
1. ECONOMIA E MERCADOS FINANCEIROS

1.1. CONTEXTO MACROECONÓMICO INTERNACIONAL

Ao longo de 2014 voltou a verificar-se uma recuperação gradual e heterogénea da atividade, condicionada pelos elevados *stocks* de dívida pública e privada nas economias avançadas. As estimativas mais recentes do FMI apontam para um crescimento da economia mundial de 3,4% em 2014, em linha com o observado no ano anterior.

Nos EUA, o crescimento médio do PIB situou-se em 2,4%, 0,2pp acima de 2013. A contração verificada no início do ano (que se deveu principalmente a fatores pontuais, como um Inverno rigoroso, correção de inventários e o efeito de base do elevado crescimento das exportações no final de 2013) deu lugar a uma forte recuperação da procura interna e a uma diminuição sustentada do desemprego, suportadas por uma política monetária acomodatória e, na segunda metade do ano, pela redução do preço do petróleo.

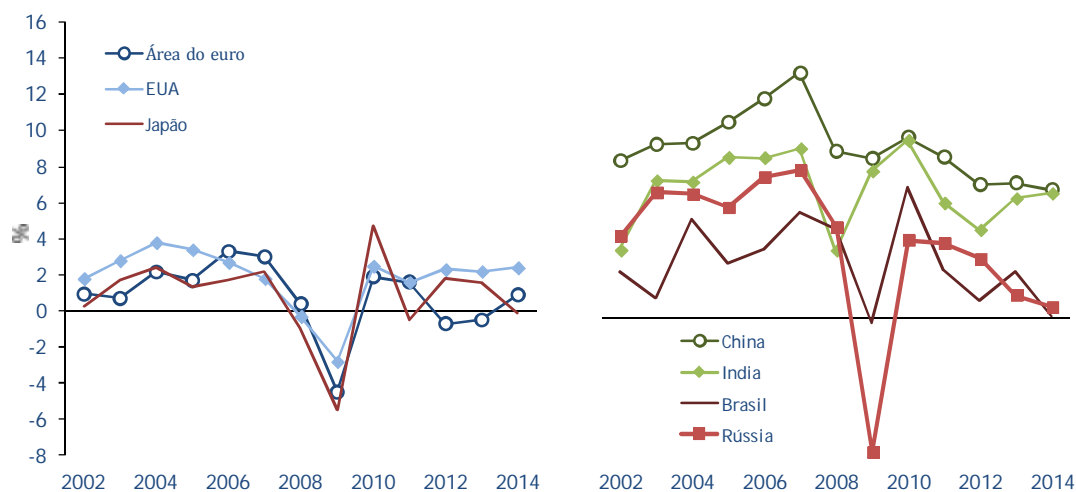
Na área do euro, a evolução da atividade económica foi limitada pelo fraco investimento e pelas baixas expectativas de inflação. Em sentido contrário, o consumo privado constituiu-se como o principal motor da atividade, beneficiando da recuperação do rendimento disponível e de alguma melhoria do mercado de trabalho. Assim, depois de 2 anos de recessão, verificou-se um crescimento positivo de 0,9% em 2014 (-0,5% em 2013), que reflete uma recuperação relativamente forte das economias periféricas e da Alemanha (1,6%), a par de um crescimento fraco em França (0,4%) e ainda recessão em Itália (-0,4%).

No Japão, pelo contrário, a procura interna não acelerou como seria de esperar (em resposta ao estímulo do investimento em infraestruturas) e a economia entrou em recessão técnica no terceiro trimestre, tendo mesmo registado um decréscimo médio de 0,1% ao longo do ano (que compara com um crescimento de 1,6% em 2013).

Os países emergentes e em desenvolvimento, embora tenham revelado um abrandamento da atividade e um decréscimo do PIB potencial, continuam a ser responsáveis por grande parte do crescimento da economia mundial, estimando-se um crescimento do produto de 4,6% de acordo com o FMI (menos 0,4pp que no ano precedente).

A economia brasileira caracterizou-se por um forte abrandamento da atividade, com uma contração do PIB nos dois primeiros trimestres do ano, e um crescimento médio anual de apenas 0,1% (2,7% em 2013). Na China, em resposta ao fraco crescimento no início do ano, foram implementadas medidas de fomento do consumo e investimento, que no entanto voltou a desacelerar no final do ano. A fraca procura interna foi, ainda assim, mitigada pelo aumento das exportações, estimando-se um crescimento da economia de 7,4% para 2014 (menos 0,4pp face a 2013). Destaque ainda para o abrandamento da economia russa (de 1,3% em 2013 para 0,6% em 2014), tendência que se deverá agravar em 2015, em consequência das tensões geopolíticas e consequente saída de capitais com efeito adverso na atividade económica. Na Índia, em contrapartida, assistiu-se a uma aceleração do ritmo de crescimento da atividade económica, com o crescimento do PIB a apresentar um incremento de 0,8pp, para 5,8%.

Gráfico 1 – Crescimento real do produto

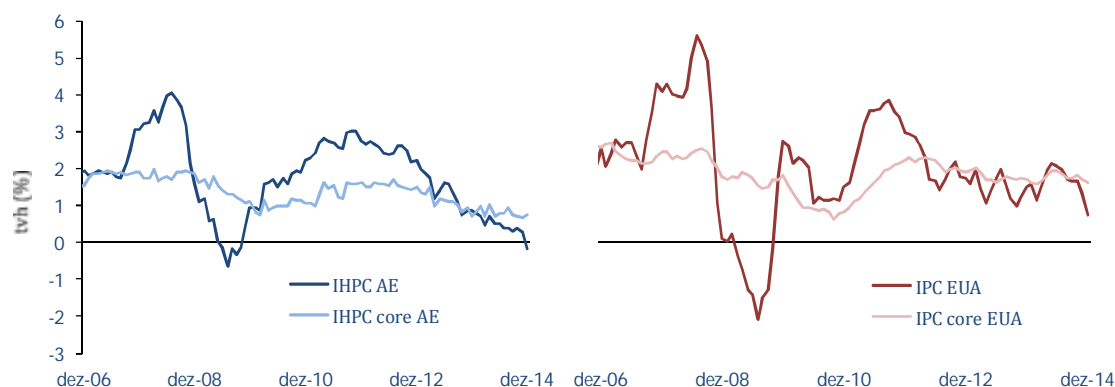


Fonte: CE e FMI

A recuperação, ainda que gradual, da atividade tem permitido alguma melhoria do mercado de trabalho. Nos EUA, as estimativas apontam para uma redução da taxa de desemprego de 7,4% da população ativa em 2013 para 6,2% em 2014, com a economia a criar novos postos de trabalho a um ritmo idêntico ao registado em ciclos de expansão anteriores. Na área do euro, a taxa de desemprego inverteu a trajetória ascendente em que se encontrava desde 2008, mantendo-se, no entanto, em níveis historicamente elevados (diminuiu de 12% em 2013 para 11,6% em 2014). Esta estimativa continua a esconder realidades muito díspares entre os vários estados membros, com a taxa de desemprego a manter-se em níveis muito elevados nos países periféricos (apesar de apresentar uma redução na maioria dos casos), enquanto nos países do centro da Europa o desemprego se manteve relativamente estável em níveis mais reduzidos, sobretudo na Alemanha. Dois grupos que se apresentam em situação mais delicada são os jovens desempregados, cuja taxa de desemprego permanece em níveis historicamente elevados, e os desempregados de longa duração, cujo número tem aumentado progressivamente desde o início da crise em 2008.

A inflação manteve-se reduzida nas economias avançadas. Na área do euro, o crescimento abaixo do potencial, a fragmentação financeira e difícil acesso ao crédito, e ainda a redução dos preços dos bens energéticos na segunda metade do ano contribuíram para uma redução gradual da inflação homóloga ao longo de 2014, com a inflação média a fixar-se em 0,4% (face a 1,3% em 2013). Nos EUA, não obstante a redução significativa observada no último trimestre (decorrente sobretudo da descida do preço do petróleo), a inflação média anual em 2014 acabou por se fixar em 1,3%, o mesmo valor de 2013.

Gráfico 2 – Evolução do nível geral de preços

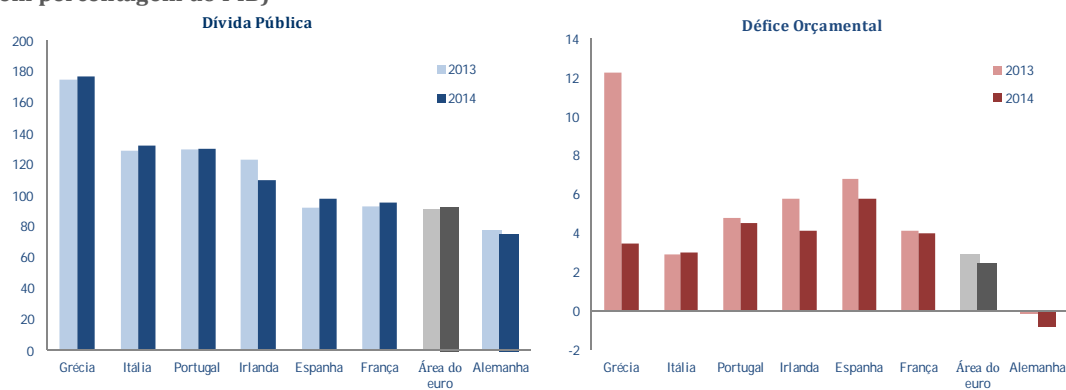


Fonte: Eurostat e Bloomberg

O esforço de consolidação orçamental levado a cabo desde 2010 foi mantido ao longo de 2014, observando-se défices mais baixos na generalidade dos países da área do euro. De acordo com as estimativas mais atuais, na área do euro o défice diminuiu de 2,9% do PIB em 2013 para 2,4% em 2014 e nos EUA de 5,8 para 5,3%.

No entanto, a redução do défice não foi ainda suficiente para se traduzir numa inversão da trajetória de subida do *stock* de dívida pública, que assim voltou a aumentar ligeiramente na maior parte dos países avançados. Na área do euro, a dívida subiu de 90,9 para 91,9% do PIB e nos EUA de 103,4 para 104,8%. No Japão, a redução do défice tem sido concretizada a um ritmo ainda mais gradual, situando-se ainda em 7,7% do PIB em 2014 (menos de 3pp do PIB abaixo do pico de 10,4% verificado em 2009), o que se traduziu num aumento da dívida pública para valores sem precedentes em termos históricos, fixando-se em 246,4% do PIB no final de 2014.

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 INTERNACIONAIS

A política monetária, apesar de permanecer globalmente acomodatória, apresentou tendências diferentes ao longo de 2014, tornando-se sucessivamente mais expansionista na área do euro, ao passo que nos EUA a *Fed* deu início a um processo de normalização das condições monetárias.

Num contexto de melhoria generalizada das perspetivas económicas, a Reserva Federal reduziu progressivamente a injeção de liquidez ao longo de 2014, terminando o programa de aquisição de títulos de dívida em outubro. A *Fed* baseou a sua atuação nas expectativas de inflação e na evolução da taxa de desemprego, mas passou a dar um maior destaque à monitorização de outros indicadores do mercado de trabalho, como a taxa de participação e a duração do desemprego, o que justificou a manutenção do objetivo para a taxa dos *fed funds* em valores próximos de zero, apesar da descida da taxa de desemprego para valores inferiores a 6% no final do ano. A *Fed* sublinhou a intenção de ser “paciente” na decisão de início de normalização da taxa de juro diretora.

O BCE, por seu turno, revelou uma abertura crescente para a utilização de instrumentos não convencionais (sinalizada sobretudo a partir do discurso de Mario Draghi em *Jackson Hole* no final de agosto), por forma a lidar com os riscos de um período muito prolongado de inflação baixa e fraco crescimento. Em junho, o BCE desceu as taxas diretoras em 10pb, colocando pela primeira vez a taxa de facilidade de depósitos em terreno negativo (-0,1%) e simultaneamente anunciou a criação de *TLTRO* (operações de refinanciamento com prazos longos, até 4 anos, com o objetivo concreto de promover o crédito privado). Em setembro, voltou a reduzir as taxas em 10pb, fixando a taxa principal de refinanciamento em 0,05% e a taxa de depósitos em -0,2%. Adicionalmente, o Conselho de Governadores aprovou a introdução de novas medidas

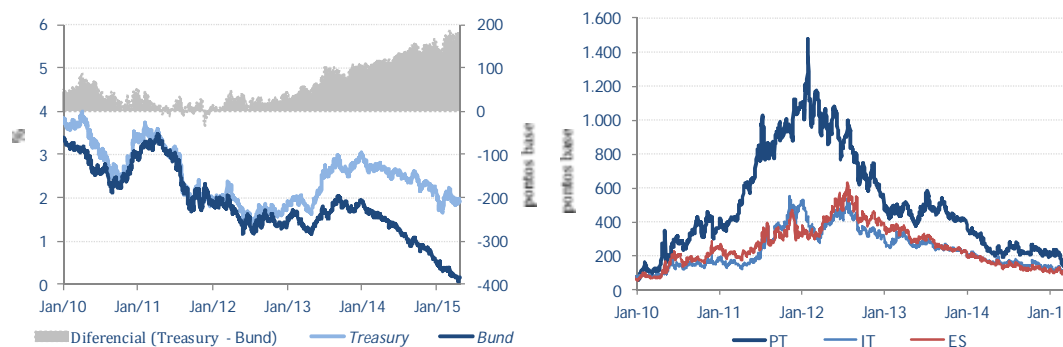
quantitativas, nomeadamente um programa de compra de títulos de dívida privada (*ABS e covered bonds*), tendo sido revelada a expectativa destes dois programas, juntamente com os *TLTRO*, virem a totalizar um aumento do balanço do BCE em cerca de EUR 1 bilião, para um valor semelhante ao verificado em março de 2012. No entanto, na segunda abertura de *TLTRO* (em dezembro), o crédito concedido fixou-se em EUR 130 mil milhões (EUR 83 mil milhões em setembro), ficando abaixo do montante máximo a contratar pelos bancos no conjunto das duas aberturas (EUR 400 mil milhões). O BCE sinalizou ainda um possível recurso a novos instrumentos não convencionais, caso os programas anunciados se revelassem insuficientes para a expectativa de aumento do balanço ou as expectativas de inflação se deteriorassem novamente, uma decisão que viria a ser confirmada em janeiro de 2015 com o anúncio de um novo programa de aquisição de títulos de dívida pública.

Depois de um início do ano de 2014 com sinais de estabilização, o mercado monetário europeu refletiu a política monetária mais acomodatória do BCE, com a *Euribor* a 3 meses a iniciar uma trajetória descendente no início de maio, fixando-se em torno de 0,08% na segunda metade do ano, cerca de 20pb abaixo do verificado no final de 2013. Por seu turno, a *EONIA* apresentou consistentemente valores negativos desde agosto (excluindo o final do período de contagem de reservas) e continuou a diminuir no quarto trimestre, aproximando-se de -0,1% no final do ano.

No mercado obrigacionista verificou-se uma tendência de descida generalizada das *yields* dos títulos de dívida de referência e de diminuição da inclinação da curva de rendimentos, sobretudo na área do euro, em função da expectativa de implementação de um programa de compra de dívida pública por parte do BCE. Com efeito, na maturidade dos 10 anos, a taxa de juro do *Treasury* desceu de perto de 3% no final de 2013 para menos de 2,2% em dezembro de 2014, ao passo que na Alemanha a *yield* do *Bund* diminuiu de 1,9% para 0,5% no mesmo período. Assim, o diferencial *Treasury-Bund* subiu para mais de 160pb, aproximando-se do anterior máximo histórico registado em meados de 1999 (este máximo foi entretanto ultrapassado já no início de 2015, quando o diferencial se aproximou de 190pb).

Em simultâneo, os *spreads* dos países periféricos da área do euro prolongaram a trajetória de estreitamento já observada desde 2012, terminando o ano de 2014 em valores próximos do observado no início de 2010, no período que antecedeu a assinatura do primeiro programa de assistência financeira da Grécia.

Gráfico 4 – Evolução das taxas de rendibilidade de títulos de dívida pública na Alemanha e EUA e de *spreads* de soberanos da área do euro face ao *Bund*
(títulos de dívida pública a 10 anos)



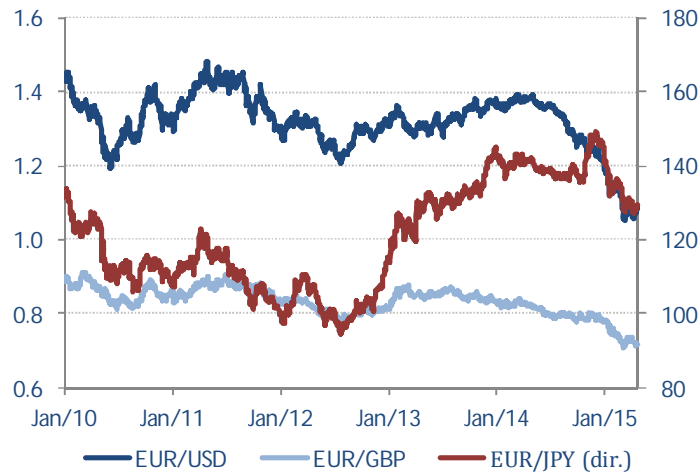
Fonte: Bloomberg

No mercado cambial, observou-se uma acentuada depreciação do euro na segunda metade do ano, sobretudo face à moeda norte-americana, em conformidade com as expectativas divergentes em relação à política monetária por parte de BCE e *Fed*. Assim, entre o final de 2013 e de 2014, o EUR/USD depreciou-se cerca de 12%. Em relação à moeda inglesa o euro depreciou-se 6,5% ao longo do ano. Já em relação ao iene o euro manteve um valor relativamente estável.

Desta forma, a moeda europeia registou uma depreciação de aproximadamente 6,8% face ao DSE, cabaz de moedas em que estão denominados os empréstimos do FMI, o que contribuiu para

aumentar o *stock* de dívida valorizado em euros antes de *swaps* em cerca de EUR 1.747 milhões (ver secção 4.1).

Gráfico 5 – Evolução das principais taxas de câmbio



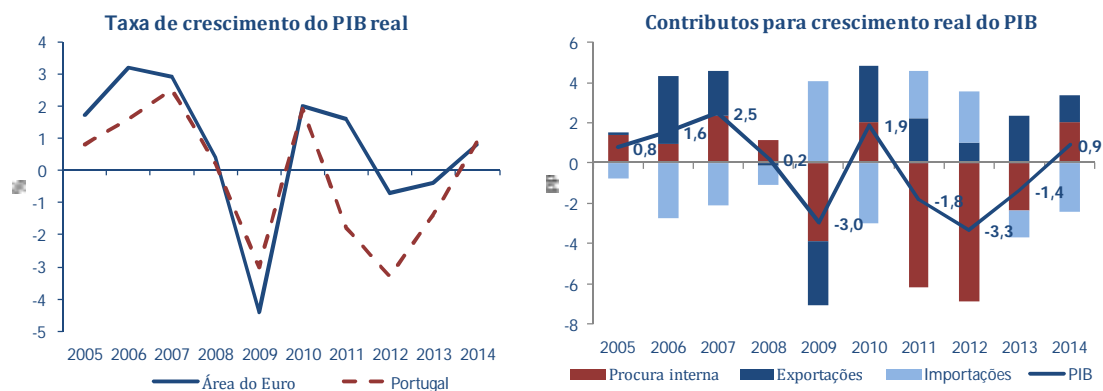
Fonte: Bloomberg

1.3. ECONOMIA PORTUGUESA

Em 2014, a economia portuguesa continuou o processo de correção dos desequilíbrios macroeconómicos e orçamentais, tendo, em simultâneo, evidenciado sinais de recuperação, com o PIB a registar uma variação positiva anual, após três anos de recessão. Os sinais de recuperação começaram a ser notórios desde o quarto trimestre de 2013, quando a evolução intra-anual do PIB apontou para um incremento homólogo positivo do produto (1,4%) após 11 trimestres de reduções consecutivas. Nos trimestres subsequentes, a atividade continuou a expandir-se, em termos homólogos, ainda que a um ritmo mais moderado (em torno de 1,0%).

Assim, em termos médios anuais o produto cresceu 0,9% em 2014, 2,5pp acima do observado no ano precedente e em linha com o verificado na área do euro. A melhoria da atividade económica foi suportada por uma recuperação da procura interna, cujo contributo para a variação do PIB se fixou em 2,1pp (face a um contributo negativo de 2,5pp em 2013). Já a contribuição das exportações líquidas foi negativa (-1,1pp, face a +0,9pp em 2013), traduzindo algum abrandamento do crescimento das exportações e uma aceleração das importações.

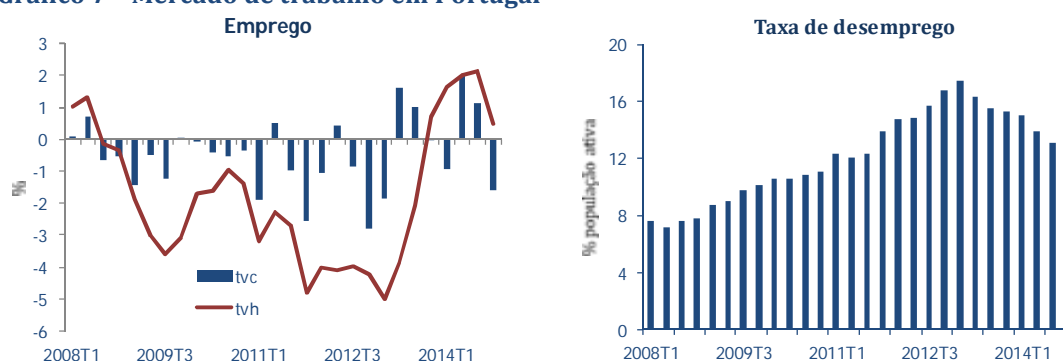
Gráfico 6 – Crescimento económico em Portugal



Fonte: Eurostat, INE, FMI e Banco de Portugal

O mercado de trabalho manteve a tendência de recuperação iniciada em 2013, com a taxa de desemprego a diminuir de um máximo de 17,5% da população ativa no primeiro trimestre de 2013 para 13,5% no quarto trimestre de 2014. Em termos médios anuais, a taxa de desemprego diminuiu de 16,2% em 2013 para 13,9% em 2014. Inicialmente, esta evolução refletiu sobretudo uma diminuição da taxa de participação, mas em 2014 foi também o resultado de uma evolução positiva do emprego. De acordo com os dados do INE, o emprego aumentou 1,6% em 2014, após uma redução média de 2,6% no conjunto do ano anterior. De notar, contudo, que nos últimos três meses do ano se observou uma ligeira deterioração das condições no mercado de trabalho, tendo-se assistido a um incremento da taxa de desemprego de 13,1% no terceiro trimestre para 13,5% no quarto trimestre.

Gráfico 7 – Mercado de trabalho em Portugal



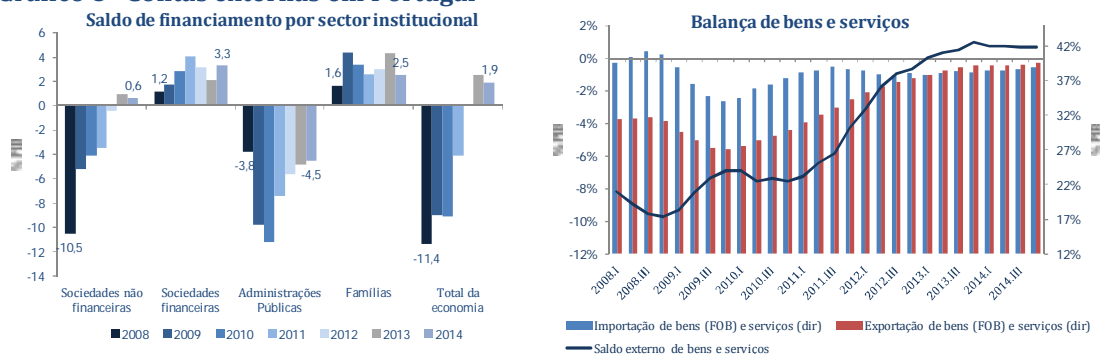
Fonte: INE

A evolução positiva da procura interna e do mercado de trabalho, a par da redução dos preços de bens importados decorrente sobretudo da descida do preço do petróleo, contribuíram para a estabilização de preços. Com efeito, a taxa de variação média anual do IHPC passou de 0,4% em 2013 para -0,2% em 2014, estreitando-se o diferencial negativo comparativamente à área do euro (de 1,0pp em 2013 para 0,6pp em 2014).

Apesar do contributo negativo das exportações líquidas para o crescimento real do PIB em 2014, a balança de bens e serviços manteve-se superavitária pelo segundo ano consecutivo (1,0% do PIB em 2013 e 0,5% em 2014), sustentando a tendência de recuperação acentuada que se verificou desde 2011.

O indicador relativo à capacidade de financiamento da economia continuou a revelar um andamento favorável, assumindo um valor positivo pelo oitavo trimestre consecutivo no ano terminado no quarto trimestre de 2014. Com efeito a capacidade de financiamento fixou-se em 1,9% do PIB (face a 2,5% em 2013 e a uma necessidade de financiamento de 11,4% no final de 2008).

Gráfico 8 – Contas externas em Portugal



Fonte: INE

Em termos setoriais, verificou-se uma diminuição da capacidade de financiamento das famílias (de 4,3 para 2,5% do PIB em 2014) refletindo o aumento da despesa de consumo final (2,8%), que mais do que compensou o acréscimo do rendimento disponível (0,8%). Neste contexto, verificou-se uma redução da taxa de poupança das famílias (de 8,7 para 6,9% do rendimento disponível). Ainda assim, o endividamento manteve a tendência de redução dos últimos anos, com o *stock* de dívida total das famílias a fixar-se em 85,4% do PIB no final de 2014 (face a 95,4% em 2009 e 91,3% em 2013).

A capacidade de financiamento das sociedades não financeiras também registou um decréscimo, ainda que ligeiro, fixando-se em 0,6% em 2014, face a 0,9% em 2013. O *stock* de dívida manteve a tendência de redução observada nos últimos trimestres, tendo registado um decréscimo de 11,9pp, para 125,2% do PIB no final de 2014. A redução do endividamento foi extensível à generalidade das empresas, ainda que com maior preponderância nas micro e grandes comparativamente às pequenas e médias empresas.

Por seu turno, o saldo das sociedades financeiras registou um aumento, de 1,2pp, para 3,3% do PIB em 2014. As remunerações pagas neste setor reduziram-se 6,1% neste período, o que compara com um aumento de 4,0% em 2013. As sociedades financeiras continuaram o processo de desalavancagem, reduzindo o rácio de crédito para depósitos em 9,8pp em 2014, para -107,1%. Em conformidade, no final do ano, o rácio *Common Equity Tier 1 (CET1)* para o total do sistema bancário situava-se em 11,3%, um valor superior ao mínimo regulamentar de 8% definido pelo Banco de Portugal para os oito principais grupos bancários (e de 7% para os restantes).

Já a necessidade de financiamento das administrações públicas, manteve a tendência de queda ao passar de 4,8% em 2013 para 4,5% do PIB em 2014. Esta evolução insere-se no âmbito da estratégia de consolidação orçamental acordada no âmbito do PAEF e refletiu o aumento da receita e estabilização da despesa (0,5% e 0,0%, respetivamente).

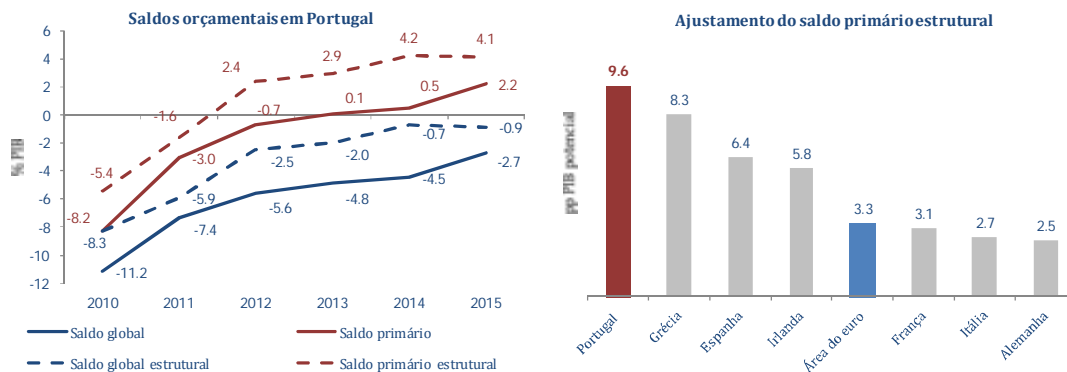
Em 2014, prosseguiu-se o esforço de consolidação orçamental, tendo sido assumido o compromisso de manter a trajetória de correção dos desequilíbrios orçamentais iniciada em 2011. Com efeito, o défice das administrações públicas, na ótica da Contabilidade Nacional, fixou-se em 4,5%⁸ do PIB e ascendendo a 3,3% do PIB quando corrigido de medidas extraordinárias e temporárias⁹. Pelo segundo ano consecutivo verificou-se a existência de um excedente orçamental primário, que em 2014 ascendeu a 0,5% do PIB (após 0,1% no ano anterior).

Entre 2010 e 2014, o saldo primário estrutural melhorou em cerca de 9,6pp do produto, estimando-se que tenha alcançado um saldo positivo de 4,2% do PIB potencial em 2014 (face a 2,9% em 2013).

⁸ Os resultados relativos a 2014 não incluem qualquer impacto no saldo global das Administrações Públicas decorrente da capitalização do Novo Banco por parte do Fundo de Resolução, uma vez que a venda do Novo Banco ainda não ocorreu, e por isso, não existe informação suficiente para avaliação final da operação de capitalização.

⁹ As principais operações de natureza temporária e extraordinária em 2014 foram: (1) a reclassificação da dívida da STCP e CARRIS no âmbito do processo de reestruturação financeira destas empresas, - (2) a assunção de perdas associadas à BPN Crédito, detida pela Parvalorem, S.A. na sequência da alienação pelo Estado da participação social detida no capital social do BPN Crédito, (3) a assunção da dívida garantida do Fundo de Contragarantia Mútuo, (4) a perda de receita fiscal associada ao crédito fiscal extraordinário no IRC, e (5) os custos com rescisões de contratos de trabalho por mútuo acordo.

Gráfico 9 – Finanças públicas em Portugal e países selecionados da área do euro



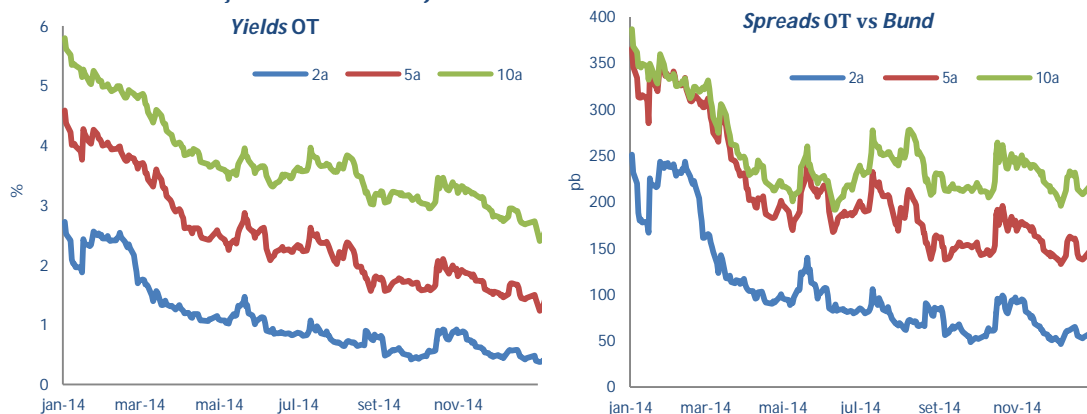
Fonte: Ministério das Finanças, Comissão Europeia

No que se refere ao rácio da dívida pública, em 2014, a dívida bruta das administrações públicas estabilizou em torno de 130,2% do PIB (face a 129,7% do produto no final de 2013). A expectativa para os anos subsequentes é de redução gradual do rácio da dívida, que deverá ter atingido o valor máximo em 2014.

1.4. MERCADO DE DÍVIDA PÚBLICA PORTUGUESA

O mercado de dívida pública portuguesa, em 2014, ficou marcado por uma redução significativa das taxas de juro e um estreitamento do *spread* face aos emitentes de referência na área do euro. Esta evolução foi notória logo nos primeiros cinco meses do ano, período em que as taxas das OT e o *spread vs Alemanha* diminuíram de forma acentuada, a par de um aumento da liquidez e de uma progressiva diminuição da volatilidade em mercado secundário, à medida que se ia materializando o cenário de saída do PAEF sem necessidade de recurso a um programa cautelar.

Gráfico 10 – Evolução das taxas de juro das OT em mercado secundário



Fonte: Bloomberg

Em virtude dessa conjuntura favorável no mercado de dívida pública, o IGCP colocou em prática a estratégia de financiamento que havia anunciado no Programa de Financiamento para 2014, 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. Nesse sentido, foram realizadas, logo nos 2 primeiros meses do ano, reaberturas sindicadas das OT com 5 e 10 anos de maturidade residual, conforme descrito em maior detalhe na secção 2. No mês de abril, foram também reintroduzidos os leilões de OT, com um leilão do *benchmark* a 10 anos.

A partir do final do mês de maio, as taxas das OT, apesar de continuarem com tendência decrescente até ao final do ano, tiveram períodos de maior volatilidade, associados em grande

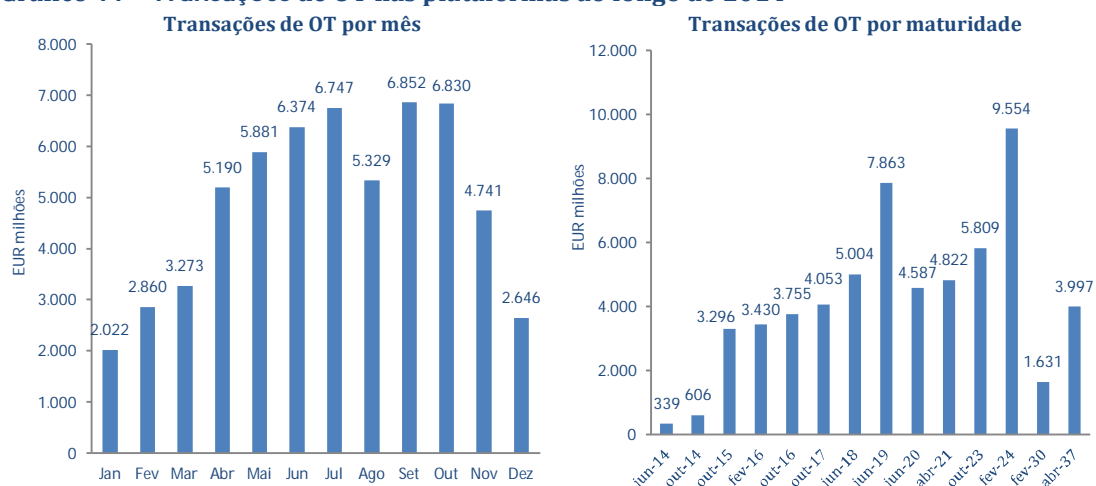
medida à incerteza em torno da situação financeira do BES e consequente adoção de uma medida de resolução por parte do Banco de Portugal no início de agosto, bem como a questões geopolíticas e aos desenvolvimentos em torno da Grécia. O gráfico acima evidencia uma diminuição mais acentuada dos *spreads* até ao final de maio, tendo o *spread* dos 10 anos vs Alemanha oscilado durante o resto de 2014 entre 200 e 250pb. Não obstante a menor *performance* das OT em *spread*, em julho o IGCP reabriu o programa MTN com uma emissão de USD 4,5 mil milhões, que foi referida internacionalmente como um caso de sucesso¹⁰.

Apesar da volatilidade observada em julho e agosto, no final desse mês, o discurso de Mario Draghi no encontro dos banqueiros centrais em *Jackson Hole*, em que sinalizou uma maior abertura por parte do BCE para vir a adotar medidas de expansão quantitativa como forma de minimizar os riscos de deflação, veio dar um grande suporte ao mercado da área do euro. Em setembro, aproveitando o momento favorável do mercado, o IGCP emitiu um novo *benchmark* a 15 anos – o primeiro com esta maturidade desde 2008 –, com montante de EUR 3,5 mil milhões.

Em outubro, assistiu-se a mais um período de extrema volatilidade não só no mercado de renda fixa da área do euro, mas também nos EUA e nos mercados acionistas, causada por diversos fatores, sendo as questões geopolíticas e a incerteza em torno da Grécia apontadas com os principais receios dos investidores internacionais. Este período foi marcado por uma anormal variação intra-diária dos *US Treasuries* no dia 15 de outubro ("*flash crash*"), que chamou a atenção de todos os investidores e intervenientes no mercado para potenciais impactos negativos de diferentes alterações regulatórias sobre a liquidez. Em todo o caso, nos últimos meses do ano voltou a assistir-se a uma descida acentuada das taxas de juro em toda a área do euro, apesar da volatilidade provocada pela situação política grega, num período que antecedeu a confirmação da adoção de um programa de aquisição de títulos de dívida pública por parte do BCE.

No gráfico acima, é possível constatar a normalização da curva portuguesa em *spread vs* Alemanha. A evolução do *spread* das taxas das OT apresentou um comportamento genericamente descendente ao longo de 2014. No final do ano, o *benchmark* a dois anos refletia um prémio de 50pb vs Alemanha, sendo este prémio elevado para 142 e 212pb nos 5 e 10 anos, respetivamente.

Gráfico 11 – Transações de OT nas plataformas ao longo de 2014



Fonte: eSpeed BGC, BrokerTec e MTS

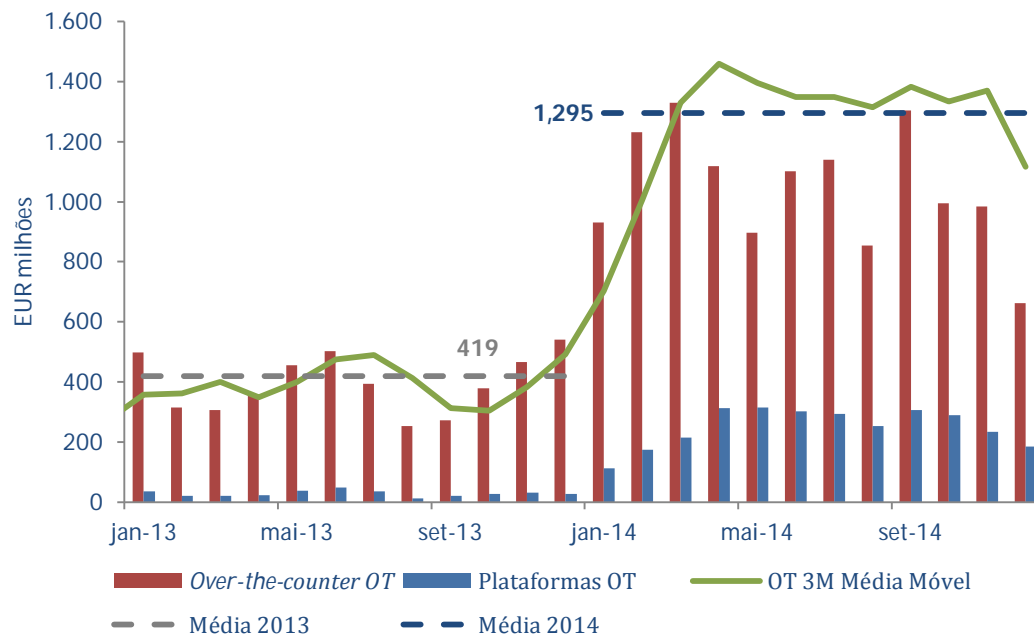
No gráfico acima é possível observar o volume de OT transacionado nas plataformas durante o ano de 2014. O montante transacionado aumentou consideravelmente a partir do segundo trimestre à medida que foi ficando mais clara a saída de Portugal do PAEF sem a necessidade de

¹⁰ O IGCP recebeu o prémio da revista *Global Capital* para a melhor transação em USD por soberano e supranacional.

recurso a uma linha cautelar. A exceção observa-se nos meses de agosto e dezembro que correspondem historicamente a períodos de menor volume de transações.

Em 2014, e relativamente ao montante transacionado por OT nas plataformas, é possível observar que as OT onde se realizaram mais emissões em mercado primário (OT jun 2019 e OT fev 2024) são também as que apresentam maior montante transacionado ao longo do ano, em virtude de uma crescente liquidez e confiança no processo de ajustamento da economia portuguesa.

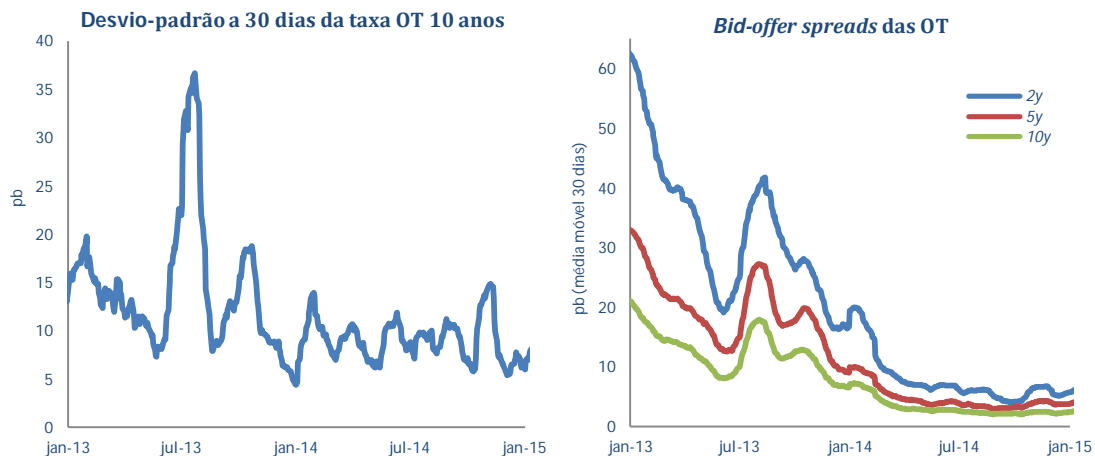
Gráfico 12 – Transações médias diárias ao longo de 2013 e 2014



Fonte: eSpeed BGC, BrokerTec, MTS e IGCP

No gráfico acima verifica-se que o volume de transações nas plataformas corresponde apenas a uma pequena parcela (cerca de 20%) das transações totais. Pode ainda observar-se que a média de transações diárias totais em 2014 foi em média três vezes superior à média de transações diárias de 2013 continuando a tendência de subida iniciada no final de 2013 evidenciando o regresso gradual dos investidores ao mercado de dívida pública Portuguesa.

Gráfico 13 – Indicadores de volatilidade no mercado secundário de OT



Fonte: Bloomberg e IGCP

O desvio-padrão a trinta dias da taxa da OT a 10 anos oscilou entre 5 e 15pb desde o início de 2014, revelando uma tendência de menor instabilidade, que revela uma normalização das condições de mercado e um crescente interesse de uma maior variedade de investidores por dívida portuguesa. Em consonância com o decréscimo de volatilidade, os *bid-offer spreads* apresentaram um comportamento estável e em níveis consistentemente inferiores a 10pb em todos os prazos.