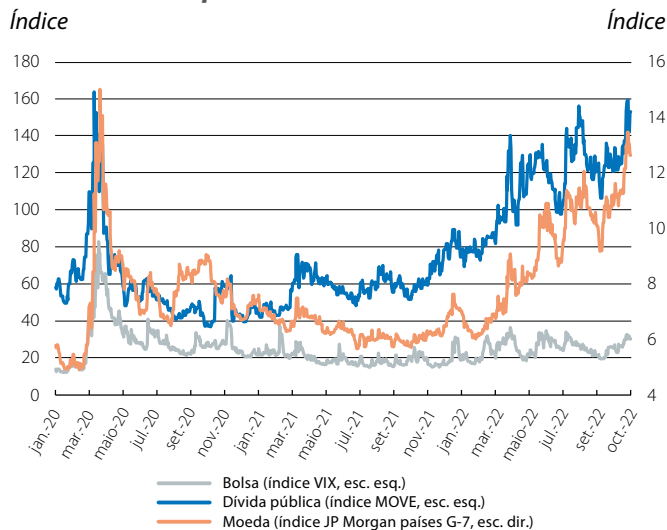


Período de turbulência nos mercados financeiros

A volatilidade aumenta. O regresso do verão caracterizou-se por uma forte subida da volatilidade nos mercados financeiros num contexto de elevada incerteza e de menor apetência pelo risco. Para além da intensificação do conflito com a Rússia e da rápida deterioração dos indicadores macroeconómicos globais, o anúncio de um plano de estímulo fiscal no Reino Unido desencadeou alertas aos investidores sobre a coordenação da política económica e a sustentabilidade da dívida soberana. Existe um receio de que uma mudança de tendência para uma política fiscal expansiva possa ter de ser compensada por uma maior restrição da política monetária. Nesse sentido, os bancos centrais mantiveram o foco no risco inflacionista com aumentos substanciais nas taxas oficiais e com sinais de ajustamentos adicionais nos próximos meses. Assim, as taxas de juro implícitas nos mercados monetários mostraram uma revisão em alta nas expectativas das taxas oficiais em setembro, desencadeando um aperto geral das condições financeiras, sobretudo na forte subida das taxas da dívida soberana e no fortalecimento do dólar. As turbulências e perturbações em alguns mercados levaram a intervenções inesperadas por parte de algumas autoridades monetárias.

O BCE e a Fed reforçam o tom e aumentam acentuadamente as taxas de juro. Após a continuação das pressões inflacionistas durante o verão, o foco dos investidores nas respetivas reuniões do BCE e da Fed em setembro intensificou-se ainda mais. Por um lado, a entidade europeia decidiu aumentar as taxas de juro oficiais em 75 p. b., algo nunca visto na sua história. Justificou o aumento pela elevada inflação da Zona Euro e pela expectativa de que esta permaneça acima dos 2% durante um longo período de tempo, razão pela qual Christine Lagarde antecipou mais aumentos de taxas nos próximos meses, «mais de dois e menos de cinco», segundo a presidente. O aperto das condições financeiras foi acompanhado de uma profunda revisão em baixa das previsões económicas da Zona Euro para a segunda metade de 2022 e para o 1T 2023. Por sua vez, a Fed também decidiu por unanimidade aumentar as taxas de juro em 75 p. b. (para o intervalo de 3,00%-3,25%), entrando em território restritivo (acima de 2,5%, nível que o banco central considera como neutro). Estima que as pressões inflacionistas permaneçam muito elevadas nos próximos meses e, sob o compromisso de restaurar a estabilidade dos preços, Jerome Powell mostrou a forte determinação dos membros da Fed em continuar a apertar a política monetária até haver uma clara tendência descendente nos preços e apesar de poder prejudicar o crescimento económico. Segundo o eleitor médio do FOMC, seriam necessários aumentos das taxas de 1,25 p. p. este ano e de 0,25 p. p. em 2023 para atingir o nível desejado de aperto monetário. Nas restantes economias avançadas, os bancos centrais de Inglaterra, Suíça, Canadá e Suécia também optaram por aumentar as suas taxas de juro (50, 75 e 100 p. b., respetivamente), numa tentativa de travar o aumento dos pre-

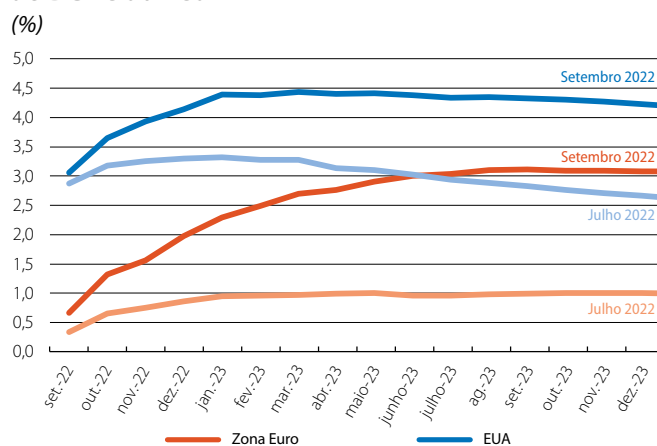
Volatilidade implícita nos mercados financeiros



Nota: Dados a 3 de outubro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

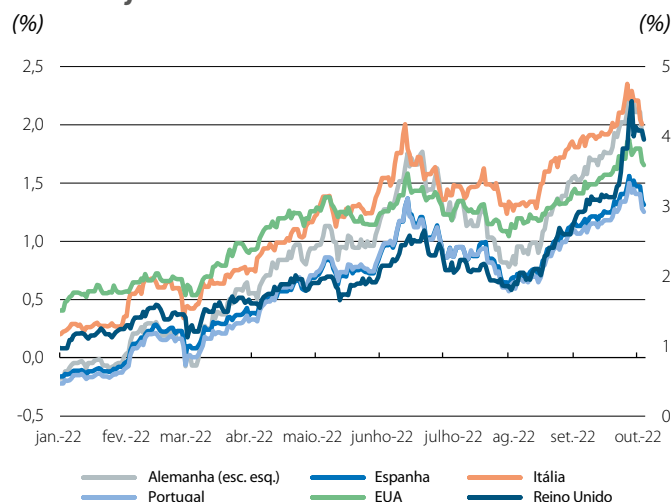
Previsões sobre as taxas de juros de referência do BCE e da Fed



Notas: Forwards sobre o EFFR e a taxa OIS da zona euro derivados a partir de curvas de juro de mercado. Dados a 30 de setembro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Taxas de juro da dívida soberana a 10 anos



Notas: EUA, Reino Unido, Espanha, Itália e Portugal, escala direita. Dados a 3 de outubro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

ços ao consumidor e evitar uma maior deterioração das suas moedas face ao dólar.

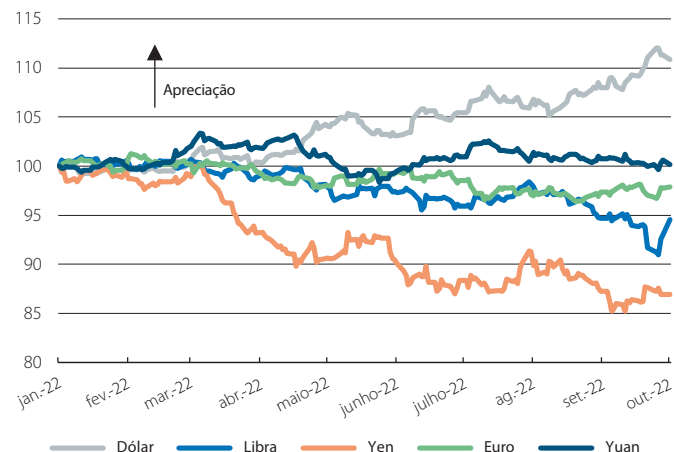
A rentabilidade da dívida soberana sobe no meio da volatilidade. A confirmação dos planos monetários mais agressivos nos EUA e na Zona Euro abalou os mercados de rendimento fixo. Em ambos os casos, as curvas dos soberanos registaram aumentos notáveis de rentabilidade em setembro, com especial relevância nas maturidades mais curtas (+79 p.b. para 4,28% os US Treasuries a 2 anos e +56 p.b. para 1,76% o Schatz alemão a 2 anos em setembro), motivado pelas expectativas dos investidores sobre a dimensão e a velocidade das subidas das taxas de juro por parte dos bancos centrais. Na Zona Euro, os prémios de risco permaneceram relativamente estáveis, apesar do aumento pontual do *spread* italiano nas sessões que se seguiram às eleições presidenciais. Na Europa, grande parte das atenções continuava a centrar-se no declínio acentuado dos preços das obrigações britânicas após o anúncio do governo de uma redução histórica dos impostos nos próximos cinco anos (160.000 milhões de libras). Em resposta à crescente percepção de instabilidade económica e financeira gerada pelo anúncio, o Banco de Inglaterra interveio no mercado obrigacionista, comprometendo-se a comprar obrigações soberanas (*gilts*) a longo prazo no valor de 65.000 milhões de libras. Nas primeiras sessões de outubro, esta ação e o agravamento de alguns dados de atividade nos EUA ajudaram a reduzir a pressão ascendente sobre as curvas soberanas globais.

O dólar reforça o seu avanço. A subida dos *fed funds*, a deterioração das perspetivas de crescimento global devido à guerra na Ucrânia e a crise energética continuaram a alimentar a força do dólar em máximos de quase duas décadas. Esta situação levou à intervenção de vários bancos centrais para parar a desvalorização das suas moedas, tais como o Banco do Japão (pela primeira vez desde 1998) ou o Banco de Inglaterra, que conseguiu dar algum apoio à libra através da compra de obrigações. Os bancos centrais dos países emergentes também intensificaram a sua vigilância face à desvalorização das suas moedas, tendo mesmo o Banco Popular da China alertado para uma possível intervenção para defender a estabilidade do yuan.

As bolsas e o petróleo registam novas descidas. Neste contexto, prevaleceu a aversão ao risco e os principais índices bolsistas terminaram setembro com novas descidas no total do mês (S&P 500 -24,8% e EuroStoxx 50 -22,8% para o ano), como resultado do impacto que o aperto das condições financeiras e económicas terá sobre as margens empresariais. Nos mercados de matérias-primas, as dúvidas sobre o crescimento económico global e a resiliência do dólar também determinaram a trajetória descendente do preço do barril de Brent para níveis anteriores ao início da guerra. Além disso, o aumento das reservas de gás natural na UE com vista ao inverno permitiu a moderação dos preços do gás natural (TTF holandês), apesar da interrupção do fornecimento através do Nord Stream 1. Contudo, no início de outubro, os primeiros sinais de abrandamento na economia dos EUA beneficiaram o sentimento dos investidores em relação aos ativos de risco, ao contemplar a possibilidade de a Fed ter de conter o ritmo de subidas das taxas de juro.

Moedas: taxas de câmbio nominal efetiva

Índice (100 = janeiro 2022)

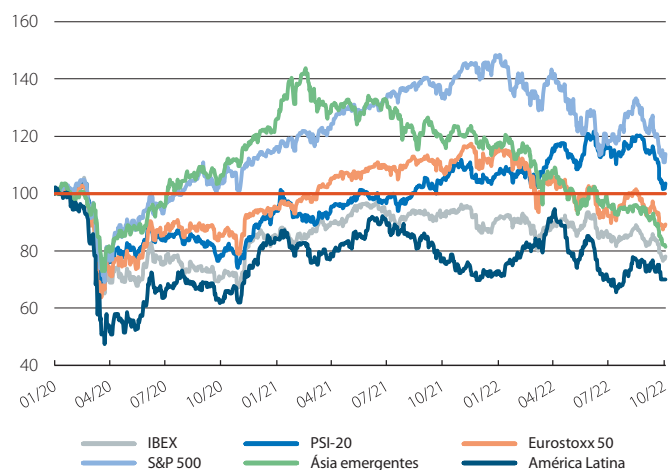


Nota: Dados a 3 de outubro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Principais bolsas internacionais

Índice (100 = janeiro 2020)

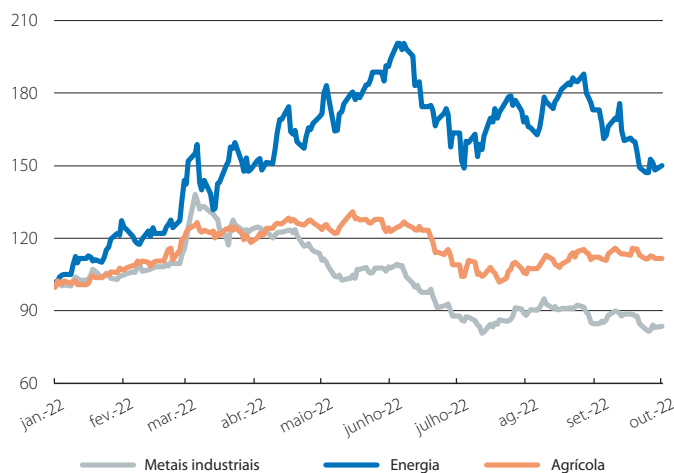


Nota: Dados a 3 de outubro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Índice de preços das matérias-primas

(100 = janeiro 2022)



Nota: Dados a 3 de outubro.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados da Bloomberg.

Bancos centrais e moedas digitais: um olhar sobre o futuro do dinheiro

Cada vez mais bancos centrais estão a avaliar a possibilidade de emitir a sua própria moeda digital (ou CBDC, de acordo com a sigla em inglês).¹ Em 2021, segundo um inquérito do BIS, nove em cada dez bancos centrais estava a explorar ativamente as CBDC (ver primeiro gráfico). Além disso, os projetos de CBDC encontram-se em fases cada vez mais avançadas, com 26% dos bancos centrais a executarem já provas piloto (em 2018, este número era de 8%).

Porque é que os bancos centrais exploram a emissão de CBDC?

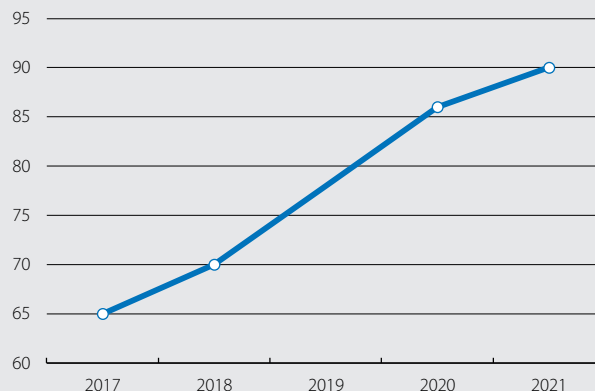
Em primeiro lugar, a emissão de uma moeda digital própria é vista como uma forma de manter a soberania monetária e a estabilidade financeira. Em particular, o aparecimento de moedas digitais amplamente aceites e controladas por países ou empresas estrangeiras (como o yuan digital na China ou uma *stablecoin* privada com elevado potencial de adoção) reduziria a capacidade do banco central de controlar a oferta de moeda e as taxas de juro.²

Em segundo lugar, em algumas jurisdições (como a UE), a emissão de uma CBDC como instrumento de pagamento poderia servir para aumentar a autonomia num setor estratégico como o dos meios de pagamento, cujas infraestruturas de base são controladas por fornecedores estrangeiros.

Em terceiro lugar, com a digitalização da economia, a utilização de dinheiro como meio de pagamento foi significativamente reduzida a favor de soluções de pagamento eletrónicas (ver segundo gráfico). Na Zona Euro, de acordo com dados do BCE, o peso do dinheiro no total dos pagamentos a retalho atingiu 30% em 2021 (em comparação com 45% há uma década). Face a esta tendência, que a pandemia acelerou,³ a emissão de uma CBDC seria uma forma de assegurar que os cidadãos e as empresas continuassem a ter acesso ao dinheiro emitido pelo seu banco central na era digital.

Em quarto lugar, nas economias emergentes, o interesse pelas CBDC é largamente explicado por razões de inclusão financeira. Em concreto, existem opções de conceção de

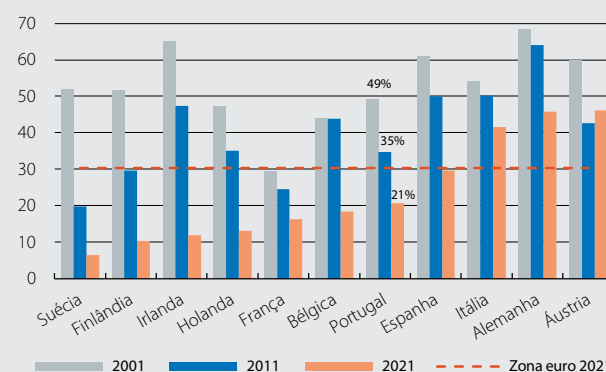
Proporção de bancos centrais com algum projeto de CBDC *



Nota: * Projeto de investigação, prova de conceito ou piloto.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do «BIS surveys on central bank digital currencies».

Peso do dinheiro nos pagamentos retail *



Nota: * Montante dos levantamentos de dinheiro em caixas automáticas, em percentagem do total de levantamentos de dinheiro em caixas automáticas e pagamentos com cartão em TPA.

Fonte: BPI Research, a partir dos dados do BCE.

CBDC que poderiam abordar algumas das barreiras que dificultam a inclusão financeira. Por exemplo, interfaces especificamente concebidas para os grupos mais negligenciados (cartões inteligentes, funcionalidade *offline*), ou através da interoperabilidade doméstica e transfronteiriça com outros meios de pagamento (aumentando assim as opções de pagamento e reduzindo os custos para os utilizadores).

Por último, os bancos centrais, em particular nas economias emergentes, consideram que as CBDC poderiam contribuir para melhorar os pagamentos internacionais, em termos de eficiência e custos. Nomeadamente, consideram que poderiam aliviar alguns dos pontos fracos dos sistemas de pagamento atuais, tais como limitações horárias (as CBDC estariam acessíveis a qualquer altura) ou longas cadeias de intermediação.

1. *Central Bank Digital Currency*. Trata-se de dinheiro emitido pelo banco central, em formato digital, denominado na unidade de conta de um país, que difere de outros meios de pagamento eletrónicos (por exemplo, cartões) porque representa um passivo do banco central e não de uma instituição privada.

2. Ver o artigo «Apolítica e-monetária da nova economia digital» no Dossier da IM10 /2019.

3. De acordo com um estudo do BCE (2020), 41% dos inquiridos declararam ter reduzido a utilização de dinheiro durante a pandemia e a maioria destes afirmou que continuará a fazer menos pagamentos em dinheiro no futuro.

As CBDC na Europa: a chegada do euro digital

A nível europeu, o BCE está também a analisar a emissão de uma CBDC como complemento ao dinheiro, com vista a um possível lançamento em 2025-2026. Em particular, o BCE está a estudar as vantagens e riscos da emissão de um euro digital, delineando elementos básicos da sua conceção e analisando como poderia ser distribuído ao público em geral e que tipos de utilização poderia abranger. Uma vez concluída a fase de investigação atual (outubro de 2023), o BCE decidirá se começará a desenvolver um euro digital.

Entretanto, as publicações e discursos dos membros do Comité Executivo do BCE oferecem algumas pistas sobre como poderá ser. Assim, tal como o dinheiro, o euro digital representaria um direito de cobrança diretamente sobre o banco central (e não sobre os bancos, como no caso dos depósitos). Em vez disso, partilharia com os depósitos o facto de ter um formato digital que permitiria a realização de pagamentos tanto em ambientes físicos como digitais através da utilização de dispositivos inteligentes (por exemplo, uma *wallet* num telemóvel ou um *smart card*).

Além disso, o BCE prevê que os intermediários autorizados (entre outros, os bancos) serão os responsáveis pela distribuição e pela custódia dos euros digitais dos seus clientes. De igual modo, numa primeira fase de lançamento, o BCE prevê quatro casos de utilização possíveis do euro digital. O primeiro destes (pagamentos entre pares *offline*) seria comparável à troca de dinheiro, em que apenas o pagador e o recetor do dinheiro estão envolvidos, sem um terceiro para validar a transação (no entanto, ainda se desconhece como funcionaria na prática). Os outros casos de utilização previstos são comparáveis aos já abrangidos pelas atuais soluções de pagamentos digitais: pagamentos online entre pares validados por terceiros, pagamentos em *e-commerce* e pagamentos a retalho em pontos de venda físicos. Além disso, dependendo da conceção final, o euro digital poderia incorporar funcionalidades mais avançadas (tais como a capacidade de programação de pagamentos).

Adicionalmente, o BCE está a explorar opções que garantem um determinado grau de privacidade, para equipará-lo ao dinheiro. Neste sentido, exclui-se o anonimato total dos utilizadores, uma vez que isso impediria evitar o branqueamento de capitais. No entanto, em função da conceção e dos casos de utilização, está previsto um maior ou menor grau de rastreabilidade de transações e utilizadores. Por exemplo, em pagamentos entre pares *offline* ou em transações *online* até um determinado limiar, está previsto que as transações possam ser realizadas sem registar a identidade das partes.

Finalmente, o BCE deve também adaptar a conceção do euro digital para minimizar os riscos para a estabilidade financeira. Como representa um direito de cobrança sobre o BCE e não sobre os bancos, o euro digital será um ativo

livre de risco. Esta característica, juntamente com a sua capacidade de ser utilizado em ambientes digitais, tornaria o euro digital um bom concorrente dos depósitos bancários para a liquidez dos clientes. Neste sentido, se desviasse parte das suas receitas e operações dos seus depósitos bancários para a *wallet* do euro digital, isto poderá ter implicações importantes para o sistema financeiro. Em particular, a capacidade de concessão de crédito dos bancos à economia poderia ser limitada (tanto pelos custos de financiamento mais elevados como pela capacidade reduzida de avaliação do risco devido à perda de informação sobre as transações). Além disso, em tempos de incerteza, poderiam ocorrer fugas de depósitos para o euro digital, o que poderia levar a episódios de instabilidade financeira. Dito isto, a adoção do euro digital e a magnitude da transferência dos depósitos dependerá da sua utilidade como meio de pagamento (que casos de utilização abrange, como se compara com as soluções de pagamento atuais) e da sua capacidade enquanto reserva de valor.

O BCE está consciente destes riscos e tenta evitar que o euro digital seja utilizado como veículo de investimento para limitar a transferência de depósitos e assegurar a transmissão da política monetária. Para tal, conta com duas alavancas. Por um lado, oferecer uma remuneração em euro digital inferior à dos depósitos bancários. Por outro lado, impor limites tanto aos saldos em euro digital como à convertibilidade dos depósitos bancários em euro digital num determinado período. De acordo com o próprio BCE, a conceção final do euro digital deverá incluir uma combinação destas ferramentas.

Em suma, as CBDC estão a progredir em várias partes do mundo, incluindo na Europa. Embora existam ainda muitos aspetos por detalhar e o seu lançamento não seja imediato prevê-se que o projeto do euro digital se materialize a médio prazo.

Taxas de juro (%)

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2022 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Zona Euro					
Refi BCE	1,25	0,50	75	125,0	125,0
Euribor 3 meses	1,17	0,65	52	174,5	172,0
Euribor 12 meses	2,56	1,78	78	305,7	304,4
Dívida pública a 1 ano (Alemanha)	1,71	0,67	104	235,0	237,3
Dívida pública a 2 anos (Alemanha)	1,76	1,20	56	237,9	246,2
Dívida pública a 10 anos (Alemanha)	2,11	1,54	57	228,5	233,2
Dívida pública a 10 anos (Espanha)	3,29	2,74	55	272,4	286,6
Dívida pública a 10 anos (Portugal)	3,18	2,63	55	271,0	285,4
EUA					
Fed funds (limite superior)	3,25	2,50	75	300,0	300,0
Libor 3 meses	3,75	3,10	66	354,6	362,2
Libor 12 meses	4,78	4,22	56	419,7	454,6
Dívida pública a 1 ano	3,93	3,48	45	355,7	385,9
Dívida pública a 2 anos	4,28	3,49	79	354,7	401,5
Dívida pública a 10 anos	3,83	3,19	64	231,9	236,7

Spreads da dívida corporativa (p. b.)

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (p. b.)	Variação acum. em 2022 (p. b.)	Variação homóloga (p. b.)
Itraxx Corporativo	135	120	16	87,6	85,3
Itraxx Financeiro Sénior	148	129	19	93,6	91,7
Itraxx Financeiro Subordinado	272	241	31	163,6	161,0

Taxas de câmbio

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
EUR/USD (dólares por euro)	0,980	1,005	-2,5	-13,8	-15,5
EUR/JPY (ienes por euro)	141,880	139,700	1,6	8,4	10,2
EUR/GBP (libras por euro)	0,878	0,865	1,4	4,3	2,5
USD/JPY (ienes por dólar)	144,740	138,960	4,2	25,8	30,3

Matérias-primas

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
Índice CRB de matérias primas	559,5	585,0	-4,4	-3,3	0,6
Brent (\$/barril)	88,0	96,5	-8,8	13,1	32,4
Ouro (\$/onça)	1.660,6	1.711,0	-2,9	-9,2	-5,7

Rendimento variável

	30-setembro	31-agosto	Variação mensal (%)	Variação acum. em 2022 (%)	Variação homóloga (%)
S&P 500 (EUA)	3.585,6	3.955,0	-9,3	-24,8	-17,7
Eurostoxx 50 (Zona Euro)	3.318,2	3.517,3	-5,7	-22,8	-17,8
Ibex 35 (Espanha)	7.366,8	7.886,1	-6,6	-15,5	-16,3
PSI 20 (Portugal)	5.302,8	5.995,2	-11,6	-4,8	-3,2
Nikkei 225 (Japão)	25.937,2	28.091,5	-7,7	-9,9	-9,8
MSCI emergentes	875,8	994,1	-11,9	-28,9	-29,7