



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

# Gestão de Risco Cambial em Empresas Portuguesas

Dois Casos de Estudo: Grupos  
Efacec e Nors

Por:

Lic. José António Gonçalves Carvalho

Sobre orientação de:

Professor Doutor José Miguel Pereira dos  
Santos de Oliveira

Católica Porto Business School

2017



## Agradecimentos

Gostaria de agradecer aos meus pais, ao meu irmão, aos meus tios, aos meus amigos e à minha namorada por todo o apoio que me deram ao longo do tempo de realização do trabalho final de mestrado.

Também gostaria de agradecer ao meu orientador Professor Dr. José Miguel Oliveira da Universidade Católica Portuguesa do Centro Regional Porto. O professor ajudou-me nas minhas dúvidas e orientou-me de forma a realizar um trabalho melhor.

Um enorme obrigado ao grupo Efacec e Nors, nomeadamente, ao Dr. Cristiano Pinto (gestor de risco do Grupo Efacec), ao Dr. André Pais (gestor de tesouraria do Grupo Nors) e ao Dr. Tiago Prista (diretor financeiro do Grupo Nors), pela disponibilidade total demonstrada na realização das entrevistas.

A realização deste trabalho final de mestrado seria impossível sem a contribuição destas pessoas.

## Resumo

Nos últimos anos, as empresas portuguesas foram confrontadas com problemas de gestão cambial significativos, em mercados importantes como a Angola e o Brasil. Estes desafios são cíclicos e desde 1973, com a implementação do sistema de câmbios variáveis, a gestão do risco cambial tornou-se num dos fatores chaves da gestão financeira a nível global.

Este estudo teve como propósito entender se as evidências encontradas em estudos internacionais se aplicavam a Portugal. Fizemo-lo através de dois estudos de caso de grupos fortemente expostos aos mercados internacionais e em particular aos de Brasil e de Angola. De um modo geral, as práticas de gestão do risco cambial da Efacec e da Nors são consistentes com os estudos realizados anteriormente ao nível de empresas não financeiras, que apontam para a prevalência da consistência entre práticas de cobertura das empresas portuguesas analisadas e as práticas de cobertura internacionais de 15 em 21.

**Palavras-chave:** risco cambial, gestão de risco, técnicas de cobertura

## Abstract

In recent years, the Portuguese companies were confronted with significant foreign exchange management problems in important markets such as Angola and Brazil. These challenges are cyclical and, since 1973, with the implementation of the system of currency exchange, foreign exchange risk management has become one of the key factors of financial management at the global level. The purpose of this study was to understand if the evidences found in international studies applied to Portuguese companies.

We did it through two case studies of Portuguese home based groups, Efacec and Nors, heavily exposed to international markets, and in particular those of Brazil and Angola. In general, the exchange risk management practices of the Efacec and Nors are consistent with earlier studies at the level of non-financial companies, they point to the prevalence of consistency between the coverage practices of Portuguese companies analyzed and the international coverage practices.

**Keywords:** currency risk, risk management, hedging techniques

## Índice

Agradecimentos.....	i
Resumo .....	ii
Abstract.....	iii
Índice.....	iv
Índice de Tabelas.....	v
1.Introdução .....	1
2.Revisão de literatura .....	4
2.1 A importância da gestão de risco cambial para os negócios das empresas .....	4
2.2 Tipos de risco cambial e os seus impactos.....	5
2.3 Tipo de risco cambial que as empresas gerem mais frequentemente tendo em conta o seu impacto.....	7
2.4 Indicadores de exposição cambial .....	8
2.5 Características das empresas determinantes na gestão de risco cambial.....	9
2.6 Perfil de risco da empresa .....	13
2.7 Objetivos de gestão de risco cambial.....	14
2.8 Frequência de controlo e de avaliação do risco cambial dos seus negócios .....	15
2.9 Tomada de decisão.....	15
2.10 Fontes e indicadores usados na realização de <i>forecasts</i> da taxas de câmbio .....	16
2.11 Técnicas de cobertura operacional e de cobertura financeira .....	17
2.12 Técnicas de cobertura de risco cambial mais utilizadas pelas empresas: .....	21
2.13 Gestão de risco cambial em Portugal .....	24
3. Metodologia de investigação .....	27
4. Casos de Estudo: A Nors e a Efacec.....	34
4.1 Apresentação da Efacec.....	34
4.2 Apresentação da Nors .....	35
4.3 Apresentação de Resultados.....	36
4.4 Discussão de Resultados .....	41
5.Conclusão .....	54
6. Oportunidade de investigação futura .....	57

7. Referências bibliográficas.....	58
8. Anexos .....	63

## Índice de Tabelas

Tabela 1 - Tipos de risco cambial e seus impactos.....	6
Tabela 2 - Uso de derivados financeiros (% das empresas).....	12
Tabela 3 - Cobertura operacional e cobertura financeira .....	18
Tabela 4 - Moeda de faturação (em %) nos países da zona euro nas exportações e importações com países fora da zona euro .....	20
Tabela 5 - Proposições a verificar .....	29
Tabela 6 - Resultados.....	36
Tabela 7 - Verificação das proposições .....	51

## 1.Introdução

As técnicas das operações de câmbio, em formas próximas das atuais, remontam ao final do século XIX (Matos, 1992). Antes de 1875, o sistema de pagamentos internacionais era baseado em dois metais preciosos: ouro e prata. Mas com o tempo os países foram deixando de usar a prata como ativo de suporte. A taxa de câmbio<sup>1</sup> surgiu com a quantidade de metal que continha as moedas de diferentes países(Silva, Mota, Queirós, & Pereira, 2013).

Em 1945, depois da Segunda Guerra Mundial, assinaram os acordos de Bretton Woods, pelos quais se criou um novo sistema monetário internacional, baseado na fixidez das taxas de câmbio. Cada país signatário fixou a paridade da sua moeda em relação ao ouro ou ao dólar dos EUA e os EUA comprometeram-se a respeitar a paridade de 35 dólares por onça de ouro fino (Matos 1992).

A seu tempo, o déficit persistente da balança de pagamentos dos EUA criou uma crise de confiança nas reservas e levou ao colapso do sistema, uma vez que o mesmo obrigava à saída de enormes quantidades de dólares que deveria ter correspondência em reservas de ouro. Em 1971, o presidente Nixon suspendeu a convertibilidade do dólar-ouro pois só nos primeiros 7 meses de 1971 tinha saído o equivalente a 1/3 das reservas de ouro americanas (Silva et al., 2013). Como consequência alteraram as bases do sistema dólar-ouro, com a desvalorização do dólar americano e a revalorização de moedas mais caras, como o marco alemão, o iene, o franco suíço, entre outras moedas (Matos, 1992). Mas os constantes fluxos especulativos que obrigavam à desvalorização do dólar e ao

---

<sup>1</sup> Por exemplo, suponha que a libra tem 1,5 onças de ouro e o franco suíço tem 1 onça de ouro, a taxa de câmbio da libra por francos suíços seria de 0,66 libras por cada franco (Silva et al., 2013)

fecho por semanas dos maiores mercados de câmbio levaram à queda do sistema de câmbios fixos e à introdução de câmbios variáveis (Silva et al., 2013).

Assim, desde a introdução do sistema de câmbio variável em detrimento do acordo de Bretton Woods, em 1973, a gestão deste risco tornou-se um dos fatores chaves na gestão financeira global devido à flutuação e incerteza das taxas cambiais (Marshall, 2000; Rahnema, 1990; Werner, Brouthers, & Brouthers, 1996).

As empresas que compram e vendem fora do seu país têm de lidar com divisas estrangeiras e isto proporciona a existência de exposição cambial (Bhaskaran & Priyan, 2015). A volatilidade do valor da moeda reflete-se na estrutura de custos, proveitos, recebimentos e pagamentos das empresas que têm atuação relevante no exterior, e conseqüentemente no seu desempenho financeiro, pode gerar grandes retornos, mas pode também gerar perdas capazes de comprometer a competitividade das empresas e em último caso levar à sua insolvência. As variações cambiais podem afetar consideravelmente os *cash flows* atuais e potenciais gerados pela atividade operativa e financeira da empresa (Búa, 2010). A exposição pode ter efeitos indiretos através de mudanças na estratégia de preço, custos de mão-de-obra, etc (Al-Momani & Gharaibeh, 2008). O risco cambial refere-se assim à variabilidade dos valores dos ativos, passivos ou rendimentos em termos reais, na moeda nacional ou de referência para a empresa como resultado das variações antecipadas do câmbio (Adler & Dumas, 1984; Maurice, 1997).

Atendendo a que economia portuguesa procurou encontrar no passado recente solução para a crise financeira que atingiu os países desenvolvidos, através do reforço de relações com países como Angola e Brasil<sup>2</sup>.

Este trabalho tem como questão de investigação: “Como é realizada a gestão de risco cambial nas empresas portuguesas mais expostas a este risco?”.

---

<sup>2</sup> (Estatística, 2017; PwC, Expresso, 2014) Ver anexo 4

Este estudo procura elucidar-se o que a literatura internacional aponta como práticas mais usuais se aplica às empresas portuguesas. O estudo foca-se na gestão do risco cambial por parte de duas empresas portuguesas, que apresentam as características supramencionadas. Em diálogo com a literatura internacional, aborda questões sobre o nível de exposição cambial, as habilitações dos gestores de risco, o perfil de risco da empresa, os objetivos da gestão de risco cambial, a frequência de controlo do risco, a tomada de decisão central ou descentralizada, as fontes e indicadores usados nas previsões das taxas cambiais, as moedas de faturação das exportações e importações, os tipos de risco cambial que gerem e as técnicas de cobertura que utilizam. Acrescentando à investigação já realizada, a possibilidade de perceber como é realizada a gestão de risco cambial por parte de duas empresas portuguesas referência nos seus setores. E entender também o porquê das diferenças entre as respostas das empresas analisadas e as que resultam da revisão da literatura.

Assim sendo este trabalho de investigação estudo de caso, a recolha de informações foi realizada através de entrevistas e análise dos relatórios de contas às empresas Efacec e Nors. Estas duas empresas foram selecionadas por realizarem mais de 40% das suas transações no exterior, pela sua exposição ao Kuanza e ao Real, e por pertencerem ao setor não financeiro.

Este trabalho é composto por 5 secções. Na primeira secção é apresentada uma revisão de literatura relacionada com a gestão de risco cambial. Na segunda secção é explicada de forma mais detalhada a metodologia que foi usada. A terceira secção apresenta os estudos de caso, Efacec e Nors, os resultados e a discussão de resultados. Na quarta secção apresenta em síntese as conclusões deste trabalho. Por fim, na quinta secção apresenta as oportunidades de investigação futura.

## 2.Revisão de literatura

### 2.1 A importância da gestão de risco cambial para os negócios das empresas

Existem vários estudos que mostram a importância que as empresas dão ao risco cambial e à sua gestão. As variações cambiais foram consideradas como a terceira ameaça para o desenvolvimento internacional da atividade empresarial, uma pesquisa realizada pela consultora PricewaterhouseCoopers e pelo Wall Street Journal (Búa, 2010). Enquanto Bodnar, Consolandi, Gabbi e Jaiswal-Dale (2013)<sup>3</sup> afirmam que o risco cambial é o risco mais relevante que as empresas italianas não financeiras enfrentam, sendo que 58 empresas (67,4% da amostra) responderam que gerem este risco.

Marshall (2000) questionou as multinacionais dos EUA, do Reino Unido e do Pacífico Asiático acerca da importância da gestão de risco cambial relativamente à gestão dos seus negócios, que a maioria das respostas indica que é igualmente importante ou significativamente importante. Sendo que no Pacífico Asiático a percentagem é maior em relação aos EUA e UK, 87% contra 55% e 66% respetivamente. Bengt Pramborg (2005) comparou a gestão de risco cambial entre a Suécia e a Coreia do Sul de empresas não financeiras, sendo que 61% das empresas suecas e 73% das empresas coreanas realizam gestão de risco cambial.

Numa análise aos relatórios anuais e às demonstrações financeiras de 33 empresas da zona euro, cotadas no EuroSoxx50, Döhning (2008) concluiu que todas as empresas estavam expostas ao risco cambial e que todas as empresas geriam este risco, o que vem salientar a importância da gestão deste risco para os negócios das empresas.

---

<sup>3</sup> (Bodnar et al., 2013)

## 2.2 Tipos de risco cambial e os seus impactos

De acordo com a literatura do campo das finanças internacionais<sup>4</sup>, há um consenso que existem 3 tipos de risco cambial: risco de conversão, risco de transação e risco económico ou operacional (ver tabela 1)

O risco de conversão refere-se ao impacto da variação da taxa de câmbio na avaliação de ativos no estrangeiro (principalmente subsidiárias estrangeiras) e passivos estrangeiros no balanço consolidado do grupo. Normalmente, é medido em termos líquidos (ativos estrangeiros menos passivos estrangeiros) (Döhring, 2008). Representa a conversão de ganhos e perdas que surgem quando as empresas reformulam as demonstrações financeiras das suas subsidiárias estrangeiras para a moeda da empresa-mãe com o propósito de consolidação (Dhanani, 2004). Este risco representa um risco passado e segundo os académicos não deve ser gerido uma vez que se trata puramente de registos contabilísticos (Dhanani, 2004; Rafael, 2011; Shapiro, 1998)

O risco transacional está relacionado com a incerteza do valor em moeda doméstica de uma posição em aberto estipulada em moeda estrangeira em relação a uma transação conhecida; ou seja, um futuro fluxo estipulado em moeda estrangeira (Rahnema, 1990). Segundo Michael Papaioannou (2006), o risco transacional é basicamente um risco de *cash flow* e lida com o efeito da variação das taxas de câmbio na exposição dos movimentos de conta relativos a recebimentos (contratos de exportações), pagamentos (contratos de importações) ou repatriação de dividendos.

Por último, existe o risco económico ou operacional, sendo difícil de avaliar e de gerir, uma vez que se trata de efeitos no valor da empresa resultantes da variação da taxa cambial no longo prazo, que podem ser negativos. Segundo

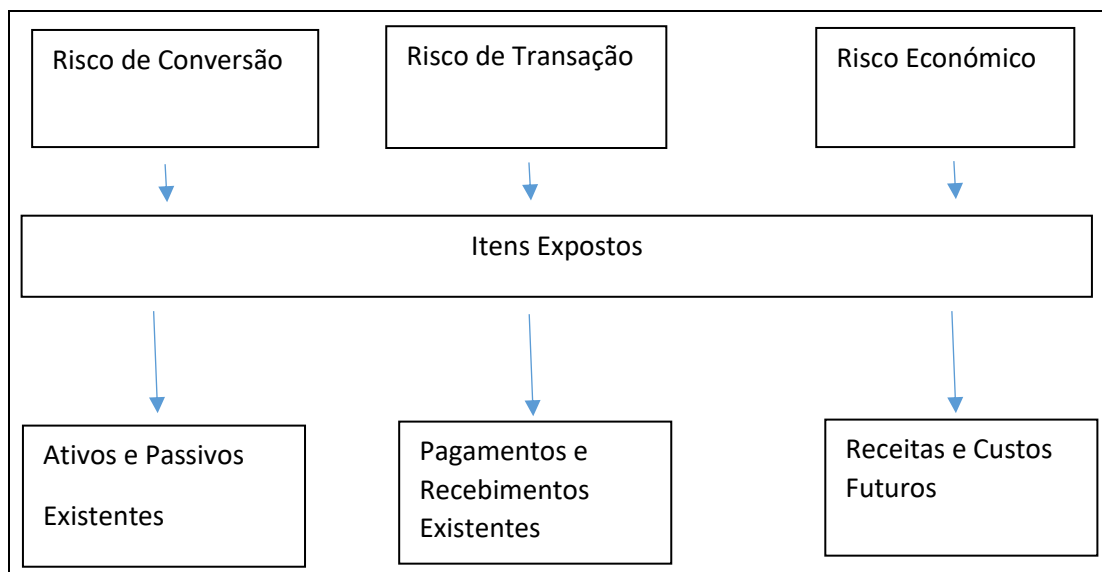
---

<sup>4</sup> De acordo com: (Abor, 2005; Dhanani, 2004; Döhring, 2008; Madura & Fox, 2010; Matos, 1992; Papaioannou, 2006; Rahnema, 1990; Rupeika-Apoga, 2005; Shapiro, 1983)

Rupeika (2005), este risco consiste na potencial perda de valor e na deterioração da posição competitiva a médio e longo prazo de uma empresa face à volatilidade das moedas estrangeiras nos mercados internacionais que podem condicionar a sua margem comercial, seja pelo impacto nos preços de venda a praticar ou nos custos de fatores de produção necessários à sua atividade.

Existe por vezes confusão dos conceitos risco económico e risco de transação, Döhrring (2008) através de um exemplo esclarece cada um dos conceitos: Um exemplo da área euro de produção de carros, o risco transacional refere-se à encomenda recebida hoje, por um carregamento de carros para os EUA pagos daqui a 3 meses; a quantidade e preço do dólar americano é conhecida hoje, o risco transacional só se preocupa com o valor do euro em relação ao dólar americano do pagamento que vai receber daqui a 3 meses. Enquanto o risco económico preocupa-se com ajustamento da procura a longo prazo tendo em conta as alterações das taxas de câmbio, por exemplo, nem as quantidades nem preços em moeda doméstica são certos no futuro.

**Tabela 1 - Tipos de risco cambial e seus impactos**



Fonte: (Rahnema, 1990)

### 2.3 Tipo de risco cambial que as empresas gerem mais frequentemente tendo em conta o seu impacto

Não existe um acordo sobre qual é o tipo de risco cambial que deve ser classificado como principal, tendo em conta o nível de dano que pode causar, apesar de haverem vários estudos sobre esta temática. Belk e Edelhain (1997) e Duangploy (1997)<sup>5</sup> nas suas investigações sobre as multinacionais dos EUA concluíram que a maioria dos inquiridos responderam que a gestão de risco transacional era o centro da gestão de risco cambial. Também Marshall (2000) conclui que as multinacionais do Reino Unido, dos Estados Unidos e do Pacífico da Ásia (Austrália, Hong Kong, Japão, Singapura e Coreia do Sul) dão uma alta importância à gestão do risco de transação, com uma classificação de 4 ou 5 em 5 dada por 80% das empresas, que é compreensível uma vez que se trata de um risco imediato ao *cash flows* e à rentabilidade. Nos estudos de Glaum (1990) e Kohn (1990)<sup>6</sup> enfatizam que a gestão de risco económico é o conceito mais importante na gestão de risco cambial. Apesar de ser considerado importante por várias empresas, Blin et al (1981)<sup>7</sup>, observou que menos de 1/3 das empresas indicaram que realizaram ajustamentos internos para tratar do risco económico. Marshall (2000) refere que apesar das multinacionais considerarem o risco económico importante, a falta de quantificação da exposição a este tipo de risco resulta numa menor atenção dada em relação a outros riscos; afirmando que quanto maior é o grau de internacionalização dos negócios da empresa maior é a probabilidade de gestão deste risco, apesar de não o comprovar estatisticamente. Concluiu também que 43% das multinacionais do Reino Unido não realizam a gestão do risco cambial económico, um número muito mais alto do que as multinacionais dos Estados Unidos e do Pacífico Asiático, 26% e 21%, respetivamente.

---

<sup>5</sup> (Belk & Edelhain, 1997; Duangploy, Bakay, & Belk, 1997)

<sup>6</sup> (Glaum, 1990; Kohn, 1990)

<sup>7</sup> (Blin, 1981)

Em relação ao risco de conversão como já foi referido anteriormente, segundo os académicos este não deve ser gerido uma vez que se trata puramente de registos contabilísticos. Contudo existem várias empresas que o gerem, como mostram os estudos de Rodriguez (1977) e Collier et al (1992)<sup>8</sup>. A decisão de cobertura deste tipo de risco está relacionado com os requerimentos das demonstrações financeiras (Hakkarainen, Joseph, Kasanen, & Puttonen, 1998). Marshall (2000) conclui que cerca de 50% das multinacionais dos EUA não gerem o risco cambial de conversão, ao contrário das multinacionais do Reino Unido e do Pacífico Asiático, que a maioria, realizava a gestão deste tipo de risco cambial. Esta diferença de classificações deve-se a uma maior proporção de negócios no estrangeiro das multinacionais do Reino Unido e do Pacífico Asiático em relação às multinacionais dos EUA, que se traduz numa maior conversão de ganhos ou perdas quando há transações em moedas estrangeiras.

#### 2.4 Indicadores de exposição cambial

Existem alguns indicadores que servem como *proxy* da exposição cambial como o rácio das vendas no estrangeiro/ vendas totais, que segundo Levi (1983) e Jorion (1990)<sup>9</sup> é positivamente relacionado com a exposição da empresa. Búa e Santomil (2012)<sup>10</sup> referem que as filiais no exterior devem ser consideradas como uma *proxy* do nível de exposição cambial, e que as vendas no exterior representam uma exposição mais direta e a curto prazo, enquanto as filiais estrangeiras representam um maior compromisso e de longo prazo com a atividade internacional. Pramborg (2005)<sup>11</sup> relaciona a exposição das empresas com as receitas, custos e ativos, que a exposição é calculada como percentagem

---

<sup>8</sup> (Collier & Davis, 1985; Rodriguez, 1977)

<sup>9</sup> (Jorion, 1990; Levi, Brett, & Levi, 1983)

<sup>10</sup> (Vivel Búa & Durán Santomil, 2012)

<sup>11</sup> (Pramborg, 2005)

do total denominada em moeda estrangeira; concluindo que as empresas suecas têm um nível alto de exposição das receitas, custos e ativos líquidos comparando com as empresas coreanas, respetivamente 43,5%, 34,3% e 26,6% contra 28,8%, 20,9% e 13,4%. Num estudo realizado em Espanha, 75% das empresas espanholas têm risco cambial devido à combinação de ambas as fontes de exposição (vendas e filiais no estrangeiro), o que realça a importância deste risco no curto e longo prazo (Vivel Búa & Durán Santomil, 2012).

Marshall (2000) indica que a maioria (65%) das multinacionais inquiridas do EUA, do Reino Unido e do Pacífico Asiático depende do mercado doméstico em mais de 50% das suas vendas; em maior detalhe, indica que apenas 17% das multinacionais dos EUA têm mais de 50% das receitas provenientes do estrangeiro, enquanto cerca de metade das multinacionais do Reino Unido apresentam mais de 50% das receitas provenientes do estrangeiro, o que se deve a um tamanho menor do mercado e devido à sua história de transações com os países da Commonwealth, da Europa Ocidental e da América do Norte; referindo ainda que devido à história relativamente curta das empresas multinacionais do Pacífico Asiático, apenas 30% das empresas têm mais do que 50% das suas vendas no estrangeiro.

## [2.5 Características das empresas determinantes na gestão de risco cambial](#)

Dimensão:

A característica dimensão funciona como uma *proxy* de economias de escala e afeta positivamente o uso de derivados (Géczy, Minton, & Schrand, 1997), isto quando se trata de empresas de maiores dimensões. Uma vez que em empresas de menores dimensões deparam-se com dificuldades financeiras quando tentam cobrir o risco, o que se torna mais caro para elas do que para empresas de maiores dimensões (Ang, Chua, & Mcconnel, 1982). Segundo Búa e

Santomil (2012) as economias de escala derivam de custos fixos altos, por exemplo, a disponibilidade de trabalhadores qualificados e o desenvolvimento de estratégias de cobertura. A existência de custos fixos altos vinculados ao estabelecimento de um programa de cobertura implica uma relação positiva entre a dimensão da empresa e a cobertura (Dolde, 1993a; Mian, 1996).

Bodnar et al (2013) concluíram que a dimensão da empresa influencia a probabilidade do uso de derivativos e a escolha de produtos derivativos não estandardizados. Afirmando que as empresas italianas pequenas<sup>12</sup> favorecem a escolha de swaps e as empresas italianas de grandes dimensões as opções.

Bodnar<sup>13</sup> em dois estudos concluiu que, geralmente, nas empresas americanas, alemãs e holandesas a percentagem do uso de instrumentos financeiros é mais alta nas empresas com maiores dimensões<sup>14</sup>, utilizando como *proxy*, as vendas das empresas, como se pode ver na tabela 2. Ele afirma que estes resultados sugerem que existe um custo fixo das empresas na implementação de um programa de cobertura, e que estes custos fixos de implementação de um programa de cobertura se revele não económico para empresas pequenas; afirma também que estes custos fixos numa empresa grande podem ser distribuídos por um grande número de transações, efeito de escala, o que leva a um maior uso de derivativos.

Setor:

Diversos estudos já provaram que a exposição cambial varia entre os vários setores (Westphal, 1990). Bodnar et al (2013) analisando as empresas italianas não financeiras concluíram que as empresas dos setores de produção

---

<sup>12</sup> 25-499 Milhões de euros de vendas – pequena dimensão; > 1bilhão de euros de vendas – grande dimensão.

<sup>13</sup>(Bodnar & Gebhardt, 1999; Bodnar, Jong, & Macrae, 2003)

<sup>14</sup> > 250 Milhões de dólares americanos em vendas.

industrial escolhem ativamente gerir a exposição cambial com uma variedade de instrumentos derivados incluindo *forwards*, opções e *swaps*.

Através da análise de dois estudos de Bodnar<sup>15</sup> podemos afirmar que o uso de derivados é maior em quase todos os setores industriais nas empresas de países europeus do que em empresas americanas, com a exceção do setor da mineração (ver tabela 2). Esta exceção pode ser explicada pelo facto de muitas empresas da indústria mineira alemã são subsidiárias de grupos estrangeiros. Uma explicação referida pelo autor para o facto de existir uma maior propensão para a utilização de derivados financeiros por parte das empresas alemãs deve-se à extensão da exposição dos riscos das operações internacionais das mesmas, que era maior em relação às empresas americanas devido à existência de um maior mercado de moeda única nos Estados Unidos, referindo também que com a introdução do euro em 1999 a extensão da exposição das operações internacionais iria alterar-se. Em relação ao maior uso de derivados das empresas holandesas, Bodnar et al (2003) explicam que a economia holandesa é mais aberta do que a economia americana, exibindo, por exemplo, um maior comércio internacional comparando com o comércio nacional do que nos Estados Unidos da América (ver tabela 2).

De salientar que os setores com maior percentagem de uso de derivados na Alemanha são os serviços, máquinas e metais, respetivamente com 100%, 100% e 93% das empresas; nos EUA os setores de químicos, mineração e metais, respetivamente com 82%, 81% e 80%; e o setor com maior percentagem de uso de derivados na Holanda foi o de produção industrial com 66% das empresas. Bodnar e Gebhardt (1999) afirmam que os setores da construção, do retalho de bens de consumo, os serviços e utilidades são um grupo de indústrias que tipicamente se focam mais nos mercados nacionais e assim estão menos expostos ao risco cambial do que empresas de indústrias de químicos, eletromecânica,

---

<sup>15</sup> (Bodnar & Gebhardt, 1999; Bodnar et al., 2003)

maquinaria e metais, conseqüentemente utilizam menos derivados financeiros do que os outros setores (ver tabela 2).

**Tabela 2 - Uso de derivados financeiros (% das empresas)**

País	US	DE		US	NL
Ano da Pesquisa	1995	1997		1998	1998
-por dimensão (vendas em M \$ USD)					
>6600	90	75			
3300-6600	73	94			
1660-3300	57	88			
660-1660	64	84	>800	82	88
330-660	44	55	250-800	46	57
<330	18	50	<250	12	42
-por setor industrial					
Utilidades	48	74	Produção Industrial	46	66
Serviço	56	100	Comércio	27	58
Retalho	42	76	Serviços	41	48
Motores Veículos	58	77			
Mineração	81	68			
Metais	80	93			
Máquinas	62	100			
Eletrônica	69	87			
Consumo	56	75			
Construção	42	62			
Químicos	82	85			

Fonte: Bodnar e Gebhardt (1999); Bodnar, Jong e Macrae (2003)<sup>16</sup>, Retirado de: Döhning, (2008)

Grau de habilitações do responsável de gestão de risco cambial:

Dolde (1993)<sup>17</sup> refere que os custos associados ao investimento em gestores qualificados, necessários para o conhecimento de instrumentos de cobertura financeiros, funcionam como um motivo de desencorajamento para as pequenas empresas o que justifica uma menor utilização destes produtos por parte destas.

<sup>16</sup> (Bodnar et al., 2003)

<sup>17</sup> (Dolde, 1993b)

Bodnar et al (2013) utilizaram o grau de habilitações como proxy de informação assimétrica acerca das várias formas de gerir o risco, concluíram que um alto nível de habilitações de gestão (licenciados e mestres) é mais atrativo para o uso de instrumentos derivados.

## 2.6 Perfil de risco da empresa

As empresas gerem o seu risco cambial dependendo do tipo de risco cambial, da percentagem de exposição do seu volume de negócios e do seu perfil de risco. As empresas podem optar por gerir o seu risco downside (impacto negativo das variações cambiais) sem se preocuparem com potencial upside (impacto positivo das variações cambiais), ou gerir ambos, o risco de downside e upside (Dhanani, 2004); dependendo do seu perfil de risco podem realizar uma cobertura de exposição de risco cambial total, parcial ou não o fazer de todo e finalmente, meramente contabilístico, têm de considerar se querem classificar este risco em termos de mudanças nos retornos reportados ou em termos de mudança no *cash flow* (Dhanani, 2004).

Pramborg (2005) afirma que apenas um terço das empresas suecas utilizam derivados com o objetivo de especular. Estes resultados estão de acordo com as conclusões encontradas por Alkeback e Hagelin (1999)<sup>18</sup>.

Dohring (2008) afirma que existe pouca informação acerca das estratégias de cobertura das empresas europeias. As empresas que fornecem detalhes acerca deste assunto, normalmente cobrem a 100% as transações já contratualizadas e a 75-80% as transações previstas. Um número significativo de empresas afirmam que usam derivados financeiros apenas com o propósito de cobertura e não de especulação e apenas algumas empresas afirmam que tomam posições de

---

<sup>18</sup> (Alkeback & Hagelin, 1999)

especulação. Estes resultados são consistentes com os estudos de Alkeback e Hagelin (1999) e Pramborg (2005).

## 2.7 Objetivos de gestão de risco cambial

As empresas têm vários objetivos de gestão de risco cambial, mas consoante a literatura sobre esta temática o principal objetivo passa pela defesa, ou seja, tentar minimizar perdas cambiais (Rodriguez, 1981; Tran, 1980).

Berkman et al (1997) e Bodnar e Gebhardt (1999)<sup>19</sup> afirmam que as empresas dos EUA enfatizam os *cash flows* da mesma forma que enfatizam os resultados contabilísticos, mas que as empresas da Alemanha e Nova Zelândia focam-se relativamente mais nos resultados contabilísticos. Eles argumentam que estas diferenças se devem talvez, a regulamentações contabilísticas, ou seja, eles afirmam que outros países além dos EUA, têm uma forte conexão entre resultados contabilísticos e *cash flows*, uma vez que existe uma relação entre os resultados, os impostos e pagamentos de dividendos. Marshall (2000) conclui que as multinacionais do Reino Unido e EUA têm objetivos similares com 85% das respostas afirmarem que procuram alcançar certeza nos *cash flows* esperados e minimizar a flutuação de resultados contabilísticos, o que é consistente com os estudos de Berkman, Bradbury e Magan (1997) e Bodnar e Gebhardt (1999); Marshall (2000) conclui também que o principal objetivo das multinacionais do Pacífico Asiático (60%) é minimizar a flutuação dos resultados contabilísticos (em particular o Japão, com cerca de 75% das empresas japonesas inquiridas a afirmarem que este era o seu principal objetivo da gestão de risco cambial). Bengt Pramborg (2005) afirma que as empresas coreanas têm como principal objetivo reduzir a volatilidade dos *cash flows*, enquanto as empresas suecas têm como principal objetivo reduzir a flutuação dos resultados contabilísticos; segundo

---

<sup>19</sup>(Berkman et al., 1997; Bodnar & Gebhardt, 1999)

Hung (2000)<sup>20</sup> a regulamentação contabilística da Suécia é muito parecida à regulamentação contabilística germânica, enquanto a contabilidade da Coreia é influenciada pelo US GAAP.

## 2.8 Frequência de controlo e de avaliação do risco cambial dos seus negócios

O risco cambial está presente em cada transação internacional, que pode ocorrer diariamente, semanalmente, mensalmente e anualmente, dependendo do número de transações e volume de compras e de vendas no estrangeiro. Por este motivo, a frequência de controlo e de avaliação do risco cambial dos negócios das empresas é importante, uma vez que a variação das taxas cambiais podem afetar as receitas e custos de uma empresa. Segundo Bengt Pramborg (2005) 10% das empresas suecas não têm um controlo e avaliação programada do risco cambial, este número aumenta significativamente quando se trata das empresas da Coreia do Sul, cerca de 41%. O autor refere que as empresas coreanas avaliam o seu risco cambial consoante a necessidade.

## 2.9 Tomada de decisão

Outro fator importante na estratégia das empresas na gestão de risco cambial é a tomada de decisão, se é realizada centralmente ou descentralizada. Belk (2002)<sup>21</sup> define por alto nível de centralização é quando a decisão é tomada e executada centralmente; um baixo nível de centralização é quando a decisão é tomada centralmente e executada ao nível das subsidiárias e vice-versa; e descentralização é quando a decisão é tomada e executada pelas subsidiárias operativas. Segundo a literatura, as funções de tesouraria/ financeira quando são

---

<sup>20</sup> (Hung, 2000)

<sup>21</sup> (Belk, 2002)

realizadas centralmente são mais eficientes de quando são realizadas de forma descentralizada (Donaldson & Limited, 1980; Griffiths & Greenfield, 1989).

No estudo realizado por Soenen e Aggarwal (1989)<sup>22</sup> sobre as empresas do Reino Unido, da Holanda e da Bélgica, a gestão de risco cambial era na maioria realizada centralmente, com cerca de 68%, 73% e 73%, respetivamente. Belk (2002) confirma os resultados obtidos por Soenen e Aggarwal (1989) que a maioria das empresas optaram por uma gestão de risco centralizada, ele realizou um estudo sobre as multinacionais do Reino Unido, dos EUA e da Alemanha, que responderam afirmativamente com 71%, 86% e 90%, respetivamente, à centralização da gestão de risco cambial. El-Masry (2006)<sup>23</sup> num estudo realizado a 173 empresas listadas na London Stock Exchange, confirma que a gestão de risco centralizada é a mais comum.

#### [2.10 Fontes e indicadores usados na realização de \*forecasts\* da taxas de câmbio](#)

De forma a tomarem decisões sobre a gestão de risco cambial, as empresas devem prever futuras flutuações das taxas de câmbio, uma vez que se as flutuações futuras das taxas de câmbio forem favoráveis elas não necessitam de realizar coberturas e não ocorrem em custos desnecessários, inversamente, se as flutuações das taxas de câmbio não forem favoráveis podem incorrer em perdas. Para realizarem *forecasts* das taxas de câmbio as empresas usam várias fontes de informação. Segundo Soenen e Aggarwal (1989) o procedimento normal é o uso combinado de várias fontes de informação fornecida pelos bancos e publicações financeiras, de referir que no seu estudo mais de 80% das empresas do Reino Unido, Holanda e Bélgica usam o banco como fonte de informação e mais de 70% usam as publicações financeiras como fonte de informação; e que nenhuma

---

<sup>22</sup> (Soenen & Aggarwal, 1989)

<sup>23</sup> (El-Masry, 2006)

empresa realiza *forecasts* com mais de doze meses. Ele refere que as empresas também realizam previsões das taxas câmbio com um uso combinado de indicadores, sendo que os mais utilizados são as diferenças nas taxas de juro e as taxas de inflação com as maiores empresas a usarem também a estabilidade política como indicador.

### 2.11 Técnicas de cobertura operacional e de cobertura financeira

Existem várias técnicas que uma empresa pode utilizar de forma a reduzir a exposição cambial dos seus negócios. Este estudo vai considerar duas diferentes abordagens na forma de cobrir esta exposição, de acordo com a literatura<sup>24</sup>: a cobertura operacional e a cobertura financeira.

Allayanis et al (2001) analisaram a eficácia da cobertura operacional e financeira das multinacionais não financeiras dos Estados Unidos da América, e afirmam que a utilização exclusiva da cobertura operacional não tem resultados, em quanto a utilização exclusiva da cobertura financeira é eficaz, como a utilização combinada das duas abordagens. Contrariamente, Carter et al (2001), afirmam que a cobertura operacional por si só é eficaz, bem como a utilização exclusiva da cobertura financeira, afirmam também que as duas abordagens, cobertura financeira e cobertura operacional são duas estratégias na gestão de risco.

---

<sup>24</sup>(Allayannis et al., 2001; Bodnar, 2007; Carter, Pantzalis, & Simkins, 2001; Döhning, 2008)

**Tabela 3 - Cobertura operacional e cobertura financeira**

Cobertura Operacional	Cobertura Financeira
<i>Matching</i>	<i>Forward</i>
<i>Leading e Lagging</i>	Futuros
Diversificação de ativos em diversas moedas	Opções
Descontos de pronto pagamento	<i>Swaps</i>
Escolha de moeda de faturação	Empréstimos em moeda estrangeira
Compensação	<i>Borrowing and lending</i>
Seleção de mercados	
Política de preços	
Diversificação das operações	
Diversificação de fontes de inputs	
Localização da Produção	
Publicidade	
Planeamento a longo prazo	

Nota: ver anexo 1 para conceitos/explicação das técnicas

#### Escolha de Moeda de Faturação:

A escolha de moeda de faturação elimina o risco cambial das transações, através da faturação em moeda doméstica, um exportador pode transferir o risco transacional para o seu cliente estrangeiro (Döhrring, 2008).

Segundo Grassman (1973)<sup>25</sup> existem dois factos estabelecidos quando o assunto se trata da escolha da moeda de faturação, o primeiro diz-nos que o comércio de bens entre países industrializados é faturado na moeda do

<sup>25</sup> (Grassman, 1973)

exportador, uma vez que este tem vantagem comercial (sunk costs), e porque normalmente ele tem poder de mercado sobre a procura; o segundo facto refere que o comércio entre uma economia avançada e uma economia em desenvolvimento, geralmente, a moeda de faturação é a do país desenvolvido.

Contrariamente, Swoboda (1968)<sup>26</sup> estabeleceu que o dólar americano podia ser considerado como um moeda veicular (uma moeda estabilizada, líquida e com baixos custos de transação, e que não é moeda do país exportador nem do país importador), pois era usada em trocas comerciais mesmo quando os EUA não estava envolvido.

Segundo Mckinnon (1979)<sup>27</sup>, a escolha de moeda de faturação por parte das empresas que produzem bens homogéneos deve ser alinhada com a faturação dos seus principais concorrentes, o que deveria levar a uma faturação numa moeda veicular; e para produtos diferenciados as empresas podem impor o preço de mercado e também decidirem qual a moeda que faturam, enquanto com produtos homogéneos o exportador é “price taker” e normalmente não escolhe faturar na moeda doméstica. Esta escolha de não faturar na moeda doméstica está relacionada com a incerteza do preço e com a incerteza da procura, se os preços são estabelecidos antes das flutuações cambiais e as encomendas são efetuadas depois do choque cambial, o exportador enfrenta uma incerteza na procura se ele faturar na sua moeda doméstica, uma vez que o vendedor não sabe o preço efetivo no momento do importador realizar as suas compras (Baron, 1976), ou seja, se a moeda do exportador apreciar os seus produtos tornam-se mais caros para os importadores, o que pode levar a uma redução na procura e vice-versa. Goldberg e Tille (2008)<sup>28</sup> estão de acordo com Mckinnon (1979), eles argumentam que empresas exportadoras têm um

---

<sup>26</sup> (Swoboda, 1968)

<sup>27</sup> (McKinnon, 1979)

<sup>28</sup> (Goldberg & Tille, 2009)

incentivo para decidirem faturar na moeda da concorrência do mesmo mercado de forma a minimizar a volatilidade dos preços e a maximizar os lucros.

Kamps (2006)<sup>29</sup> conclui que ser membro da UE desempenha um papel fundamental na escolha do euro como moeda de faturação nas suas trocas comerciais e que há uma grande incidência na escolha do euro como moeda veicular quando a moeda do país de destino é volátil. Também afirma que o dólar americano é ainda a moeda dominante na escolha como moeda veicular, uma vez que com baixo nível de diferenciação dos produtos aumenta a escolha do dólar como moeda veicular, o que parece refletir uma troca organizada e preços dos produtos referenciados, o que está acordo com os outros estudos citados anteriormente.

**Tabela 4 - Moeda de faturação (em %) nos países da zona euro nas exportações e importações com países fora da zona euro**

		Bélgica	Alema nha	Fran ça	Itál ia	Luxemb urgo	Hola nda	Portu gal	Espa nha	Gré cia
Exporta ções	EU R	41,4	61,8	52,7	72, 3	56	56,9	65,5	62,7	32,9
	US D	47,3	26,1	38,7	23, 9	29,9	36	28,9	32,9	66,7
Importa ções	EU R	33,3	50,3	41	41, 1	44,3	34,7	26,3	33,3	16,7
	US D	62	43,7	55,6	56, 6	53,9	62,7	72,8	65,4	82,3

Fonte: Base de Dados Eurostat ,2014<sup>30</sup>

A tabela 3 veio confirmar o que já foi afirmado por Döhning (2008), a quota do euro nas importações é mais baixa do que nas exportações em todos os membros da zona euro, o que está em linha com os factos referidos por Grassman

<sup>29</sup> (Kamps, 2006)

<sup>30</sup> (Eurostat, 2014)

(1973); e ao mesmo tempo, a quota do dólar americano nas importações é muito mais alta do que a quota do euro, o que realça o facto do dólar americano desempenhar um papel importante como moeda veicular para o comércio internacional.

### 2.12 Técnicas de cobertura de risco cambial mais utilizadas pelas empresas:

A literatura refere que existem técnicas que são mais usadas para gerir cada tipo de risco cambial. Existem vários estudos sobre o uso combinado de cobertura operacional com o uso de cobertura financeira, que demonstram que a estratégia operacional é um complemento da estratégia financeira e que resultam benefícios para os shareholders (Allayannis, Ihrig, & Weston, 2001).

Um estudo realizado por Bartram, Brown e Fehle (2009)<sup>31</sup> a cerca de 7263 empresas de todos os continentes conclui que mais de 60% utilizavam derivados financeiros para cobertura do risco, e mais concretamente 45,2% usavam para cobertura do risco cambial. No contexto europeu, Muller e Verschoor (2005)<sup>32</sup>, concluíram que 66,6% das 471 empresas europeias analisadas também utilizavam derivados financeiros na cobertura do risco cambial.

Búa e Santomil (2012) afirmam que a maioria das empresas espanholas (78%) usam técnicas financeiras, 12% afirmam que usam exclusivamente cobertura operativa e 10% das empresas combinam o uso destas técnicas. Em relação aos instrumentos financeiros, a maioria das empresas espanholas (54%) optam por um uso combinando de derivados e empréstimos em moeda estrangeira, 31 % recorrem unicamente a derivados e 15 % das empresas utilizam unicamente empréstimos em moeda estrangeira.

---

<sup>31</sup> (Bartram et al., 2009)

<sup>32</sup> (Muller & Verschoor, 2005) ,analisaram empresas dos seguintes países: Alemanha, Dinamarca, Holanda e Bélgica

Bodnar et al (2013) na sua investigação às empresas italianas concluiu que 82,8 % das empresas que afirmam que gerem o risco cambial utilizam derivados financeiros. Concluiu também que o derivado mais usado são os instrumentos *over-the-counter* (OTC) designados por *forwards*, seguidamente das opções e *swaps*, o que é consistente com as suas conclusões acerca das empresas norte-americanas (Bodnar, Hayt, & Marston, 1998). Concluiu também que os instrumentos menos utilizados são os futuros e opções estandardizados, indicando como possível razão a customização dos produtos mais usados.

Numa análise aos relatórios anuais e às demonstrações financeiras de 33 empresas da área euro, cotadas no EuroSoxx50, Döhning (2008) concluiu que todas as empresas usavam instrumentos derivados para gerir o risco cambial, nas quais 31 usavam *forwards*, 28 usavam opções pelo menos ocasionalmente e 22 usavam *swaps*. De referir ainda que 22 empresas indicam que realizam cobertura “natural”, ou seja, *matching* das moedas entre os pagamentos e recebimentos / ativos e passivos.

Segundo Marshall (2000) as técnicas de cobertura operacional mais usadas para gerir o risco transacional pelas multinacionais dos EUA, do Reino Unido e do Pacífico Asiático são a compensação, o *matching* e a política de preços. A escolha da compensação como a técnica mais usada nos EUA e Reino Unido deve-se à facilidade de estabelecimentos de programas de liquidação dentro do grupo e devido às potenciais poupanças em custos bancários e despesas de comunicação; de referir ainda que o uso frequente da política de preços, particularmente na Austrália, se deve ao setor transporte, uma vez que a relação entre fornecedor e clientes nesta indústria é mais adaptável ao uso deste tipo de política, sendo também a técnica preferida entre as multinacionais com maior grau de internalização das operações devido ao alto volume de transações e experiência no comércio internacional.

Marshall (2000) As técnicas de cobertura financeira mais usadas para cobrir o risco transacional pelas multinacionais dos EUA, do Reino Unido e do Pacífico Asiático são os *forwards*, as opções e *swaps*, sendo que a técnica *forward* é a mais usada, com, respetivamente cerca de 98%, 92% e 88% das empresas a preferirem esta técnica.

Em relação ao risco de conversão Marshall (2000) conclui que técnica de cobertura operacional mais usada pelas multinacionais dos EUA, Reino Unido e do Pacífico Asiático é a cobertura de Balanço. Ele refere que muitas das multinacionais só usam esta técnica, contudo é menos popular no Pacífico Asiático, o que é compreensível devido à menor dimensão das empresas e à falta de investimento no estrangeiro. A ampla utilização da cobertura de Balanço, *netting* e *matching* indicam que as multinacionais inquiridas estão mais preocupadas com o risco de conversão dos seus ativos líquidos do que com o risco de exposição dos resultados. Marshall (2000) também indica que metade das multinacionais dos EUA e do Pacífico Asiático não gerem o risco de conversão com técnicas de cobertura financeira, contrariamente no Reino Unido 75% das empresas utilizam cobertura financeira para gerir o risco de conversão. Sendo que as técnicas mais utilizadas por estas multinacionais são os *forwards*, os *swaps* e as opções.

A técnica mais usada para gerir o risco económico segundo Marshall (2000) é a política de preços, o que implica que as multinacionais enfrentem um nível relativamente alto de elasticidade “preço – procura”, assim as multinacionais preferem sacrificar a margem de lucro do que o volume de vendas quando a moeda doméstica aprecia. De salientar que outras técnicas mais usadas para gerir este risco são o aumento de produtividade, na Asia, que é explicado pelas características das multinacionais desta área, mão-de-obra qualificada e de baixo custo, tecnologia flexível e custos fixos baixos; e o planeamento a longo prazo na Asia e EUA, que o uso desta técnica é muito mais alto em relação às

multinacionais do Reino Unido, que é explicado pela preferência de tratar o risco cambial caso a caso do que ter um planeamento de longo prazo.

Döhning (2008) afirma que a cobertura do risco cambial de transação com derivados financeiros *standards* (*forwards, swaps, opções*) é fácil, mas que a cobertura do risco cambial económico é mais difícil, uma vez que se trata do longo prazo e os *cash flows* são incertos, logo aplicar produtos *standards* a *cash flows* futuros e incertos criava o risco de sobre ou sub cobertura, tendo como consequência custos desnecessários e perdas nos *cash flows*. Ele dá como alternativa o uso de empréstimos em moeda estrangeira, uma vez que estes conseguem cobrir maturidades mais longas que derivados.

### 2.13 Gestão de risco cambial em Portugal

Embora escassos existem alguns estudos, sobre o tema em apreço, com informação relevante para este trabalho.

Num estudo realizado a 29 empresas portuguesas não financeiras cotadas durante o período 2008-2009, Cruz (2014)<sup>33</sup> afirma que existe uma relação positiva e estatisticamente significativa entre a dimensão da empresa e a utilização de derivados financeiros para fins de cobertura.

Correia (2009) num estudo realizado às empresas portuguesas não financeiras cotadas, do índice PSI Geral, sobre a exposição cambial e o impacto da utilização de derivados durante o período 2002 a 2007, afirma que os resultados indiciam que os derivados cambiais são efetivamente utilizados como forma de cobertura do risco cambial e não com intenções especulativas. Estes resultados são consistentes com os estudos de Alkeback e Hagelin (1999), Pramborg (2005) e Dohring (2008).

---

<sup>33</sup> (Cruz, 2014)

É importante notar que em Portugal os *cash flows* também estão relacionados com os resultados contabilísticos<sup>34</sup>, uma vez que os resultados contabilísticos são tributados com a taxa de IRC, antes de realizarem a distribuição de dividendos, e conseqüentemente os objetivos de gestão de risco das empresas portuguesas passam por gerir os *cash flows* e os resultados contabilísticos. Roque (2015) concluiu que a minimização das flutuações dos *cash flows* e dos resultados reportados assumem maior importância para as empresas portuguesas, com 71% das empresas a classificarem estes objetivos como importantes ou mais importantes.

Realizando um *proxy* entre a frequência com que a atividade dos derivados é reportada à direção da empresa com a frequência do controlo de risco cambial, Roque (2015)<sup>35</sup> constata que a maioria das empresas portuguesas que responderam ao questionário realiza controlo mensal (53%) e trimestral (29%) do risco cambial a que estão sujeitos.

Roque (2015) conclui ainda que 88% das empresas portuguesas optam por uma política de gestão de risco centralizada, que a execução da política é executada centralmente por 76% das empresas inquiridas.

Num estudo realizado às 1000 maiores empresas portuguesas, tendo por base o volume de negócios, sobre a utilização de instrumentos derivados, Roque (2015) concluiu finalmente que cerca de 47% das empresas que responderam positivamente à utilização de derivados financeiros para gerir o risco cambial e que os derivados financeiros mais utilizados são *forwards* e futuros, respetivamente, com 25% e 10% de utilização por parte das empresas que responderam.

---

<sup>34</sup> Ver (Finanças, 2015; Rocha, 2011)

<sup>35</sup> (Roque, 2015)

Silva e Dias (2000)<sup>36</sup> no estudo que realizam a 123 empresas portuguesas não financeiras portuguesas no sentido de aferir a utilização de derivados financeiros na gestão de risco, em 2000, concluíram que 39 % das empresas utilizam derivados e que 40% destas utilizam com o objetivo de cobrir o risco cambial. Os autores referem que apesar da entrada do euro, e uma parte das transações comerciais serem com a zona euro, Portugal tem uma economia aberta e extremamente dependente das transações internacionais o que se reflete na elevada percentagem de empresas que fazem cobertura das flutuações cambiais.

---

<sup>36</sup> (Silva & Dias, 2000)

### 3. Metodologia de investigação

Considerando que o principal objetivo deste trabalho é conhecer melhor como as empresas portuguesas realizam a gestão do risco cambial quando estão sujeitas ao contexto de comércio internacional ou quando têm filiais em outros países.

A metodologia selecionada foi a do método qualitativo estudo de caso. Segundo Ponte (1994)<sup>37</sup> um estudo de caso pode ser definido como uma abordagem metodológica de investigação de uma entidade ou instituição, que tem como objetivo conhecer em profundidade o “como” e o “porquê” de uma situação em específico, sendo especialmente adequado a situações onde se procura compreender, explorar ou descrever acontecimentos que ocorrem num determinado contexto real. Este trabalho como já referido acima tem como objetivo de compreender “como” as empresas portuguesas realizam a gestão de risco cambial e perceber o “porquê” de utilizarem diferentes métodos de gestão de risco cambial comparativamente à literatura.

Para Creswell (2013)<sup>38</sup> um caso de estudo é uma abordagem qualitativa que o investigador explora a vida-real, que a unidade de análise pode ser um caso único ou múltiplos casos. Neste trabalho, a unidade de análise serão os casos da Nors e Efacec, de modo a analisar as práticas de gestão de risco cambial de cada empresa e compara-las com a literatura. Estas duas empresas foram selecionadas para este estudo devido a realizarem mais de 40% das suas vendas/compras no estrangeiro, devido à exposição ao Kwanza e ao Real, por pertencerem ao setor não financeiro e porque deram resposta positiva ao pedido de entrevistas. Gostaríamos de ter analisado mais casos, mas tal não foi possível

---

<sup>37</sup> (Ponte, 1994)

<sup>38</sup> (Creswell, 2013)

devido ao pouco tempo disponível para a realização deste trabalho, somente 1 semestre.

Creswell (2013) afirma também que um caso de estudo pode envolver o uso de várias fontes de informação, como por exemplo, as observações, entrevistas, material audiovisual, documentos e relatórios. Para recolha de dados, neste trabalho final de mestrado foi utilizado a entrevista semi-estruturada<sup>39</sup> e a análise aos relatórios de contas das empresas de forma a completar com alguma informação relevante que não foi possível obter na entrevista.

Uma das mais importantes fontes de informações para um estudo de caso são as entrevistas (Yin, 2009). O entrevistador deve seguir um conjunto de questões abertas e fechadas previamente definidas, num contexto muito semelhante ao de uma conversa informal (Boni & Quaresma, 2005; Yin, 2009). De referir que estas questões foram realizadas de forma a conseguir responder à questão de investigação. Neste trabalho a questão de investigação é:

**“Como é realizada a gestão de risco cambial nas empresas portuguesas mais expostas a este risco?”**

Segundo Sierra Bravo (1997)<sup>40</sup>, a questão de investigação deve ser clara e facilmente compreensível, de forma a não criar ambiguidades durante o estudo do fenómeno em causa.

As entrevistas foram realizadas presencialmente no dia 5 de Janeiro de 2017. Na Efacec o entrevistado foi o gestor de risco Dr. Cristiano Pinto, e na Nors, o diretor financeiro Dr. Tiago Prista e o gestor de tesouraria Dr. André Pais. O início das entrevistas consistiu na explicação geral por parte dos entrevistados de como as empresas realizam a gestão de risco cambial, a segunda parte consistiu

---

<sup>39</sup> Ver anexo 2

<sup>40</sup> (Bravo, 1997)

na resposta às perguntas do guião de entrevista, e por último, perguntou-se aos entrevistados se haveria mais algum tópico relevante acerca da gestão de risco cambial nas empresas, que achassem relevante explicitar.

A metodologia estudo de caso foi utilizada em dissertações de mestrado de Rafael (2011), Seixas (2015) e Jacinto (2015)<sup>41</sup>, em contextos semelhantes.

De seguida apresenta-mos um quadro geral de conclusões alcançadas nas investigações anteriores e que serviram de mote às proposições estudadas nos casos da Efacec e Nors.

**Tabela 5 - Proposições a verificar**

	<b>Proposições</b>	<b>Autor</b>	<b>Referência à pergunta do guião da entrevista</b>	<b>Região Estudada</b>
<b>Gestão de Risco Cambial</b>	P1: Maioritariamente, as empresas gerem o seu risco cambial.	Marshall (2000) Pramburg (2005) Dohring (2008) Bodnar et al (2013)	7	EUA Reino Unido Itália Coreia do Sul Pacífico Asiático Zona Euro Suécia

<sup>41</sup> (Jacinto, 2015; Rafael, 2011; Seixas, 2015)

<b>Setor</b>	<p>P2: Os setores industriais com maior percentagem de uso de derivados na Alemanha são os serviços, máquinas, metais, eletrónica e químicos.</p> <p>Os setores com maior uso de derivados na Holanda são a produção industrial e o comércio.</p>	<p>Bodnar e Gebhardt (1999)</p> <p>Bodnar et al (2003)</p>	3, 17,19,22	<p>Alemanha</p> <p>Holanda</p>
<b>Dimensão</b>	<p>P3: As empresas com maiores dimensões (&gt;250 milhões de euros de vendas) estão mais propensas a utilizar derivados financeiros para cobertura do risco cambial.</p>	<p>Géczy et al (1997)</p> <p>Bodnar e Gebhardt (1999)</p> <p>Bodnar et al (2003)</p> <p>Bodnar et al (2013)</p> <p>Cruz (2014)</p>	17,19,22	<p>Alemanha</p> <p>Holanda</p> <p>Itália</p> <p>EUA</p> <p>Portugal</p>
	<p>P4: Existe uma relação positiva entre a dimensão de uma empresa e a implementação de programas de cobertura cambial.</p>	<p>Dolde (1993)</p> <p>Mian (1996)</p>	1,7	<p>EUA</p> <p>Holanda</p> <p>Alemanha</p>
<b>Habilitações dos Gestores de Risco</b>	<p>P5: Alto nível de habilitações (licenciados e mestres) é sinónimo de maior propensão à utilização de derivados financeiros.</p>	<p>Dolde (1993)</p> <p>Bodnar et al (2013)</p>	11, 17,19,22	<p>EUA</p> <p>Itália</p>
<b>Perfil de Risco da Empresa</b>	<p>P6: Maioritariamente as empresas utilizam derivados com o propósito de cobertura e não de especulação.</p>	<p>Alkeback e Hagelin (1999)</p> <p>Pramborg (2005)</p>	9,10	<p>Suécia</p> <p>Europa</p>

		Dohring (2008) Correia (2009)		
<b>Objetivos da Gestão de Risco Cambial</b>	P7: Os objetivos da gestão de risco das empresas consistem, geralmente, em reduzir as flutuações dos resultados contabilísticos e reduzir as flutuações dos <i>cash flows</i> .	Berkman et al (1997) Bodnar e Geblendt (1999) Marshall (2000) Roque (2015)	11	EUA Reino Unido
<b>Frequência de Controlo e Avaliação do risco cambial dos seus negócios</b>	P8: As empresas, geralmente, controlam e avaliam o risco cambial de forma mensal ou trimestral.	Roque (2015)	15	Portugal
<b>Tomada de Decisão</b>	P9: Geralmente, as empresas centralizam a tomada de decisão acerca do risco cambial.	Soenen e Aggarwal (1989) Belk (2002) El-Masry (2006) Roque (2015)	8	Reino Unido Holanda Bélgica Portugal EUA Alemanha
<b>Fontes usadas na realização de previsões das taxas de câmbio</b>	P10: Geralmente, as empresas utilizam, de forma combinada, os bancos e as publicações financeiras como fontes de informação principal na previsão das taxas de câmbio.	Soenen e Aggarwal (1989)	13	Reino Unido Holanda Bélgica
<b>Indicadores usados na realização de previsões das taxas de câmbio</b>	P11: Geralmente, as empresas utilizam de forma combinada vários indicadores nas previsões das taxas de câmbio, sendo que os	Soenen e Aggarwal (1989)	14	Reino Unido Holanda Bélgica

	mais utilizados são as diferenças das taxas de juro e as taxas de inflação.			
<b>Moeda de Faturação das Importações</b>	P12: Maioritariamente, a moeda de faturação das importações é o dólar americano, seguido do euro.	Kamps (2006) Dohring (2008)	4	Zona Euro
<b>Moeda de Faturação das Exportações</b>	P13: Maioritariamente, a moeda de faturação das exportações, é o euro, seguido do dólar americano.	Kamps (2006) Dohring (2008)	5	Zona Euro
<b>Gestão de Risco Cambial de Transação</b>	P14: De forma, geral as empresas com exposição cambial realizam a gestão do risco transacional.	Belk e Edelshain (1997) Duangploy (1997) Marshall (2000)	16	EUA Reino Unido Pacífico Asiático
<b>Gestão de Risco Cambial de Conversão</b>	P15: Quanto maior é a proporção de negócios no estrangeiro das empresas maior é a probabilidade de gestão do risco cambial de conversão.	Marshall (2000)	18	EUA Reino Unido Pacífico Asiático
<b>Gestão de Risco Cambial Económico</b>	P16: Quanto maior é o grau de internacionalização dos negócios da empresa maior é a probabilidade de gestão do risco cambial económico.	Marshall (2000)	20,21	EUA Reino Unido Pacífico Asiático
<b>Técnicas de Cobertura de Risco Cambial mais usadas</b>	P17: A maioria das empresas europeias utilizam derivados financeiros para cobertura do risco cambial.	Muller e Verschoor (2005) Dohring (2008)	17,19,22	Zona Euro Dinamarca

		Bartram et al (2009) Bodnar et al (2013)		
	P18: Os derivados mais utilizados para cobrir o risco cambial são os <i>forwards</i> , seguido de <i>swaps</i> e opções.	Bodnar et al (1998) Marshall (2000) Dohring (2008) Bodnar et al (2013)	17,19,22	EUA Reino Unido Pacífico Asiático
	P19: As técnicas de cobertura operacional mais utilizadas são a compensação, o <i>matching</i> e a política de preços para cobrir o risco cambial transacional.	Marshall (2000)	17,19,22	EUA Reino Unido Pacífico Asiático
	P20: As técnicas de cobertura operacional mais utilizadas são a cobertura do balanço, compensação e o <i>matching</i> para cobrir o risco cambial de conversão.	Marshall (2000)	17,19,22	EUA Reino Unido Pacífico Asiático
	P21: As técnicas de cobertura operacional mais utilizadas são a política de preços, aumento da produtividade e planeamento a longo prazo para cobrir o risco cambial económico.	Marshall (2000)	17,19,22	EUA Reino Unido Pacífico Asiático

## 4. Casos de Estudo: A Nors e a Efacec

### 4.1 Apresentação da Efacec<sup>42</sup>

A Efacec foi fundada em Portugal no ano de 1948, com o nome de EFME – Empresa Fabril de Máquinas Elétricas. O nome EFACEC – Empresa Fabril de Máquinas Elétricas, nasceu em 1962, depois de diversas alterações na distribuição de capital, passando os ACEC – *Ateliers de Construction Electrique de Charleroy* a serem acionistas majoritários. No final da década de 60 foi uma das primeiras empresas portuguesas cotadas na bolsa de valores de Lisboa. A Efacec teve sempre uma vocação exportadora para países, tais como o Reino Unido, Estados Unidos, África, Ásia e América do Sul, entre outros. Constituiu importantes filiais nos EUA e Brasil que se revelaram muito deficitárias.

Em resposta à crise económica e financeira que se fez sentir no século XXI, teve que simplificar o portfólio, através da alienação de alguns ativos e negócios não nucleares, passando a designar-se por Efacec Power Solutions, SA (EPS), em 2014. Sendo que neste mesmo ano, a EPS passou a constituir um grupo, que reúne todos os meios de produção, tecnologias e competências técnicas e humanas para o desenvolvimento de atividades nos domínios das soluções de Energia, Engenharia, Ambiente, Transportes e Mobilidade Eléctrica, abrangendo ainda hoje uma vasta rede de filiais, sucursais e agentes espalhados por quatro continentes, com destaque para Angola, Europa Central, Reino Unido e Magreb.

Em Outubro de 2015 a sociedade Winterfell Industries adquiriu a maioria do capital da Efacec Power Solutions.

---

<sup>42</sup> (Efacec, 2015; “Efacec - Quem somos,” n.d.)

## 4.2 Apresentação da Nors<sup>43</sup>

A Nors foi fundada em Portugal no ano de 1933, quando Luiz Oscar Jervell se tornou representante da marca Volvo em Portugal. O nome Auto Sueco nasceu em 1949, quando em conjunto com Yngvar Poppe Jensen, decidem criar a empresa Auto Sueco, Lda, que viria ser a empresa-mãe do então grupo Auto Sueco.

Em 1991, o grupo alargou as fronteiras e através da Auto Sueco Angola que marcou o início da internacionalização do grupo. A internacionalização continuou nos anos seguintes, com a aquisição da Volmaquinaria de Construcción España, em 1999; a expansão de atividades do grupo a países da África Subsaariana, em 2001; criação da ASC Construction Equipment nos EUA, em 2004; início da atividade da AS Quénia, AS Botswana e AS Tanzânia, em 2006; início da atividade AS Centro Oeste (Brasil), em 2007; compra da AS São Paulo (Brasil) e compra da ASC Turk Makina na Turquia, em 2010; expansão da atividade para o México através do Grupo Ascendum (antigo Grupo Auto Sueco Coimbra), em 2012; expansão da atividade Ascendum para nove países da Europa Central; e início da atividade da AS Uganda e AS Moçambique, em 2014.

O Grupo Auto Sueco alterou o nome para NORS em 2013.

---

<sup>43</sup> (Nors, 2015; “Nors - marcos históricos,” n.d.)

## 4.3 Apresentação de Resultados

Tabela 6 - Resultados

Empresas	Efacec	Nors	Fontes
Setor	Fabrico de Máquinas e Equipamentos Elétricos; Prestação de Serviços/ Consultoria relacionados com tecnologia e engenharia elétrica.	Comércio de Automóveis e outros veículos; Manutenção e reparação de automóveis e outros veículos; Instalação de Máquinas e de Equipamentos Industriais; Reparação de Máquinas e Equipamentos.	Entrevista e Site do CAE
Dimensão (vendas/receitas arredondado às unidades em milhões de € (2015))	423	563	Entrevista
Habilitações dos Gestores de Risco Cambial	Licenciados e Mestres	Licenciados e Mestres	Entrevista
Mercados Principais (vendas/receitas arredondado às unidades em milhões de € (2015))	Portugal: 102 Chile: 43 Magreb: 41 Angola: 39 Estados Unidos: 27 Espanha: 25 Europa Central: 24 Moçambique: 18 Brasil: 6	Portugal: 233 Angola: 109 Brasil: 181 Espanha: 9 Outros países <sup>45</sup> : 32	Entrevista e Relatório de Contas

<sup>45</sup> Outros países: Tanzânia, Quênia, Namíbia, Botswana, Moçambique e Uganda.

	Outros mercados <sup>44</sup> : 99		
<b>Ativos Principais por País (Arredondado às unidades em milhões de € (2015))</b>	Portugal: 590 Angola: 20 Europa Central <sup>46</sup> : 19 EUA: 19 Moçambique: 14 Espanha: 14 Índia: 8 Chile: 5 Brasil: 2	Portugal: 339 EUA: 159 Brasil: 80 Angola: 18 Tanzânia: 9 Quénia: 7 Namíbia: 5 Botswana: 2 Moçambique: 2 Uganda: 1	Entrevista e Relatório de Contas
<b>Nível de exposição cambial das receitas (vendas no estrangeiro/vendas totais):</b>	41,1% =	57,1%	Cálculos realizados pelo autor (anexo 3)
<b>Nível de exposição cambial dos ativos (ativos no estrangeiro/ativos totais):</b>	9,8%	45,5%	Cálculos realizados pelo autor (anexo 3)
<b>Realizam Gestão de Risco Cambial</b>	Sim	Sim	Entrevista
<b>Perfil de Risco da Empresa</b>	Cobertura Parcial; Gere unicamente as possíveis perdas.	Cobertura total (em relação ao risco cambial transacional); Gere unicamente as possíveis perdas.	Entrevista
<b>Objetivos da Gestão de Risco Cambial</b>	Reduzir as flutuações dos resultados contabilísticos; Reduzir as flutuações dos <i>Cash Flows</i> .	Reduzir as flutuações dos resultados contabilísticos.	Entrevista

<sup>44</sup> Representam 24% do volume de negócios, sendo de destacar os mercados europeus como o Reino Unido, França, Malta e Noruega, mas também o mercado do Médio Oriente como a Arábia Saudita, os Emirados Árabes Unidos, Omã e o Qatar. Como não se sabe ao certo o valor absoluto para cada país não entra nos cálculos do nível de exposição cambial das receitas, consequentemente não sabemos qual o valor em moeda doméstica (euro). O mesmo acontece com a Europa Central.

<sup>46</sup> Áustria, República Checa e Roménia: valor não entra para o cálculo do nível de exposição cambial dos ativos, uma vez que não sabemos que percentagem do valor é denominado em euros.

		Reduzir as flutuações dos <i>Cash Flows</i> .	
<b>Frequência de Controlo e Avaliação do risco cambial dos seus negócios</b>	Mensalmente e conforme transações.	Trimestralmente (em relação ao risco cambial de conversão) e conforme transações.	Entrevista
<b>Tomada de Decisão</b>	Centralmente	Centralmente	Entrevista
<b>Fontes usadas na realização de previsões das taxas de câmbio</b>	Bancos; Publicações Financeiras: Bloomberg.	Bancos; Publicações Financeiras: Reuters.	Entrevista
<b>Indicadores usados na realização de previsões das taxas de câmbio</b>	Principalmente: Diferenças das taxas de juro e justificam com outros rácios.	Taxas de inflação, PIB, entre outros que aparecem nos relatórios dos Bancos e nas publicações financeiras.	Entrevista
<b>Moeda de Faturação das Importações</b>	Dólar Americano	Euros	Entrevista
<b>Moeda de Faturação das Exportações</b>	Dólar Americano	Não exportam, faturam em moeda do país de venda	Entrevista
<b>Gestão de Risco Cambial de Transação</b>	Realizam	Realizam	Entrevista
<b>Gestão de Risco Cambial de Conversão</b>	Não realizam	Realizam	Entrevista
<b>Gestão de Risco Cambial Económico</b>	Não realizam	Não realizam	Entrevista
<b>Técnicas de Cobertura de Risco</b>	<i>Forwards</i> ; Opções;	<i>Forwards</i> ; Escolha de Moeda de Faturação;	Entrevista

<b>Cambial usadas</b>	<b>mais</b>	Escolha de Moeda de Faturação. Política de Preço	Obrigações do tesouro anexadas ao dólar americano. <i>Matching</i>	
---------------------------	-------------	---	---	--

Fonte: entrevistas e relatório e contas da Efacec e da Nors<sup>47</sup> e site do CAE<sup>48</sup>

### Efacec:

De acordo com o Relatório e Contas, na Efacec, a gestão de risco é da responsabilidade da Direção Corporativa de Gestão de Risco e de Contratos, coordenada pelo CRO (Chief Risk Officer). Os riscos suscetíveis de gerar interrupção de atividades críticas para os negócios são geridos tendo em consideração as melhores práticas da gestão de continuidade de negócio e da gestão de crises. A identificação de riscos e oportunidades de um processo, uma atividade transversal a todas as áreas da empresa, contribui para o estabelecimento de indicadores, objetivos, metas e ações, cujos desvios face ao previsto são monitorizados regularmente, conduzindo, a montante, a decisões de gestão, e a jusante, às alterações que se considerem necessárias.

A gestão de risco cambial é realizada por uma Direção de Finanças Corporativa, no âmbito de políticas e orientações aprovadas pelo Conselho de Administração. Sendo que esta direção é responsável pela identificação, avaliação e cobertura dos riscos cambiais, em estreita colaboração com as unidades operacionais do grupo.

O programa de gestão de risco da Efacec concentra-se na imprevisibilidade dos mercados financeiros e procura minimizar os potenciais efeitos adversos sobre o desempenho financeiro. Para o efeito, contratam instrumentos financeiros de curto prazo para cobrir riscos decorrentes da atividade e negócio da Efacec.

<sup>47</sup> (Efacec, 2015; Nors, 2015)

<sup>48</sup> ("Sistema de Informação da Classificação Portuguesa de Atividades Económicas," n.d.)

Em 2015, a Efacec registou um efeito líquido positivo de 10,6 milhões de euros de ganhos cambiais.

Nors:

De acordo com o Relatório e Contas, na Nors, a responsabilidade da gestão de risco é da responsabilidade do Conselho de Gerência, assessorado pela Direção de Auditoria Interna, estabelecendo quais os principais riscos a que o grupo se encontra exposto, definindo para cada um deles qual o nível de exposição desejado. O grupo Nors desenvolveu uma metodologia de gestão de risco com base nas boas práticas, por forma a garantir uma análise independente e objetiva dos riscos organizacionais, permitindo a sua monitorização, gestão, consolidação e *benchmarking* entre as várias dimensões organizacionais do grupo.

A gestão de risco cambial é da responsabilidade da Direção Financeira, e é realizada de uma perspetiva global, uma vez que o grupo se encontra em diversas regiões e mercados internacionais e de forma centralizada. O CFO define as medidas e iniciativas preferenciais a que o grupo e as unidades de negócio devem executar para mitigação do risco cambial. Para o efeito contratam instrumentos financeiros (*forwards* e dívida financeira), e realizam operações de cobertura natural (dívida financeira em moeda local ao do risco assumido).

Em 2015, a Nors registou um efeito líquido negativo de 5,4 milhões de euros em perdas cambiais.

## 4.4 Discussão de Resultados

### Gestão de risco cambial:

#### **P1: Maioritariamente, as empresas gerem o seu risco cambial.**

Ambas as empresas responderam que realizam a gestão de risco cambial dos seus negócios. Estes resultados são consistentes com os estudos de Marshall (2000), Pramborg (2005), Dohring (2008), Búa (2010) e Bodnar et al (2013).

#### **Conclusão: P1 Verificada**

### Setor:

**P2: Os setores industriais com maior percentagem de uso de derivados na Alemanha são os serviços, máquinas, metais, eletrónica e químicos. Os setores com maior uso de derivados na Holanda são a produção industrial e o comércio.**

A Efacec é uma empresa que tem atividade no fabrico de máquinas e equipamentos elétricos e na prestação de serviços / consultoria relacionados com tecnologia e engenharia elétrica. A Nors é uma empresa que tem atividade no comércio de automóveis e de outros veículos, na manutenção e reparação de automóveis e outros veículos, na instalação de máquinas e equipamentos industriais e na reparação dos mesmos. Ambas as empresas utilizam derivados financeiros na cobertura do risco cambial, o que é consistente com os estudos de Bodnar e Gebhardt (1999) e Bodnar et al (2003), que afirmam que os setores de produção industrial, serviços e comércio são mais propícios ao uso de derivados financeiros.

#### **Conclusão: P2 verificada**

### Dimensão:

**P3: As empresas com maiores dimensões (>250 milhões de euros de vendas) estão mais propensas a utilizar derivados financeiros para cobertura do risco cambial.**

Em 2015, a Efacec e a Nors apresentaram um volume de vendas de 423 e 563 milhões de euros, respetivamente, acima de 250 milhões de euros de vendas. Ambas as empresas utilizam derivados financeiros na cobertura do risco cambial, o que é consistente com os estudos de Géczy et al (1997), Bodnar e Gebhardt (1999), Bodnar et al (2003, 2013) e Cruz (2014), que afirmam que as empresas com maiores dimensões estão mais propensas a utilizar derivados financeiros para cobertura do risco cambial.

**Conclusão: P3: Verificada**

**P4: Existe uma relação positiva entre a dimensão de uma empresa e a implementação de programas de cobertura cambial.**

Em 2015, a Efacec e a Nors apresentaram um volume de vendas de 423 e 563 milhões de euros, respetivamente, acima de 250 milhões de euros de vendas. Tanto a Efacec como a Nors responderam que realizam a gestão de risco cambial. Deste modo, estes resultados estão de acordo com os estudos de Dolde (1993) e Mian (1996) que relacionam positivamente a dimensão de uma empresa e a implementação de programas de cobertura.

**Conclusão: P4: Verificada**

### Habilitações:

**P5: Alto nível de habilitações (licenciados e mestres) é sinónimo de maior propensão à utilização de derivados financeiros.**

Tanto na Efacec como na Nors, responderam que os gestores responsáveis pela gestão do risco cambial são licenciados ou mestres. Ambas as empresas utilizam derivados financeiros na cobertura do risco cambial, o que é consistente com os estudos de Dolde (1993) e Bodnar et al (2013) que relacionam positivamente o nível de habilitações dos gestores de risco com a utilização de derivados.

**Conclusão: P5 Verificada**

### Perfil de risco das empresas:

**P6: Maioritariamente, as empresas utilizam derivados com o propósito de cobertura e não de especulação.**

Segundo as entrevistas a Efacec é mais propensa ao risco que a Nors, uma vez que a Efacec afirma que realiza apenas uma cobertura parcial das suas transações, ou seja, realiza a cobertura dos negócios mais significativos. Enquanto a Nors, realiza uma cobertura total das suas transações. Ambas as empresas, responderam que gerem, unicamente, as possíveis perdas. O que leva a concluir que utilizam derivados apenas com o propósito de cobertura e não de especulação, o que é consistente com os estudos de Alkebäck e Hagelin (1999), Pramborg (2005), Dohring (2008) e Correia (2009).

**Conclusão: P6 Verificada**

### Objetivos da gestão de risco cambial:

**P7: Os objetivos da gestão de risco das empresas consistem, geralmente, em reduzir as flutuações dos resultados contabilísticos e reduzir as flutuações dos *cash flows*.**

Ambas as empresas afirmam que os objetivos de gestão de risco cambial são reduzir as flutuações dos resultados contabilísticos e reduzir as flutuações dos *cash flows*. Estes resultados são consistentes com os estudos de Berkman et al (1997), Bodnar e Geblendt (1999), Marshall (2000) e Roque (2015).

#### **Conclusão: P7 Verificada**

#### Frequência de controle e avaliação do risco cambial:

**P8: As empresas, geralmente, avaliam o risco cambial de forma mensal ou trimestral.**

A Efacec afirma que realiza a avaliação do risco cambial de forma mensal, enquanto a Nors afirma que realiza a avaliação do risco cambial trimestralmente. Estes resultados são em parte consistentes com o estudo de Roque (2015), uma vez que, ambas as empresas também afirmam que realizam a avaliação do risco cambial conforme as transações, ou seja, a cada realização de compra e venda avaliam o risco cambial existente, mesmo que aconteça de forma mais regular que mensalmente ou trimestralmente.

#### **Conclusão: P8 Parcialmente Verificada**

#### Tomada de decisão:

**P9: Geralmente, as empresas centralizam a tomada de decisão acerca do risco cambial.**

Tanto a Efacec como a Nors afirmam que decidem e executam ao nível da gestão central das suas *holdings* todas as decisões que sejam relacionadas com o risco cambial, ou seja, realizam a gestão de risco cambial centralmente. Estes

resultados são consistentes com os estudos de Soenen e Aggarwal (1989), Belk (2002), El-Masry (2006) e Roque (2015).

#### **Conclusão: P9 Verificada**

Fontes utilizadas na realização de previsão das taxas de câmbio:

**P10: Geralmente, as empresas utilizam, de forma combinada, os bancos e as publicações financeiras como fontes de informação principal na previsão das taxas de câmbio.**

A Efacec respondeu que utiliza como fontes de informação os bancos e as publicações financeiras (Reuters). A Nors respondeu que utiliza como fontes de informação os bancos e as publicações financeiras (Bloomberg). Estes resultados são consistentes com os estudos de Soenen e Aggarwal (1989).

#### **Conclusão: P10 Verificada**

Indicadores utilizados na realização de previsões das taxas de câmbio:

**P11: Geralmente, as empresas utilizam de forma combinada vários indicadores nas previsões das taxas de câmbio, sendo que os mais utilizados são as diferenças das taxas de juro e as taxas de inflação.**

A Efacec afirma que, principalmente, utiliza as diferenças das taxas de juro na previsão das taxas de câmbio, enquanto a Nors utiliza as taxas de inflação. Ambas as empresas afirmam que utilizam um conjunto variado de indicadores, uma vez que os relatórios dos bancos e publicações financeiras, que utilizam no apoio à tomada de decisão, justificam com vários indicadores as previsões

cambiais indicadas. Estes resultados são consistentes com os estudos de Soenen e Aggarwal (1989).

**Conclusão: P11 Verificada**

Moeda de faturação das importações:

**P12: Maioritariamente, a moeda de faturação das importações é o dólar americano, seguido do Euro.**

A Efacec afirma que, de forma geral, fatura as suas importações em dólares americanos, enquanto a Nors afirma que fatura as suas importações em euros. Estes resultados são consistentes com os estudos de Grassman (1973), Kamps (2006) e Dohring (2008).

**Conclusão: P12 Verificada**

Moeda de faturação das exportações:

**P13: Maioritariamente a moeda de faturação das exportações é o euro, seguido do dólar americano.**

A Efacec afirma que, de forma, geral, fatura as suas exportações em dólares americanos, enquanto a Nors afirma que fatura as suas vendas na moeda local, ou seja, do país da venda, O responsável de gestão de risco cambial da Nors afirma que o grupo não é exportador em valores materiais, uma vez que tem filiais em todos os países que vendem.

Para análise da proposição 13, só considerei a empresa Efacec uma vez que a Nors não realiza exportações. Assim, as práticas de faturação da Efacec estão de acordo com os estudos de Kamps (2006) e Dohring (2008).

**Conclusão: P13 Verificada na Efacec, não foi possível verificar na Nors**

#### Gestão de risco cambial de transação:

**P14: De forma, geral as empresas com exposição cambial realizam a gestão do risco transacional.**

Tanto a Efacec como a Nors responderam que realizam a gestão de risco cambial de transação. O responsável pela gestão de risco cambial da Nors afirma que só realizam a gestão deste tipo de risco cambial para as compras e não para as vendas, como já foi referido anteriormente, a Nors vende essencialmente em países onde tem filiais e opta por vender na moeda local. Estes resultados são consistentes com os estudos de Belk e Edelshain (1997), Duangploy (1997) e Marshall (2000).

**Conclusão: P14 Verificada**

#### Gestão de risco cambial de conversão:

**P15: Quanto maior é a proporção de negócios no estrangeiro das empresas maior é a probabilidade de gestão do risco cambial de conversão.**

A Efacec afirma que não realiza a gestão de risco cambial de conversão, enquanto a Nors respondeu que realiza a gestão deste tipo de risco. A diferença de opção por gerir ou não o risco cambial de conversão pode estar relacionado com o nível de exposição dos ativos, 9,8% dos ativos totais da Efacec estão sujeitos a exposição cambial, enquanto 45,5% dos ativos totais da Nors estão sujeitos a variações cambiais. De referir ainda os factos das vendas da Nors serem feitas por subsidiárias estabelecidas no país de venda e em moeda local constituem mais uma motivação para a gestão deste risco. Estes resultados são consistentes com os estudos de Marshall (2000).

**Conclusão: P15 Verificada**

### Gestão de risco cambial económico:

**P16: Quanto maior é o grau de internacionalização dos negócios da empresa maior é a probabilidade de gestão do risco cambial económico.**

Ambas as empresas responderam que não realizam a gestão do risco cambial económico. O que percebi pelas entrevistas realizadas é que existe falta de compreensão em relação ao impacto deste tipo de risco, uma vez que não afeta os resultados contabilísticos e *cash flows* imediatos. A Efacec não apontou nenhuma razão específica para a não gestão deste tipo de risco, enquanto a Nors justificou que os custos ultrapassam os benefícios. Apesar da existência de um grau alto de internacionalização dos negócios destas duas empresas tanto em vendas, na Efacec e na Nors, como em ativos, na Nors, estas empresas não realizam a gestão de risco cambial económico, não verificando a proposição. Estes resultados não são consistentes com os estudos de Marshall (2000).

**Conclusão: P16 Não verificada**

### Técnicas de cobertura de risco cambial mais usadas:

**P17: A maioria das empresas europeias utilizam derivados financeiros para cobertura do risco cambial.**

A Efacec e a Nors afirmam que utilizam derivados financeiros para cobertura do risco cambial. Estes resultados são consistentes com os estudos de Muller e Verschoor (2005), Dohring (2008), Bartram et al (2009) e Bodnar et al (2013).

**Conclusão: P17 Verificada**

**P18: Os derivados mais utilizados para cobrir o risco cambial são os *forwards*, seguido de *swaps* e opções.**

A Efacec utiliza *forwards* e opções, enquanto a Nors utiliza somente *forwards*. Estes resultados são consistentes com os estudos de Bodnar et al (1998), Marshall (2000), Dohring (2008) e Bodnar et al (2013).

**Conclusão: P18 Verificada**

Nota: Em relação às técnicas de cobertura financeira, de referir que a Nors em Angola utiliza como técnica de cobertura do risco cambial as obrigações de tesouro indexadas ao dólar americano, uma vez que tem acesso intermitente à compra de dólares ou euros. O responsável de gestão de risco cambial da Nors afirma “Se investirmos esse valor em obrigações de tesouro, sabemos que no vencimento, vamos receber as AKZ (kwanzas), não da subscrição, mas as correspondentes ao contravalor de USD (dólar americano) no momento do vencimento, e assim, não sofremos a desvalorização.”

**P19: As técnicas de cobertura operacional mais utilizadas são a compensação, o *matching* e a política de preços para cobrir o risco cambial transacional.**

A Efacec afirma que utiliza como técnica de cobertura operacional a escolha de moeda de faturação e a política de preços. O responsável pela gestão de risco cambial da Efacec afirma que têm fórmulas de revisão de preço, ou seja, fixam o preço em dólares americanos que depois é revisto ao longo do período do contrato. Enquanto a Nors afirma que utiliza unicamente a escolha de moeda de faturação como técnica de cobertura operacional. Os resultados da Efacec são consistentes com os estudos de Marshall (2000), não se verificando na Nors.

**Conclusão P19: Verificada na Efacec. Não verificada na Nors.**

**P20: As técnicas de cobertura operacional mais utilizadas são a cobertura do balanço, compensação e o *matching* para cobrir o risco cambial de conversão.**

Só a Nors respondeu a esta questão, uma vez que a Efacec não realiza a gestão de risco cambial de conversão. A Nors afirma que utiliza como técnica de cobertura deste tipo de risco o *matching* entre ativos e passivos. O responsável pela gestão de risco cambial da Nors afirma que se procura o equilíbrio do montante de ativos e passivos na mesma moeda, e consoante a situação realizam empréstimos em moeda estrangeira ou por realização de depósitos em moeda estrangeira. A Nors utiliza uma das principais técnicas de cobertura operacional para o risco cambial de conversão, segundo os estudos de Marshall (2000).

**Conclusão: P20 Verificada na Nors. Não foi possível verificar na Efacec.**

**P21: As técnicas de cobertura operacional mais utilizadas são a política de preços, aumento da produtividade e planeamento a longo prazo para cobrir o risco cambial económico.**

Nenhuma das empresas realiza a gestão de risco cambial económico, por esse motivo esta proposição não é verificada.

**Conclusão: P21 Não foi possível verificar**

**Tabela 7 - Verificação das proposições**

	<b>Proposições</b>	<b>Efacec</b>	<b>Nors</b>
<b>Gestão de Risco Cambial</b>	<b>P1:</b> Maioritariamente, as empresas gerem o seu risco cambial.	Verificada	Verificada
<b>Setor</b>	<b>P2:</b> Os setores industriais com maior percentagem de uso de derivados na Alemanha são os serviços, máquinas, metais, eletrónica e químicos. Os setores com maior uso de derivados na Holanda é a produção industrial e o comércio.	Verificada	Verificada
<b>Dimensão</b>	<b>P3:</b> As empresas com maiores dimensões (>250 milhões de euros de vendas) estão mais propensas a utilizar derivados financeiros para cobertura do risco cambial.	Verificada	Verificada
	<b>P4:</b> Existe uma relação positiva entre a dimensão de uma empresa e a implementação de programas de cobertura cambial.	Verificada	Verificada
<b>Habilitações dos Gestores de Risco</b>	<b>P5:</b> Alto nível de habilitações (licenciados e mestres) é sinónimo de maior propensão à utilização de derivados financeiros.	Verificada	Verificada
<b>Perfil de Risco da Empresa</b>	<b>P6:</b> Maioritariamente as empresas utilizam derivados com o propósito de cobertura e não de especulação.	Verificada	Verificada
<b>Objetivos da Gestão de Risco Cambial</b>	<b>P7:</b> Os objetivos da gestão de risco das empresas consistem, geralmente, em reduzir as flutuações dos resultados contabilísticos e reduzir as flutuações dos <i>cash flows</i> .	Verificada	Verificada

<b>Frequência de Controlo e Avaliação do risco cambial dos seus negócios</b>	<b>P8:</b> As empresas, geralmente, controlam e avaliam o risco cambial de forma mensal ou trimestral.	Parcialmente Verificada	Parcialmente Verificada
<b>Tomada de Decisão</b>	<b>P9:</b> Geralmente, as empresas centralizam a tomada de decisão acerca do risco cambial.	Verificada	Verificada
<b>Fontes usadas na realização de previsões das taxas de câmbio</b>	<b>P10:</b> Geralmente, as empresas utilizam, de forma combinada, os bancos e as publicações financeiras como fontes de informação principal na previsão das taxas de câmbio.	Verificada	Verificada
<b>Indicadores usados na realização de previsões das taxas de câmbio</b>	<b>P11:</b> Geralmente, as empresas utilizam de forma combinada vários indicadores nas previsões das taxas de câmbio, sendo que os mais utilizados são as diferenças das taxas de juro e as taxas de inflação.	Verificada	Verificada
<b>Moeda de Faturação das Importações</b>	<b>P12:</b> Maioritariamente a moeda de faturação das importações é o dólar americano, seguido do Euro.	Verificada	Verificada
<b>Moeda de Faturação das Exportações</b>	<b>P13:</b> Maioritariamente a moeda de faturação das exportações, maioritariamente é o euro, seguido do dólar americano	Verificada	Não foi possível verificar
<b>Gestão de Risco Cambial de Transação</b>	<b>P14:</b> De forma, geral as empresas com exposição cambial realizam a gestão do risco transacional.	Verificada	Verificada
<b>Gestão de Risco Cambial de Conversão</b>	<b>P15:</b> Quanto maior é a proporção de negócios no estrangeiro das empresas maior é a probabilidade de gestão do risco cambial de conversão.	Verificada	Verificada

<b>Gestão de Risco Cambial Económico</b>	<b>P16:</b> Quanto maior é o grau de internacionalização dos negócios da empresa maior é a probabilidade de gestão do risco cambial económico.	Não verificada	Não verificada
<b>Técnicas de Cobertura de Risco Cambial mais usadas</b>	<b>P17:</b> A maioria das empresas europeias utilizam derivados financeiros para cobertura do risco cambial.	Verificada	Verificada
	<b>P18:</b> Os derivados mais utilizados para cobrir o risco cambial são os <i>forwards</i> , seguido de <i>swaps</i> e opções.	Verificada	Verificada
	<b>P19:</b> As técnicas de cobertura operacional mais utilizadas são a compensação, o <i>matching</i> e a política de preços para cobrir o risco cambial transacional.	Verificada	Não verificada
	<b>P20:</b> As técnicas de cobertura operacional mais utilizadas são a cobertura do balanço, compensação e o <i>matching</i> para cobrir o risco cambial de conversão.	Não foi possível verificar	Verificada
	<b>P21:</b> As técnicas de cobertura operacional mais utilizadas são a política de preços, aumento da produtividade e planeamento a longo prazo para cobrir o risco cambial económico.	Não foi possível verificar	Não foi possível verificar

## 5. Conclusão

Nos últimos anos as empresas portuguesas foram confrontadas com problemas de gestão cambial significativos, em mercados importantes como a Angola e o Brasil. Estes desafios são cíclicos e num cenário onde a gestão de risco dos restantes países com economias abertas tornou-se num dos fatores chaves da gestão financeira a nível global. Portugal não fugiu à regra, e como consequência as empresas portuguesas com relações comerciais internacionais ficaram sujeitas às variações das taxas de câmbio. Desta forma, o valor dos *cash flows*, dos ativos e dos passivos das empresas portuguesas, em termos de moeda nacional ou de referência, começou a variar consoante as variações das taxas de câmbio a que estavam sujeitas.

Na revisão de literatura realizada foi possível concluir que a maioria das empresas dos EUA e da Europa realizam a gestão de risco cambial (Bodnar, Consolandi, Gabbi, & Jaiswal-Dale, 2013; Döhring, 2008; Marshall, 2000; Pramborg, 2005); que a maioria das empresas dos EUA, Reino Unido, e Pacífico Asiático gerem o risco cambial transacional; que a maioria das empresas do Reino Unido e do Pacífico Asiático realiza a gestão do risco cambial de conversão ao contrário dos EUA, que apenas metade das empresas afirmam que realizam a gestão desse tipo de risco cambial (Marshall, 2000), e apenas 1/3 das empresas dos EUA realiza a gestão do risco cambial económico (Blin, 1981). Ao nível de técnicas de cobertura usadas concluíram também que a maioria das empresas europeias utilizam derivados financeiros para cobertura do risco cambial (Bartram, Brown, & Fehle, 2009; Bodnar et al., 2013; Döhring, 2008; Muller & Verschoor, 2005), sendo os *forwards*, *swaps* e opções as escolhas preferidas das empresas (Bodnar et al., 2013, 1998; Döhring, 2008; Marshall, 2000). As técnicas de cobertura operacional mais utilizadas para cobrir o risco cambial de transação são a compensação, o *matching*, e a política de compensação; que as técnicas de

cobertura operacional mais utilizadas para cobrir o risco cambial de conversão são a cobertura de balanço, compensação e o *matching*; que as técnicas de cobertura operacional mais utilizadas para cobrir o risco cambial económico são a política de aumentos de preços, aumento de produtividade e planeamento a longo prazo das multinacionais dos EUA, Reino Unido e Pacífico Asiático (Marshall, 2000). Alto nível habilitações dos gestores de risco são sinónimo de maior propensão à utilização de derivados em Itália e nos EUA ((Bodnar et al., 2013; Dolde, 1993a); as empresas europeias apenas cobrem o risco e não especulam (Alkebäck & Hagelin, 1999; Correia, 2009; Döhning, 2008; Pramborg, 2005); os objetivos da gestão de risco das empresas dos EUA e Reino Unido é reduzir as flutuações dos resultados contabilísticos e dos *cash flows* (Berkman, Bradbury, & Magan, 1997; Bodnar & Gebhardt, 1999; Marshall, 2000); as empresas portuguesas, geralmente, têm calendarização definida (mensal e trimestral) para avaliação do risco cambial (Roque, 2015); geralmente, a tomada de decisão acerca da gestão do risco cambial das empresas do Reino Unido, Holanda, Bélgica Portugal, EUA e Alemanha é realizada centralmente (Belk, 2002; El-Masry, 2006; Soenen & Aggarwal, 1989); as empresas do Reino Unido, Holanda, Bélgica utilizam como fontes de informações na previsão das taxas de câmbio os bancos e publicações financeiras e usam de forma combinada vários indicadores (Soenen & Aggarwal, 1989); as moedas de faturação das importações e exportações mais utilizadas são os dólares e o euro (Döhning, 2008; Kamps, 2006).

Este trabalho final de mestrado analisou a gestão do risco cambial das empresas portuguesas por comparação a estes resultados. Para isso foram analisadas as práticas de gestão de risco cambial da Efacec e da Nors. Estas duas empresas foram selecionadas para este estudo devido a realizarem mais de 40% das suas vendas/compras no estrangeiro, devido à exposição ao Kuanza e/ou ao

Real, por pertencerem ao setor não financeiro, sendo as duas empresas nacionalmente conhecidas e abertas ao exterior.

Os resultados mostram que, de modo geral, as práticas de gestão do risco cambial da Efacec e da Nors são consistentes com os estudos realizados anteriormente ao nível de empresas não financeiras.

De referir que apenas 6 de 21 proposições não foram verificadas pelas duas empresas analisadas. A proposição 8 “As empresas, geralmente, controlam e avaliam o risco cambial de forma mensal ou trimestral” foi parcialmente verificada, uma vez que ambas as empresas afirmam que também controlam e avaliam o risco cambial consoante a ocorrência das transações. A proposição 13 “Maioritariamente, a moeda de faturação das exportações, é o euro, seguido do dólar americano” não foi possível verificar na Nors, o responsável de gestão de risco cambial da Nors afirma que o grupo não é exportador, uma vez que tem filiais em todos os países que vendem, faturando em moeda local. A proposição 16 “Quanto maior é o grau de internacionalização dos negócios da empresa maior é a probabilidade de gestão do risco cambial económico” não se verificou uma vez que as empresas não realizam a gestão de risco cambial económico mesmo com um nível de internacionalização elevado. Em relação às técnicas de cobertura de risco cambial, a proposição 19 “As técnicas de cobertura operacional mais utilizadas são a compensação, o *matching* e a política de preços para cobrir o risco cambial transacional” verificou-se na Efacec, uma vez que utilizam a política de preços como técnica para cobrir o risco cambial transacional, mas não se verificou na Nors, uma vez que apenas utiliza a escolha de moeda de faturação como técnica operacional para cobrir este tipo de risco cambial ; a proposição 20 “as técnicas de cobertura operacional mais utilizadas são a cobertura do balanço, compensação e o *matching* para cobrir o risco cambial de conversão” verificou-se na Nors, uma vez que utilizam o *matching* como técnica de cobertura do risco cambial de conversão, mas no entanto não foi possível verificar na Efacec, uma

vez que eles não cobrem este tipo de risco cambial; e a proposição 21 “As técnicas de cobertura operacional mais utilizadas são a política de preços, aumento da produtividade e planeamento a longo prazo para cobrir o risco cambial económico” não foi possível verificar, uma vez que nenhuma empresa gere o risco cambial económico.

Concluimos que de uma forma geral as práticas das duas organizações analisadas convergem com as práticas citadas pela literatura internacional e portuguesa anterior. Identificamos oportunidades de melhoria no risco cambial económico, que não é tratado por nenhuma delas, e que a literatura aponta como importante porque trata-se de um risco que pode afetar a posição competitiva da empresa a médio e longo prazo.

## 6. Oportunidade de investigação futura

Para futuras investigações, é importante incorporar um número maior de empresas no estudo, de modo a obter resultados mais robustos. Também seria interessante realizar este estudo em Espanha, uma vez que é o país vizinho de Portugal e ter uma situação parecida.

## 7. Referências bibliográficas

- Abor, J. 2005. Managing foreign exchange risk among Ghanaian firms. *The Journal of Risk Finance*, 6(4): 306–318.
- Adler, M., & Dumas, B. 1984. Exposure to currency risk: definition and measurement. *Financial Management*, 41–50.
- Al-Momani, R., & Gharaibeh, M. R. 2008. Foreign exchange risk management practices by Jordanian nonfinancial firms. *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, 14(3/4): 198–221.
- Alkeböck, P., & Hagelin, N. 1999. Derivative usage by nonfinancial firms in Sweden with an international comparison. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 10(2): 105–120.
- Allayannis, G., Ihrig, J., & Weston, J. P. 2001. Exchange-rate hedging: Financial versus operational strategies. *The American Economic Review*, 91(2): 391–395.
- Ang, J. S., Chua, J. H., & Mcconnel, J. J. 1982. The Administrative Costs of Corporate Bankruptcy: A Note. *The Journal of Finance*, 37(1): 219–226.
- Baron, D. P. 1976. Fluctuating exchange rates and the pricing of exports. *Economic Inquiry*, 14(3): 425–438.
- Bartram, S. M., Brown, G. W., & Fehle, F. R. 2009. International evidence on financial derivatives usage. *Financial Management*, 38(1): 185–206.
- Belk, P. A. 2002. The organisation of foreign exchange risk management: A three-country study. *Managerial Finance*, 28(11): 43–52.
- Belk, P. A., & Edelhain, D. J. 1997. Foreign Exchange Risk Management — The Paradox. *Managerial Finance*, 23(7): 5–24.
- Berkman, H., Bradbury, M. E., & Magan, S. 1997. An International Comparison of Derivatives Use. *Financial Management*, 26(4): 69–73.
- Bhaskaran, P. B., & Priyan, P. K. 2015. Strategies of Indian Firms in Coping with Forex Risk Management: An Inquiry through Case-Research Method. *SDMIMD Journal of Management*, 6(1): 13–23.
- Blin, J. M. 1981. *Flexible exchange rates and international business / by John M. Blin, Stuart I. Greenbaum and Donald P. Jacobs*. (S. I. Greenbaum, D. P. Jacobs, J. L. K. G. S. of Management, & B.-N. A. Committee, Eds.). [London]: British-North American Committee.
- Bodnar, G. 2007. *Techniques for Managing Exchange Rate Exposure*. Najdeno.
- Bodnar, G. M., Consolandi, C., Gabbi, G., & Jaiswal-Dale, A. 2013. Risk Management for Italian non-financial firms: Currency and interest rate exposure. *European Financial Management*, 19(5): 887–910.
- Bodnar, G. M., & Gebhardt, G. 1999. Derivatives Usage in Risk Management by US and German Non-Financial Firms: A Comparative Survey. *Journal of International Financial Management & Accounting*, 10(3): 153–187.
- Bodnar, G. M., Hayt, G. S., & Marston, R. C. 1998. 1998 Wharton survey of financial risk management by US non-financial firms. *Financial Management*, 27(4): 70–91.

- Bodnar, G. M., Jong, A. De, & Macrae, V. 2003. The Impact of Institutional Differences on Derivatives Usage: a Comparative Study of US and Dutch Firms. *European Financial Management*, 9(3): 271–297.
- Boni, V., & Quaresma, S. 2005. Aprendendo a entrevistar: como fazer entrevistas em Ciências Sociais. *Em Tese*, 2(3): 68–80.
- Bravo, S. 1997. *Técnicas de investigação social: teoria y ejercicios*. (S. A. E. PARANINFO, Ed.).
- Búa, M. V. 2010. El Riesgo Cambiario Y Su Cobertura Financiera. *Revista Galega de Economía*, 19(1984): 1–5.
- Carter, D., Pantzalis, C., & Simkins, B. J. 2001. *Firmwide risk management of foreign exchange exposure by US multinational corporations*.
- Collier, P., & Davis, E. W. 1985. The management of currency transaction risk by UK multinational companies. *Accounting and Business Research*, 15(60): 327–334.
- Correia, M. F. 2009. *Exposição Cambial e Impacto da Utilização de Derivados Cambiais : Evidência do Caso Português*.
- Couto, S., & Fraga, V. 2015. *O Pass - Through Da Taxa De Câmbio Para Índices De Preços : Análise Empírica Para O Brasil*, 18(2014): 333–356.
- Creswell, J. W. 2013. Qualitative Inquiry and Research Design: Choosing Among Five Approaches. *Qualitative Inquiry and Research Design: Choosing Among Five Approaches*.
- Cruz, B. da C. 2014. *Cobertura de risco ou especulação?: Evidência da utilização de derivativos pelas empresas portuguesas durante a recente crise financeira*. Instituto Superior de Contabilidade e Administração de Lisboa.
- Dhanani, A. 2004. The Management of Exchange-Rate Risk: A Case from the Manufacturing Industry. *Thunderbird International Business Review*, 46(3): 317–338.
- Döhring, B. 2008. *Hedging and invoicing strategies to reduce exchange rate exposure-a euro-area perspective*. Brussels: Directorate General Economic and Financial Affairs (DG ECFIN), European Commission.  
[http://ec.europa.eu/economy\\_finance/publications/pages/publication11475\\_en.pdf](http://ec.europa.eu/economy_finance/publications/pages/publication11475_en.pdf).
- Dolde, W. 1993a. Use of foreign exchange and interest rate risk management in large firms. *University of Connecticut School of Business Administration Working Paper*, 42–93.
- Dolde, W. 1993b. The trajectory of corporate financial risk management. *Journal of Applied Corporate Finance*, 6(3): 33–41.
- Donaldson, J. A., & Limited, L. F. T. 1980. *Corporate currency risk*. Financial Times Business Information.
- Duangploy, O., Bakay, V. H., & Belk, P. A. 1997. The management of foreign exchange risk in US multinational enterprises: An empirical investigation. *Managerial Finance*, 23(7): 85–99.
- Efacec. 2015. *Relatório E Contas*. Matosinhos. [http://www.efacec.pt/wp-content/uploads/2016/06/RC\\_2015\\_.pdf](http://www.efacec.pt/wp-content/uploads/2016/06/RC_2015_.pdf).
- Efacec - Quem somos*. n.d. . <http://www.efacec.pt/quem-somos/>, February 16, 2017.
- El-Masry, A. a. 2006. Derivatives use and risk management practices by UK nonfinancial companies. *Managerial Finance*, 32(2): 137–159.

- Estatística, I. N. da. 2017. **INE**.  
[https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine\\_base\\_dados&contexto=bd&selTab=tab2](https://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_base_dados&contexto=bd&selTab=tab2).
- Eurostat. 2014. Eurostat Database. **Internet**.
- Finanças, M. das. 2015. **Portaria n.º 220/2015**: 35. Diário da República.
- Géczy, C., Minton, B. A., & Schrand, C. 1997. Why firms use currency derivatives. **The Journal of Finance**, 52(4): 1323–1354.
- Glaum, M. 1990. Strategic management of exchange rate risks. **Long Range Planning**, 23(4): 65–72.
- Goldberg, L. S., & Tille, C. 2009. **Micro, macro, and strategic forces in international trade invoicing**. National Bureau of Economic Research.
- Grassman, S. 1973. A fundamental symmetry in international payment patterns. **Journal of International Economics**, 3(2): 105–116.
- Griffiths, S. H., & Greenfield, P. S. 1989. Foreign currency management: part 1-currency hedging strategies. **Jnl Cash Mgt**, 24–26.
- Hakkarainen, A., Joseph, N., Kasanen, E., & Puttonen, V. 1998. The foreign exchange exposure management practices of Finnish industrial firms. **Journal of International Financial Management and Accounting**, 9(1): 34–57.
- Hill, C. W. L. 2009. International Business Competing in the Global Marketplace. **Seventh Edition**. New York. McGraw-Hill/Irwin. [https://doi.org/10.1016/S0065-2113\(08\)60505-2](https://doi.org/10.1016/S0065-2113(08)60505-2).
- Hollwell, J. 1998. **The financial risk manual: a systematic guide to identifying and managing financial risk**. Pearson Education.
- Hung, M. 2000. Accounting standards and value relevance of financial statements: An international analysis. **Journal of Accounting and Economics**.
- Jacinto, R. 2015. **Gestão do Risco Cambial Um estudo de Caso**. Instituto Politécnico de Setúbal.
- Jorion, P. 1990. The exchange-rate exposure of US multinationals. **Journal of Business**, 331–345.
- Kamps, A. 2006. The euro as invoicing currency in international trade. **European Central Bank Working Paper Series**, (665).
- Katz, I. D. 1995. **Financial Risk Manager**. (E. Books, Ed.).
- Kohn, K. 1990. Managing foreign exchange risk profitability. **Columbia Journal of World Business**, 25: 203–207.
- Levi, M., Brett, B., & Levi, K. 1983. **International Finance: Financial Management and the International Economy**. New York: McGraw-Hill.
- Madura, J., & Fox, R. 2010. International Financial Management. **Business**, 957.
- Marshall, A. P. 2000. Foreign exchange risk management in UK, USA and Asia Pacific multinational companies. **Journal of Multinational Financial Management**, 10(2): 185–211.
- Matos, J. 1992. **Finanças Internacionais**. (E. Presença, Ed.) (1ª). Lisboa.

- Maurice, L. 1997. *Finanzas Internacionales*. **McGraw-Hill** (3ª). Mexico.
- McKinnon, R. I. 1979. *Money in international exchange: the convertible currency system*. Oxford University Press.
- Mian, S. L. . 1996. Evidence on Corporate Hedging Policy. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 31(3): 419–439.
- Muller, A., & Verschoor, W. F. C. 2005. The Impact of Corporate Derivative Usage on Foreign Exchange Risk Exposure. **Available at SSRN 676012**.
- Nors. 2015. *Relatório e contas consolidadas - NORS*. Porto.  
<http://www.nors.com/pt/investidores/relatorio-e-contas/>.
- Nors - marcos históricos**. n.d. . <http://www.nors.com/pt/sobre-nos/a-nossa-historia/marcos-historicos/>, February 16, 2017.
- Papaioannou, M. G. 2006. Exchange Rate Risk Measurement and Management: Issues and Approaches for Firms. *South-Eastern Europe Journal of Economics*, 2: 129–146.
- Ponte, J. P. Da. 1994. O estudo de Caso na investigação em educação Matemática. *Quadrante*, 3(1): 3–18.
- Pramborg, B. 2005. Foreign exchange risk management by Swedish and Korean nonfinancial firms: A comparative survey. *Pacific Basin Finance Journal*, 13(3): 343–366.
- PwC, Expresso, B. 2014. *Caminho das Exportações - As sete rotas do futuro de Portugal*, 80.
- Rafael, B. 2011. *A gestão do risco cambial*.  
[http://comum.rcaap.pt/bitstream/123456789/4554/1/bruno\\_tese\\_mestrado.pdf](http://comum.rcaap.pt/bitstream/123456789/4554/1/bruno_tese_mestrado.pdf).
- Rahnema, A. 1990. *An Overview of Exchange and Interest Rate Risk Management: How to Make Risk Management Strategy a Competitive Weapon*, vol. 3. no. 178, Barcelona.  
<http://www.iese.edu/research/pdfs/DI-0178-E.pdf>.
- Rocha, L. M. da. 2011. “*A distribuição de resultados no contexto do Sistema de Normalização Contabilística : a relação com o Direito das Sociedades*” *Índice*.
- Rodriguez, R. . 1977. *Foreign-Exchange Management in US Multinationals*. (L. Books, Ed.). Toronto, Canada.
- Rodriguez, R. M. 1981. Corporate exchange risk management: theme and aberrations. *The Journal of Finance*, 36(2): 427–439.
- Roque, M. da C. G. S. 2015. *Utilização de produtos derivados para cobertura do risco: o caso das maiores empresas portuguesas*.
- Rupeika-Apoga, R. 2005. Nowadays Approach to Foreign Exchange Risk Management. *Management of Organizations: Systematic Research*, (35): 151–164.
- Seixas, A. 2015. *Gestão do Risco Cambial – caso de estudo em PME*.
- Shapiro, A. C. (University of S. C. 1983. *Multinational Financial Management*. *The Journal of Finance*. Boston: Allyn and Bacon.
- Shapiro, A. C. (University of S. C. 1998. *Foundations of Multinational Financial Management*. NJ, USA: Prentice Hall.
- Silva, E., Mota, C., Queirós, M., & Pereira, A. 2013. *Finanças e Gestão de Riscos Internacionais*. (V. Económica, Ed.) (2nd ed.). Porto.

- Silva, J. M. S. B., & Dias, J. C. G. 2000. A survey into the use of derivatives by non-financial Portuguese firms. **24th Annual Congress of the European Accounting Association**, 13.
- Sistema de Informação da Classificação Portuguesa de Atividades Económicas**. n.d. .  
<http://www.sicae.pt/Consulta.aspx>, January 10, 2017.
- Soenen, L. A., & Aggarwal, R. 1989. Cash and Foreign Exchange Management: Theory and Corporate Practice In Three Countries. **Journal of Business Finance & Accounting**, 16(5): 599–619.
- Swoboda, A. K. 1968. **The euro-dollar market: an interpretation**. International Finance Section, Department of Economics, Princeton University.
- Tran, V. Q. 1980. **Foreign exchange management in multinational firms**. Michigan, USA: UMI Research Press.
- Vivel Búa, M., & Durán Santomil, P. 2012. La decisión de cobertura del riesgo cambiario en las empresas internacionales. **Revista de Economía Mundial**, (30): 233–268.
- Werner, S., Brouthers, L. E., & Brouthers, K. D. 1996. International Risk and Perceived Environmental Uncertainty: The Dimensionality and Internal Consistency of Miller's Measure. **Journal of International Business Studies**, 27(3): 571–587.
- Westphal, L. E. 1990. Industrial Policy in an Export-Propelled Economy: Lessons from South Korea's Experience. **Journal of Economic Perspectives**, 4(3): 41–59.
- Yin, R. K. 2009. Case Study Research: Design and Methods. **Essential guide to qualitative methods in organizational research**, vol. 5.  
<https://doi.org/10.1097/FCH.0b013e31822dda9e>.

## 8. Anexos

### 8.1 Anexo 1

#### Definição de Técnicas de Cobertura Cambial

*Forward/Futuros* – Contrato *forward* é um compromisso para trocar (comprar ou vender) uma moeda estrangeira por outra numa taxa de câmbio específica, com a troca a realizar-se numa data futura específica ou durante um período de tempo futuro específico. Um contrato *forward* é customizado em termos de quantidade e maturidade das moedas cambiadas, e são negociados com bancos comerciais ou outras instituições financeiras. Inversamente, os contratos futuros são estandardizados em lotes (que variam consoante a moeda), maturidade base (trimestral), e executados por corretoras. A diferença entre o uso de *forward* e futuros pode ser explicada pelo nível de flexibilidade dos mesmos (Abor, 2005; Holliwell, 1998).

Opção Cambial – É um contrato que o comprador tem o direito mas não a obrigação de trocar um montante específico de uma moeda em outra moeda específica antes ou numa data específica a uma taxa cambial específica. O comprador da opção paga um “prémio” ao vendedor (Holliwell, 1998).

*Swap* Cambial – *Swap* é um contrato entre duas partes para trocar *cash-flows* ao longo de um período de tempo. *Swap* cambial envolve a troca de *cash-flows* numa moeda por outra com um acordo de reverter a transação numa data futura, permitindo às empresas pedir um empréstimo no mercado mais eficiente (Katz, 1995)

*Borrowing and Lending* – É possível a criação de um *forward* sintético através de pedir um empréstimo no país “doméstico” e conceder um empréstimo no estrangeiro. Por exemplo, uma longa posição *forward* cambial é equivalente a pedir um empréstimo no país “doméstico” (Rahnema, 1990).

Empréstimos em moeda estrangeira - Os empréstimos funcionam como técnica de cobertura do risco cambial na medida que se antecipa o recebimento de um valor em moeda estrangeira. Na prática, num cenário de volatilidade de câmbios da moeda estrangeira, o empréstimo deve ser efetuado no momento da venda para o exterior e no valor que irá receber, convertendo-o logo em moeda nacional. Desta forma, apenas o valor dos juros do empréstimo realizado ficará sujeito às flutuações cambiais (Abor, 2005).

*Leading and Lagging* - Esta técnica consiste em igualar os ativos e os passivos denominados em moeda estrangeira pelo aceleração ou abrandamento das contas a receber ou a pagar (Rahnema, 1990). A estratégia *lead* consiste na tentativa de antecipação de cobrar valores a receber em moeda estrangeira quando se espera que a mesma deprecie, e na tentativa de antecipar pagamentos em moeda estrangeira quando se espera que a mesma aprecie. Enquanto a estratégia *lag* consiste no adiamento de recebimentos em moeda estrangeira, uma vez que se espera que esta moeda se valorize; e consiste também no adiamento de pagamentos em moeda estrangeira, quando se espera que esta deprecie (Hill, 2009).

*Matching* - Esta técnica consiste em igualar os ativos e passivos denominados em cada moeda (Rahnema, 1990).

Diversificação de ativos por várias moedas - Esta técnica permite que as empresas mitiguem o risco cambial através da diversificação de ativos por várias

moedas, que possuam correlação negativa. Segundo Markowitz (1952), o risco de uma carteira de investimentos diminui à medida que são adicionados novos ativos com correlações negativas, sendo que assim o risco específico de cada ativo diminui. O mesmo acontece com a diversificação de ativos por várias moedas com correlações negativas, ou seja, quando o valor da moeda X aumentar, o valor da moeda Y diminuirá e vice-versa, anulando assim as consequências originadas por variações cambiais.

**Descontos de Pronto Pagamento** - Esta técnica de controlo de risco cambial consiste no pagamento na mesma altura que os produtos ou os serviços são prestados, consoante um desconto em fatura, não estando desta forma sujeitos a riscos cambiais. O importador deverá ter uma boa capacidade de gestão de tesouraria ou de pedir empréstimos, sendo que em caso de empréstimos será necessário suportar custos de financiamento que devem ser inferiores mais o rendimento proveniente do desconto. Em relação ao exportador, o desconto concedido deverá permitir um ganho cambial, bem como a aplicação do dinheiro recebido deverá compensar o custo financeiro associado (Matos, 1992).

**Compensação (*payments netting*)** – As compensações são usadas em transações internacionais por empresas multinacionais e consiste na redução dos fundos transferidos entre filiais para unicamente o montante necessário. O uso de compensação reduz o risco de exposição cambial, bem como os custos inerentes às transações, custo de compra e venda de moeda estrangeira, entre outros custos de transações. Normalmente esta técnica de controlo de risco cambial é usada entre filiais com negócios entre si (Abor, 2005).

**Política de Preço (*Pass-through*)** - Esta técnica consiste no repasse da taxa de câmbio para os preços das mercadorias, ou seja, existe uma variação dos preços das mercadorias em proporção com a variação da taxa de câmbio. Deste

modo as empresas passam todos os seus custos relacionados com a variação cambial para o consumidor, tendo impacto nas suas vendas futuras (Couto & Fraga, 2015)

**Diversificação das Operações** - Diversificar as atividades da empresa por exposições com correlação negativa. Por exemplo, combinar as operações de produção e exportação com a operação de importação que importa bens de produtores estrangeiros competitivos. Deste modo, quando a moeda das operações produção e exportação apreciase, a moeda das importações depreciava e vice-versa, criando uma cobertura operacional natural (Bodnar, 2007).

**Diversificação das fontes de *inputs*** - Diversificar as fontes de inputs por moedas com exposição cambial de correlação negativa, assim quando os custos dos bens aumentarem, por exemplo, na moeda doméstica as empresas devem comprar no estrangeiro, e vice-versa (Bodnar, 2007).

**Localização da Produção** - As empresas devem ter os custos de produção baseados em diferentes moedas, e para isso têm de ter capacidade de produção em países diferentes. A resposta simples é mover a produção para os países dos mercados concorrentes, uma vez que qualquer vantagem relativa que os concorrentes consigam, a empresa também beneficia; ele afirma também que as empresas podem procurar um terceiro país que os custos de mão-de-obra e *inputs* sejam baixos, mas que têm de prestar atenção à correlação do valor da moeda dos países dos concorrentes com o valor da moeda do terceiro país. A existência de capacidade de produção em várias moedas, permite às empresas transferir a produção para onde os custos são mais baixos (Bodnar, 2007)

**Seleção de Mercado:** As empresas devem sair dos mercados que já não são lucráveis devido à apreciação da moeda, e perseguir a quota de mercado, bem

como expandir para novos mercados que o valor da moeda depreciou em relação à moeda doméstica (Bodnar, 2007)

Publicidade: O orçamento das estratégias promocionais devem ser construídos tendo em conta os impactos das variações das taxas cambiais. Por exemplo, quando o dólar americano apreciou as áreas de esqui europeias realizaram um forte investimento em publicidade nos Estados Unidos, uma vez que para os turistas americanos era mais barato praticar esqui nas montanhas da Europa do que nas montanhas do Canada (Bodnar, 2007)

## 8.2 Anexo 2

### Guião da Entrevista

1. Qual é o volume de vendas totais e no estrangeiro no ano de 2015? Indique em euros.
2. Qual é o volume de compras totais e no estrangeiro no ano de 2015? Indique em euros
3. Qual é o setor de atividade da empresa?
4. Quais os 5 mercados de compras mais importantes para a sua empresa em 2015? Indique o valor em euros. Qual a moeda de faturação?
5. Quais os 5 mercados de vendas mais importantes para a sua empresa em 2015? Indique o valor em euros. Qual a moeda de faturação?
6. Que países tem filiais?
7. Realiza gestão de risco cambial?

- Sim

- Não

8. As decisões sobre a gestão de risco cambial são tomadas centralmente ou de forma descentralizada?

- Decidem e executam na empresa-mãe
- Decidem na empresa-mãe e as subsidiárias executam
- Decidem e executam nas subsidiárias

9. Qual é o perfil de risco da empresa?

- Gere unicamente as possíveis perdas
- Gere as possíveis perdas e possíveis ganhos

10. No geral, a cobertura do risco cambial é?

- Total
- Parcial
- Nula

11. Qual é o nível de habilitações dos responsáveis pela gestão de risco cambial?

- 9º Ano
- 12º Ano
- Licenciado
- Mestre
- Doutor

12. Quais são os objetivos principais para cobrir o risco cambial?

- Reduzir as flutuações dos resultados contabilísticos
- Reduzir as flutuações dos *cash flows*
- Proteger a folha do balanço
- Aumentar o valor do negócio

13. Quais são as fontes de informação que a empresa utiliza na previsão das taxas cambiais futuras?

- Bancos
- Publicações financeiras
- Intuição
- Feedback das filiais
- Consultores Externos
- Modelos Quantitativos

14. Quais são os indicadores que a empresa observa na previsão das taxas cambiais futuras?

- Diferenças nas taxas de juro
- Taxas de inflação
- Estabilidade política
- Balança comercial
- Histórico das variações das taxas cambiais
- Balança de pagamentos
- Défice orçamental do governo
- Crescimento da oferta da moeda

15. Com que frequência avalia o risco cambial dos seus negócios?

- Diariamente
- Semanalmente
- Mensalmente
- Anualmente

16. Gere o risco cambial transaccional? Se não indique as razões.

- Sim
- Não

17. Quais são as técnicas que mais utiliza para cobrir o risco cambial transacional?

Cobertura Operacional	Cobertura Financeira
Matching	<i>Forward</i>
Leading e Lagging	Futuros
Diversificação de ativos em diversas moedas	Opções
Descontos de pronto pagamento	Swaps
Escolha de moeda de faturação	Empréstimos em moeda estrangeira
Compensação	Borrowing and lending
Seleção de mercados	
Política de preços	
Diversificação das operações	
Diversificação de fontes de inputs	
Localização da Produção	
Publicidade	
Planeamento a longo prazo	

18. O risco cambial de conversão é considerado a nível académico como um risco que não deve ser gerido uma vez que se trata de registos puramente contabilísticos, a empresa gere este risco?

19. Quais são as técnicas que mais utiliza para cobrir o risco cambial de conversão?

Cobertura Operacional	Cobertura Financeira
Matching	<i>Forward</i>
Leading e Lagging	Futuros
Diversificação de ativos em diversas moedas	Opções
Descontos de pronto pagamento	Swaps
Escolha de moeda de faturação	Empréstimos em moeda estrangeira
Compensação	Borrowing and lending
Seleção de mercados	
Política de preços	
Diversificação das operações	
Diversificação de fontes de inputs	
Localização da Produção	
Publicidade	
Planeamento a longo prazo	

20. Gere o risco cambial económico?

- Sim
- Não

21. Quais as razões para não gerir o risco cambial económico?

- Recursos, competências e conhecimentos inadequados
- Não existem técnicas efetivas
- Não tem impacto significativo

- Custo ultrapassa benefícios
- Outros

22. Quais são as técnicas que mais utiliza para cobrir o risco cambial económico?

Cobertura Operacional	Cobertura Financeira
Matching	<i>Forward</i>
Leading e Lagging	Futuros
Diversificação de ativos em diversas moedas	Opções
Descontos de pronto pagamento	Swaps
Escolha de moeda de faturação	Empréstimos em moeda estrangeira
Compensação	Borrowing and lending
Seleção de mercados	
Política de preços	
Diversificação das operações	
Diversificação de fontes de inputs	
Localização da Produção	
Publicidade	
Planeamento a longo prazo	

### 8.3 Anexo 3

<b>Mercados Principais (vendas/receitas arredondado às unidades em milhões de € (2015))</b>	Portugal: 102 Chile: 43 Magreb: 41 Angola: 39 Estados Unidos: 27 Espanha: 25 Europa Central: 24 Moçambique: 18 Brasil: 6 Outros mercados <sup>49</sup> : 99	Portugal: 233 Angola: 109 Brasil: 181 Espanha: 9 Outros países <sup>50</sup> : 32
<b>Ativos Principais por País (Arredondado às unidades em milhões de € (2015))</b>	Portugal: 590 Angola: 20 Europa Central <sup>51</sup> : 19 EUA: 19 Moçambique: 14 Espanha: 14 Índia: 8 Chile: 5 Brasil: 2	Portugal: 339 EUA: 159 Brasil: 80 Angola: 18 Tanzânia: 9 Quénia: 7 Namíbia: 5 Botswana: 2 Moçambique: 2 Uganda: 1
<b>Nível de exposição cambial das receitas (vendas no estrangeiro/vendas totais):</b>	41,1% = $\frac{43+41+39+27+18+6}{423} \times 100$ Países que entram nos cálculos: Chile, Magreb, Angola, EUA, Moçambique, Brasil	57,1% = $\frac{109+181+32}{563} \times 100$ Países que entram nos cálculos: Brasil, Angola, Tanzânia, Quénia, Namíbia, Botswana, Moçambique, Uganda
<b>Nível de exposição cambial dos ativos (ativos no estrangeiro/ativos totais):</b>	9,8% = $\frac{68}{693} \times 100$ Países que entram nos cálculos: Chile, Magreb, Angola, EUA, Moçambique, Brasil, Índia	45,5% = $\frac{283}{622} \times 100$ Países que entram nos cálculos: EUA, Brasil, Angola, Tanzânia, Quénia, Namíbia,

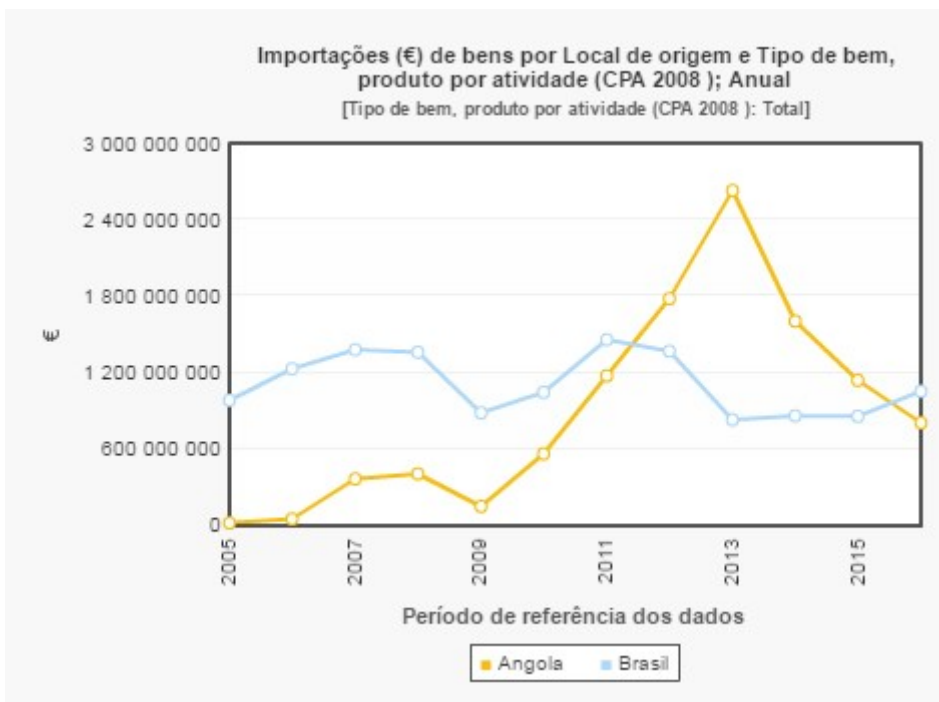
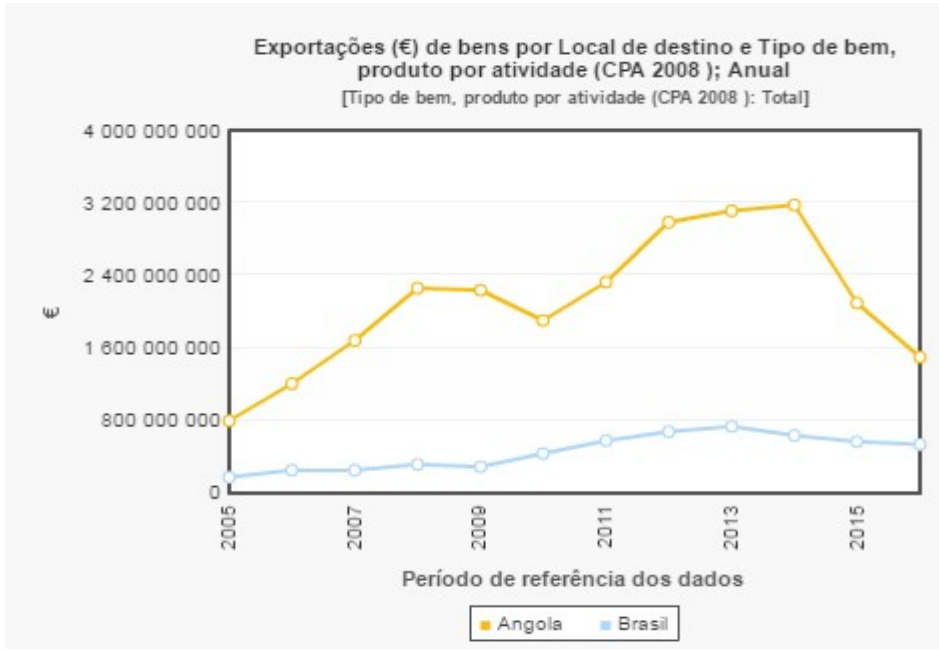
<sup>49</sup> Representam 24% do volume de negócios, sendo de destacar os mercados europeus como o Reino Unido, França, Malta e Noruega, mas também o mercado do Médio Oriente como a Arábia Saudita, os Emirados Árabes Unidos, Omã e o Qatar. Como não se sabe ao certo o valor absoluto para cada país não entra nos cálculos do nível de exposição cambial das receitas, consequentemente não sabemos qual o valor em moeda doméstica (euro). O mesmo acontece com a Europa Central.

<sup>50</sup> Outros países: Tanzânia, Quénia, Namíbia, Botswana, Moçambique e Uganda.

<sup>51</sup> Áustria, República Checa e Roménia: valor não entra para o cálculo do nível de exposição cambial dos ativos, uma vez que não sabemos que percentagem do valor é denominado em euros.

		Botswana, Moçambique, Uganda
--	--	------------------------------

## 8.4 Anexo 4



Fonte: INE(Estatística, 2017)