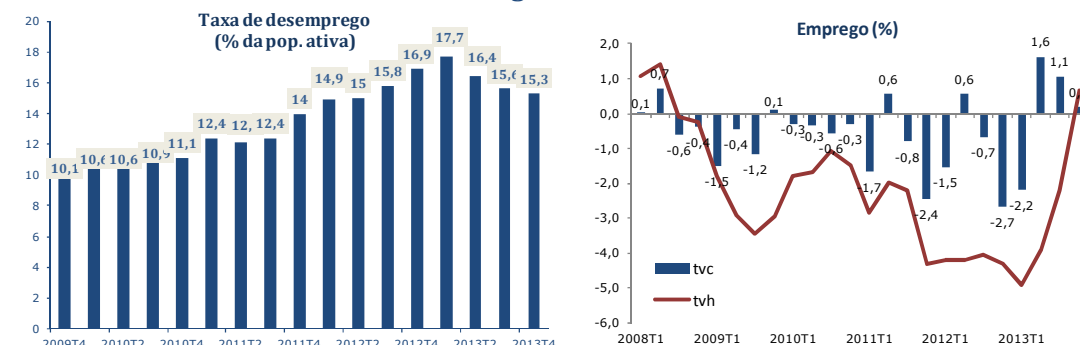


Fonte: Eurostat, INE e Ministério das Finanças

O mercado de trabalho deu também sinais de recuperação, com a taxa de desemprego a diminuir de forma consistente a partir do segundo trimestre, passando de 17,7% da população ativa no primeiro trimestre para 15,3% no quarto trimestre. Esta evolução foi em parte motivada por uma descida na taxa de participação, mas também por um aumento do emprego, que aumentou de forma sustentada desde o segundo trimestre, num total de 128,3 mil indivíduos.

Em termos médios anuais, no entanto, a taxa de desemprego atingiu o valor mais elevado em termos históricos, ao aumentar de 15,7% da população ativa em 2012 para 16,3% em 2013.

Gráfico 6 - Mercado de trabalho em Portugal



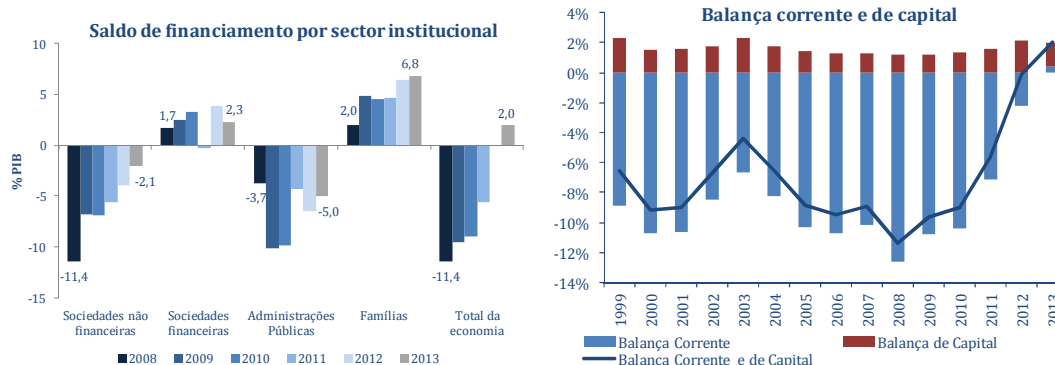
Fonte: INE

A queda da procura, embora menos acentuada que nos anos precedentes, levou a uma diminuição das pressões inflacionistas, principalmente no final de 2013, com a taxa de inflação

média anual medida pelo IHPC a reduzir-se de 2,8% em 2012 para 0,4% em 2013, um valor inferior ao observado na área do euro.

A capacidade de financiamento da economia continuou a registar uma evolução positiva, melhorando continuamente de uma necessidade de financiamento de 11,4% do PIB em 2008 para uma capacidade de financiamento de 2,0% do PIB em 2013, refletindo, em larga medida, a melhoria das exportações líquidas. Em termos reais, as exportações aumentaram 6,1%, o que mais do que compensou o aumento de 2,8% das importações.

Gráfico 7 – Contas externas em Portugal



Fonte: INE

Todos os setores institucionais da economia portuguesa evoluíram de acordo com o que seria expectável no contexto de um programa de ajustamento económico. No caso das famílias, a capacidade de financiamento fixou-se em 6,8% do PIB em 2013, face a 6,4% em 2012, o que se traduziu numa redução do *stock* de dívida das famílias de 100,6% do PIB no final de 2012, para 95,6% no final de 2013. A taxa de poupança das famílias manteve a trajetória ascendente iniciada em 2008, estabilizando no final de 2013 e situando-se em níveis historicamente elevados (12,6% em 2013 face a um mínimo de 7% em 2007). O rendimento disponível, apesar de ter apresentado um aumento no primeiro trimestre do ano, diminuiu nos dois trimestres seguintes, enquanto o consumo manteve a tendência de queda, ainda que progressivamente menos intensa.

O saldo de financiamento das sociedades não financeiras registou também alguma melhoria em 2013 ao fixar-se em -2,1% do PIB, face a -4,0% em 2012, o que contribuiu para uma redução do *stock* de dívida total (de 186,1% do PIB no final de 2012 para 183,6% em 2013), com a redução do *stock* de dívida de pequenas e médias empresas a compensar o ligeiro aumento que ainda se verificou no endividamento das grandes empresas.

A capacidade de financiamento das sociedades financeiras foi de 2,3% do PIB em 2013, uma redução de 1,6 pontos percentuais face ao valor registado em 2012. Apesar desta redução, as sociedades financeiras continuaram o processo de desalavancagem, reduzindo o rácio de empréstimos para depósitos para menos de 120% e aumentando o *Core Tier 1* para cerca de 12%.

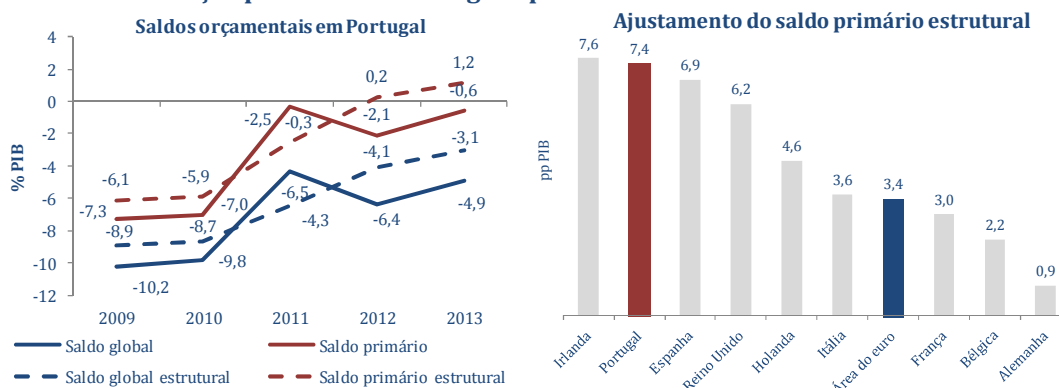
A necessidade de financiamento das Administrações Públicas voltou a diminuir, ao passar de 6,4% em 2012 para 4,9% do PIB em 2013, refletindo a estratégia de consolidação orçamental acordada no âmbito do PAEF.

Excluindo fatores temporários, o défice global reduziu-se de forma consistente ao longo dos últimos anos, de um mínimo de 10,2% do PIB em 2009 para uma estimativa de 5,3% em 2013 (abaixo do limite de 5,5% fixado no âmbito das avaliações regulares do PAEF). No entanto, o défice orçamental aprovado pelas autoridades estatísticas para efeitos do Procedimento dos Défices Excessivos (PDE) teve uma evolução mais irregular, decorrente de operações de cariz temporário, em particular em 2011, ano em que a transferência dos fundos de pensões da banca reduziu o défice de forma extraordinária em cerca de 3,5 pontos percentuais do PIB. Em 2013, registaram-se operações de cariz temporário que afetaram tanto a receita como a despesa,

destacando-se em particular a regularização de dívidas fiscais, que reduziu o défice em cerca de 0,8 pontos percentuais do PIB, e a recapitalização do BANIF, que teve um impacto desfavorável de aproximadamente 0,4 pontos percentuais.

Entre 2010 e 2013, o défice primário estrutural reduziu-se mais de 7 pontos percentuais do PIB, estimando-se que tenha alcançado um saldo positivo de 1,2% do PIB potencial em 2013.

Gráfico 8 – Finanças públicas em Portugal e países selecionados da área do euro



Fonte: Comissão Europeia

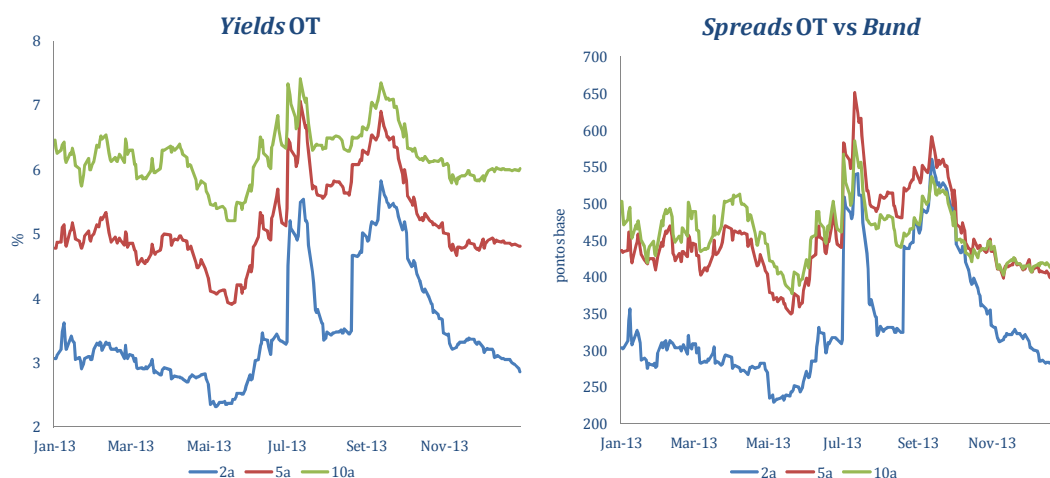
Em 2013, a dívida bruta das Administrações Públicas manteve uma trajetória de subida, estimando-se que tenha atingido 129,0% do PIB no final do ano, o que compara com 124,1% em 2012. Deve salientar-se, no entanto, que este aumento da dívida bruta é em parte justificado por uma melhoria das condições de financiamento, o que levou a uma posição mais favorável do saldo de disponibilidades de Tesouraria, não colocando por isso em causa a sustentabilidade das finanças públicas. Estima-se que o rácio da dívida sobre o PIB tenha atingido o seu pico em 2013, antecipando-se para os próximos anos uma diminuição gradual.

1.4. MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA

O mercado de dívida pública, em 2013, ficou marcado por três períodos distintos: i) o primeiro semestre em que as taxas das OT foram diminuindo e a liquidez aumentando, com uma gradual diminuição de volatilidade em mercado secundário, resultado da estabilização económica; ii) o período do verão, em que houve uma deterioração da situação política e incerteza em torno do *tapering* por parte da *Fed*, em que tanto as taxas como a volatilidade das OT subiram acentuadamente; iii) e um terceiro momento que volta a ser de descida e normalização das taxas das OT, resultado de uma clarificação política, revisões positivas da troika (onde membros da área do euro declaram estar prontos para apoiar Portugal no regresso pleno ao mercado de capitais, desde que o empenho na implementação do programa continuasse), dados económicos e das contas públicas mais positivos e a melhoria da situação a nível europeu e dos restantes países periféricos.

Ao longo do ano surgiram alguns momentos de tensão em torno das decisões negativas do Tribunal Constitucional, contudo no final do ano as mesmas já não surtiram impacto de maior no mercado uma vez que todas as medidas que foram recusadas foram substituídas por alternativas financeiramente equivalentes.

Gráfico 9 – Evolução das taxas de juro das OT em mercado secundário



Fonte: Bloomberg

Mais concretamente, na primeira metade do ano, o mercado de dívida pública das economias da área do euro iniciou 2013 com uma tendência positiva em muito motivada pela procura de rendibilidades atrativas por parte de investidores que pretendiam aplicar a liquidez disponível nos seus *portfolios*. Em virtude dessa conjuntura favorável no mercado de dívida, vários soberanos europeus usaram a janela de oportunidade para realizar emissões sindicadas durante os primeiros meses do ano, nomeadamente, Itália e Espanha emitiram um novo *benchmark*, respetivamente, a 15 anos e 10 anos, e Irlanda realizou uma reabertura da sua obrigação com maturidade a 5 anos em janeiro e um novo *benchmark* a 10 anos em Março. Concomitantemente, também Portugal seguiu uma estratégia proactiva realizando um *tap* do *benchmark* a 5 anos, dando assim um importante passo na estratégia de regresso ao mercado de médio e longo prazo. Portugal colocou em prática a estratégia de financiamento que o IGCP havia anunciado no Programa de Financiamento para 2013 onde era referido que havendo condições de mercado e procura por títulos de dívida pública portuguesa seria explorada a emissão em mercado primário de OT.

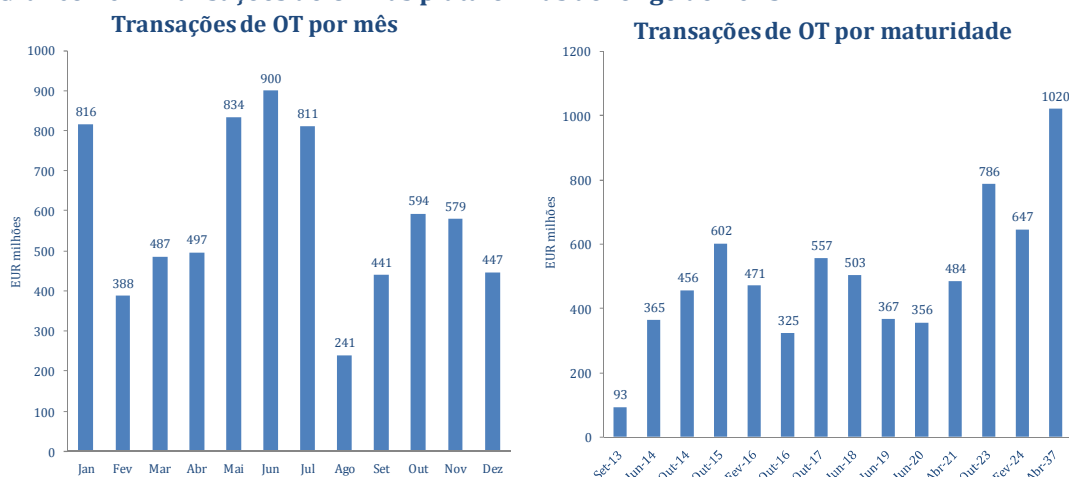
Já no segundo período, no mês de julho, como já foi referido, houve incerteza política que se traduziu num aumento do nível das taxas e de movimentos diários mais acentuados originando um aumento de volatilidade. Durante este mês as taxas aumentaram significativamente, mas iniciaram a tendência de descida assim que a nova estrutura governativa se tornou clara. No mês de agosto, as *yields* regressaram aos níveis pré-crise política, e foi um mês particularmente estável devido a procura consistente de investidores. No dia 22 do mesmo mês, houve mudanças de *benchmark* no prazo a dois e cinco anos. Já o mês de setembro, foi marcado pela antecipação da oitava e nona revisões da *troika*. Durante este mês houve algum alargamento das *yields* das OT juntamente com aumento de volatilidade. Com a publicação do resultado da revisão da *troika*, a boa performance das OT regressou e as taxas voltaram a baixar para os níveis do início de setembro.

O último trimestre foi marcado por bom desempenho das OT, pois as *yields* baixaram significativamente, resultado da revisão da *troika* do mês de setembro e melhoria de dados macroeconómicos relativos à economia portuguesa. Em dezembro, no dia 3, Portugal trocou EUR 6.642 milhões de OT com maturidade em 2014 e 2015 (OT 4,75% 16 Jun 2014, OT 3,6% 15 Out 2014 e OT 3,35% 15 Out 2015) por OT com maturidade em 2017 e 2018 (OT 4,35% 16 Out 2017 e OT 4,45% 15 Jun 2018). A notícia da operação de troca de dívida foi bem recebida pelo mercado, sobretudo por se revelar num montante francamente acima do esperado (o mercado descontava uma participação de montante idêntico ao da oferta de troca realizada em outubro de 2012 a rondar os EUR 3,7 mil milhões, e o IGCP tinha identificado uma participação potencial de cerca de EUR 4 mil milhões), o que permitiu aliviar consideravelmente as necessidades de financiamento para 2014 e 2015. No entanto o impacto da transação, nas taxas das OT em mercado secundário, foi reduzido dado que muitos investidores institucionais já

estavam a fechar os seus balanços de 2013, não querendo tomar novas posições até início do ano seguinte. Para além da operação de troca, no dia 19, o Tribunal Constitucional determinou inconstitucional a “lei da convergência de pensões”, uma medida com impacto previsto de EUR 380 milhões na consolidação orçamental em 2014. Esta decisão não gerou volatilidade nem subida de taxas das OT.

A evolução do *spread* vs Alemanha das taxas das OT teve ao longo do ano uma tendência descendente, excluindo o período de verão, originada pelas razões acima descritas. No final de 2013, no título a dois anos o *spread* vs Alemanha ficou pelos 260 pontos, no título a cinco anos ficou no 370 pontos e no título a dez anos nos 400 pontos (ver gráfico 9).

Gráfico 10 – Transações de OT nas plataformas ao longo de 2013

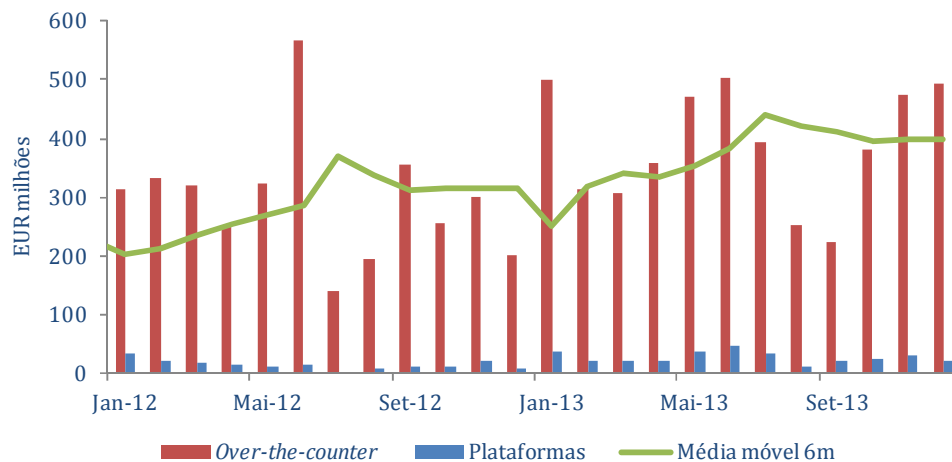


Fonte: eSpeed BGC, BrokerTec e MTS

O gráfico acima apresenta o volume de OT transacionado nas plataformas durante o ano de 2013. Como se pode observar, o montante transacionado aumentou nos períodos de maior volatilidade como é o caso dos meses de junho e julho. Nos meses de janeiro e maio, o aumento das transações é explicado por operações em mercado primário, em janeiro o *tap* dos cinco anos e em maio o lançamento da OT com maturidade em 2024.

Em relação ao montante transacionado por OT em 2013, o gráfico mostra que as OT com maturidades mais longas foram as mais transacionadas ao longo do ano, em virtude de uma crescente confiança no processo de ajustamento da economia portuguesa. A OT mais transacionada foi o título com maturidade em 2037 com EUR 1.030 milhões seguida pelas OT com maturidade em 2023 e 2024 com EUR 786 milhões e EUR 647 milhões transacionados, respetivamente.

Gráfico 11 – Transações médias diárias de OT

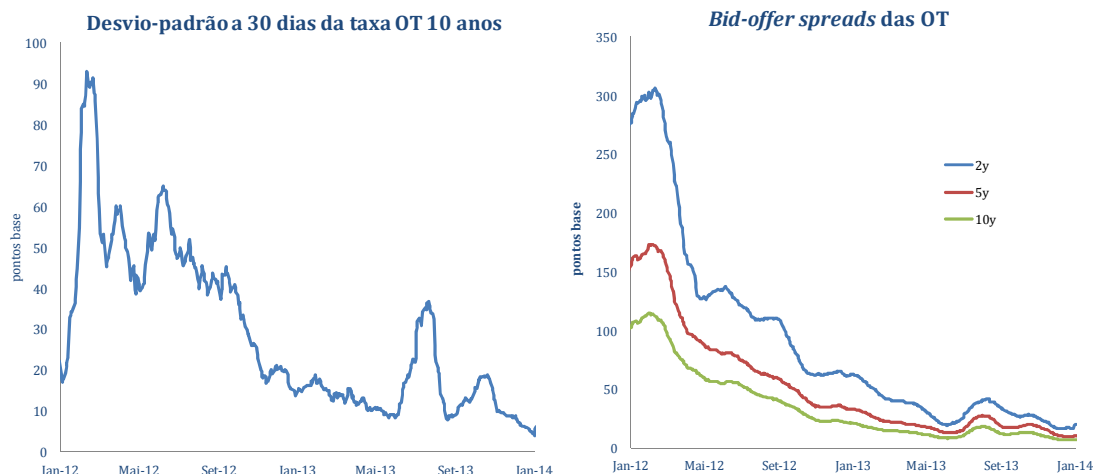


Fonte: eSpeed BGC, BrokerTec, MTS e IGCP

No gráfico acima podemos observar que o volume de transações nas plataformas corresponde apenas a uma pequena parcela das transações totais. Podemos ainda observar que a média de transações diárias totais dos últimos seis meses tem vindo a aumentar evidenciando mais uma vez o regresso gradual dos investidores ao mercado de dívida pública Portuguesa.

O desvio-padrão a trinta dias da taxa da OT a 10 anos tem sucessivamente vindo a diminuir (ver gráfico 12), o que revela uma normalização das condições de mercado e é resultado da melhoria da perspetiva em torno da economia portuguesa e do processo de ajustamento português. Esta normalização e diminuição de volatilidade permitirá que investidores e bancos venham a aceitar níveis de taxas de juros mais baixas.

Gráfico 12 – Indicadores de volatilidade no mercado secundário de OT



Média móvel dos últimos 30 dias.

Fonte: Bloomberg e IGCP

Em relação à evolução dos *bid-offer spreads* é notória a evolução positiva ao longo dos últimos dois anos, tendo os mesmos diminuído de mais de 100 pontos base no início de 2012 para menos de 15 pontos base no final de 2013. A diminuição dos *bid-offer spreads* é em parte resultado da diminuição significativa da volatilidade das *yields* das OT.