



# **Instituto Superior de Gestão**

Departamento de Gestão Financeira

VOLATILIDADE CAMBIAL E EFEITO NOS MERCADOS,  
NO CONTEXTO DA CRISE SOBERANA EUROPEIA

**RICARDO JORGE MARQUES PATRÍCIO**

Dissertação submetida para obtenção do  
Grau de Mestre em Gestão Financeira

**Orientadora: Professora Doutora Ana Sofia Terlica Pereira**

Lisboa, 31 de Dezembro de 2013

## **Resumo / Sumário Executivo**

Durante o desenrolar da crise da dívida soberana da área do euro, muito se falou em aumentos da dívida pública, endividamento excessivo, pacotes de ajuda externa, cortes para recuperar a economia dos países mais afetados pela crise e possíveis saídas do euro.

Como o euro é uma moeda relativamente recente e até à data não tinha passado por nenhum período de instabilidade financeira, questionei-me sobre o modo como esta tinha evoluído durante a crise e sobretudo pelo facto da mesma ter afetado diretamente a economia da região.

Para tal decidi estudar o impacto das várias alterações ocorridas na evolução da cotação do euro após o início da crise da dívida soberana, para perceber qual o principal impacto e quais os fatores que contribuíram para a evolução da cotação do euro durante a crise.

Conclui deste modo que a crise da dívida soberana da área do euro se fez refletir na evolução da cotação da moeda única e que esta poderia ter sido mais grave se as principais economias do euro tivessem sido afetadas, bem como se o BCE não tivesse intervindo.

## **Palavras Chave**

Crise Soberana Europeia, Taxas de Câmbio, Volatilidade Cambial, Apreciação, Depreciação

## **Abstract / Executive Summary**

During the course of the European sovereign debt crisis, much was told about the increase of public debt, excessive debt, foreign aid packages and cuts to recover the economy of the countries most affected by the crisis and possible exits of the euro.

Once the euro is a relatively new currency and so far don't have gone through any financial instability, I wondered about how this had evolved during the crisis and mainly because this have directly affected the region's economy.

To this end I decided to study the impact of the various changes in the evolution of the euro rate after the onset of the sovereign debt crisis, to realize which was the main impact and what factors contributed to the evolution of the value of the euro currency during the crisis.

Therefore I concluded that the European sovereign debt crisis reflected on the price performance of the single currency and that it could have been more severe if the major economies of the euro had been affected and if the ECB had not intervened.

## **Key Words**

Economic Sovereign Debt Crisis, Exchange Rates, Exchange Rate Volatility, Appreciation, Depreciation

## **Agradecimentos**

À minha orientadora, Professora Doutora Sofia Terlica, por toda o apoio, orientação, ensinamentos e disponibilidade demonstrada na realização desta dissertação.

Aos meus pais, uma palavra de agradecimento por tudo o que fizeram por mim nesta etapa da minha vida. Os constantes incentivos que me deram foram muito importantes para mim.

Ao meu irmão, Sérgio Patrício, pela sua importante ajuda na revisão da tese, que foi fundamental para a conclusão da mesma.

Ao meu bom amigo, Ricardo Pedrosa, por todos os conselhos dados e pela amizade demonstrada.

À minha namorada, Sofia Nogueira, por todo o apoio e compreensão que teve nesta importante fase da minha vida.

A toda a minha família, amigos e colegas, uma palavra de gratidão e apreço pela paciência, amizade e compreensão, que tiveram para comigo ao longo desta jornada.

A todos, o meu MUITO OBRIGADO!

*Dedico este trabalho à minha mãe, pelo seu apoio incondicional!*

## **Abreviaturas**

**AED** – Agência Europeia da Dívida

**BCE** – Banco Central Europeu

**BIS** – Banco de Pagamentos Internacionais

**EUA** – Estados Unidos da América

**FED** – Reserva Federal Norte Americana

**FEFF** – Fundo Europeu de Estabilidade Financeira

**FFR** – Fed Funds Rate

**FMI** – Fundo Monetário Internacional

**IPC** – Índice de Preços ao Consumidor

**MTC** – Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu

**MTC II** – Mecanismo de Taxas de Câmbio II do Sistema Monetário Europeu (entrou em vigor após a criação do euro em 1 de Janeiro de 1999)

**OPEP** – Organização dos Países Exportadores de Petróleo

**OPR** – Operações Principais de Refinanciamento

**PIB** – Produto Interno Bruto

**PEC** – Plano de Estabilidade e Crescimento

**TMD** – Transações Monetárias Definidas

**TUE** - Tratado da União Europeia

**UEM** – União Económica e Monetária

# Índice

Introdução.....	1
Revisão da Literatura.....	3
1. Mercado de Câmbios.....	3
1.1. Evolução Histórica.....	3
1.2. O Euro.....	5
1.3. Taxas de Câmbio.....	8
1.4. Determinação de uma taxa de câmbio.....	9
1.5. Regimes Cambiais.....	11
1.6. Mercado de Câmbios.....	12
1.7. Operações Cambiais.....	16
1.8. Principais Funções do Mercado.....	17
1.9. Risco Cambial.....	18
1.10. Fatores de Influência da Taxa de Câmbio.....	20
1.11. Volatilidade Cambial.....	22
2. A Crise da Dívida Soberana Europeia.....	24
2.1. A origem da Crise Financeira do Século XXI.....	24
2.2. O Colapso do Sistema Financeiro na América.....	27
2.3. Bolhas Especulativas.....	28
2.4. Outros Fatores que Contribuíram para a Crise da Dívida Soberana.....	29
2.5. Perspetiva Histórica Sobre Outras Crises Financeiras.....	31
2.6. Perspetiva Histórica Sobre Outras Crises Monetárias.....	35
2.6.1. A crise asiática de 1997.....	35
2.6.2. A crise russa de 1998.....	38
2.6.3. A crise brasileira de 1999.....	41
2.7. Consequências da Crise Dívida Soberana Europeia.....	45
2.8. As Principais Economias de Risco para a Área do Euro.....	47
Metodologia.....	51
1. Evolução das Taxas de Câmbio.....	51
1.1. O Euro e o Dólar dos EUA.....	51
1.1.1. 2007 – Os primeiros sinais da crise financeira do século XXI.....	53
1.1.2. 2008 – A queda do Lehnam Brothers.....	55
1.1.3. 2009 – O aumento da confiança dos investidores na área do euro.....	58

1.1.4. 2010 – O início da crise da dívida soberana europeia e os pedidos de assistência financeira de Grécia e Irlanda.....	60
1.1.5. 2011 – O contágio da crise da dívida soberana a Portugal.....	62
1.1.6. 2012 – O contágio da crise da dívida soberana a Espanha e Chipre.....	65
1.2. Volatilidade Cambial Histórica a 1 Mês.....	68
2. Análise à evolução da taxa de câmbio e aos indicadores económicos.....	70
2.1. Balança Corrente.....	70
2.2. Mercado Acionista.....	71
2.3. Taxas de Juro de Referência dos Bancos Centrais.....	74
2.4. Inflação.....	78
Conclusão.....	81
Referências Bibliográficas.....	83
Anexos.....	85
Anexo 1 - Evolução da taxa de câmbio, segundo as notícias de 2008.....	85
Anexo 2 - Evolução da taxa de câmbio, segundo as notícias de 2009.....	93
Anexo 3 - Evolução da taxa de câmbio, segundo as notícias de 2010.....	102
Anexo 4 - Evolução da taxa de câmbio, segundo as notícias de 2011.....	125
Anexo 5 - Evolução da taxa de câmbio, segundo as notícias de 2012.....	140

## Índice de Tabelas

Tabela 1 - Taxa de Câmbio de Referência para Conversão da Moeda Nacional.....	6
Tabela 2 - Volume de Negócios no Mercado de Câmbios por Instrumento.....	13
Tabela 3 - Distribuição de Moeda no Mercado de Câmbios por Volume de Negócios.....	15
Tabela 4 - Volume de Negócios no Mercado de Câmbios por Divisa.....	15
Tabela 5 - Volume de Negócios no Mercado de Câmbios por Par de Cotação.....	16
Tabela 6 - A Economia e as Taxas de Câmbio da Ásia (Julho e Novembro 1997).....	36
Tabela 7 – Evolução dos Mercados Financeiros Brasileiros.....	42
Tabela 8 – Dívida Pública dos Países Periféricos da Zona Euro.....	48
Tabela 9 – Principais Dados da Taxa de Câmbio EUR/USD.....	53
Tabela 10 – Taxa de Juro de Referência do BCE (OPR).....	75
Tabela 11 – Taxa de Juro de Referência da FED (FFR).....	75

## Índice de Gráficos

Gráfico 1 - Volume de Negócios no Mercado de Câmbios por Instrumento .....	14
Gráfico 2 – Diferença entre <i>Spreads</i> Interbancários e Títulos de Dívida Pública .....	24
Gráfico 3 - Taxa de Variação do Preço das Casas (Percentagem anual).....	28
Gráfico 4- Evolução Diária das Taxas de Câmbio face ao Dólar dos EUA.....	37
Gráfico 5 – Evolução Diária do Rublo Russo face ao Dólar dos EUA.....	40
Gráfico 6 – Evolução Diária do Real Brasileiro face ao Dólar dos EUA .....	43
Gráfico 7 – Comparação entre o Mercado Acionista do Brasil e o Mercado Acionista dos EUA .....	44
Gráfico 8 – Evolução da Taxa de Desemprego em (%) .....	49
Gráfico 9 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD .....	52
Gráfico 10 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD em 2007.....	54
Gráfico 11 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD em 2008.....	56
Gráfico 12 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD em 2009.....	58
Gráfico 13 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD em 2010.....	60
Gráfico 14 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD em 2011.....	63
Gráfico 15 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD em 2012.....	66
Gráfico 16 – Volatilidade Cambial Histórica a 1 Mês EUR/USD (em %) .....	68
Gráfico 17 – Balança Corrente (em % do PIB).....	70
Gráfico 18 – Evolução dos Principais Índices Acionistas.....	71
Gráfico 19 – Evolução dos Principais Índices Acionistas Vs .....	72
Gráfico 20 – Evolução das Taxas de Juro de Referência dos Bancos Centrais.....	74
Gráfico 21 – Diferencial das Taxas de Juro Transatlânticas Vs.....	77
Gráfico 22 – Índice de Preços do Consumidor (Variação Média Anual).....	79
Gráfico 23 – Diferencial Índice Preços Consumidor (Variação Média Anual) Vs Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD (Valor Médio Anual).....	80

## Introdução

A Crise Financeira do século XXI, que atingiu a economia a nível mundial, teve o seu início no Verão de 2007 com os sinais de turbulência no sistema financeiro norte-americano. Esta crise, como outras já verificadas até à data, têm características em comum durante o período de recessão económica. Estas crises provêm de longos períodos de crescimento do crédito, de prémios de risco baixos, de abundantes níveis de liquidez, de forte aumento dos preços dos ativos e do desenvolvimento de bolhas especulativas no sector imobiliário.

Em 2008 surge o acontecimento que marca o início da fase mais aguda da crise financeira nos EUA, a falência da Lehman Brothers. Os níveis de confiança nos mercados financeiros alteraram-se. Existiu um aumento da aversão ao risco por parte dos participantes no mercado que levou à diminuição de confiança dos investidores.

A crise propaga-se para a Europa. As instituições financeiras começaram a restringir o crédito às famílias e ao sector empresarial, nomeadamente para os bens de consumo duradouros e habitação. A economia entra num período longo e profundo de recessão. O desemprego começa a aumentar e as famílias perdem poder de compra. Os mercados registam quebras na procura e as empresas passam a reduzir a sua produção, devido à acumulação de *stocks*. Os equipamentos e as infra-estruturas ficam obsoletos devido aos custos de manutenção e à redução no investimento. Verifica-se então uma perda de competitividade, devido à falta de inovação proveniente dos cortes com os custos de pesquisa e desenvolvimento. A receita fiscal dos países diminui em virtude das quebras no consumo.

Surge então várias questões: com as taxas de câmbio a refletirem uma relação existente entre as economias dos diferentes países, como é que estas variam durante um período económico de instabilidade financeira? Quais as consequências sofridas pelo euro com a crise da dívida soberana europeia? Terão as economias mais fortes da área do euro mantido a estabilidade da moeda única?

Para dar resposta a estas questões foi efetuada uma análise às duas principais variáveis deste estudo: *(i.)* o mercado de câmbios e *(ii.)* crise da dívida soberana europeia.

No contexto do mercado de câmbios é apresentada uma breve nota histórica dos sistemas de pagamento até ao do euro. Após este percurso histórico, é realizada uma análise às taxas de câmbios, nomeadamente, como é que estas são determinadas, quais as diretrizes por onde se regem, quais os mercados onde operam, e as operações que podem ser efetuadas e o risco associado às mesmas.

Sobre a crise da dívida soberana europeia apresenta-se uma abordagem inicial à crise do sistema financeiro americano, que se considera o principal fator originador da crise da dívida soberana europeia. Ainda que a crise financeira com início nos EUA tenha sido um importante catalisador da crise soberana europeia, existem outros fatores não negligenciáveis para esta crise. Farei ainda uma análise comparativa entre as principais economias que contribuíram, ou foram mais afetadas, com a crise da dívida soberana europeia.

Será realizado igualmente uma retrospectiva histórica sobre outras crises, sendo possível separá-las em dois tipos: *(i.)* temos as crises financeiras como o Pânico Financeiro de 1907 ou a Grande Depressão dos anos 30; *(ii.)* por outro lado temos as crises cambiais como a crise asiática de 1997, a crise russa de 1998 e a crise brasileira de 1999.

Para compreender a evolução da cotação será efetuada uma análise histórica ao modo como a taxa de câmbio foi evoluindo ao longo destes anos, com base em declarações efetuadas por analistas cambiais que explicam a evolução da taxa de câmbio. Com esta análise histórica foi possível fazer um cronograma dos acontecimentos mais relevantes para a evolução das moedas e perceber quais as principais variáveis que influenciaram a evolução da taxa de câmbio nestes últimos anos e perceber se estas estão correlacionadas com o agravar da crise na área do euro.

Para melhor compreender a evolução deste mercado face a outros mercados ou até mesmo a indicadores macroeconómicos, será realizado uma análise comparativa entre a evolução da taxa de câmbio e a variável em causa de modo a compreender se existe correlação entre elas.

Espero com este trabalho dar resposta aos demais interessados sobre este tema, sobre quais as consequências desta crise para a moeda única.

# Revisão da Literatura

## 1. Mercado de Câmbios

### 1.1. Evolução Histórica

Desde cedo que a moeda teve um importante papel no mundo, ainda que não seja possível determinar a data precisa do seu surgimento. No início dos tempos, as pessoas tinham a necessidade de efetuar trocas entre si de modo a obterem bens que não possuíam. Essas trocas nem sempre eram possíveis, pois os bens podiam ter diferentes valores (por exemplo, uma maçã não tem o mesmo valor que uma galinha). Para isso foi necessário criar um instrumento de aceitação geral que viabilizasse as trocas. Neste contexto surge a moeda, como um bem de aceitação geral.

As principais funções da moeda na economia são: utilização como meio de troca ou pagamento, quantificação do valor de um bem e criação de reserva de valor. Inicialmente eram utilizados como bens de convertibilidade em “moeda” os bens de consumo ou os animais, mas devido à sua constante depreciação e nem sempre possível divisão, foi necessário encontrar uma solução mais viável. Com o passar do tempo as matérias preciosas acabaram por se tornar na “moeda” de conversão, pois eram de fácil transporte, não se desgastavam, podiam-se acumular e eram possíveis de divisão.

Segue-se então um período onde o ouro assume um papel muito importante na história da moeda. Tornou-se possível converter o dinheiro em ouro, pois as economias só produziam moeda em função da quantidade de ouro de que dispunham. Este período foi designado como “padrão-ouro”. Nesta época os países estavam condicionados às reservas de ouro existentes.

Após a 1ª Guerra Mundial surge um ciclo de alguma instabilidade para as moedas pois, estas deixaram de ter a sua convertibilidade em ouro. Surge então em 22 de Julho de 1944, com a aproximação do final da 2ª Guerra Mundial, um acordo para definir o futuro do Sistema Monetário Internacional. Este acordo foi estabelecido durante a conferência de *Bretton Woods*, que deu origem a duas instituições de regulamentação, o FMI e o Banco Mundial. O

Banco Mundial teve como objetivo, entre outros, fornecer empréstimos a médio e longo prazo aos países que tinham sido destruídos durante as grandes guerras, de modo a restabelecer as suas economias. O FMI tem como objetivo regulamentar as políticas económicas dos países a fim de evitar desequilíbrios na balança de pagamentos. Quando os países se encontram em desequilíbrio externo, o FMI presta assistência financeira de modo a reequilibrar a situação.

No Sistema de *Bretton Woods* definiu-se que o dólar iria ser a principal moeda a utilizar nas transações internacionais. Esta também passou a ser a divisa de referência para converter qualquer moeda em ouro. Adotou-se por isso um regime de câmbios fixos, no qual cada país definia a sua cotação, tendo como referência o dólar norte-americano.

Com estas medidas, o dólar passou a ser a principal moeda utilizada para a criação de reserva, o que levou a uma escassez de dólares devido ao aumento da procura. Com o objetivo de emitir mais dólares, a cotação entre dólares e ouro foi sofrendo sucessivas alterações. Em Fevereiro de 1971 o dólar deixou de ser convertível em ouro o que levou ao fim do acordo de *Bretton Woods*. Consequentemente deu-se o fim dos câmbios fixos e adotou-se o regime de câmbios flutuantes, ou seja, o valor do câmbio passou a ser definido pelas condições dos mercados.

Com as inovações financeiras, o aumento dos fluxos financeiros e a fraca regulamentação, o mercado de câmbios cresceu substancialmente, sobretudo com a ascensão dos países em desenvolvimento na economia global.

É neste contexto de taxas de câmbio flutuantes que na Europa se iniciam projetos de uma maior estabilidade entre os países. E neste contexto surge, após outras tentativas, o euro. Em 1 de Janeiro de 1999, foi criado o euro e fixada a taxa de conversão das moedas locais dos estados-membros ao euro. A 1 de Janeiro de 2002 deu-se o início da circulação do euro através de moedas e notas.

## **1.2. O Euro**

Com o intuito de criar um “mercado comum” na União Europeia foi assinado, em Fevereiro de 1992, o Tratado da União Europeia (TUE), também designado por Tratado de Maastricht, que entrou em vigor em Novembro de 1993 e prevê a criação de uma União Económica e Monetária (UEM) entre os estados-membros da União Europeia<sup>1</sup>. A criação da UEM foi efetuada em três fases:

- (i.) A primeira fase, a Julho de 1990, consistiu na liberalização dos movimentos de capital entre os estados-membros da União Europeia;
  
- (ii.) A segunda fase, a Janeiro de 1994, começou com a criação do Instituto Monetário Europeu, que em conjunto com os bancos centrais nacionais dos estados-membros da União Europeia, levaram aos trabalhos preparatórios da criação do Banco Central Europeu (BCE) e da política monetária única. Com esta fase entraram também em vigor várias disposições do TUE, que previam o reforço da disciplina orçamental e a promoção da autonomia dos bancos centrais nacionais. Essa maior autonomia consistia na proibição de financiamento de défices orçamentais e de acesso privilegiado a instituições financeiras por parte dos governos, na imunidade da União Europeia e dos seus estados-membros quanto à responsabilidade ou compromisso de um governo de outro estado-membro e os procedimentos em caso de défices excessivos. Em Junho de 1997, o Conselho Europeu veio clarificar o procedimento dos défices excessivos e reforçar a supervisão das políticas económicas dos estados membros com a introdução do Pacto de Estabilidade e Crescimento (PEC);

---

<sup>1</sup> Antes, da criação da UEM, os países da União Europeia tinham-se organizado no Sistema Monetário Europeu e utilizavam o Mecanismo de Taxas de Câmbio do Sistema Monetário Europeu, que consistia num regime de câmbios semifixos no qual os países tinham como base o ECU, um cabaz de referência para as moedas europeias. Após a introdução do euro em 1999, surgiu o Mecanismo de Taxa de Câmbio II. Para mais informações sobre o SME e o ECU, consultar “Moedas e Instituições Financeiras” de Walter Marques, capítulo 5.6. O SME e a União Económica e Monetária – breve referência. Para mais informações sobre o MTC II, consultar o site do Banco de Portugal em <http://www.bportugal.pt/pt-PT/OBancoeoEurosistema/SistemaEuropeudeBancosCentrais/MecanismosdeTaxasdeCambio/Paginas/default.as>

(iii.) A terceira fase teve início em Janeiro de 1999, começou com a introdução do euro como moeda e a adoção de uma política monetária e cambial única na Europa. Para que um estado-membro adote o euro, terá que respeitar um conjunto de critérios relacionados com a solidez das finanças públicas, estabilidade dos preços, estabilidade cambial e convergência das taxas de juro de longo-prazo.

Dinamarca e Reino Unido beneficiam de um estatuto especial dentro da UEM, pois optaram por não passar à terceira fase. Alemanha, Áustria, Bélgica, Espanha, Finlândia, França, Holanda, Irlanda, Itália, Luxemburgo e Portugal, foram os 11 estados-membro que em 1999 adotaram o euro como moeda. Seguiu-se a Grécia em 2001, Eslovênia em 2007, Chipre e Malta em 2008, Eslováquia em 2009 e Estónia em 2011. A Letónia deverá adotar o euro em 2014.

**Tabela 1 - Taxa de Câmbio de Referência para Conversão da Moeda Nacional**

País	Antiga Moeda Nacional	Simb.	Taxa de Câmbio	Ano Entrada na UEM
Alemanha	marco alemão	DEM	1,95583	1999
Áustria	xelim austríaco	ATS	13,7603	1999
Bélgica	franco belga	BEF	40,3399	1999
Espanha	peseta espanhola	ESP	166,386	1999
Finlândia	marco finlandês	FIM	5,94573	1999
França	franco francês	FRF	6,55957	1999
Irlanda	libra irlandesa	IEP	0,787564	1999
Itália	lira italiana	ITL	1936,27	1999
Luxemburgo	franco luxemburguês	LUF	40,3399	1999
Holanda	florim neerlandês	NLG	2,20371	1999
Portugal	escudo português	PTE	200,482	1999
Grécia	dracma grego	GRD	340,750	2001
Eslovênia	tólar esloveno	SIT	239,640	2007
Chipre	libra cipriota	CYP	0,585274	2008
Malta	lira maltesa	MTL	0,429240	2008
Eslováquia	coroa eslovaca	SKK	30,1260	2009
Estónia	coroa estoniana	EEK	15,6466	2011
Letónia	lats letão	LVL	0,702804	2014

Fonte: BCE - Nota: A entrada na UEM ocorreu sempre ao dia 1 de Janeiro de cada ano

A criação da UEM, teve como base a teoria das zonas monetárias ótimas, que foi introduzido por Robert Mundell, em 1961<sup>2</sup>. Segundo Mendonça (1995), a UEM não reunia todas as condições perfeitas para a criação de uma zona monetária ótima, por três fatores:

- (i.) A nível laboral, existiam desigualdades em termos de desemprego, mobilidade, qualificação e tecnologia;
- (ii.) A nível fiscal, deveria existir um orçamento comum para todos os países da zona monetária, em vez de um orçamento por país, para que se consiga transferências financeiras entre os estados com o intuito de atenuar as assimetrias entre países-membros;
- (iii.) A nível financeiro, é necessário que as praças europeias se integrassem entre si como as principais praças mundiais se integram. Contudo, o verificam-se desequilíbrios dentro das praças europeias entre si.

Não obstante, existem vantagens para a criação da moeda única. Antes da introdução da moeda única, as transações comerciais entre estados-membros, implicavam sempre a realização de operações cambiais. Essas transações, para além de aumentarem o risco da operação, pois a taxa de câmbio podia alterar-se, tinham sempre custos adicionais associados à conversão das moedas. Após a introdução do euro, as transações comerciais com outros estados-membros passaram a ter menos riscos e menos custos.

Esta realidade estimula o comércio e o investimento, beneficiando todos os agentes económicos, pois os consumidores passam a ter maior variedade de oferta a preços mais baixos, as empresas passam a adquirir serviços mais rentáveis e os investidores passam a investir mais na área do euro, com a inexistência de riscos associados à flutuação das taxas de câmbio.

---

<sup>2</sup> Para mais informações sobre a teoria das zonas ótimas, consultar Mendonça (1995)

### **1.3. Taxas de Câmbio**

A taxa de câmbio bilateral representa o preço de uma moeda expressa em outra unidade monetária, ou seja, quantas moedas de um país são necessárias para obter a moeda de um outro país. A sua cotação é diária, e é determinada pelos mercados que são afetados e por fatores como a procura e a oferta de moeda. As moedas são representadas por 3 letras de acordo com a ISO 4217, que define os códigos a utilizar na representação de uma moeda (por exemplo, USD - dólar dos EUA, EUR – euro, GBP – libra esterlina).

Numa cotação EUR/USD, temos como moeda base, ou moeda cotada, o euro e como moeda de cotação o dólar dos EUA. Neste caso a taxa de câmbio EUR/USD diz-nos quantos dólares temos que vender para obter um euro, ou então quantos dólares compramos com a venda de um euro.

A uma taxa de câmbio estão associados dois preços: (i.) por um lado temos o preço de compra do mercado, também designado por *bid*, que representa o preço pelo qual o mercado está disposto a comprar uma divisa; (ii.) por outro lado temos o preço de venda do mercado, também designado por *ask*, que representa o preço pelo qual o mercado está disposto a vender uma divisa. O preço *bid* é menor que o preço *ask*. O diferencial entre estes dois preços corresponde ao ganho que o mercado obtém com a compra e venda de divisas.

Dando um exemplo mais prático, supondo que numa praça se transacionam EUR/USD aos seguintes preços: preço de compra (*bid*) 1.3000 EUR/USD e preço de venda (*ask*) 1.5000 EUR/USD. Se quisermos comprar euros, teremos que desembolsar 1.5000 dólares dos EUA por cada euro. Contudo, se quisermos vender só nós dão 1.3000 dólares dos EUA por cada euro. A esta operação está implícito um *spread* de 0.2000 EUR/USD que corresponde à diferença entre os dois preços.

Com a existência de espaços monetários diferentes é necessário criar um mecanismo que permita ligar os mercados, para que seja possível transacionar moeda entre eles. As taxas de câmbio criam uma ligação entre os diversos espaços económicos através da conversão de uma moeda por outra.

Quando não é possível a conversão de uma moeda em outra, por não existir uma taxa de câmbio entre elas, é utilizada uma moeda de aceitação geral para se intermediar as transações, ou seja, em vez de se fazer uma troca direta (moeda do país A pela moeda do país B), é utilizado um intermediário nesta transação (moeda do país A pela moeda do país C que por sua vez vai transacionar com a moeda do país B). A taxa que se obtém das trocas realizadas através de intermediários dá-se o nome de *cross-rates* (câmbios cruzados), ou seja, cotação entre duas moedas a partir da cotação dessas moedas com uma terceira. A partir da 2ª guerra mundial o dólar norte-americano tornou-se a principal moeda utilizada nas transações globais, como iremos verificar mais a frente.

Para além da taxa de câmbio bilateral, definida diretamente ou de forma cruzada, existe ainda a taxa de câmbio efetiva. A taxa de câmbio efetiva é um índice cambial que reflete o valor de uma divisa, face a um conjunto de divisas. Para se formular este índice é tida em consideração a taxa de câmbio de um país face a cada moeda dos seus parceiros e o peso das trocas comerciais realizadas entres os dois países.

Estes dois conceitos não têm de evoluir no mesmo sentido. Por exemplo, podemos ter o euro a apreciar-se face ao dólar dos EUA, contudo a deprecia-se face às restantes divisas. Neste exemplo, quando nos referimos à relação entre o euro e o dólar dos EUA estamos a falar da taxa de câmbio bilateral, mas quando estamos a falar da relação entre o euro e as demais divisas estamos a falar da taxa de câmbio efetiva, face ao conjunto das divisas dos principais parceiros comerciais da área do euro.

#### **1.4. Determinação de uma taxa de câmbio**

Putnam e Zimmer (1990) defendem que uma moeda é como se fosse um bem e que a sua cotação resulta da avaliação que é feita sobre a mesma. A comparação entre moedas é feita tendo como base o país originador. A avaliação é efetuada através da comparação entre o risco e a rentabilidade de um país, face a outros.

“Da nossa perspectiva sobre Wall Street, as moedas não são diferentes de qualquer outro bem. O seu valor é determinado pela comparação dos riscos e da rentabilidade disponíveis em bens concorrentes. No mundo das moedas, investe-se principalmente na *performance* de um país, e as comparações corretas dizem respeito à rentabilidade esperada oferecida por um país, e o seu risco relativo a outros países”

*Bluford Putnam e Sandra Zimmer, 1990*

A rentabilidade de um país é medida através do ganho que este pode proporcionar aos seus investidores. Por um lado temos os países cuja taxa de inflação é alta, onde é necessário oferecer taxas de juro superiores à inflação, de modo a aliciar investidores. Por outro lado temos os países cujas economias são mais estáveis, onde as taxas de juro são mais baixas e os investidores correm menos riscos.

O risco associado a um país é medido através de vários fatores que condicionam o crescimento económico do mesmo. Entre estes podemos destacar o risco de inflação, os desequilíbrios externos e as expectativas da variação da taxa de câmbio.

Marques (1998) defende que a cotação de uma taxa de câmbio resulta do ponto de equilíbrio entre a oferta e procura de uma determinada moeda.

“Num mundo caracterizado por espaços monetários diferentes, torna-se necessário transaccionar moedas contra a nossa, a fim de que se torne possíveis os pagamentos com o exterior. (...) Então as moedas vigentes noutros espaços monetários tornam-se entidades, ou variáveis monetárias susceptíveis de procura e, obviamente, de oferta também.”

*Walter Marques, 1998*

A procura e oferta de moeda vem da necessidade que os países têm de possuir moeda para darem cumprimento às suas obrigações com o exterior, resultantes das trocas comerciais. Como o mercado está limitado a um determinado volume de moeda, quando se dá a procura de uma, dá-se também a oferta de outra pois a procura e a oferta são inversamente proporcionais.

Quando o preço do euro aumenta face ao dólar, a taxa de câmbio EUR/USD aumenta e consequentemente a taxa USD/EUR desce. Ou seja, supondo que a taxa de câmbio passou de 1.2000 EUR/USD para 1.3000 EUR/USD, o euro apreciou-se. Antes 1 euro só valia 1.2 dólares dos EUA e agora vale 1.3 dólares dos EUA.

Apesar de diferentes, estas duas visões são conciliáveis. Putnam e Zimmer dão uma perspectiva mais ampla sobre a formação das taxas de câmbio. Os autores defende o que se pode chamar de perspectiva do investidor, ou seja, os fatores que levam os investidores a terem uma posição de compra ou venda, face a uma determinada divisa. Marques, por seu lado, explica a variação da taxa de câmbio, ou seja, os fatores que fazem a cotação variar diariamente e conseqüentemente dar novos valores às cotações entre moedas.

### **1.5. Regimes Cambiais**

Os países tendem a adotar para as suas economias um regime cambial cujas taxas podem ser: fixas, semifixas ou variáveis.

O início do regime de taxas fixas teve origem no período do “padrão-ouro”. Durante este período os países emitiam moeda com base no valor das suas reservas de ouro. Isto fazia com que as taxas de câmbio fossem estáveis, pois quando se estava a trocar duas divisas de diferente valor, estava-se a transacionar a mesma quantidade de ouro. Durante o sistema do padrão-ouro, os países não podiam desvalorizar a sua moeda, pois isso iria afetar a estabilidade das economias.

Com as trocas comerciais, os países com excedente comercial começaram a obter moeda estrangeira em excesso. Para escoar esses excessos, os comerciantes começaram a trocar moeda por ouro fazendo com que as reservas de ouro dos países fossem diminuindo. Com o fim da primeira guerra mundial os países deixaram de adotar o sistema “padrão-ouro”, pois a convertibilidade das suas moedas em ouro não estava assegurada. Os países encontravam-se com as suas contas externas desequilibradas, o que comprometia a convertibilidade das suas moedas.

Com o sistema de *Bretton Woods*, os países procuraram voltar ao sistema de câmbios fixos. Contudo, a utilização de uma moeda de referência fez com que os países desequilibrassem as suas balanças de pagamentos devido à procura de uma só moeda.

Existem ainda países, que por questões comerciais, adotaram câmbios fixos face a outras moedas, através da indexação da sua taxa de câmbio à moeda em causa. Este fenómeno é designado por “*pegs*”. Um país que adotou este regime foi Hong Kong, que indexou a sua moeda, o dólar de Hong Kong, ao dólar dos EUA.

Como nem sempre é possível fixar um câmbio entre duas moedas, existem economias que adotam um sistema de câmbios semifixos, ou seja, as taxas de câmbio são variáveis, contudo são controladas tendo como base uma cotação de referência. Este sistema é efetuado de duas formas: (*i.*) por um lado temos as “bandas” onde são determinadas margens de flutuação face a uma determinada cotação (cotação máxima e cotação mínima). Caso a taxa de câmbio saia dentro dos limites, os bancos centrais intervêm de modo a repor a taxa de câmbio dentro do intervalo pretendido. Os países da União Europeia que fazem parte do MTC II, têm este regime cambial; (*ii.*) por outro lado temos as cotações-alvo, onde é estabelecida uma cotação de referência, mas sobre a qual os bancos centrais não têm nenhuma responsabilidade de intervenção para reajustar a cotação. A Suíça adotou este regime cambial para a sua moeda.

Num sistema de taxas variáveis, as taxas de câmbio flutuam consoante os mercados. Contudo os países podem tomar medidas que influenciam a evolução das taxas de câmbio, ou seja, as moedas não flutuam totalmente livres. Os países que utilizam este regime de câmbios conseguem controlar a evolução das taxas de câmbio de modo a que as suas moedas não se apreciem ou depreciem.

## **1.6. Mercado de Câmbios**

O mercado de câmbios, também designado por *Forex*, *Foreign Exchange* ou *FX*, é o mercado onde os investidores podem trocar divisas entre si.

O mercado de câmbios, ao contrário do mercado acionista e obrigacionista, não se organiza em bolsa, ou seja, enquanto que no mercado acionista e obrigacionista existem bolsas organizadas para as transações, no mercado cambial pode-se transacionar em diversos locais. No mercado de câmbios transaciona-se em *Over-The-Counter* (OTC).

Em 2013, e segundo “*Triennial Central Bank Survey*”<sup>3</sup>, publicado pelo BIS, o mercado de câmbios transaciona em média 5.345 bilhões de dólares por dia. Deste valor, 2.046 bilhões de dólares (38,28%) dizem respeito a operações à vista, sendo os restantes 3.298 bilhões de dólares operações a prazo (12,72%), *swap* cambiais (41,68%), contratos *swap* (1,01%) e contratos de opções ou outros produtos (6,30%).

**Tabela 2 - Volume de Negócios no Mercado de Câmbios por Instrumento**

Volume Médio Diário em Abril, em bilhões de dólares dos EUA

<b>Instrumento</b>	<b>1998</b>	<b>2001</b>	<b>2004</b>	<b>2007</b>	<b>2010</b>	<b>2013</b>
Foreign exchange instruments	1.527	1.239	1.934	3.324	3.971	5.345
Spot transactions	568	386	631	1.005	1.488	2.046
Outright forwards	128	130	209	362	475	680
Foreign exchange swaps	734	656	954	1.714	1.759	2.228
Currency swaps	10	7	21	31	43	54
Options and other products	87	60	119	212	207	337

Fonte: *Triennial Central Bank Survey 2013, BIS*

Como se verifica, a atividade cambial sofreu em 2007 um forte aumento no número de transações diárias, passando de um volume médio diário de 1.934 bilhões de dólares dos EUA para 3.324 bilhões de dólares dos EUA, ou seja, a atividade aumentou mais de 70% em três anos.

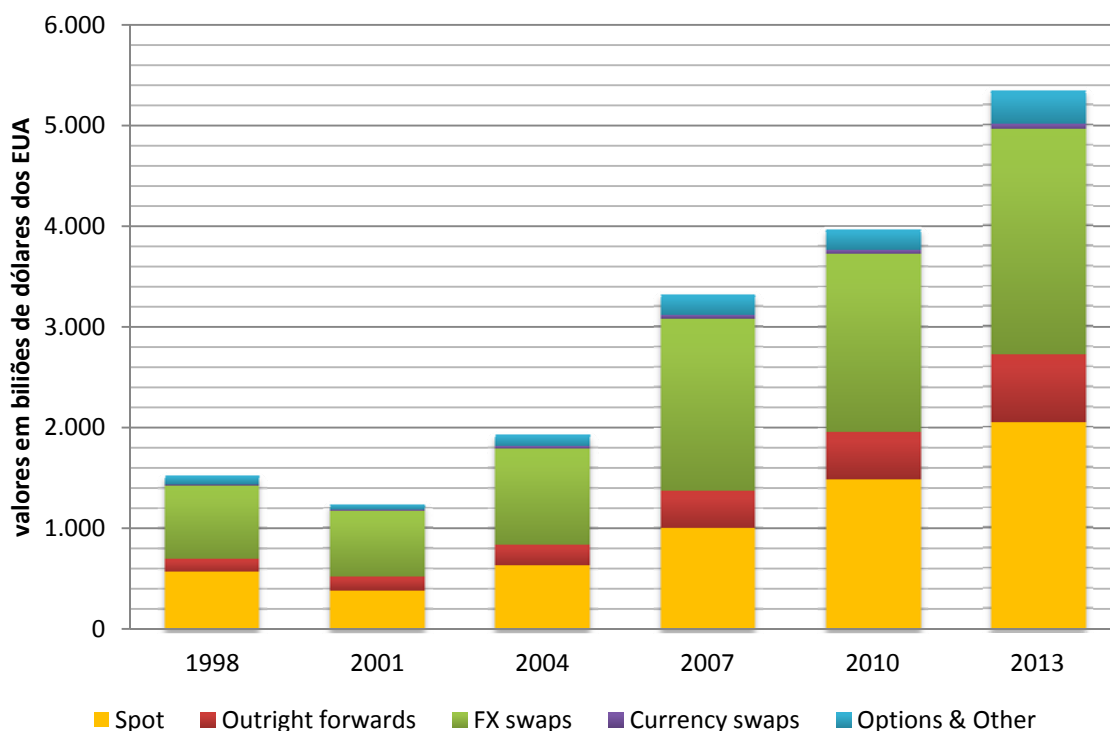
Segundo Galati e Heath (2007), o aumento de atividade no mercado de câmbios deve-se essencialmente a dois fatores: (i.) por um lado o crescimento de transações entre bancos e outras instituições financeiras, à medida que os investidores procuravam diversificar as suas carteiras com novos fundos de investimento; (ii.) por outro o aumento do volume de negócios envolvendo moedas de mercados de países emergentes e em desenvolvimento.

Em 2013 volta a registrar-se um novo aumento no volume médio de transações, que não é explicado necessariamente pelo aumento da atividade de câmbios. Segundo o relatório do BIS, parte do aumento da atividade de câmbio é justificado pelo aumento das fontes de informação. A recolha de informações em instituições financeiras de menor dimensão, que

<sup>3</sup> Segundo o relatório do BIS, um bilhão equivale a mil milhões e um trilhão equivale a mil bilhões

não tinham participado no questionário em 2010, representam um aumento da atividade em 24%, sendo que apenas 9% é justificado pelo real aumento do volume médio de transações.

**Gráfico 1 - Volume de Negócios no Mercado de Câmbios por Instrumento**



Fonte: Triennial Central Bank Survey 2013, BIS

Em 2013 o dólar dos EUA foi a principal moeda transacionada, estando envolvida em 87,0% do total de transações, o que representou um aumento face a 2010 de 2,2 pontos percentuais. O euro foi a segunda moeda mais transacionada com 33,4%, o que representou um decréscimo face a 2010 de 5,6 pontos percentuais. O iene japonês foi a terceira moeda mais transacionada com 23,0% das transações, o que representou um aumento face a 2010 de 4,0 pontos percentuais. O facto de o dólar dos EUA ser a moeda mais transacionada pode ser justificado com o facto de esta ser a moeda de referência para as operações de *cross-rate* e para a compra de barris de petróleo, segundo as normas da OPEP, contudo, existem outros fatores justificativos para o grande volume de transações. De referenciar ainda que, em cada transação são transacionadas duas divisas, sendo que o somatório do volume de todas as divisas individualmente deverá representar 200%.

**Tabela 3 - Distribuição de Moeda no Mercado de Câmbios por Volume de Negócios**

% Percentagem do Volume Médio Diário de Abril

Moeda	1998		2001		2004		2007		2010		2013	
	(%)	Rank	(%)	Rank	(%)	Rank	(%)	Rank	(%)	Rank	(%)	Rank
USD (\$)	86,8	1	89,9	1	88,0	1	85,6	1	84,9	1	87,0	1
EUR (€)	0,0	32	37,9	2	37,4	2	37,0	2	39,1	2	33,4	2
JPY (¥)	21,7	2	23,5	3	20,8	3	17,2	3	19,0	3	23,0	3
GBP (£)	11,0	3	13,0	4	16,5	4	14,9	4	12,9	4	11,8	4
AUD (\$)	3,0	6	4,3	7	6,0	6	6,6	6	7,6	5	8,6	5
CHF (Fr)	7,1	4	6,0	5	6,0	5	6,8	5	6,3	6	5,2	6
CAD (\$)	3,5	5	4,5	6	4,2	7	4,3	7	5,3	7	4,6	7
Outras	66,8		20,9		21,0		27,5		25,0		26,3	
<b>Total</b>	<b>200,0</b>		<b>200,0</b>		<b>200,0</b>		<b>200,0</b>		<b>200,0</b>		<b>200,0</b>	

Fonte: Triennial Central Bank Survey 2013, BIS

Apesar da diminuição das transações em euros, em termos percentuais face às demais divisas, estas subiram em termos absolutos, passando de 1.550,8 biliões de dólares dos EUA para 1.785,7 biliões de dólares dos EUA. Contudo, o aumento do volume de transações de moedas entre 2010 e 2013, envolvendo o euro foi muito inferior ao registado por parte do dólar dos EUA, com a moeda única a registar um aumento de 15,15% e a moeda norte-americana a registar um aumento de 38,05%.

**Tabela 4 - Volume de Negócios no Mercado de Câmbios por Divisa**

Volume Médio Diário em Abril em Biliões de Dólares e em Percentagem (%)

Moeda	2001		2004		2007		2010		2013	
	Valor	(%)	Valor	(%)	Valor	(%)	Valor	(%)	Valor	(%)
USD (\$)	1.113,7	89,9	1.702,2	88,0	2.845,4	85,6	3.370,0	84,9	4.652,2	87,0
EUR (€)	469,9	37,9	723,6	37,4	1.231,2	37,0	1.550,8	39,1	1.785,7	33,4
JPY (¥)	291,7	23,5	402,9	20,8	573,4	17,2	754,2	19,0	1.231,3	23,0
Outras	603,4	48,7	1.039,6	53,8	1.998,4	60,1	2.267,4	57,1	3.020,0	56,5
<b>Total</b>	<b>2.478,6</b>	<b>200,0</b>	<b>3.868,3</b>	<b>200,0</b>	<b>6.648,5</b>	<b>200,0</b>	<b>7.942,4</b>	<b>200,0</b>	<b>10.689,1</b>	<b>200,0</b>

Fonte: Triennial Central Bank Survey 2013, BIS

Em 2013 registava-se diariamente uma troca média de 1.288,6 biliões de dólares dos EUA por euros, o que representava 24,1% das transações realizadas nos mercados de câmbios. 51,2% das trocas cambiais realizadas envolvem o dólar dos EUA e 3 outras divisas (o euro em 24,1%, o iene japonês em 18,3% e a libra esterlina em 8,8%). Já o euro só está presente em 33,4% das trocas cambiais.

## Tabela 5 - Volume de Negócios no Mercado de Câmbios por Par de Cotação

Volume Médio Diário em Abril em Biliões de Dólares e em Percentagem (%)

Par de Cotação	2001		2004		2007		2010		2013	
	Valor	(%)	Valor	(%)	Valor	(%)	Valor	(%)	Valor	(%)
USD / EUR	371,9	30,0	541,2	28,0	891,7	26,8	1.098,4	27,7	1.288,6	24,1
USD / JPY	250,4	20,2	327,9	17,0	438,4	13,2	566,9	14,3	977,9	18,3
USD / GBP	129,3	10,4	259,1	13,4	384,1	11,6	359,7	9,1	471,5	8,8
USD / AUD	50,8	4,1	106,9	5,5	185,2	5,6	248,4	6,3	363,7	6,8
USD / CAD	53,6	4,3	77,3	4,0	126,5	3,8	181,8	4,6	199,8	3,7
USD / CHF	59,0	4,8	82,5	4,3	150,5	4,5	165,9	4,2	183,8	3,4
USD / Outros	198,7	16,0	307,3	15,9	669,0	20,1	748,8	18,9	1.166,9	21,8
EUR / JPY	36,3	2,9	61,3	3,2	86,1	2,6	110,5	2,8	147,5	2,8
EUR / GBP	26,6	2,1	47,1	2,4	69,2	2,1	108,9	2,7	101,7	1,9
EUR / CHF	13,2	1,1	30,2	1,6	61,6	1,9	70,8	1,8	70,8	1,3
EUR / Outros	21,9	1,8	43,7	2,3	122,6	3,7	162,2	4,1	177,2	3,3
JPY / Outros	5,0	0,4	13,7	0,7	48,8	1,5	76,8	1,9	105,9	2,0
Outros Pares	22,7	1,8	35,9	1,9	90,4	2,7	72,0	1,8	89,4	1,7
<b>Total Cotação de Pares</b>	<b>1.239,3</b>	<b>100,0</b>	<b>1.934,2</b>	<b>100,0</b>	<b>3.324,2</b>	<b>100,0</b>	<b>3.971,2</b>	<b>100,0</b>	<b>5.344,6</b>	<b>100,0</b>

Fonte: Triennial Central Bank Survey 2013, BIS

### 1.7. Operações Cambiais

As operações cambiais que são possíveis de se realizar no mercado de câmbios são:

- (i.) *Spot Transactions* (operações à vista) – nestas operações a troca é direta e envolve a permuta de duas divisas diferentes a uma taxa estipulada na data de contratação da troca e a realizar-se dentro de dois dias úteis.
- (ii.) *Forward outright* (operação a prazo) – nestas operações a troca envolve a permuta de duas divisas diferentes a uma taxa estipulada na data de contratação da troca e a realizar-se algures no futuro (mais de dois dias úteis após a celebração do contrato).
- (iii.) *Foreign exchange swap* (*swap* cambial) – nestas operações é acordado a troca de duas divisas diferentes em dois momentos diferentes. Numa primeira data específica é feita a troca de duas divisas diferentes a uma taxa estipulada (posição curta, ou *short leg*), e num segundo momento, no futuro, é efetuada a troca inversa dessas mesmas duas moedas a uma taxa estipulada no momento da celebração do contrato,

que pode ser diferente da taxa aplicada na primeira transação (posição longa, ou *long leg*). Os *swaps* são utilizados para se constituir posições cambiais, ou seja, obter moeda para dar cumprimentos a uma responsabilidade futura.

- (iv.) *Currency swap* (contrato *swap*) – é um contrato segundo o qual duas contrapartes se sujeitam à troca de fluxos de juros em diferentes divisas por um período de tempo estipulado; e à troca de diferentes dívidas a uma taxa de câmbio pré-acordada no vencimento do contrato.
- (v.) *Currency option* (contrato opções) – é um contrato que dá ao detentor do mesmo o direito de comprar ou vender uma divisa por outra a uma taxa de câmbio específica, durante um determinado período de tempo.

## **1.8. Principais Funções do Mercado**

Segundo Marques (1998), as principais funções do mercado de câmbio são:

- (i.) Transferir poder de compra de uma divisa para outra, ou seja, permitir que um determinado bem ou serviço possa ser comprado ou adquirido em qualquer moeda;
- (ii.) Assegurar o crédito para o comércio internacional, ou seja, permitir que todos os agentes económicos tenham acesso à moeda de outros países;
- (iii.) Possibilitar a cobertura do risco cambial, ou seja, assegurar que o valor de compra ou venda de um produto não é afetado pela volatilidade cambial (este fenómeno designa-se por *hedging*).

## **1.9. Risco Cambial**

Com a cotação da taxa de câmbio entre moedas a variar ao longo do tempo, existe um risco intrínseco de que uma transação, entre espaços económicos diferentes, possa ter hoje um valor e amanhã outro. Isto acontece porque a taxa de câmbio variou e conseqüentemente alterou o valor da transação.

Atualmente, com as relações entre países a serem cada vez maiores e com o comércio internacional a aumentar, é necessário por vezes eliminar o risco cambial ou atenuar os seus efeitos. Foi também neste contexto que na União Europeia se criou uma moeda única, ou seja, uma moeda que permitisse aos vários estados membros fazerem transações comerciais entre si, sem que existisse risco cambial.

O risco cambial tanto pode ter efeitos positivos como negativos, ou seja, os intervenientes podem obter ganhos ou perdas com a transação de moedas. Existem três fatores que levam os agentes económicos a transacionar moeda. Esses fatores são: (i.) a cobertura de risco cambial (*hedging*); (ii.) a arbitragem; (iii.) e a especulação.

As empresas, para atenuarem ou eliminarem o risco cambial nas suas transações, optam por efetuar operações de *hedging*, ou seja, operações de cobertura de riscos, para que não haja nem ganhos nem perdas com as transações. Nestas operações são acordadas no presente as condições de transação de uma operação no futuro, nomeadamente, o tipo de transação, o preço de transação e a data de transação. Nestes acordos o risco cambial é eliminado porque o preço é definido no início da operação.

Existem operações que são efetuadas com o objetivo de obter lucro no mercado de câmbios. Essas operações são realizadas com base nas diferenças existentes entre cotações cambiais, por via das diferentes cotações entre praças, ou por via das *cross-rates*.

Dando um exemplo prático para as diferenças de cotações entre praças: admitindo que em Nova Iorque está a ser transacionado a 1.3000 o EUR/USD e na Alemanha está a ser transacionado a 1.5000 o EUR/USD, nesta situação é possível ter um ganho de 0.2000 EUR, se comprarmos USD em Nova Iorque a 1.3000 EUR e vendermos na Alemanha a 1.5000 EUR.

Para as taxas cruzadas temos o seguinte exemplo: admitindo que em Londres se transaciona a 2.5000 o EUR/GBP, em Nova Iorque se transaciona a 2.0000 o USD/GBP e na Alemanha se transaciona a 1.5000 o EUR/USD, se usarmos a taxa direta entre o GBP e o EUR, transacionamos a 2.5000 o EUR/GBP, contudo se usarmos a taxa indireta transacionamos a 3.0000 o EUR/GBP (pois com 1 GBP é possível comprar 2.0000 USD e com cada USD é possível comprar 1.5000 EUR). Assim é possível ter um ganho de 0.5000 EUR. Contudo, há que ter em conta que com estas operações estamos a fazer variar a procura e a oferta de moeda, o que fará com que o mercado altere a taxa de câmbio ajustando a mesma para um ponto de equilíbrio entre cotações, eliminando assim as opções de arbitragem.

Por fim, temos as operações de especulação, nas quais os intervenientes fazem uma previsão sobre o que será o futuro da cotação de uma determinada moeda. Se eu possuir uma determinada moeda e esta se apreciar eu ganho, se ela se depreciar eu perco. Por outro lado se eu possuir uma responsabilidade sobre uma moeda no futuro, a lógica é inversa, ou seja, se a moeda se apreciar eu perco, se deprecia eu ganho. É de referir que não é possível controlar o futuro do mercado de câmbios, contudo é possível fazer previsões sobre a sua evolução tendo como base a informação histórica.

Nas operações de *hedging* procura-se anular o risco, não tirando proveitos ou ganhos. Nas operações de especulação os intervenientes assumem o risco para tentarem tirar o maior proveito possível das variações cambiais. Nas operações de arbitragem os investidores têm em consideração as taxas reais e os lucros momentâneos que estes podem proporcionar. Nas operações de especulação não se sabe quais as taxas futuras e agem com base em previsões, pelo que não se sabe se vai ter lucro com a operação.

### **1.10. Fatores de Influência da Taxa de Câmbio**

Martinez (2007) defende que um país deve ser gerido como se fosse uma grande empresa e que a sua moeda é como se fossem as ações da empresa. Como tal, todas as decisões políticas tomadas, quer a nível nacional ou internacional tem posteriormente o seu efeito na moeda desse país. Se um país entrar em guerra com outro, os investidores tenderão a afastar-se das divisas dos países que estão em guerra, pois cria-se um clima de incerteza quanto ao futuro dos países. Durante um período de guerra as economias tendem a enfraquecer pois a atividade económica abranda devido à situação do país. Com a situação económica a deteriorar-se os países tendem a pedir dinheiro emprestado para financiar a guerra, contudo os outros países tendem a não emprestar dinheiro pois existe a hipótese de o país solicitador perder a guerra e não pagar os empréstimos contraídos.

Martinez explica ainda o efeito de uma alteração à taxa de juro de referência de uma economia por parte dos bancos centrais. Assumindo que o presidente da FED está prestes a fazer uma declaração, na qual poderá anunciar uma possível alteração da taxa de juro de referência, existem três cenários possíveis: a taxa de juro subir, descer ou manter-se inalterada. Caso a taxa de juro suba, o custo de pedir dinheiro emprestado sobe e como tal as pessoas tendem a pedir menos dinheiro pois este está mais caro, o que fará com que a procura de dólares dos EUA diminua. Caso a taxa de juro desça, o custo de pedir dinheiro emprestado diminui e como tal as pessoas tendem a pedir mais dinheiro pois este está mais barato, o que fará com que a procura de dólares dos EUA aumente. Caso a taxa de juro se mantenha inalterada, o custo de pedir dinheiro emprestado e a procura de dólares dos EUA mantem-se inalterado.

“The reserve bank of every country monitors the inflation of the country by using economic indicators. When these reflect inflationary pressure, the bank will generally increase interest rates. When signs of deflation are present, interest rates are generally lowered. Interest rates are important for the economy because they influence the willingness of individuals and households to borrow money and make investments. An increase in interest rates will cause a downturn in the economy, whereas a decrease will stimulate the economic growth.”

*Jared F. Martinez, 2007*

Existe ainda um conjunto de fatores quantificáveis que afetam as taxas de câmbio e que são possíveis de controlar. Os principais fatores são:

- (i.) Taxas de juro de referência dos bancos centrais - a área monetária que apresenta melhores condições para os investidores é a que tenderá a fortalecer mais a sua moeda, pois a procura pela mesma vai aumentar, influenciado deste modo a sua cotação face a outras;
- (ii.) Indicadores de atividade económica – existem um conjunto de indicadores como o emprego, o PIB, a dívida pública, entre outros, que permitem fazer a avaliação económica de um país e perceber quais os riscos que este apresenta para o investidor. Se dois países diferentes oferecerem a mesma rentabilidade para um investidor, mas tiverem riscos diferentes associados, os investidores deverão optar pelo país com menor risco, o que se traduz num aumento da procura da moeda local;
- (iii.) Balança de pagamentos - a procura e oferta de divisas, por parte dos agentes de mercado, faz com que as balanças correntes assumam posições excedentárias ou deficitárias: quando a balança é deficitária, a moeda tende a ser prejudicada pois o país tem dívidas perante o resto do mundo; quando a balança é excedentária, a moeda tende a ser beneficiada pois o país possui excesso de liquidez para o resto do mundo;
- (iv.) Inflação – a inflação é o aumento generalizado do preço dos bens e serviços. Se o aumento dos preços só ocorrer nos produtos internos, os produtos externos tenderão a ter maior procura, pois os preços destes produtos não se alteraram. Assim, a procura externa tenderá a aumentar, o que fará com que a moeda local seja menos procurada, sendo deste modo prejudicada pelo aumento da inflação;
- (v.) Preço do petróleo – como o barril do petróleo é transacionável maioritariamente em dólares dos EUA, um aumento do preço do barril fará com que a procura de dólares dos EUA aumente, pois é necessário mais moeda para adquirir o barril.

### **1.11. Volatilidade Cambial**

A volatilidade é uma medida estatística que mede a dispersão de uma determinada variável num determinado espaço de tempo. No mercado cambial, a volatilidade mede a oscilação da taxa de câmbio ao longo de um determinado período de tempo. Quando mais volátil for a taxa de câmbio, mais incerta é a sua evolução.

Bonser-Neal (1996), apontou três causas e consequências para a volatilidade das taxas de câmbio.

“Exchange rate volatility is often attributed to three factors: volatility in market fundamentals, changes in expectations due to new information, and speculative “bandwagons”.”

*Catherine Bonse-Neal, 1996*

Um dos principais fatores que influênciam a volatilidade das taxas de câmbio é a volatilidade das variáveis que influenciam o mercado de câmbios, nomeadamente os níveis de procura e de oferta de moeda que fazem com que a taxa de câmbio se altere.

Outro fator que contribui para a variação das taxas de câmbio é a mudança das expectativas futuras, com base em novas informações. Quando o futuro dos mercados não é claro e existe um clima de incerteza quanto ao mesmo, os mercados tendem a tornar-se voláteis. Pode-se mesmo dizer que quanto mais o mercado for transparente em torno do seu futuro, menos será a volatilidade associada. Uma alteração sobre as variáveis que afetam o mercado de câmbios, ou até mesmo, uma mudança das perspectivas políticas ou económicas futuras, podem fazer com que a taxa de câmbio se torne mais ou menos volátil, dependendo se esta torna o futuro do mesmo mais ou menos claro.

Por fim, temos os movimentos especulativos das taxas de câmbio. Estes movimentos especulativos não têm como base os fundamentos sobre os quais os mercados de regem, ou seja, as previsões económicas podem indicar que uma determinada moeda não se irá apreciar, contudo, se um conjunto de investidores especularem que a moeda de vai apreciar, esta, contra as previsões que foram inicialmente feitas, poderá apreciar-se contribuindo assim para

a volatilidade cambial. Esta variável, por não ter bases que a fundamentem, é a mais difícil de apurar.

Esta alteração na volatilidade das taxas de câmbios têm posteriormente consequências ao nível do investimento no estrangeiro, do comércio internacional e do risco de deter ativos em moeda estrangeira.

Com o aumento da volatilidade cambial os investidores tendem a reduzir o nível de investimento, pois um investimento feito hoje poderá não ter o mesmo valor amanhã, caso a taxa de câmbio se altere. Muitos investidores exigem maiores rendibilidades para estes tipos de investimentos de modo a cobrirem eventuais riscos de desvalorização dos mesmos.

O comércio internacional também tende a diminuir em períodos de maior volatilidade cambial, pois existe um grau de incerteza quanto à real receita que as operações comerciais podem proporcionar. Existem empresas que tendem a acrescentar um prémio de risco ao preço dos bens e produtos que exportam de modo a garantirem a rendibilidade desejada nas operações comerciais. Esta medida terá como consequência uma diminuição da procura, por via do aumento do preço final.

Por fim, temos o risco de deter ativos, pois o bem pode não ter o mesmo valor ao longo do tempo. Com a volatilidade das taxas de câmbio, o preço de um ativo em moeda estrangeira poder-se-á alterar com a variação da taxa, tornando-se assim o ativo objeto de volatilidade.

## 2. A Crise da Dívida Soberana Europeia

### 2.1. A origem da Crise Financeira do Século XXI

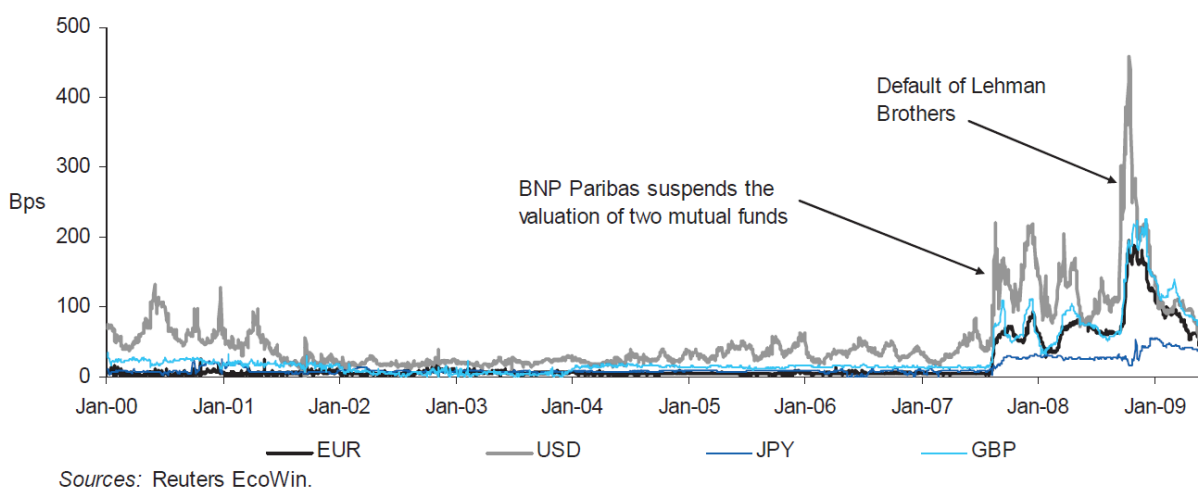
A crise financeira do século XXI<sup>4</sup>, face a outras crises passadas, é diferente pela dimensão global que esta tomou, em virtude dos acontecimentos que se vieram a verificar. No entanto esta tem muitas semelhanças em relação a outras crises passadas, como a Grande Depressão dos anos 30 ou o Pânico Financeiro de 1907.

“ On August 9, 2007, the French bank BNP Paribas froze redemptions for three investment funds, citing its inability to value structured products.”

*Markus Brunnermeier, 2009*

Este foi o acontecimento que levou os bancos europeus, com investimentos no mercado *subprime* dos EUA a prestarem mais atenção ao que estava a acontecer na economia norte-americana. O risco interbancário veio ao de cima, pois começou a especular-se sobre a capacidade de alguns bancos em cumprir as suas obrigações futuras, o que levou ao aumento dos *spreads* interbancários.

**Gráfico 2 – Diferença entre *Spreads* Interbancários e Títulos de Dívida Pública**



*Fonte: Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses, 2009*

<sup>4</sup> Para mais informações sobre o início da crise financeira do século XXI consultar: “A Grande Crise Financeira do Início do Século XXI”, de Abel Mateus

As instituições financeiras começaram a perder liquidez, por causa do aumento das exigências do mercado. As empresas passaram a ter mais dificuldades em se financiar, colocando assim em risco o cumprimento das dívidas de curto prazo.

Tendo em conta os níveis de confiança que existiam nos mercados financeiros, nada fazia prever que estávamos perante um colapso financeiro.

Na Europa havia uma crença de que esta crise financeira se iria refletir apenas nos EUA e que passaria ao lado da economia europeia, isto porque, embora a economia da área do euro se encontrasse num período de desaceleração, as exportações continuavam em crescimento e a posição financeira das famílias e das empresas era próspera.

Em Setembro de 2007, o Northren Rock, um banco do Reino Unido, sofre uma forte corrida ao levantamento de depósitos que levou ao seu encerramento e posteriormente nacionalização do mesmo.

Em Março de 2008, a Bear Stearns, um banco de investimentos com grande exposição ao crédito hipotecário, estava perto da falência e foi adquirida pela JP Morgan a 2 dólares por ação.

Em Setembro de 2008, a Lehman Brother, declara falência. Este é o acontecimento que marca o início da fase mais aguda da crise. Embora não se prevê-se um colapso financeiro, devidos aos níveis de confiança que existiam nos mercados financeiros, a falência da Lehman Brothers levou a um ponto de viragem nos níveis dos mesmos, com a confiança a ser substituída por uma aversão ao risco por parte dos investidores.

Instalou-se então o pânico nos mercados financeiros e a crise financeira começa a alimentar-se a si mesma. Os bancos viram-se forçados a restringem os níveis de crédito, a atividade económica começa a dar sinais de abrandamento, os créditos concedidos começara a deteriorar-se e os bancos cortam ainda mais os créditos. O efeito bola de neve vai aumentando à medida que a crise entra nos mercados financeiros de todo o mundo.

Com o acesso ao crédito comercial cada vez mais restrito e caro, o comércio a nível mundial começa a abrandar devido ao entesouramento das famílias. As indústrias começaram a registar quebras nas vendas o que leva a acumulação de stocks. A confiança dos consumidores e das empresas começou a cair.

Contudo, esta crise poderia ter sido muito mais grave, se os governos e os bancos centrais não tivessem prontamente intervindo<sup>5</sup>. Para garantir a estabilidade dos sistemas financeiros, o BCE e a FED começaram por baixar as taxas de juro de referência para níveis muito baixos, de modo a conter os custos de financiamentos dos bancos. Foi concedido liquidez adicional ao mercado colateralizado, com o intuito de evitar uma venda por parte dos bancos comerciais de ativos a baixo custo para obter liquidez, o que se traduziu num aumento do valor das linhas de créditos dos bancos centrais. Os *spreads* interbancários também diminuíram, em virtude das medidas adotadas por parte dos bancos centrais.

As instituições não financeiras, como não tinham acesso às linhas de crédito junto dos bancos centrais, viram-se obrigadas a explorar ao máximo as linhas que possuíam com os bancos comerciais de modo a garantirem a liquidez necessária para as suas atividades.

Foi ainda necessário intervenções por parte dos governos para restaurar o normal funcionamento do sistema bancário, após a existência de potenciais insolvências no sistema bancário devido a subcapitalização de alguns bancos.

---

<sup>55</sup> Para mais informações sobre as intervenções por parte do BCE para contornar a crise, consultar: “Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses”, Capítulo III – Policy responses

## **2.2. O Colapso do Sistema Financeiro na América**

Um dos principais fatores que despertou a atual crise na União Europeia teve a ver com o colapso do sistema financeiro americano, que afetou os mercados financeiros a nível mundial. Este colapso deveu-se à grande quantidade de crédito hipotecário que era concedido às famílias e à avaliação pouco prudente que era feita sobre o risco deste tipo de crédito.

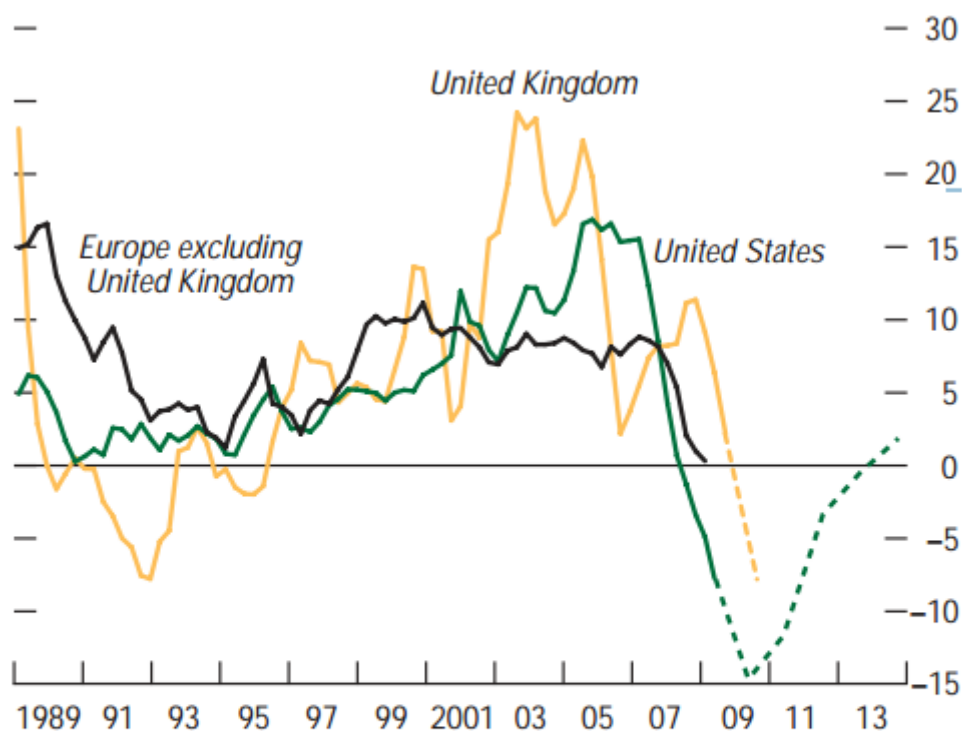
Para uma instituição bancária, o crédito hipotecário era seguro, pois as famílias davam como garantias bens, que em caso de incumprimento podiam ser penhorados. Essas garantias tinham ainda a vantagem de fazerem parte de um mercado que estava em constante crescimento, ou seja, o setor imobiliário. Os bancos acreditavam que se podia facilmente vender os imóveis penhorados no mercado imobiliário, por um valor superior ao da dívida, pelo que não tinham problemas em acionar as garantias em caso de incumprimento.

As famílias, por sua vez, também investiam no setor imobiliário, adquirindo imóveis na expectativa de que estes se iam valorizar e que seria possível vendê-los num futuro próximo por um valor superior ao seu preço de compra. Enquanto se conseguiam realizar mais-valias com as vendas dos imóveis, era racional investir no mercado imobiliário, pois este estava a proporcionar ganhos aos seus investidores. Entramos deste modo no *herd effect*, ou seja, efeito de rebanho. Citando Abel Mateus, “*enquanto está a dar é racional investir, como os outros o estão a fazer, porque é o que está a dar*”.

Cria-se assim uma bolha especulativa à volta do sector imobiliário, na crença de que o preço das casas vai sempre subir e como tal é sempre possível vender as casas por um valor superior ao seu custo de aquisição.

Desde 2005 que o preço das casas nos EUA vinha a aumentar mais de 15% ao ano, valor muito superior aos anteriormente registado, o que explica a criação de uma bolha especulativa à volta do setor imobiliário dos EUA. A partir de 2007 o preço das casas começou a diminuir como consequência do rebentar da bolha especulativa.

**Gráfico 3 - Taxa de Variação do Preço das Casas (Percentagem anual)**



Sources: Standard & Poor's/Case Shiller; national authorities; and IMF staff estimates.

Note: Europe excluding the United Kingdom: unweighted average of Spain, Germany, Italy, Netherlands, Greece (from 1995), and Ireland (from 1997). Estimates are based on futures prices. Dashed lines are futures implied.

Fonte: FMI Financial Stability Report, Abril 2008

### **2.3. Bolhas Especulativas**

As bolhas especulativas surgem das expectativas que são efetuadas por parte dos diversos agentes económicos sobre a rendibilidade que um determinado ativo pode trazer para o investidor. Estas expectativas têm como base a convicção dos agentes de que um determinado ativo irá sempre valorizar-se, face ao seu preço atual. Existem inclusive agentes que estão dispostos a pagar valores superiores às suas próprias avaliações, na crença de que existem outros agentes dispostos a dar ainda mais.

“When a trade occurs the buyer has the highest fundamental valuation among all agents, and because of the re-sale option the price he pays exceeds his fundamental valuation. Agents pay prices that exceed their own valuation of future dividends, because they believe that in the future they will find a buyer willing to pay even more.”

*Schenkman e Xiong, 2004*

Esta expectativa constante de que os preços vão subir, é alimentada pelas mais-valias que os investidores vão realizando com a venda dos ativos. Os agentes económicos, ao verificarem que é possível obter mais-valias através da venda de um ativo no futuro, vão suportando o aumento continuado do preço dos ativos, alimentado assim a bolha especulativa. A constante procura leva a que os preços dos ativos se sobrevalorizem.

Contudo, existe um momento em que os preços dos ativos começam a cair, pois as expectativas futuras invertem-se. Os investidores que detêm ativos quando a situação se inverte são os que saem prejudicados da bolha, pois já não conseguem obter mais-valias com as vendas dos ativos. Na maior parte dos casos, os investidores obtêm perdas.

Este fenómeno é difícil de evitar, pois o facto de a procura de um determinado bem disparar, devido ao *herd effect*, não significa necessariamente que se esteja a criar uma bolha especulativa à volta do mercado. Muitas das vezes só é possível constatar que estamos perante uma bolha especulativa quando esta está prestes a “rebentar”. Quando isto acontece, é notória uma maior volatilidade nos preços dos ativos, pois os investidores começam a questionar-se sobre o real valor dos bens. É neste momento que a expectativa de que os preços vão continuar a subir é colocada em causa por parte dos investidores.

## **2.4. Outros Fatores que Contribuíram para a Crise da Dívida Soberana**

Quando analisamos a origem da crise, facilmente se conseguem perceber que a sua origem teve como base o mercado *suprime* dos EUA, contudo, isto não explica como é que o “rebentar” de uma bolha especulativa no setor imobiliário dos EUA leva à contaminação de todo o sistema financeiro, afetando toda a economia a nível mundial.

Segundo o relatório de 2009 da Comissão Europeia “Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses”, é preciso ter em consideração os fatores que levaram às excessivas posições de alavancagem nos EUA e na União Europeia. Como já referenciado, o período que antecede esta crise financeira, como em outras crises já registadas, é caracterizada por um forte crescimento do volume de crédito e por prémios de risco baixos.

O otimismo resultante das condições de mercado favoráveis, traduzia-se numa convicção de que o mercado se encontrava estável. Com a inflação a crescer lentamente e de uma forma sustentada, o mercado tornou-se propício a investimentos de baixo risco e alto retorno, como é o caso do sector imobiliário nos EUA. A abertura dos mercados a nível mundial permite aos investidores de todo o mundo aplicarem o seu dinheiro nos mercados de maior rentabilidade. Este mercado torna-se assim atrativo para os vários investidores que possuem excesso de liquidez.

A nível mundial, existem vários países que possuem excedentes de poupança líquida, nomeadamente os países exportadores de petróleo e os países emergentes, mais precisamente a China. Com a OPEP a controlar as exportações do petróleo e a decretar que o barril de petróleo apenas pode ser transacionado em dólares dos EUA, os países exportadores de petróleo começam a acumular reserva de moeda, criando assim excessos de liquidez. Com o custo de mão-de-obra elevado nas economias desenvolvidas, muitas empresas optam por transferir as suas fábricas de produção para economias emergentes onde o custo de produção é mais baixo, sendo a China o principal país de referência para a economia americana, devido ao seu baixo custo de mão-de-obra. Estes excedentes de liquidez são posteriormente investidos em mercados mais rentáveis. Como o mercado imobiliário dos EUA estava em constante crescimento, os países com excesso de liquidez optavam por investir no mesmo, fazendo com que a procura continuada aumenta-se o preço das casas.

É ainda de referenciar que as economias emergentes tendem a manter a taxa de câmbio da sua moeda face ao dólar dos EUA desvalorizada, apesar de ser ilegal, pois não se pode ter câmbios controlados. Esta situação permite aos países em desenvolvimento crescer por via do aumento das exportações e da criação de reservas de moedas bem cotadas.

O mercado da área do euro é também atingido por este aumento dos preços dos ativos, por três vias:

- (i.) Taxas de câmbio: a inflação registada num país pode traduzir-se numa variação cambial e conseqüentemente afetar a economia dos outros países;
- (ii.) Operações *carry trade*: os investidores tendem a financiar-se em moedas com baixas taxas de juro para investirem em moedas com maior rentabilidade, transferindo deste modo liquidez de uma economia para outra. Segundo o relatório, os mercados financeiros europeus estavam com excessos de liquidez devido a natureza destas operações, por apresentarem uma maior rentabilidade;
- (iii.) Mercados financeiros: com a integração dos mercados financeiros, é possível transferir capital de uma economia para outra. Com o setor imobiliário a pedir baixos custos de investimento iniciais e a proporcionar altos retornos aos investidores, começou a verificar-se a transferência de fundos para estes mercados, que fizeram com que os preços das casas na Europa também aumentassem.

A constante evolução tecnológica dos últimos anos permitiu às instituições financeiras o desenvolvimento de novos produtos financeiros complexos, tendo como base os títulos emitidos com base no crédito hipotecário. O risco associado a estes novos produtos nem sempre era bem estimado, pelo que se vieram a verificar avaliações pouco prudentes por parte das agências de *rating*, relativamente ao risco. Isto fazia com que os mesmos obtivessem boas cotações, tornando-se mais atrativos para os investidores.

## **2.5. Perspetiva Histórica Sobre Outras Crises Financeiras**

Após analisarmos a origem da atual crise, encontramos vários fenómenos que já se verificaram no passado e que também conduziram a outras crises. Sendo esta uma crise mais financeira, é utilizada como modelo de comparação a Grande Depressão dos anos 30. O Pânico Financeiro de 1907, que levou a uma crise financeira nos EUA, é também outra das crises com que é comparada.

Uma característica comum ao Pânico Financeiro, a Grande Depressão e a atual crise, é a sua origem geográfica. Todas estas crises tiveram origem nos EUA. Em comum está também um período de forte crescimento económico dos países, resultante da expansão do volume de crédito e da moeda, por causa do aumento generalizados dos preços dos ativos, em virtude da grande confiança dos investidores e da subavaliação ao risco devido ao crescimento dos mercados. Nestas três situações, o sector financeiro foi o mais afetado tendo tido posteriormente repercussões a nível mundial afetando a economia real, por via da contração do comércio internacional. Pode-se assim afirmar que na origem destes acontecimentos está uma crise financeira à qual se segue um período de recessão.

Quando comparamos o Pânico Financeiro, com a atual crise, verificamos que esta não teve o mesmo efeito na economia europeia que a anterior. Embora em 1907 já nos encontrássemos num período de globalização, a maior parte dos países da Europa conseguiram esquivar-se ao Pânico Financeiro, pois o comércio internacional era uma realidade recente e a atividade económica entre países ainda se encontrava em expansão. Devido à falta de supervisão do sector financeiro, a atividade bancária começou a crescer de forma descontrolada, o que levou a um aumento no volume de crédito cedido e consequentemente a um aumento dos preços dos ativos. Quando os níveis de liquidez dos bancos começaram a baixar, o volume de crédito começou a diminuir e o sistema financeiro entrou em pânico. Como os países do mundo estavam interligados entre si, devido ao comércio internacional, o pânico financeiro alastrou-se para outras economias. O período de recessão que se seguiu foi curto, devido a rápida recuperação da economia americana.

A Grande Depressão dos anos 30 deu-se após a 1ª Guerra Mundial. Nesta altura a economia mundial encontrava-se em recuperação, pois a guerra tinha destruído parte do comércio e da atividade financeira a nível internacional. Neste período, a economia global tinha diminuído o volume dos fluxos internacionais, em parte por causa das fortes tensões que ainda se registavam entre os países, nomeadamente com a Alemanha.

A recessão que se verificou após a Grande Depressão foi muito profunda devido às falhas dos bancos americanos e europeus, juntamente com a desadequada resposta política dada em virtude dos acontecimentos ocorridos. Os países começaram a aumentar o grau de protecionismo das suas economias, as taxas de câmbio sofreram ajustes e os fluxos

internacionais começaram a decrescer. Através destas variáveis, que afetam o comércio a nível internacional, a grande depressão começou a alastrar-se para outros países.

A atual crise, face à Grande Depressão, foi muito mais rápida a afetar o comércio internacional. A Grande Depressão foi-se propagando pelos vários mercados de uma forma mais faseada, enquanto a atual crise afetou de imediato todo comércio a nível internacional, através da queda dos preços dos ativos e da desaceleração da economia real.

Quando analisamos os impactos que estas duas crises tiveram, verifica-se que as economias afetadas não foram as mesmas. A Grande Depressão afetou principalmente a economia real dos EUA e dos países à volta. A atual crise teve mais impacto nas economias emergentes, cujo crescimento é possível devido à entrada de investimento estrangeiro na economia real, o que é o caso de alguns países da Europa. A Grande Depressão afetou alguns mercados, cuja atual crise não teve tanto impacto, nomeadamente a Ásia, a União Soviética e a América do Sul.

Outra característica comum entre as duas crises é o aumento do desemprego. Nos anos 30, a grande depressão fez com que a taxa de desemprego nos EUA se aproximasse dos 38%, em alguns países da Europa chegou a ultrapassar os 30%, sendo que na Alemanha atingiu mesmo os 43%. Ao longo da atual crise a taxa de desemprego aumentou significativamente, no entanto não escalou aos picos registados durante a Grande Depressão. Atualmente, os países da Europa cuja taxa de desemprego se agravou mais desde o início da crise, foi a Grécia e a Espanha onde a taxa de desemprego, no início de 2008, não ultrapassava os 10% e que em 2013 já ultrapassou os 25%.

Embora a atual crise se tenha revelado mais profunda que a crise dos anos 30, em virtude da quebra no comércio internacional, esta não teve um decrescimento tão acentuado nos níveis de produtividade. Isto poderá fazer com que a recuperação da atual crise seja mais rápida que a da Grande Depressão.

Embora se perspetive uma rápida recuperação e estabilização das economias, face à Grande Depressão, existem fatores de risco que podem levar a que isso não aconteça. Esses fatores são os graus de alavancagem, que as economias possuem atualmente e os desequilíbrios globais existentes e que não se verificaram nos anos 30.

Os erros cometidos durante a Grande Depressão e as ilações que daí se puderam retirar levaram a que se possa agora perceber quais as medidas que se devem tomar, ao contrário de outras a evitar, uma vez conhecidas as suas consequências. Essas medidas são:

- (i.) Manter o sistema financeiro, ou seja, evitar o colapso financeiro. Ao contrário daquilo que aconteceu durante a Grande Depressão, o sistema financeiro deve ser apoiado a fim de se manter a confiança e credibilidade junto das instituições financeiras;
- (ii.) Manter a procura agregada, ou seja, evitar a deflação. É necessário durante este períodos fornecer liquidez ao mercado, para que as taxas de juro sejam baixas e estimulem a economia;
- (iii.) Manter o comércio internacional, ou seja, evitar medidas protecionistas. Durante a Grande Depressão, vários países optaram por tomar medidas protecionistas. Isto acabou por se refletir numa quebra no comércio internacional e consequentemente numa quebra da produção mundial;
- (iv.) Manter a atividade financeira, ou seja, evitar medidas que impeçam a livre transação de capitais. Com a aplicação de medidas protecionistas, os governos começaram a controlar as transações, nomeadamente as de capital, colocando assim barreiras para que o dinheiro não saísse do país. Isto fez com que o investimento internacional diminuísse. É necessário manter o livre fluxo de capitais durante os períodos de crise;
- (v.) Manter a internacionalização, ou seja, evitar a nacionalização. Sem a atividade internacional as economias tendem a estagnar pois não se conseguem expandir para outros mercados. É necessário manter a corporação internacional para que haja a livre circularização de bens, serviços, capitais e trabalhadores (mão-de-obra).

## **2.6. Perspetiva Histórica Sobre Outras Crises Monetárias**

Fazendo uma perspetiva histórica sobre outras crises monetárias, irei efetuar uma análise sobre três crises que levaram a uma forte desvalorização das moedas locais. Essas crises são: (i.) a crise asiática de Julho de 1997; (ii.) a crise russa de Agosto de 1998; (iii.) e a crise brasileira de Janeiro de 1999.

### **2.6.1. A crise asiática de 1997**

A crise asiática resulta de uma alteração na economia dos países asiáticos, com a passagem dos mesmos de países exportadores a países importadores. Esta crise teve origem no início do ano de 1990 com a Tailândia, país cuja economia se encontrava em rápido crescimento devido as suas importações que eram superiores às exportações, o que conduziu à entrada de capital externo para suporte da moeda local. A entrada de capital externo fazia com que a taxa de câmbio se mantivesse equilibrada. Entre o ano de 1996 e o início de 1997, existiu um aumento substancial de entradas de fluxos de capital na Tailândia, pois a economia encontrava-se em crescimento e os lucros das empresas estavam a aumentar, o que levou a que bancos, sociedades financeiras e empresas, procurassem dólares dos EUA fora do mercado. Isto fez com que os bancos fossem aumentando os seus níveis de capital internacional, deixando a economia do país numa situação débil, à medida que entrava capital externo com taxas de juro cada vez mais altas. Esta situação levou a uma “bolha” especulativa em torno da capacidade da economia em pagar a dívida do país, o que fez com que a moeda local, o bath (THB), ficasse sobre forte pressão dos mercados.

Para parar esta situação, o governo e o banco central, tiveram de intervir nos mercados do país utilizando as reservas de moeda e aumentando as taxas de juro, com o intuito de interromper os constantes fluxos de capital. Contudo, isto fez com que a atividade do mercado de investimento tailandês decrescesse, o que levou a uma forte desvalorização da moeda e consequentemente à falência de bancos no país. A 2 de Julho de 1997, o Banco Central da Tailândia permitiu a livre flutuação do bath, que em poucas horas caiu 17% face ao dólar dos EUA e mais de 12% face ao iene. Até Novembro, o bath tinha caído 37,5% face ao dólar dos EUA, tendo passado dos 25.00 THB/USD para os 40.00 THB/USD. George Soros, um conhecido especulador internacional, foi apontado como principal responsável pelo início da

crise por parte do primeiro ministro da Malásia, após ter feito ataques especulativos as moedas asiáticas.

**Tabela 6 - A Economia e as Taxas de Câmbio da Ásia (Julho e Novembro 1997)**

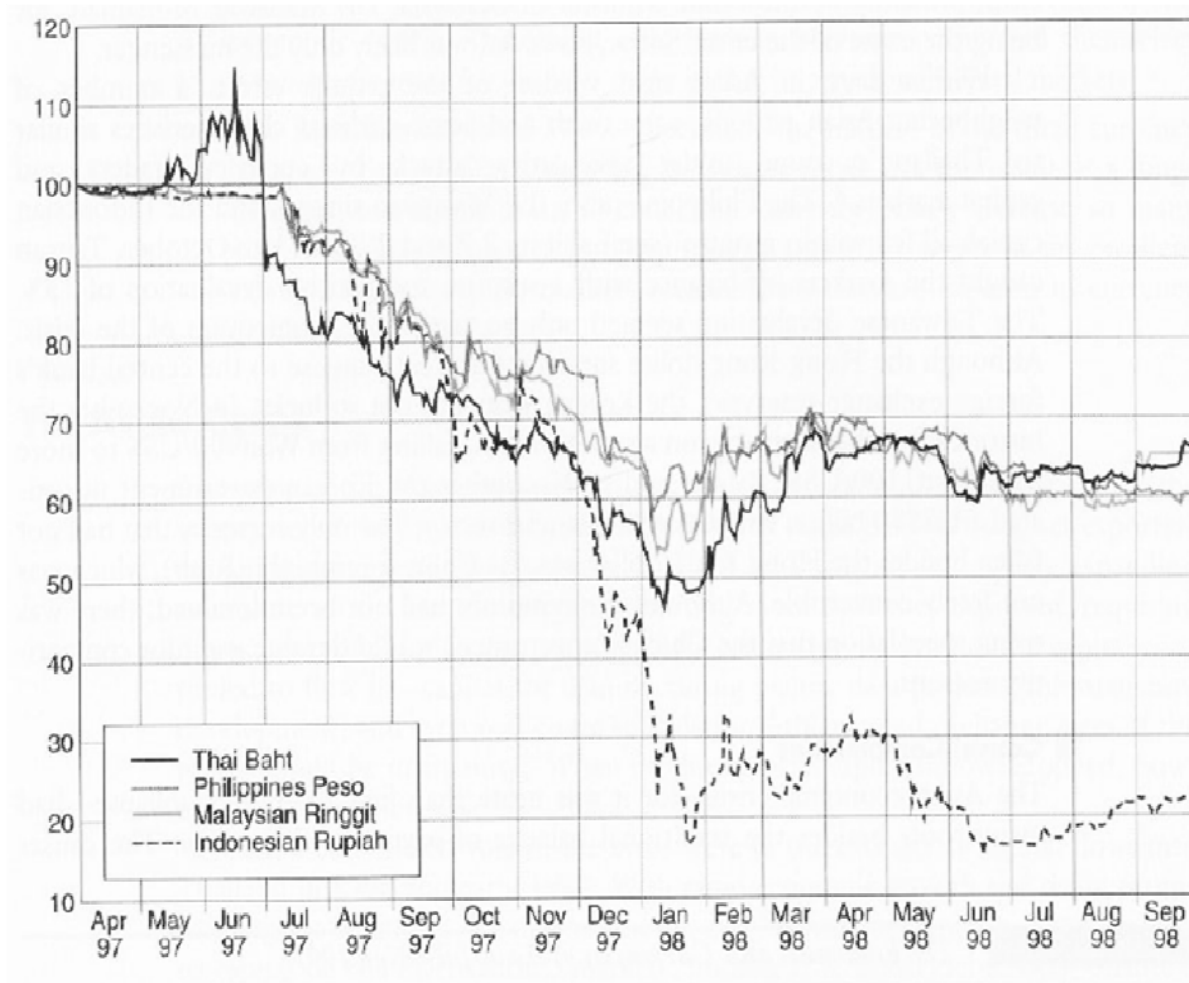
Weaker Economies	1996 Current Acct (billions US\$)	Liabilities to Foreign Banks (billions US\$)	Exchange Rate		
			July (per US\$)	November (per US\$)	% Change
Indonesia (rupiah)	-9.0	29.7	2400	3600	-33.3 %
Korea (won)	-23.1	36.5	900	1100	-18.2 %
Malaysia (ringgit)	-8.0	27.0	2.5	3.5	-28.6 %
Philippines (peso)	-3.0	2.8	27	34	-20.6 %
Thailand (baht)	-14.7	48.0	25	40	-37.5 %
<b>Stronger Economies</b>					
China (renminbi)	47.2	56.0	8.4	8.4	+0.0 %
Hong Kong (dollar)	0.0	28.8	7.75	7.73	+0.0 %
Singapore (dollar)	14.3	55.3	1.43	1.60	-10.6 %
Taiwan (dollar)	11.0	17.6	27.8	32.7	-15.0 %

Source: International Monetary Fund, *International Financial Statistics*, October–November, 1997.

Fonte: *Multinational Business Finance*, 9ª edição

Em poucos dias deu-se o contágio destes ataques especulativos, com a desvalorização das moedas dos países próximos da Tailândia, independentemente de estes terem ou não pontos em comum. Fazendo uma análise comparativa entre as taxas de câmbio de Julho e Novembro de 1997, é possível verificar a desvalorização de algumas moedas asiáticas. Em economias mais fracas, onde se enquadra a Tailândia, temos por exemplo a desvalorização da rúpia da Indonésia em 33,3% (passou dos 2400 USD/IDR para os 3600 USD/IDR) ou a desvalorização do ringgit da Malásia em 28,6% (passou de 2.50 USD/MYR para os 3.50 USD/MYR). Tendo como exemplo economias mais fortes, temos a desvalorização do dólar de Taiwan em 15,0% (passou dos 27.80 USD/TWD para os 32.70 USD/TWD) ou a desvalorização do dólar de Singapura em 10,6% (passou de 1.43 USD/SGD para os 1.60 USD/SGD). O dólar de Hong Kong não registou grandes variações na cotação da sua moeda, contudo estas são explicadas pela utilização de reservas cambiais por parte do banco central. O renmibini da China também não sofreu alterações, contudo especulou-se sobre uma possível desvalorização da moeda por parte do governo chinês, para que a divisa do país se mantivesse competitiva face a outras.

**Gráfico 4- Evolução Diária das Taxas de Câmbio face ao Dólar dos EUA**



Source: Pacific Exchange Rate Service, <http://pacific.commerce.ubc.ca/xr> ©1999 by Prof. Werner Antweiler, University of British Columbia, Vancouver, BC, Canada. Time period shown in diagram: Apr 1, 1997 to Sept 30, 1998.

Fonte: *Multinational Business Finance*, 9ª edição

A nível social, as empresas e os trabalhadores viviam tempos prósperos antes do colapso das suas moedas, pois a atividade económica estava em constante crescimento e os governos davam a entender que caso as empresas falhassem, o estado estaria pronto a socorrer as mesmas. Contudo as empresas cresceram muito, ficando com passivos demasiado grandes para que o estado as pudesse socorrer, o que levou ao fecho das mesmas e consequentemente ao desemprego da população.

A nível bancário, foi subestimado a importância da regulamentação da atividade bancária. Com o colapso das moedas, muitos governos tiveram que intervir usando todas as reservas que possuíam para assegurar a sobrevivência dos bancos. Com a atividade bancária a estancar, as empresas começaram a ter dificuldades em obter o financiamento necessário para as suas atividades.

Esta crise cambial afetou os vários países da Ásia devido à desaceleração da atividade económica na região, como consequência da quebra na procura, o que levou os países a entrarem em recessão. O preço dos produtos como o petróleo, o cobre e alguns produtos agrícolas baixaram, o que levou a uma queda dos lucros e a uma alteração das perspectivas de crescimento económico para as economias emergentes.

### ***2.6.2. A crise russa de 1998***

A crise russa resultou da deterioração das condições económicas do país. Durante 1995 e 1998, muitas instituições governamentais e não governamentais, foram ao mercado internacional buscar capital para o país. Para pagar a dívida externa em dólares dos EUA, o país contraiu serviço da dívida na mesma moeda. Apesar da conta corrente do país ter uma posição excedentária entre 15 a 20 biliões de dólares dos EUA por ano, o valor não era suficiente para assegurar o investimento interno e pagar o serviço da dívida, pois a fuga de capitais aumentou. A partir da Primavera de 1998 as exportações começaram a cair. Estas eram feitas à base das matérias-primas, cujos preços tinham vindo a decrescer desde o início da crise asiática, que tinha-se iniciado no verão de 1997.

A flutuação da moeda russa, o rublo (RUB), era controlada, com a sua cotação a variar dentro de uma banda, cujos limites, antes de 17 de Agosto de 1998 eram 5.75 USD/RUB e 6.35 USD/RUB. Quando a taxa de câmbio se aproximava dos limites das bandas o banco central intervinha no mercado, comprando ou vendendo rublos. Como a necessidade era essencialmente de comprar rublos, o banco central usou as divisas dos outros países e as suas reservas para efetuar estas operações. Durante muito tempo o rublo manteve-se estável, contudo, foi necessário em Julho de 1998, um empréstimo por parte do FMI, no valor de 4,3 biliões de dólares dos EUA, que deixou o rublo russo sobre forte pressão.

O mês de Agosto começou com o anúncio de que o banco central tinha descido as suas reservas em 800 milhões de dólares dos EUA. Para colmatar esta perda o governo anunciou a emissão adicional de 3 biliões de dólares dos EUA de dívida pública, 1 bilião acima do valor esperado. A 10 de Agosto os stocks russos decresceram mais de 5% com os investidores a temerem uma desvalorização da moeda chinesa. Esta desvalorização do renminbi da China,

levaria a uma melhoria das exportações chinesas e a uma redução das exportações russas, o que era prejudicial para a economia do país. Adicionalmente existia ainda a especulação existente à volta de um aumento da receita fiscal, conforme tinha sido acordado com o FMI.

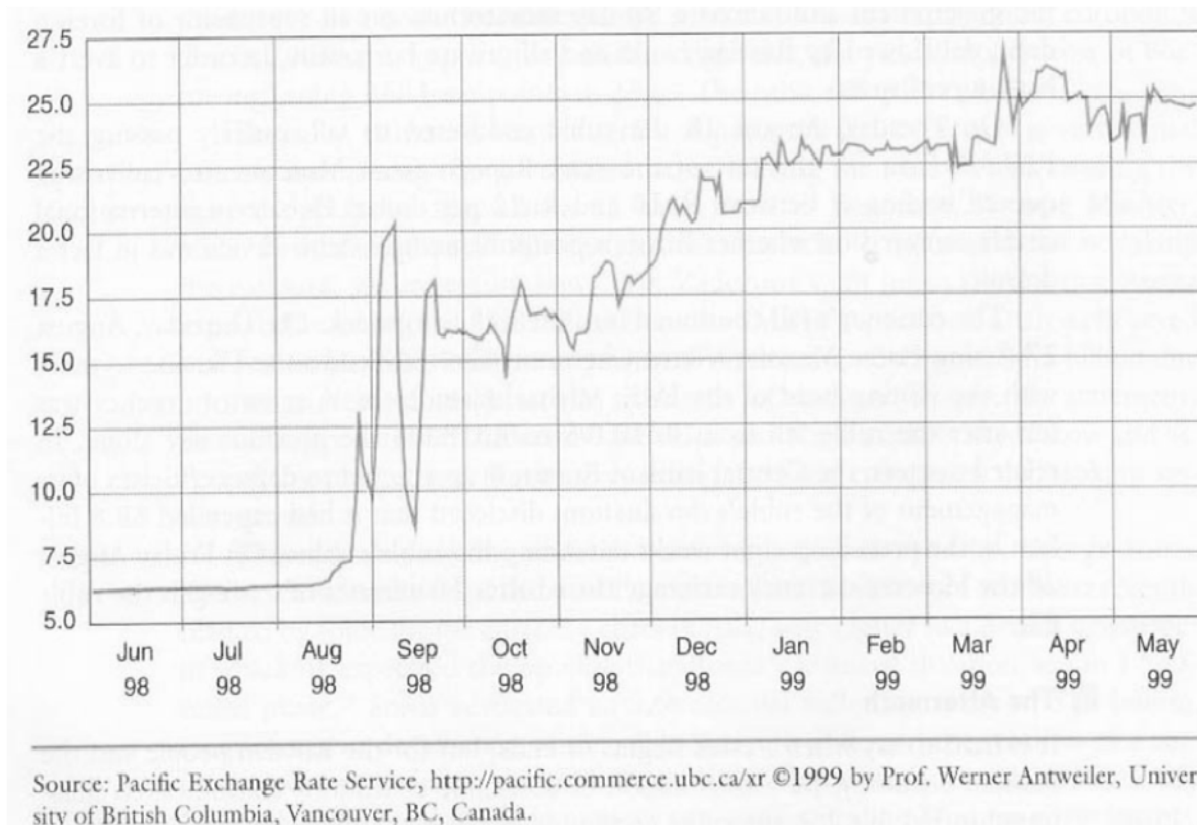
A 12 de Agosto o governo anunciou o cancelamento do leilão de dívida pública, pela terceira semana consecutiva. Nos dias que se seguiram vários ex-governantes vieram dizer que era necessário o governo estabilizar os mercados para assegurar à população que tinha tudo sobre controlo. O ministro das finanças veio a público dizer que os esforços que estavam a ser feitos era com o intuito de evitar a desvalorização da moeda, contudo os mercados de ações e de títulos do país desceram com os rumores de um possível colapso do sistema bancário.

Mais uma vez, George Soros, veio defender a ideia de que a Rússia necessitava de mais um pacote de ajuda internacional no valor de 15 biliões de dólares dos EUA para equilibrar a economia do país e que se devia desvalorização o rublo entre 15% a 25%.

No final dessa semana, a 14 de Agosto, o rublo estava a ser transacionado, segundo o Banco Central da Rússia, a 6.30 USD/RUB. Contudo, em algumas trocas não oficiais em Moscovo, o rublo estava a ser transacionado a 7.00 USD/RUB ou mais. O presidente Boris Yeltsin, veio afirmar que não iria haver desvalorização do rublo, que a moeda não se iria desmoronar e que tudo iria correr de acordo com o que estava definido.

Contudo o “definido”, acabou por ser a desvalorização da moeda russa, pois na segunda-feira seguinte, a 17 de Agosto, o Banco Central da Rússia veio permitir a queda do rublo até 34% nesse ano, o que levou a moeda a desvalorizar-se passando dos 6.30 USD/RUB para os 9.50 USD/RUB. O banco central anunciou o adiamento do pagamento de 43 biliões de dólares dos EUA em dívida interna de curto prazo, para superar os problemas de caixa do governo e ainda uma prorrogação de 90 dias para todos os pagamentos de dívida externa, dívida dos bancos russos e empréstimos privados, de modo a evitar o colapso do sistema bancário do país. A 18 de Agosto, a desvalorização do rublo passou a margem dos 9.50 USD/RUB, valor definido como limite para a desvalorização da moeda. Durante a semana que se seguiu o rublo foi-se desvalorizando.

**Gráfico 5 – Evolução Diária do Rublo Russo face ao Dólar dos EUA**



*Fonte: Multinational Business Finance, 9ª edição*

A 27 de Agosto, o primeiro ministro Viktor Chernomyrdin viaja para a Ucrânia para se encontrar com o chefe do FMI Michael Camdessus. Esta viagem, feita de urgência, deveu-se à forte desvalorização do rublo no dia anterior, quando a taxa de câmbio passou dos 10.00 USD/RUB para os 13.00 USD/RUB. O banco central russo anunciou ainda, numa tentativa de evitar ainda mais a desvalorização da moeda, que tinha gasto 8,8 biliões de dólares dos EUA nas últimas 8 semanas para manter o valor do rublo. No dia seguinte, o mercado de câmbios em Moscovo fechou ao fim de 10 minutos de negociação, devido a forte queda do rublo.

Embora não seja possível definir quando é que a crise monetária na Rússia começou, é possível perceber em que altura é que o rublo começou a perder valor para o mercado internacional. Durante os meses que se seguiram, a deterioração das condições económicas no país continuaram. No início de Dezembro surgiram uns rumores de que o estado russo tinha impresso dinheiro para pagar valores em atraso de trabalhadores do estado e pensionistas. Entre Janeiro e Fevereiro de 1999 o rublo estabilizou, tendo-se mantido próximo da taxa dos 22.50 USD/RUB.

O governo russo procurou durante o primeiro semestre de 1999, manter o serviço da dívida e as dívidas externas, sem empobrecer ainda mais o país. Os títulos da dívida pública russa estavam em queda, pelo que a manutenção do serviço da dívida pública em dólares dos EUA era essencial para a sobrevivência do país.

Outro dos problemas levantados por esta crise é o contágio da mesma à sociedade. O colapso do rublo e o acesso da Rússia aos mercados internacionais de capitais, levou a sociedade a questionar quais os benefícios do país em ter uma economia de acesso livre aos mercados. A Rússia era na altura o sexto país mais populoso do mundo, uma das principais potências nucleares e detentor de um lugar assegurado no Conselho de Segurança da ONU, contudo o estado de saúde da sua economia e os seus problemas de endividamento colocam o país ao nível de potência mundiais como o Sudão, o Iraque, o Congo ou o Afeganistão<sup>6</sup>.

Por parte do FMI, dos EUA e da UE, existia um consenso de que era necessário um novo líder para o país e alterar o modo como este era governado para que os empréstimos efetuados fossem bem aproveitados para se manter o equilíbrio das contas do país.

### ***2.6.3. A crise brasileira de 1999***

Desde a introdução do real brasileiro (BRL) em Julho de 1994, foi-se mantendo artificialmente o valor da moeda por parte do governo brasileiro para que a economia do país pudesse crescer de uma forma estável. Contudo, os continuados défices económicos a nível da conta corrente do país, juntamente com os níveis de inflação registados, fizeram com que o real brasileiro se viesse a desvalorizar. Como a taxa de câmbio não se ajustava às forças inflatórias dos outros países, a estagnação do crescimento económico levou os investidores a procurarem outros países que dessem maior retorno económico. Com o aumento da volatilidade dos mercados, no segundo semestre de 1998, com especial ênfase para o colapso da Rússia em Agosto desse ano, estavam reunidas todas as condições para a desvalorização do real brasileiro. O impacto da desvalorização da dívida brasileira no valor das ações das empresas do país, demonstravam a suscetibilidade que as empresas cotadas em bolsa têm ao risco de câmbio e ao risco do mercado acionista.

---

<sup>6</sup> Segundo, *Multinational Business Finance*, 9ª edição, pág 46 e 47

A desvalorização do real brasileiro teve início em Janeiro de 1999. Entre 11 e 12 de Janeiro (segunda-feira e terça-feira), a taxa de câmbio manteve-se inalterada nos 1.21 USD/BRL. Contudo nestes dois dias o mercado acionista decresceu por duas vezes, 5,8% no primeiro dia e 4,9% no segundo dia. Adicionalmente existiu ainda a fuga de capitais no valor total de 1,39 bilhões de dólar dos EUA. A 13 de Janeiro (quarta-feira), o governo desvaloriza oficialmente o real brasileiro, passando a sua cotação para os 1.32 USD/BRL (decresceu 8,3%). A somar, existiu ainda a fuga de capitais do país no valor de 1,05 bilhões de dólares dos EUA e uma queda do mercado acionista de 4,4%. Na quinta-feira, com a taxa de câmbio inalterada, o mercado acionista voltou a decrescer 7,2% e a fuga de capitais do país foi de 1,00 bilhões de dólares dos EUA. A 15 de Janeiro (sexta-feira), foi possível temporariamente ao real brasileiro flutuar livremente o que fez com que a moeda se desvaloriza-se em 7,7% face ao dólar dos EUA tendo terminado o dia nos 1.43 USD/BRL. Neste dia não se registou fuga de capitais do mercado brasileiro e o mercado acionista recuperou das perdas anteriormente registadas em 28,0%.

**Tabela 7 – Evolução dos Mercados Financeiros Brasileiros  
entre 11 e 15 de Janeiro de 1999**

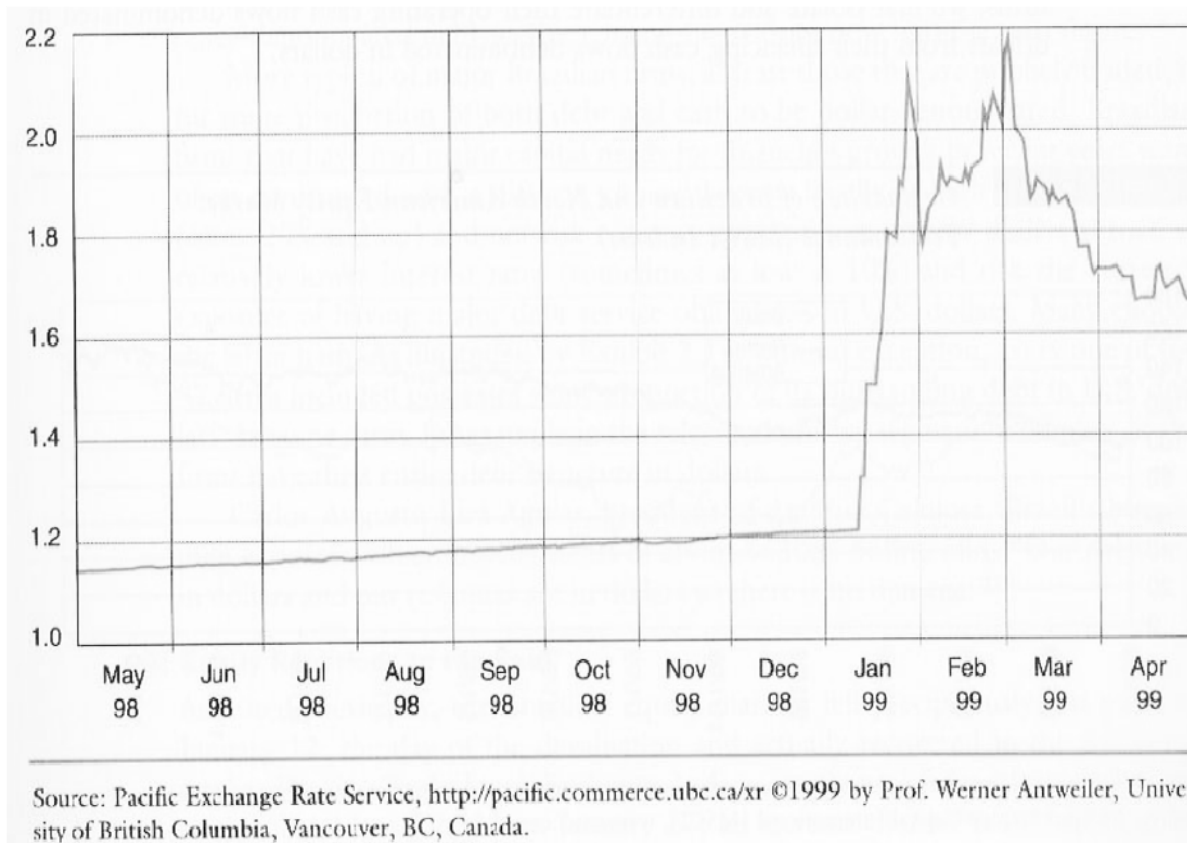
Day & Date		Spot Exchange Rate (Real/US\$)		Capital Flight (billion US\$)	Brazilian equities	Brazilian equities (US\$)
			% Change			
Mon	11	1.21	0.0%	0.19	-5.8%	-5.8%
Tue	12	1.21	0.0%	1.20	-4.9%	-4.9%
Wed	13	1.32	-8.3%	1.05	-4.4%	-12.2%
Thu	14	1.32	0.0%	1.00	-7.2%	-7.2%
Fri	15	1.43	-7.7%	0.00	+28.0%	+18.9%

Exchange rates are for close of business. Capital flight estimates as published by the Brazilian Central Bank. Brazilian equity market performance based upon local currency and U.S. dollar index values as calculated by Morgan Stanley Capital International.

*Fonte: Multinational Business Finance, 9ª edição*

Na semana seguinte a flutuação temporária passou a definitiva e o valor do real continuo a descer. O ministro das finanças brasileiro veio dizer a 18 de Janeiro, que as taxas de juro poderiam ter que subir no curto prazo para se limitar as pressões inflacionárias da desvalorização do real. Nesse mesmo dia, o banco central anúncio um aumento da principal taxa de juro de empréstimo de 36% para 41%. Apesar da cotação ter ultrapassado os 2.00 USD/BRL durante o primeiro trimestre do ano, a sua cotação andou próxima dos 1.70 USD/BRL durante o mês de Abril.

**Gráfico 6 – Evolução Diária do Real Brasileiro face ao Dólar dos EUA**



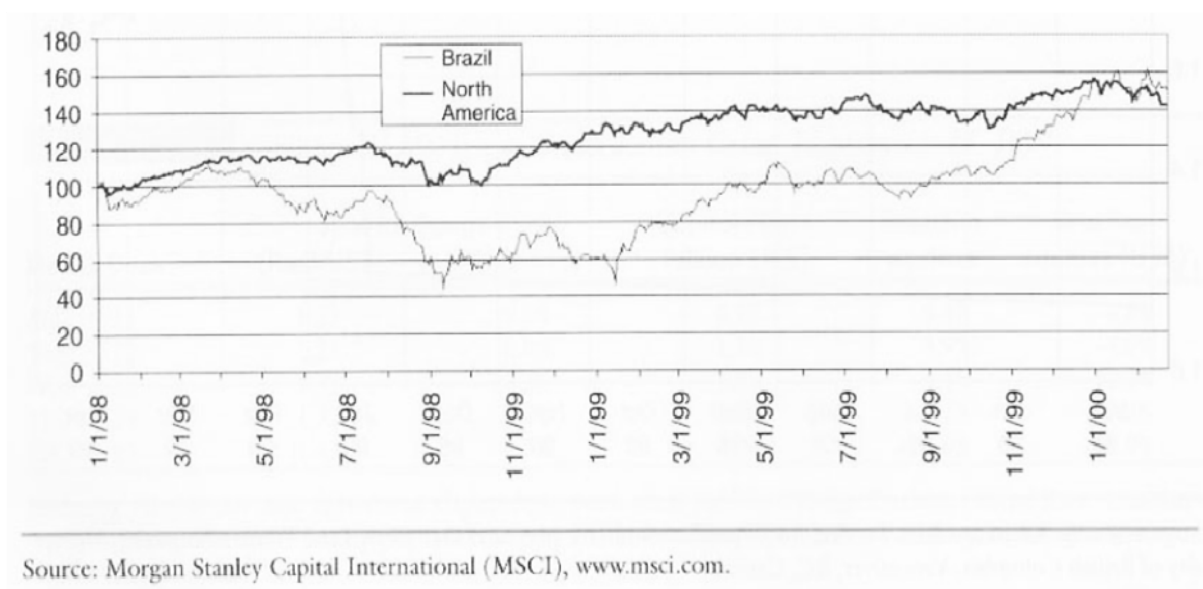
*Fonte: Multinational Business Finance, 9ª edição*

Tendo como base o principal índice da bolsa de São Paulo, o Bovespa, é possível verificar que o mercado acionista brasileiro começou a cair a partir de Agosto de 1998, momento em que se deu a crise russa. Após a forte desvalorização do mercado acionista brasileiro, este começou a recuperar até Janeiro de 1999, data em que se deu a desvalorização do real brasileiro. Após a correção do valor da moeda, o mercado acionista brasileiro começou a recuperar o seu valor. Essa recuperação teve como base três princípios:

- (i.) a crença de que o mercado tornou-se muito desvalorizado após ter passado pela crise cambial;
- (ii.) o aumento das expectativas quanto às futuras condições de mercado no país, como consequência da queda do real contra economias mundiais mais competitivas;
- (iii.) o retorno dos investidores estrangeiros ao mercado brasileiro após o fim da crise.

O mercado acionista brasileiro foi mais volátil que o mercado norte-americano, durante o período que vai da crise russa até ao final do primeiro trimestre de 1999, se tivermos como base o índice S&P 500 para os EUA.

**Gráfico 7 – Comparação entre o Mercado Acionista do Brasil e o Mercado Acionista dos EUA**



Fonte: *Multinational Business Finance*, 9ª edição - Nota: entre 9/1/98 e 1/1/99 deves ler-se 11/1/98 em vez de 11/1/99

Como é possível verificar, o mercado acionista caiu acentuadamente a 12 de Janeiro de 1999, tendo recuperado durante a semana seguinte. O nível do valor do mercado acionista aumentou de 23,223 a 11 de Janeiro para 29,013 a 27 de Janeiro de 1999.

Durante este período de desvalorização do real brasileiro, outros fatores económicos e financeiros modificaram-se, devido a alteração do valor da moeda brasileira, que fez com que direta ou indiretamente o valor patrimonial das empresas brasileiras se altera-se.

Em teoria, o valor de um ativo, que tem uma participação no mercado acionista, representa o valor do ativo juntamente com o valor dos futuros fluxos esperados. Se os fluxos futuros esperados alteram o seu valor, pois a desvalorização da sua moeda faz com que os resultados futuros diminuam, o valor de mercado do ativo também deve descer.

## **2.7. Consequências da Crise Dívida Soberana Europeia**

A crise da dívida soberana europeia afetou de um modo geral toda a economia por duas vias: (i.) através das novas avaliações efetuadas sobre o valor dos ativos, em geral mais baixas; (ii.) por outro lado através da diminuição do volume de crédito, resultante da escassez de liquidez. No entanto, alguns países da Europa foram mais afetados do que outros, nomeadamente os países que se encontravam mais expostos a atividade imobiliária e aos grandes centros financeiros.

“The extent to which the financial crisis has been affecting the individual Member States of the European Union strongly depends on their initial conditions and the associated vulnerabilities.”

*In Economic Crisis In Europe: Causes Consequences and Responses*

Os principais canais pelos quais a crise se propagou pela Europa foram:

- (i.) Sistema financeiro: Os bancos europeus encontravam-se fortemente alavancados e expostos ao mercado imobiliário americano, tanto que o impacto foi mais forte nos países emergentes do que propriamente nos EUA, onde este teve origem. Com isto foi necessário entrar num processo de desalavancagem, que levou os bancos a reduzirem as suas linhas de crédito e conseqüentemente a sua exposição aos mercados emergentes. Os países que utilizavam as linhas de crédito dos bancos para se financiarem, perderam deste modo a liquidez que possuíam;
- (ii.) Quebra na procura: Com a queda do preço das casas e a implementação de novas restrições nas linhas de crédito, as famílias começaram a perder poder de compra, levando o nível da procura a baixar. Os produtores começam a acumular mercadorias que não conseguiam escoar. Isto faz com que não fosse necessário produzir tanto, ou seja, começam a ser implementados cortes na produção;
- (iii.) Comércio global: O investimento internacional e a procura de bens duradouros está fortemente dependente do volume de crédito e do comércio internacional. Quando se começa a registar quebras na procura, o comércio e o crédito começam a estagnar e conseqüentemente o comércio a nível global começa a diminuir.

Durante os períodos de recessão, que se seguem às crises, é comum verificar-se uma quebra no consumo. Com as novas avaliações sobre os imóveis a fazerem baixar o valor das habitações, as famílias tendem a perder riqueza pois veem os seus ativos desvalorizados perdendo assim poder de compra.

É possível identificar três tipos de vulnerabilidade que indicam se uma economia se encontra sujeita a uma situação de crise:

- (i.) Países onde o mercado imobiliário está subavaliado e onde estão implementadas empresas de construção de grandes dimensões: Com os preços das casas a subir ao longo dos últimos anos, era rentável às empresas de construção criarem zonas de habitação. Como a procura era constante, a economia do país ia crescendo por via das mais-valias que se iam gerando no mercado imobiliário. Com a quebra na procura, o mercado imobiliário deixou de gerar mais-valias, o que fez com que os países gerassem menos riqueza, levando assim a quebras no consumo.
- (ii.) Países dependentes das exportações: Com a contração do comércio internacional, os países onde os níveis de exportação têm sido avultados nos últimos anos, tendem a registar perdas com a contração das economias gerando assim menos riqueza para o país. Se o país tiver um *superavit* em conta corrente, tende a estar mais exposto à contração, pois é sinal que o país está muito dependente das exportações. Se o país tiver uma posição *deficit* em conta corrente, tendem neste momento de contração das economias a ter problemas em pagar os fluxos que entram no país, pois já não entra financiamento externo dentro da economia. Alguns governos, para equilibrarem as contas do país, viram-se forçados a recorrer a instituições como a União Europeia, o FMI ou o Banco Mundial, para darem cumprimento às suas necessidades de tesouraria.
- (iii.) Países com grandes centros financeiros e expostos a ativos de risco: O setor financeiro foi um dos principais mercados afetados pela crise. Os grandes polos de atividade começaram a registar perdas, devido às debilidades do setor. Os bancos que se encontram expostos a ativos de risco, com as perdas dos mesmos, começaram eles próprios a registar perdas, também devido à sua exposição.

Através de uma pequena análise é possível verificar-se que estas condições estão interligadas entre si. Os países onde o preço das casas está subavaliado são onde se encontram as grandes empresas de construção. Estas tendem a ter uma situação deficitária a nível de tesouraria, pois o financiamento para as grandes obras provem do exterior. Estes países, devido ao financiamento externo, possuem grandes passivos face ao PIB, ou seja, têm a sua economia exposta ao exterior. Por outro lado, os países que possuem posições de conta corrente positivas, tendem a demonstrar que estão fortemente dependentes das exportações, pois para ter uma conta corrente positiva é necessário que as exportações sejam maiores que as importações. Um decréscimo nas exportações, faz com que o nível de exposição aumente. Os países que estão expostos a ativos financeiros tóxicos, devido a perda de credibilidade, tendem também eles a ficar expostos em tempos de crise.

## **2.8. As Principais Economias de Risco para a Área do Euro**

Com o início da crise do *subprime*, muitos governos europeus viram os seus *deficits* orçamentais crescerem devido ao apoio que tiveram que prestar ao sistema financeiro do seus países. À medida que a crise se alastrou e os governos europeus foram tendo dificuldades em emitir novos títulos de dívida pública, os níveis de endividamento foram aumentando. É muita das vezes apontado como causa para o excessivo endividamento destes países a falta de união orçamental na área do euro e a inexistência de um mecanismo que garantisse o cumprimento do Tratado de Maastricht, no qual foi estipulado um teto máximo para o endividamento dos países de 60% do seu PIB.

Os países mais endividados foram alvo de recessões mais graves, tendo sido necessário empréstimos internacionais ou pacotes de ajuda externa para resgatar e recuperar as economias desses países. É possível identificar cinco países cujas economias foram mais afetadas pela crise e cuja queda dos mesmos pode conduzir ao tombo da economia europeia e consequentemente da moeda única. Esses países são Grécia, Espanha, Portugal, Itália e Irlanda, também designados a nível internacional por PIGS (Portugal, Italy, Ireland, Grece and Spain). A este conjunto de países existe várias variáveis associadas, sendo o aumento do desemprego, o aumento da dívida pública e as constantes descidas de *rating* os principais pontos em comum.

**Tabela 8 – Dívida Pública dos Países Periféricos da Zona Euro**

Valores em Biliões de Euros e em Percentagem do PIB

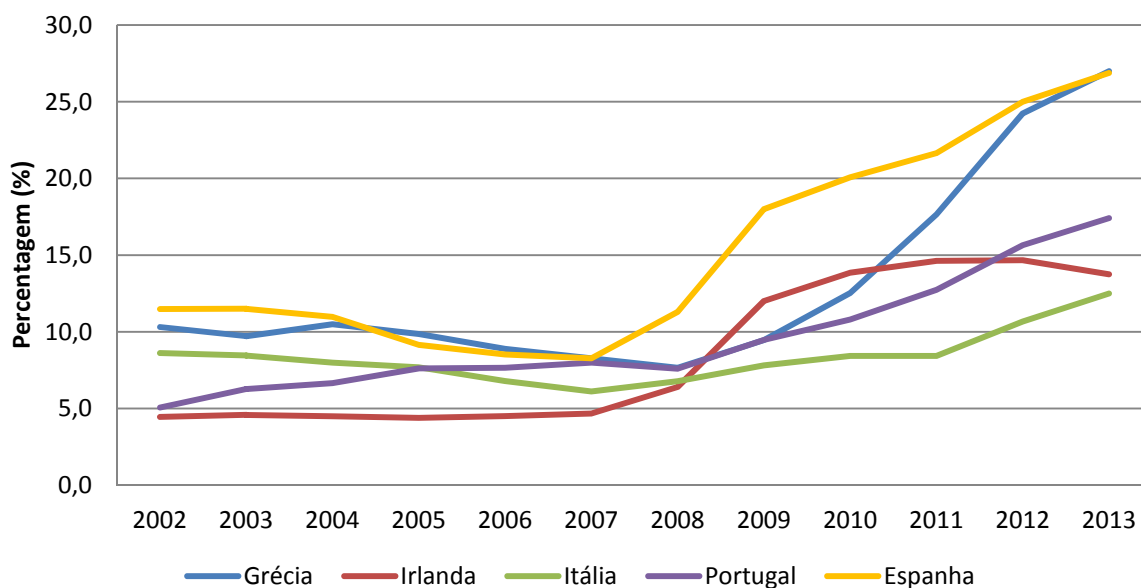
Ano	Grécia		Irlanda		Itália		Portugal		Espanha	
	Valor	(%)	Valor	(%)	Valor	(%)	Valor	(%)	Valor	(%)
2002	159,2	101,7	41,5	31,8	1.371,6	105,4	75,5	53,7	383,4	52,6
2003	168,0	97,4	43,6	31,0	1.397,4	104,1	79,9	55,7	382,0	48,8
2004	183,2	98,9	44,1	29,4	1.449,6	103,7	85,8	57,5	389,1	46,3
2005	195,4	101,2	44,3	27,2	1.518,6	105,7	96,5	62,5	392,5	43,2
2006	224,2	107,5	43,7	24,6	1.587,8	106,3	102,4	63,7	391,1	39,7
2007	239,3	107,2	47,2	24,9	1.605,1	103,3	115,8	68,4	382,3	36,3
2008	263,3	112,9	79,6	44,2	1.671,0	106,1	123,3	71,7	437,0	40,2
2009	299,7	129,7	104,5	64,4	1.769,2	116,4	141,1	83,7	565,1	54,0
2010	329,5	148,3	144,2	91,2	1.851,2	119,3	162,5	94,0	644,7	61,7
2011	355,2	170,3	169,2	104,1	1.906,8	120,8	185,2	108,4	736,5	70,4
2012	303,9	156,9	192,5	117,4	1.988,4	127,0	204,5	123,8	883,9	85,9
2013	322,5	175,7	205,5	123,3	2.063,2	132,3	204,3	123,6	958,0	93,7

Fonte: FMI, World Economic Outlook Database, Outubro 2013 - Nota: Valores estimados a partir de 2012

A Grécia é um dos países mais endividados da zona do euro, devido a forma rápida como o país cresceu. Desde a sua entrada na União Europeia, a Grécia é um dos países que mais tem crescido na zona do euro, mas ao mesmo tempo é um dos países que mais se tem endividado de forma a sustentar o desenvolvimento económico do país, tendo desta forma crescendo sem bases sustentáveis dentro da sua economia, tornando-se deste modo dependente do exterior. Em Fevereiro de 2010, o jornal New York Times revelou que a Golden Sanchs andava a ajudar a Grécia a esconder a sua dívida<sup>7</sup>. Com esta notícia veio a descobrir-se que o país andava a gastar mais do que aquilo que podia e a pedir emprestado mais do que aquilo que declarava publicamente. Com o intuito de recuperar a economia o governo grego definiu um conjunto de medidas de austeridade. Essas medidas contemplam cortes nos funcionários e nos salários do setor público, assim como medidas de combate a evasão fiscal. Contudo estas medidas, que resultam do programa de austeridade implementado, não definem como é que o país pode modernizar o sector público ou combater a corrupção. No final de 2012 a Grécia era na área do euro o país com maior dívida pública em percentagem do PIB e o segundo maior país com maior taxa de desemprego.

<sup>7</sup> Vídeo: Wall Street ajudou Grécia a esconder a crise financeira, em Jornal de Negócios (on-line), 15/02/2010

**Gráfico 8 – Evolução da Taxa de Desemprego em (%)**



Fonte: FMI, World Economic Outlook Database, Outubro 2013 - Nota: Valores estimados a partir de 2012

A economia espanhola tem vindo a crescer ao longo dos últimos anos, devido ao grande *boom* registado no setor imobiliário<sup>8</sup>, mais precisamente na zona costeira (80% da zona costeira espanhola está coberta por edifícios), onde foram feitos grandes urbanizações com dinheiro proveniente do exterior. Com o rebentar da bolha especulativa no setor imobiliário, toda a atividade que lhe está associada estagnou. Embora a dívida pública, em percentagem do PIB, não seja a mais grave da área do euro, em termos absolutos esta passou para o dobro entre 2008 e 2012. Há também que ter em consideração que a Espanha é um país com grandes dimensões e que a sua economia é por exemplo, quatro vezes superior à economia grega. A crise no setor imobiliário levou muitas pessoas para o desemprego, sendo a Espanha o segundo país com maior taxa de desemprego na área do euro em 2012.

À semelhança dos outros países em análise, a dívida pública portuguesa tem vindo a aumentar consecutivamente ao longo dos últimos anos. Embora esta estivesse próxima da média europeia, antes do início da crise, esta aumentou devido aos défices orçamentais do governo e da constante comparação efetuada com a Grécia, que não beneficiou a economia portuguesa. O estado português tem vindo a cortar na despesa pública através de empregos e salários,

<sup>8</sup> Das onze companhias de construção mais importantes do mundo, sete são espanholas

contudo, a receita tem vindo a decrescer por efeito do decréscimo da atividade económica e pela perda de poder de compra por parte das famílias, devido ao aumento do desemprego.

Ao contrário dos restantes países endividados da zona euro, a forte dívida externa da Itália já era de conhecimento público desde 2005. A bolha imobiliária não afetou a atividade do país, os défices orçamentais não sofreram correções e o setor financeiro não foi abalado, pois a atividade bancária estava bem regulamentada. Isto fez com que o desenrolar da crise não tivesse grande impacto na atividade económica do país, contudo, este continua a ser o país mais endividado da área do euro e o governo italiano não toma medidas que visem o corte na despesa.

A Irlanda, foi o país da área do euro cujo setor financeiro foi o mais afetado pela crise. O estado teve uma importante intervenção ao equilibrar a atividade bancária, absorvendo o crédito mal parado. O governo também procurou equilibrar as suas contas orçamentais, através da implementação de medidas de austeridade, que depois foram utilizadas por países como Portugal, Espanha e Grécia. Essas medidas visaram o corte na despesa pública.

# Metodologia

## ***1. Evolução das Taxas de Câmbio***

Para analisar a evolução da cotação da moeda única, tive com principal referência a taxa de câmbio do euro face ao dólar dos EUA. A taxa de câmbio EUR/USD encontra-se disponível no site de estatística do Banco de Portugal (BPstat).

Para esta análise tive como base alguns acontecimentos históricos que foram retirado do “Timeline of the financial crisis”, disponível no site do BCE e em pareceres dados por analistas do mercado de câmbio, segundo notícias on-line datadas da altura em que foram efetuadas as declarações. Toda esta pesquisa noticiosa poderá ser consultada em anexo, por ano.

Para fundamentar a minha análise, utilizei os relatórios anuais do Banco Central Europeu, para interpretar a evolução da taxa de câmbio, suportando a mesma com as variações ocorridas e com a análise efetuada aos acontecimentos históricos.

### ***1.1. O Euro e o Dólar dos EUA***

Como já referenciado anteriormente, a transação mais realizada no mercado de câmbios é entre o dólar dos EUA e o euro.

Com a economia dos Estados Unidos a ser afetada com a crise do *subprime* devido ao crédito hipotecário de alto risco, e com a área do euro a ser afetada pela crise das dívidas soberanas dos países periféricos (devido aos seus níveis de endividamento), é importante analisar e perceber como é que a cotação desta duas moedas variou e evolui ao longo destas duas crises.

**Gráfico 9 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD**



*Fonte: Banco de Portugal*

Desde o início da circulação do euro e até ao início de 2005 a taxa de câmbio tem vindo a subir, com o euro a apreciar-se face ao dólar dos EUA. Depois de uma descida da cotação durante o ano de 2005, o euro volta a assumir a tendência de subida até Julho de 2008. Após esta data o euro veio a depreciar-se face ao dólar dos EUA, tendo corrigido a forte depreciação no final de 2008. O ano de 2009 começa com uma correção a forte depreciação do final de 2008, seguindo-se depois uma apreciação do euro face ao dólar dos EUA, até próximo do final do ano, altura em que a taxa de câmbio inverte a sua tendência de subida. A tendência de descida manteve-se até ao final do primeiro semestre de 2010. No segundo semestre de 2010 e até ao final de Abril de 2011 o euro veio a apreciar-se face ao dólar dos EUA. Até ao final do primeiro semestre de 2012 o euro voltou a perder terreno face à divisa norte-americana tendo invertido essa tendência a partir dessa data e acabando o ano de 2012 a apreciar-se face ao dólar dos EUA.

É possível verificar que após os acontecimentos ocorridos em 2008 a taxa de câmbio alterou a sua forma de evolução. Antes do início da crise, a taxa de câmbio tinha períodos de evolução de descida ou subida da cotação longos e invertia a tendência de evolução poucas vezes. Após o início da crise, a taxa de câmbio tem períodos de descida ou subida da cotação curtos e a invertem a sua tendência de evolução mais vezes.

**Tabela 9 – Principais Dados da Taxa de Câmbio EUR/USD**

Ano	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Máximo Ano	1,0487	1,2630	1,3633	1,3507	1,3331	1,4874	1,5990	1,5120	1,4563	1,4882	1,3454
Mínimo Ano	0,8578	1,0377	1,1802	1,1667	1,1826	1,2893	1,2460	1,2555	1,1942	1,2889	1,2089
Var. entre Máx. e Mín. em p.p.	0,1909	0,2253	0,1831	0,1840	0,1505	0,1981	0,3530	0,2565	0,2621	0,1993	0,1365
Média Ano	0,9456	1,1312	1,2439	1,2441	1,2556	1,3705	1,4708	1,3948	1,3257	1,3920	1,2848
Início Ano	0,9038	1,0446	1,2592	1,3507	1,1826	1,3270	1,4688	1,3866	1,4389	1,3348	1,2935
Fim Ano	1,0487	1,2630	1,3621	1,1797	1,3170	1,4721	1,3917	1,4406	1,3362	1,2939	1,3194
Var. do Ano em p.p.	0,1449	0,2184	0,1029	-0,171	0,1344	0,1451	-0,077	0,054	-0,103	-0,041	0,0259
Var. do Ano em percentagem	16,0%	20,9%	8,2%	-12,7%	11,4%	10,9%	-5,2%	3,9%	-7,1%	-3,1%	2,0%

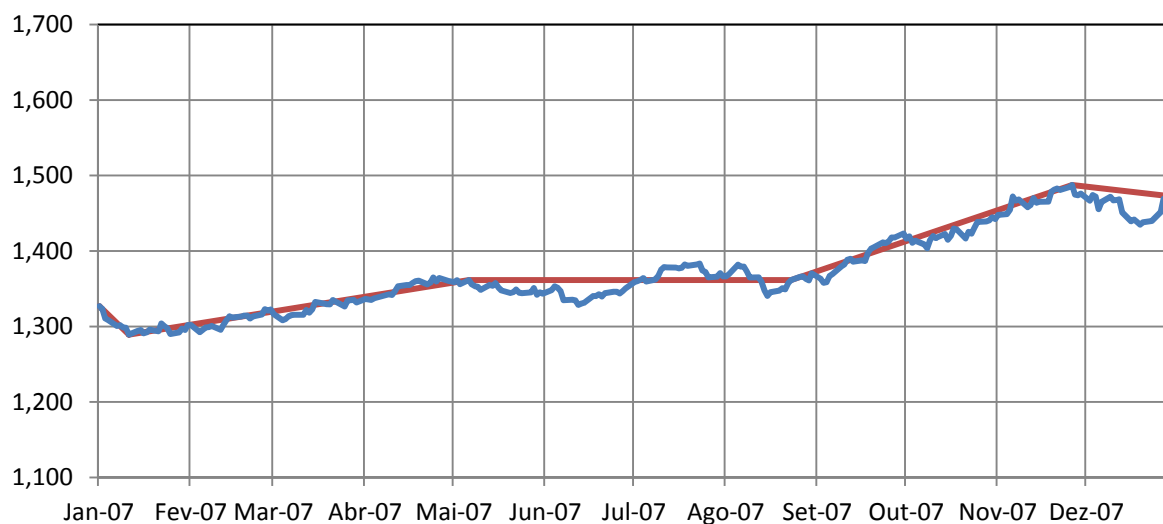
Fonte: Banco de Portugal

### ***1.1.1. 2007 – Os primeiros sinais da crise financeira do século XXI***

Segundo o relatório anual de 2007 do BCE, a taxa de câmbio assumiu durante o ano uma tendência de apreciação do euro face ao dólar dos EUA, tendo registado uma interrupção nessa apreciação entre Maio e Agosto desse ano, resultantes das perturbações registadas nos mercados financeiros a nível mundial. A apreciação inicial do euro face ao dólar dos EUA resulta da avaliação dos intervenientes do mercado em relação às perspetivas económicas futuras para as duas áreas. Segundo o mesmo relatório, foi divulgado ao longo dos primeiros meses do ano dados económicos mais favoráveis para a área do euro do que para a economia norte-americana, o que favoreceu a moeda única. Adicionalmente é ainda apontado como justificativo para a apreciação do euro face ao dólar dos EUA, o diferencial das taxas de juro transatlânticas e a posição deficitária da balança corrente dos EUA. A partir de Maio e até meados de Agosto desse ano, a taxa de câmbio interrompeu a sua tendência de apreciação do euro face ao dólar dos EUA, com a revisão em baixa por parte dos intervenientes no mercado quanto às suas perspetivas futuras para a economia da área do euro. Inicialmente o euro sofreu uma ligeira depreciação face ao dólar dos EUA, como consequência do aumento da turbulência nos mercados financeiros, provocada por uma preocupação a nível mundial do volume de crédito e liquidez dos mercados monetários. Após esta depreciação do euro face ao

dólar dos EUA, a moeda única seguiu a apreciar-se devido ao enfraquecimento da moeda norte-americana. Segundo o relatório, esta depreciação do dólar dos EUA deve-se à revisão em baixa dos intervenientes do mercado quanto às expectativas de crescimento da economia norte-americana, como consequência da divulgação de dados mais baixos do que o esperado para o mercado da habitação e do trabalho no país.

**Gráfico 10 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD em 2007**



Fonte: Banco de Portugal

De facto a taxa de câmbio, em geral, veio sempre a demonstrar uma tendência de apreciação da moeda única face à divisa norte-americana.

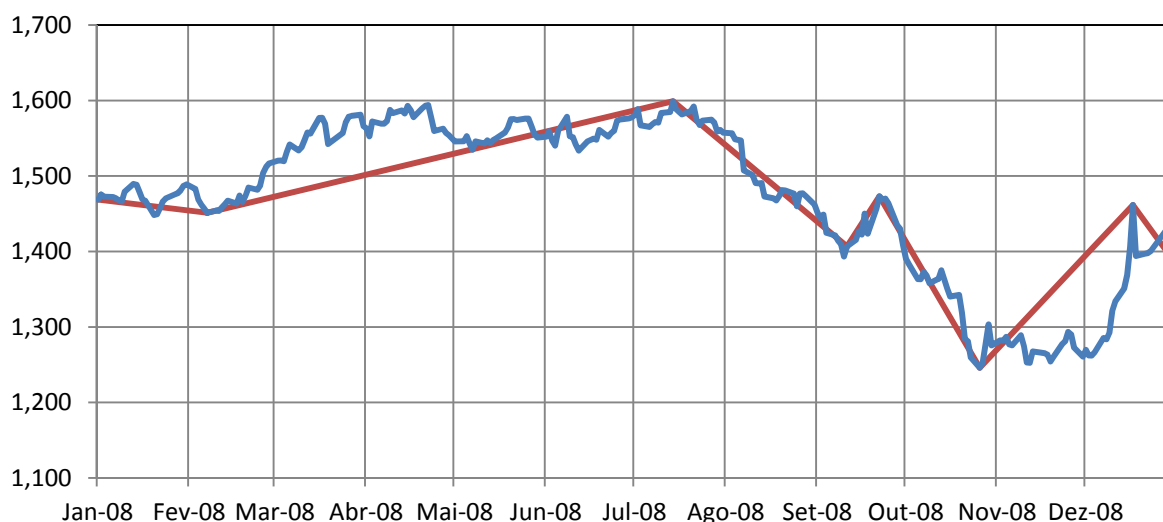
Desde o início do ano, a taxa de câmbio veio a crescer passando dos 1.2893 EUR/USD a 12 de Janeiro para os 1.3615 EUR/USD a 7 de Maio, ou seja, cresceu 5,6% (variou positivamente 0.0722 p.p.). Após esta apreciação do euro, a taxa de câmbio registou uma ligeira depreciação seguindo de uma nova apreciação, tendo atingido a 24 de Agosto, a mesma cotação que em Maio, os 1.3615 EUR/USD. Até 27 de Novembro o euro veio a apreciar-se face ao dólar dos EUA com a taxa de câmbio a chegar aos 1.4874 EUR/USD, crescendo 9,25% (variou positivamente 0.1259 p.p.). Até ao final do ano ainda se verificou uma depreciação do euro face ao dólar dos EUA durante o princípio de Dezembro, mas até ao final do ano a taxa de câmbio corrigiu esta depreciação tendo terminado o ano nos 1.4721 EUR/USD.

Durante o ano de 2007 a média da taxa de câmbio foi de 1.3705 EUR/USD, sendo o valor mais alto 1.4874 EUR/USD a 27 de Novembro e o valor mais baixo 1.2893 EUR/USD a 12 de Janeiro.

### **1.1.2. 2008 – A queda do Lehnam Brothers**

Segundo o relatório anual de 2008 do BCE, a taxa de câmbio EUR/USD teve três períodos distintos de evolução ao longo do ano. Durante os primeiros oito meses do ano, o euro veio à apreciar-se face ao dólar dos EUA, tendo com base a expectativa de um aumento do diferencial da taxa de juro de referência entre as duas economias, beneficiando a economia europeia devido às perturbações financeiras que se faziam sentir nos EUA. A partir de Setembro, a tendência inverte-se com a divulgação de dados económicos a nível mundial que indicam que a turbulência financeira provocada pela crise do *subprime* nos EUA estava a provocar um abrandamento económico a nível mundial. Em Outubro desse ano, a depreciação do euro tornou-se mais acentuada com o aumento da procura a nível mundial de dólares dos EUA e a escassez dos mesmos, o que levou os bancos centrais a intervirem. Este aumento da procura de dólares dos EUA é justificado pela aversão ao risco por parte dos investidores, que levou-os a procurarem moedas de estatuto internacional forte, como é o caso da divisa norte-americana. Em Dezembro o euro aprecia-se face ao dólar dos EUA, recuperando das perdas anteriormente registadas, como consequência do enfraquecimento dos fatores que anteriormente suportavam a apreciação da divisa norte-americana. Segundo o relatório, os mercados voltaram-se a guiar nesta altura pelas perspectivas de crescimento económico das duas zonas monetárias e pelo diferencial das taxas de juro de referência.

**Gráfico 11 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD em 2008**



Fonte: Banco de Portugal

Após analisar a evolução da taxa de câmbio durante o ano de 2008, fico com a percepção que os períodos anteriormente definidos pelo BCE estão ajustados à realidade da evolução da taxa de câmbio. Contudo, à que focar a existência de períodos de estabilização da evolução da taxa de câmbio, antes destes inverterem a sua tendência de subida ou descida da cotação.

O primeiro período de evolução da taxa de câmbio só começa a ocorrer a partir de 8 de Fevereiro. Antes a taxa de câmbio passa dos 1.4688 EUR/USD a 2 de Janeiro para os 1.4513 EUR/USD a 8 de Fevereiro, tendo decrescido 1,19% (variou negativamente 0.0175 p.p.). A partir desta data o euro começa a apreciar-se face ao dólar dos EUA, chegando aos 1.5990 EUR/USD a 15 de Julho, ou seja, cresceu 10,18% (variou positivamente 0.1477 p.p.). A evolução deste período é marcada pelo aumento do diferencial entre a taxa de juro de referência dos dois bancos centrais, com a descida por parte da FED e a manutenção por parte do BCE. Adicionalmente a prejudicar a divisa norte-americana registou-se o agravamento da crise do *subprime*, a aplicação de mais medidas de estímulo à economia do país por parte da FED e à deterioração das condições económicas na região.

O ponto de viragem para o segundo período de evolução da cotação é marcado pela aprovação de um plano de salvamento por parte do governo norte-americano para resgatar a Fannie Mae e a Freddie Mac. Durante este segundo período, que vai até 27 de Outubro, o euro depreciou-se face ao dólar dos EUA com a taxa de câmbio a chegar aos 1.2460 EUR/USD, ou seja, decresceu 22,08% (variou negativamente 0.3530 p.p.). A evolução deste período é marcada

pelo abrandamento da atividade económica na zona do euro e pelo aumento da procura de dólares dos EUA. De referir ainda que durante este período registou-se uma ligeira apreciação do euro face ao dólar dos EUA, após a falência da Lehnam Brothers, que levou a taxa de câmbio a subir 4,73 % ao passar dos 1.4066 EUR/USD a 12 de Setembro para os 1.4731 EUR/USD a 23 de Setembro (variou positivamente 0.0665 p.p.). Contudo este fator não foi suficientemente forte para inverter a tendência de evolução da taxa de câmbio, pois esta continuou a descer.

Segundo McGuire e Peter (Março de 2009), esta escassez de dólares dos EUA advém da necessidade dos bancos de investimento assegurarem as suas posições internacionais, ou seja, manter o equilíbrio dos investimentos efetuados em moeda estrangeira. Para atenuar os riscos de investimento em moedas estrangeiras, as instituições recorrem a moedas firmadas nos mercados financeiros, sendo o dólar dos EUA a principal moeda utilizada.

“Understanding the global financial crisis and the stresses on bank balance sheets requires a perspective on banks' international investment positions and how these positions were funded across currencies and counterparties.”

*Patrick McGuire and Goetz von Peter, 2009*

A viragem para o terceiro período pode ser considerada após o fim do segundo, a 27 de Outubro quando a taxa de câmbio era de 1.2460 EUR/USD ou a 4 de Dezembro quando a taxa de câmbio era de 1.2620 EUR/USD e o euro começou a apreciar-se face ao dólar dos EUA. Durante este intervalo a taxa de câmbio manteve-se constante, sem uma tendência de evolução definida. Para a minha análise vou considerar o dia 27 de Outubro como ponto de viragem para o terceiro período de evolução, por corresponder à data em que o euro deixou de se depreciar face ao dólar dos EUA. Durante este terceiro período a taxa de câmbio cresceu 17,30% (variou 0.2156 p.p.) com a cotação a chegar aos 1.4616 EUR/USD a 18 de Dezembro. A viragem para este terceiro período fica marcada pelo corte da taxa de juro de referência por parte da FED para 1%. Registo ainda para o agravamento das condições económicas nos EUA, que foram mais graves do que tivera sido inicialmente projetado e para a redução da taxa da FED para 0,25%, valor esse também mais baixo do que o inicialmente projetado.

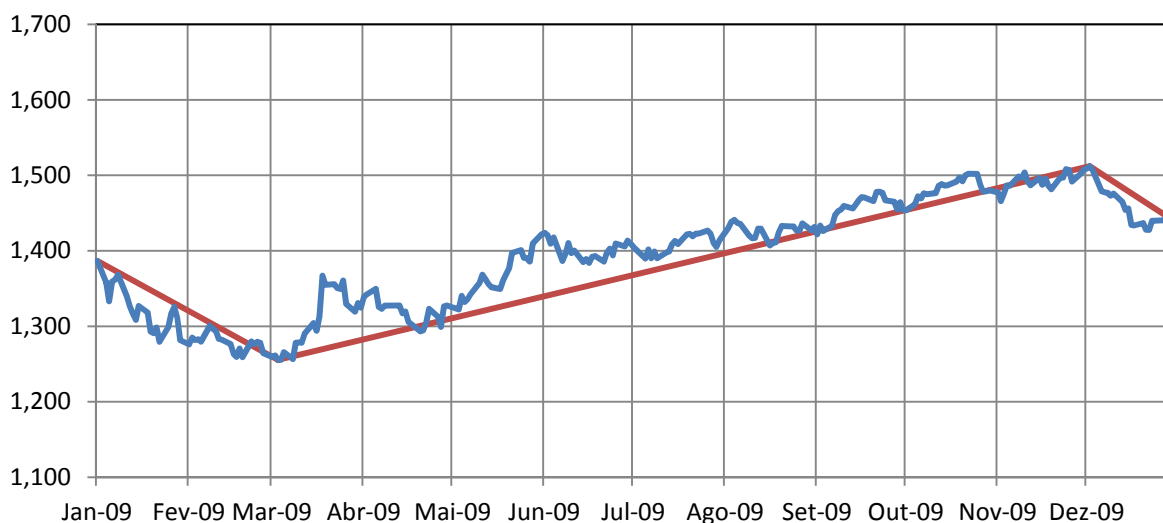
A partir de 18 de Dezembro o euro inverte a sua tendência de apreciação do euro face ao dólar dos EUA, ao descer para os 1.3917 EUR/USD, decrescendo 4,78% (variou negativamente 0.0699 p.p.).

Durante o ano de 2008 a média da taxa de câmbio foi de 1.4708 EUR/USD, sendo o valor mais alto 1.5990 EUR/USD a 15 de Julho e o valor mais baixo 1.2460 EUR/USD a 27 de Outubro.

### **1.1.3. 2009 – O aumento da confiança dos investidores na área do euro**

Segundo o relatório anual de 2009 do BCE, a taxa de câmbio EUR/USD teve três períodos de evolução ao longo do ano, tendo sido influenciada durante este ano pelas perspectivas de recuperação económica a nível mundial. Durante os dois primeiros meses do ano o euro veio a depreciar-se face ao dólar dos EUA, como consequência da diminuição do diferencial entre as taxas de juros transatlânticas, que fez com que alguns investidores transferissem as suas carteiras para o mercado norte-americano. A partir de Março desse ano, quando a turbulência nos mercados financeiros começou a diminuir, o euro começou a apreciar-se face ao dólar dos EUA. Existe ainda outro fator justificativo para a apreciação da moeda única. Segundo o mesmo relatório, a diminuição da volatilidade cambial fez com que os investidores voltassem a realizar operações *carry trade*, que levaram ao enfraquecimento da divisa norte-americana. Com o aumento da volatilidade cambial no final de 2008, muitos investidores deixaram de realizar operações *carry trade* devido ao aumento do risco das mesmas. Em Dezembro registou-se uma alteração na evolução da taxa de câmbio, com o euro a depreciar-se face ao dólar dos EUA.

**Gráfico 12 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD em 2009**



Fonte: Banco de Portugal

Após analisar a evolução da taxa de câmbio durante o ano de 2009, fico com a percepção que os períodos anteriormente definidos pelo BCE estão ajustados à evolução da taxa de câmbio durante o ano.

Durante o primeiro período a taxa de câmbio passou de 1.3866 EUR/USD a 2 de Janeiro para 1.2555 EUR/USD a 4 de Março, decrescendo 9,45% (vario negativamente 0.1311 p.p.). Este período foi influenciado pelas notícias negativas que davam conta de um agravar das condições económicas na área do euro.

A 4 de Março a taxa de câmbio inverte a sua tendência de descida, com o euro a apreciar-se face ao dólar dos EUA. Este segundo período que vai até 3 de Dezembro, levou a taxa de câmbio a crescer 20,43% até aos 1.5120 EUR/USD (variou positivamente 0.2565 p.p.). Durante este longo período a taxa de câmbio foi influenciada pelo agravamento das condições económicas nos EUA e pela divulgação de dados económicos positivos para a área do euro. Outro fator positivo para o euro foi o reaparecimento das operações *carry trade* que levaram a moeda única a apreciar-se. Com o aumento da volatilidade cambial, as operações *carry trade* diminuem, pois o risco cambial aumentou e as operações deixam de ser atrativas para os investidores (à medida que o risco aumenta a volatilidade cambial também aumenta). Após um período de muita volatilidade entre o final de 2008 e início de 2009, esta começou a diminuir e conseqüentemente as operações *carry trade* voltam a tornar-se atrativas para os investidores. De referir ainda uma forte apreciação da moeda única de 18 para 19 de Março, com a taxa de câmbio a crescer 4,12%, após o anúncio da FED de que iria comprar um bilião de dólares dos EUA em dívida pública e privada do país (passou de 1.3130 EUR/USD para 1.3671 EUR/USD, ou seja, variou positivamente 0.0541 p.p.).

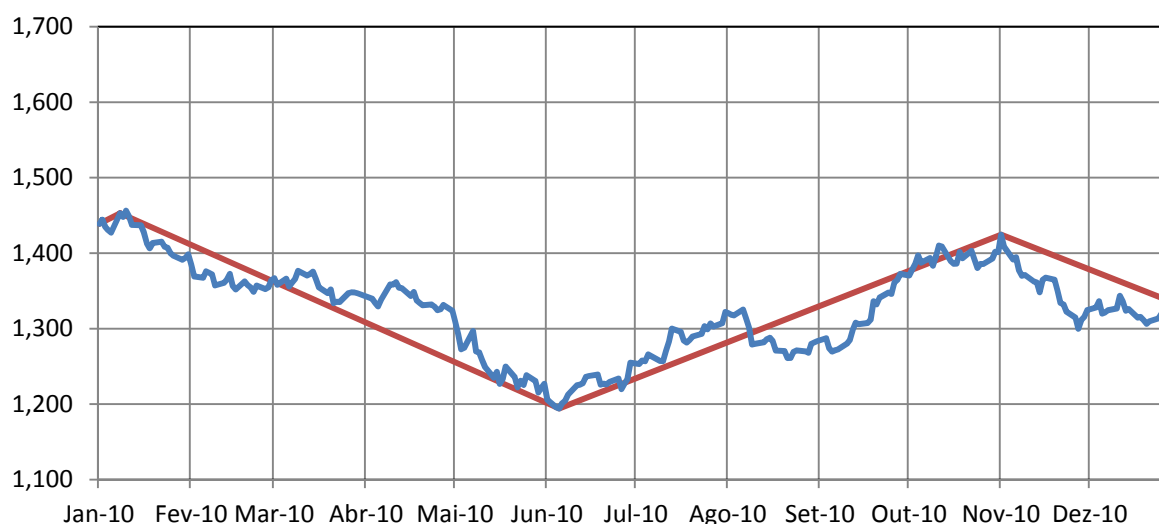
O terceiro período começa com a notícia de que o BCE iria continuar a realizar operações de refinanciamento através de leilões, o que levou a moeda única a depreciar-se. Até ao final do ano a taxa de câmbio decresceu 4,72% face ao dólar dos EUA, com a cotação a chegar aos 1.4406 EUR/USD (variou negativamente 0.0714 p.p.). Este período fica marcado por uma melhoria das condições económicas nos EUA e por um agravar das dívidas soberanas da área do euro.

Durante o ano de 2009, a média da taxa de câmbio foi de 1.3948 EUR/USD, sendo o valor mais alto 1.5120 EUR/USD a 3 de Dezembro e o valor mais baixo 1.2555 EUR/USD a 4 de Março.

#### **1.1.4. 2010 – O início da crise da dívida soberana europeia e os pedidos de assistência financeira de Grécia e Irlanda**

Segundo o relatório anual de 2010 do BCE, a taxa de câmbio EUR/USD teve dois períodos distintos de evolução ao longo do ano. No primeiro período, que corresponde ao primeiro semestre do ano, a taxa de câmbio foi diminuído, ou seja, o euro depreciou-se face ao dólar dos EUA. Segundo o mesmo relatório, este decréscimo da cotação deve-se à recuperação económica dos EUA que foi superior à da área do euro. Neste período existia alguma instabilidade económica pois as recuperações das economias estavam muito vulneráveis, pois eram influenciadas pelas políticas orçamentais e monetárias adotadas pelos governos. Adicionalmente existe ainda a crescente apreensão quanto à dívida soberana de alguns países da área do euro. Na segunda metade do ano o euro recuperou face ao dólar dos EUA. Segundo o relatório do BCE, a apreciação do euro deveu-se ao alívio das pressões sobre as dívidas soberanas dos países da área do euro, a divulgação de notícias macroeconómicas mais favoráveis do que o esperado para a economia do euro e a aprovação de estímulos económicos adicionais para a economia norte-americana.

**Gráfico 13 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD em 2010**



Fonte: Banco de Portugal

Após analisar a evolução da taxa de câmbio durante o ano de 2010, fico com a percepção mais correta de que a evolução da cotação teve três períodos diferentes.

Durante o primeiro período, a taxa de câmbio passou de 1.4528 EUR/USD a 11 de Janeiro para 1.1942 EUR/USD a 8 de Junho, decrescendo 17,80% (variou negativamente 0.2586 p.p.). No entanto existe um momento a partir do qual o decréscimo da taxa de câmbio é mais acentuada, momento esse que diz respeito ao pedido de assistência financeira por parte da Grécia. Entre 23 de Abril, data de pedido da assistência financeira por parte da Grécia e 8 de Junho, data em que a taxa de câmbio inverteu a sua tendência de descida, a taxa de câmbio decresceu 10,28%, ou seja, em cerca de um mês e meio variou negativamente 0.1360 p.p. (passou dos 1.3311 EUR/USD para os 1.1942 EUR/USD). A evolução deste primeiro período é influenciada pela ideia de que a FED está prestes a retirar os estímulos adicionais introduzidos na economia norte-americana e pelo aumento dos problemas relacionados com a crise da dívida soberana dos países da área do euro.

A viragem para o segundo período, que começa a 8 de Junho, deve-se à criação do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira que transmitiu para os mercados financeiros um sinal positivo da economia da área do euro. Este segundo período de evolução da taxa de câmbio termina a 4 de Novembro com cotação das duas divisas a chegar aos 1.4244 EUR/USD. Durante este período a taxa de câmbio cresceu 19,28% (variou positivamente 0.2302 p.p.). Nota ainda para o registo de um decréscimo da cotação do euro, entre 9 e 12 de Agosto, com a taxa de câmbio a passar dos 1.3253 EUR/USD para os 1.2790 EUR/USD (variou negativamente 0.0463 p.p.), após uma declaração por parte da FED de que a recuperação económica será mais lenta e modesta do que o esperado e o anúncio de que iriam ser aplicadas mais medidas de austeridade em Espanha, o que não foi suficiente para alterar a evolução da cotação, pois esta voltou a assumir uma tendência de subida. A evolução deste segundo período é marcada por três fatores: *(i.)* pela decisão da FED em implementar medidas adicionais de estímulo a economia do país; *(ii.)* pelos sinais de recuperação económica por parte da zona do euro com o BCE a garantir a liquidez necessária a região pelo aumento da tomada de risco por parte dos investidores, que conduziu a um aumento da procura de euros; *(iii.)* e a uma venda de dólares dos EUA.

A viragem para o terceiro período, que começa a 4 de Novembro, deve-se ao aumento da especulação à volta da crise da dívida soberana de alguns países da área do euro, que durou

até ao final do ano. Durante este período a taxa de câmbio decresceu 6,19% (variou negativamente 0.0882 p.p.). Nota ainda para o registo de um aumento da cotação entre 30 de Novembro e 14 de Dezembro, com a cotação a passar dos 1.2998 EUR/USD para os 1.3435 EUR/USD (variou positivamente 0.0271 p.p.) após as declarações do presidente do BCE que davam a entender a introdução de novas medidas para estancar a crise da dívida soberana, mas que não foi suficiente para alterar a evolução da taxa de câmbio pois esta voltou a assumir uma tendência de descida. A evolução deste período é marcada pelo pedido de assistência financeira por parte da Irlanda e pela especulação criada à volta de um possível contágio a outros países da área do euro.

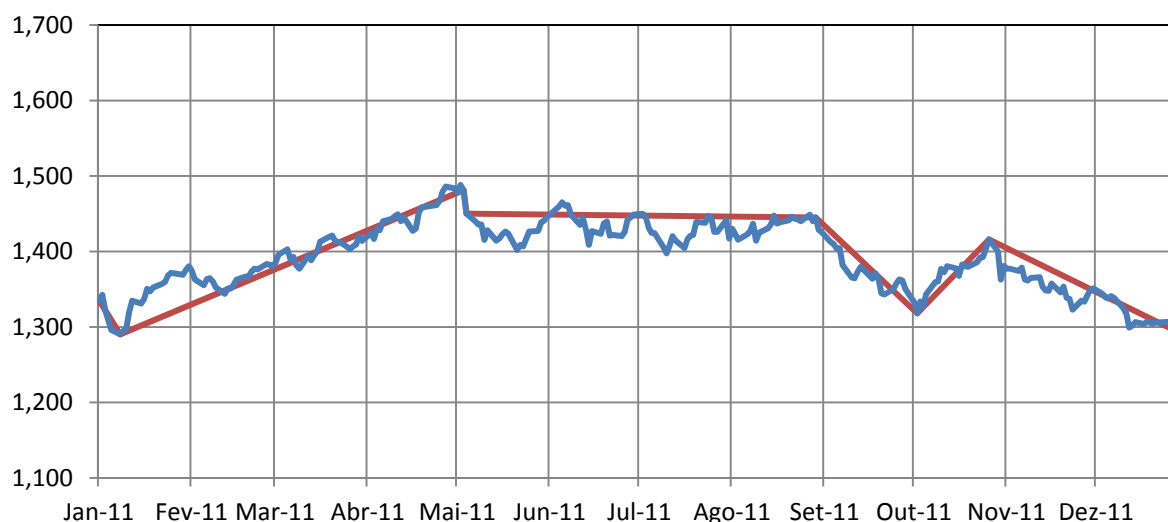
Durante o ano de 2010 a média da taxa de câmbio foi de 1.3257 EUR/USD, sendo o valor mais alto 1.4563 EUR/USD a 13 de Janeiro e o valor mais baixo 1.1942 EUR/USD a 8 de Junho.

#### ***1.1.5. 2011 – O contágio da crise da dívida soberana a Portugal***

Segundo o relatório anual de 2011 do BCE, a taxa de câmbio EUR/USD teve dois períodos distintos de evolução ao longo do ano. Durante o primeiro período que vai até Abril desse ano, o euro apreciou-se face ao dólar dos EUA, com as perspetivas económicas para a zona do euro a ser o principal impulsionador da moeda única. Contudo, uma alteração da perceção dos investidores quanto às perspetivas futuras para as finanças públicas de alguns países da área do euro e dos EUA, fez com que o euro se deprecia-se face à divisa norte-americana. Adicionalmente existem ainda a alteração da taxa de juro de referência das duas economias, que fez com que o diferencial entre ambas fosse mais reduzido.

Após analisar a evolução da taxa de câmbio durante o ano de 2011, fico com a perceção mais correta de que a evolução da taxa de câmbio teve três períodos diferentes de evolução. Contudo o último período teve três fases diferentes.

**Gráfico 14 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD em 2011**



*Fonte: Banco de Portugal*

Durante o primeiro período a taxa de câmbio passou dos 1.2903 EUR/USD a 10 de Janeiro para os 1.4814 EUR/USD a 5 de Maio, crescendo 14,81% (variou positivamente 0.1911 p.p.) O ponto de viragem para a evolução da cotação a 10 de Janeiro, é justificado pela reunião dos ministros das finanças europeus na qual foram tomadas medidas de apoio aos países atingidos pela crise da dívida soberana da área do euro. Este primeiro período de 2011 é influenciado pela melhoria das perspetivas económicas da área do euro, assim como a perspetiva de crescimento económico a nível mundial, que levava os investidores a tomarem mais risco. Adicionalmente a prejudicar a moeda norte-americana estava o diferencial das taxas de juro transatlânticas, pois a FED fazia questão de manter a taxa de juro muito baixa para estimular a economia do país, enquanto que na área do euro falava-se de uma possível retirada de estímulos à economia, e consequente aumento das taxas de juro de referência do BCE, o que beneficiava o euro e cobiçava os investidores que procuravam moedas mais rentáveis.

O ponto de viragem para o segundo período, que começa a 6 de Maio e leva a taxa de câmbio a descer para os 1.4501 EUR/USD (a 5 de Maio a taxa de câmbio era de dos 1.4814 EUR/USD, ou seja, num dia decresceu 2,11%, variou 0.0313 p.p. negativos), é marcado pela notícia de que os ministros das finanças da área do euro se vão reunir para discutirem a possibilidade da Grécia abandonar o euro. Durante este segundo período, que termina a 31 de Agosto com a cotação nos 1.4450 EUR/USD, a taxa de câmbio manteve-se estável com uma evolução constante, registando apenas ligeiras oscilações (decresceu 0.35%, ou seja, variou

0.0051 p.p. negativos). A evolução deste período é marcada pela implementação de medidas de austeridade por parte dos governos de alguns países da zona euro, pelo perigo de contágio da crise da dívida soberana a outros países e pelo agravar das condições económicas nos EUA. Se compararmos o primeiro período de evolução da taxa de câmbio com o segundo, é possível perceber que a situação económica dos EUA se manteve igual e que o agravar da crise da dívida soberana na área do euro é que fez alterar a evolução da cotação entre estas duas moedas.

O terceiro período é marcado pela melhoria das perspetivas económicas para os EUA e pela hipótese do BCE diminuir a taxa de juro de referência, devido à necessidade de se criar estímulos adicionais à economia da área do euro. Durante este período, no qual a moeda única se deprecia face ao dólar dos EUA, a taxa de câmbio teve dois períodos de descida da cotação e um de subida. De referir que neste momento era notório uma melhoria das perspetivas económicas a nível mundial, que levaria os investidores a tomarem mais risco, contudo o agravamento da crise das dívidas soberanas dos países da área do euro, fez com que os investidores acabassem por se afastar da moeda única.

Analisando individualmente as três fases que marcam este período temos inicialmente uma descida da taxa de câmbio em 8,78% (variou negativamente 0,1269 p.p.), com esta a passar dos 1.4450 EUR/USD a 31 de Agosto para os 1.3181 EUR/USD a 4 de Outubro com a taxa de câmbio. Este período foi marcado pela hipótese do BCE intervir na taxa de juro de referência, de modo a tornar o euro menos rentável, mas beneficiando a recuperação económica da região e pela hipótese da Grécia entrar em incumprimento e não pagar aos seus credores. Na segunda fase a taxa de câmbio passou dos 1.3181 EUR/USD a 4 de Outubro para os 1.4160 EUR/USD a 28 de Outubro com a taxa de câmbio a crescer 7,43% (variou positivamente 0,0979 p.p.). Este período refletiu a resposta do BCE aos problemas da crise, com o comunicação de um novo programa de compra de obrigações na área do euro, assim como o afastamento da hipótese da Grécia entrar em incumprimento. Na terceira fase a taxa de câmbio passou dos 1.4160 EUR/USD a 28 de Outubro para os 1.2939 EUR/USD a 30 de Dezembro com a taxa de câmbio a decrescer 8,62% (variou negativamente 0,1221p.p.). Este último período começa com os investidores a duvidarem da capacidade do BCE em conseguir implementar as medidas adotadas, nomeadamente, a obtenção de mais financiamento para os países afetados pela crise das dívidas soberanas. De referenciar ainda o agravamento das

dívidas soberanas da área do euro, que levaram a um aumento das “yields” nas emissões de dívida pública ou a colocações abaixo do esperado.

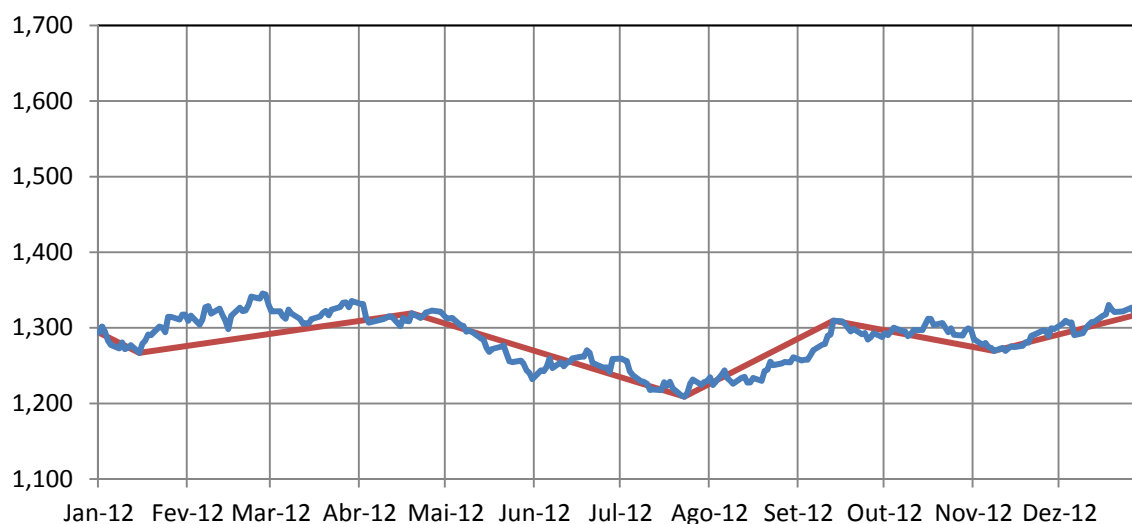
Durante o ano de 2011 a média da taxa de câmbio foi de 1.3920 EUR/USD, sendo o valor mais baixo 1.2889 EUR/USD a 29 de Dezembro e o valor mais alto 1.4882 EUR/USD a 4 de Maio. De referir ainda que a taxa de câmbio EUR/USD, nunca tinha decrescido durante 2 anos seguidos.

### ***1.1.6. 2012 – O contágio da crise da dívida soberana a Espanha e Chipre***

Segundo o relatório anual de 2012 do BCE, a taxa de câmbio EUR/USD teve quatro períodos distintos de evolução ao longo do ano. Durante o primeiro período que vai até Abril desse ano, o euro apreciou-se face ao dólar dos EUA. No segundo período, que vai até Julho desse ano, o euro seguiu uma tendência de depreciação face ao dólar dos EUA, como consequência das novas tensões registadas na procura de resolução para a crise da dívida soberana da área do euro. No terceiro período que vai até ao final de Setembro, o euro seguiu a apreciar-se face ao dólar dos EUA, após o BCE ter voltado a afirmar que o euro é irreversível e ter anunciado a possibilidade de se realizar operações TMD (transações monetárias definitivas) do Eurosistema. Por fim temos o último período, que diz respeito à parte final do ano, onde a taxa de câmbio estabilizou como consequência de uma descida dos indicadores de volatilidade no mercado de câmbios para níveis próximos dos registados antes da crise.

Após analisar a evolução da taxa de câmbio durante o ano de 2012, fico com a perceção que a repartição feita pelo BCE é ajustada à realidade dos acontecimentos. Contudo o último período tem duas fases distintas.

**Gráfico 15 – Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD em 2012**



*Fonte: Banco de Portugal*

Durante o primeiro período a taxa de câmbio passou dos 1.2669 EUR/USD a 16 de Janeiro até aos 1.3229 EUR/USD a 20 de Abril, crescendo 4,42% (variou positivamente 0.0560 p.p.) O ponto de viragem na evolução da cotação deve-se, à decisão do FMI em aumentar a sua capacidade de financiamento para empréstimos internacionais, o que fez com que os investidores sentissem mais confiança no curto prazo. Este primeiro período de 2012 é influenciado pelo segundo pacote de ajuda à Grécia, pelo aumento do fundo de resgate e pelo aumento do nível de confiança nos empresários alemães, que transmitiu ao mercado uma melhoria da atividade económica na área do euro. Por outro lado, a prejudicar a moeda norte-americana estava a constante expectativa de retirada de estímulos à economia que nunca se veio a verificar.

O ponto de viragem para o segundo período é marcado pela vitória de François Hollande sobre Nicolas Sarkozy para as presidências francesas, juntamente com a incerteza em torno da formação do novo governo grego. Durante este segundo período, que termina a 24 de Julho com a cotação nos 1.2089 EUR/USD, a taxa de câmbio decresceu 8,62% (variou negativamente 0.1140 p.p.), ou seja o euro depreciou-se face ao dólar dos EUA. A evolução deste período é marcada pela hipótese da Grécia entrar em incumprimento, contágio da crise da dívida soberana a Espanha, os pedidos de assistência financeira por parte de Espanha e Chipre e a descida da taxa de juro de referência do BCE. Se comparáramos o primeiro período de evolução da taxa de câmbio com o segundo, é possível perceber que a situação económica

dos EUA se manteve igual e que o agravar da crise da dívida soberana na área do euro é que fez alterar a evolução da cotação destas duas moedas.

O terceiro período começa com as declarações de Mario Draghi, presidente do BCE, onde afirma que o euro é irreversível e que a moeda única nunca irá acabar. Durante este período, que termina a 14 de Setembro com a cotação nos 1.3095 EUR/USD, a taxa de câmbio cresceu 8,32% (variou positivamente 0.1006 p.p.), ou seja o euro apreciou-se face ao dólar dos EUA. Este período é marcado pela diminuição do receio dos investidores em relação à dívida espanhola e pela integração das operações que iriam permitir a compra de dívida pública em mercados secundários. Em contraponto, a prejudicar a moeda norte-americana estava a hipótese de se criar novos estímulos à economia, o que prejudicou o dólar dos EUA.

O último período é marcado por um equilíbrio na evolução da taxa de câmbio. Durante este período temos duas fases diferentes. A primeira fase é marcada pela estabilidade da cotação, enquanto que a segunda fase é marcada por uma apreciação do euro face ao dólar dos EUA.

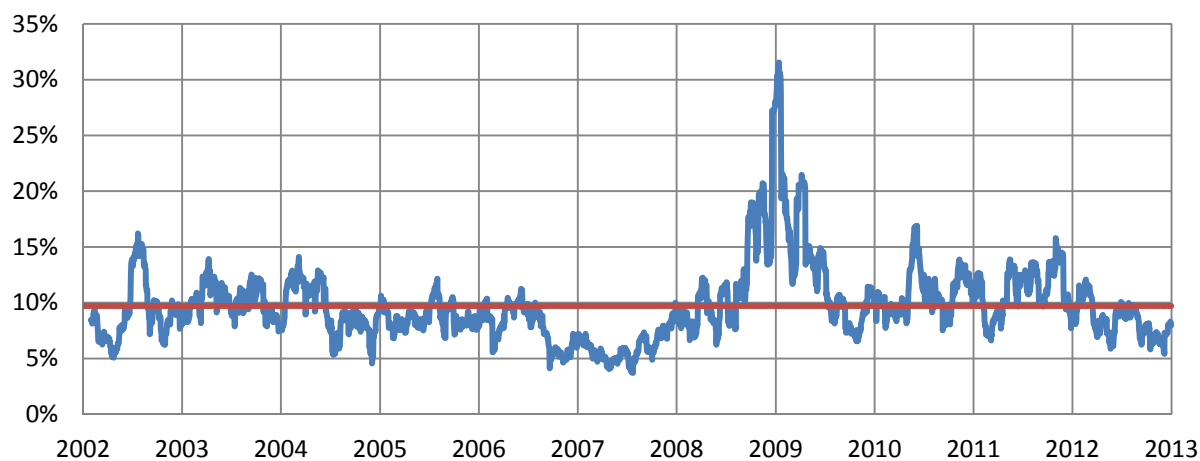
Analisando individualmente estas duas fases temos a primeira que vai até 9 de Novembro, em que a taxa de câmbio passa para os 1.2694 EUR/USD, decrescendo 3,06% (variou negativamente 0.0401 p.p.). Até 31 de Outubro a taxa de câmbio manteve-se praticamente inalterada devido à especulação criada à volta do possível resgate financeiro a Espanha, contudo esta deprecou-se no final do período com as declarações de Mario Draghi, presidente do BCE, que diz que a atual crise estava a afetar as principais economias da União Europeia, nomeadamente a Alemanha. Na segunda fase, o euro aprecia-se face ao dólar dos EUA em 3,94% (variou positivamente 0.0500 p.p.), terminando o ano nos 1.3194 EUR/USD. Este período é marcado pela nova tranche à Grécia, melhoria dos indicadores económicos na área do euro e pela falta de consenso nos EUA entre políticos quanto ao orçamento de estado do próximo ano.

Durante o ano de 2012 a média da taxa de câmbio foi de 1.2848 EUR/USD, sendo o valor mais baixo 1.2089 EUR/USD a 24 de Julho e o valor mais alto 1.3454 EUR/USD a 28 de Fevereiro. De referir ainda que a taxa de câmbio do euro face ao dólar dos EUA, registou um aumento em 2012 de 2%, situação que não se verificava desde 2009.

## 1.2. Volatilidade Cambial Histórica a 1 Mês

Para analisar a volatilidade cambial foi efetuado um cálculo com o histórico a um mês da volatilidade cambial, com base na taxa de câmbio de referência EUR/USD<sup>9</sup>.

**Gráfico 16 – Volatilidade Cambial Histórica a 1 Mês EUR/USD (em %)**



Fonte: Cálculos do autor, com base na taxa de câmbio EUR/USD do Banco de Portugal

Em termos históricos, a volatilidade cambial a 1 mês entre 2002 e 2012 foi de 9,71%. Até meados de 2006 a volatilidade histórica foi sofrendo várias oscilações, contudo a sua evolução andou sempre perto da média do período.

Desde o final de Julho de 2006 e até Setembro de 2007, um mês depois do anúncio do BNP Paribas em congelar o resgate de três fundos de investimento no mercado norte-americano, a volatilidade histórica desce para valores muito próximos dos 5%, com a cotação a torna-se menos volátil. Após essa data a volatilidade começa a aumentar, numa altura em que o euro se vinha a apreciar face ao dólar dos EUA.

Nota ainda para o relatório do BCE de 2007 no qual é efetuado uma referência ao facto de a volatilidade cambial estar historicamente baixa, como é possível de se verificar-se no gráfico acima, o que contribuiu para o aumento das operações *carry trade*.

<sup>9</sup> A comparação foi efetuada entre a cotação de um determinado dia e a cotação do 21 dia útil anterior. No período em análise o número de dias úteis por mês era em média 21,4 dias.

Em Setembro de 2008, quando se aproximava o anúncio da queda da Lehman Brothers, a volatilidade cambial começou a aumentar de forma significativa, tendo chegado aos 31,54% em Janeiro de 2009, após o pico registado na taxa de câmbio no final de 2008.

Se considerarmos o intervalo que vai do início de Setembro de 2008 ao fim de Junho de 2009, período mais volátil da taxa de câmbio, temos em média uma volatilidade de 17,28%, ou seja, após o início da crise financeira nos EUA, a volatilidade cambial passou para o dobro (a média de volatilidade do período que vai do início de 2002 ao fim de Agosto de 2008 é de 8,61%).

Após o último período em que existiu mais oscilações, a taxa de câmbio volta a diminuir de volatilidade mas passa para uma média superior à registada antes do desenrolar da crise (entre o início de Julho de 2009 e o fim de Dezembro de 2012 a média da volatilidade foi 10,01%).

Assim sendo é possível perceber que após o início da crise da dívida soberana europeia a volatilidade da taxa de câmbio subiu face aos valores anteriormente registados. Contudo o facto de a volatilidade ter disparado para o dobro com a crise financeira nos EUA leva-nos a questionar se o aumento da volatilidade cambial é só justificado pela crise da dívida soberana na área do euro.

Outro fator importante a ter em conta é os períodos de evolução da cotação. De 2002 a 2008 o período de evolução da taxa de câmbio foi quase sempre de apreciação do euro face ao dólar dos EUA, ou seja, a taxa de câmbio teve quase sempre só um sentido (com a exceção do ano de 2005). Após o início da crise da dívida soberana na área do euro a taxa de câmbio não teve um só sentido de evolução ao longo dos vários anos, tendo tido após o início de 2009 dois períodos de depreciação e de apreciação do euro face ao dólar dos EUA.

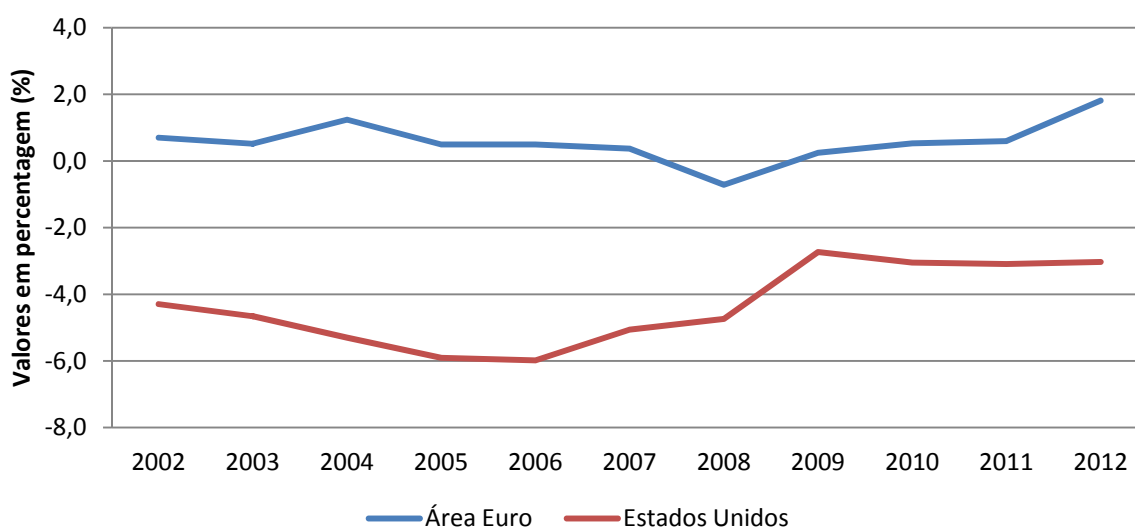
O facto da crise da dívida soberana europeia ter ocorrido logo após o início da crise financeira nos EUA poderá ter feito com que a volatilidade da taxa de câmbio não tivesse sido maior. Embora não exista dados que fundamentem esta hipótese constatei que em diversos períodos, segundo o parecer dos analistas, o euro não se tinha depreciado mais face ao dólar dos EUA pelo facto de a economia norte-americana não estar a dar sinais de retomar da economia. Caso a economia dos EUA estivesse “saudável” o euro poderia ter sido mais depreciado nesses períodos.

## 2. Análise à evolução da taxa de câmbio e aos indicadores económicos

### 2.1. Balança Corrente

Segundo alguns dos relatórios do BCE, a Balança Corrente era por vezes um dos fatores justificativos para a apreciação ou depreciação do euro face ao dólar dos EUA.

**Gráfico 17 – Balança Corrente (em % do PIB)**



Fonte: FMI, World Economic Outlook Database, Outubro 2013 - Nota: Valores estimados a partir de 2011

Ao analisarmos a balança corrente, em percentagem do PIB, é possível constatar que os EUA possuem uma balança corrente negativa desde o período anterior a crise. Com o início da crise do *subprime* no país, é possível verificar uma redução do défice da balança. Essa redução pode ser justificada pelo aumento da procura de dólares dos EUA em 2008 e pela saída de alguns investidores, nomeadamente os que investiam no mercado habitacional. Após 2009, a balança corrente manteve-se equilibrada.

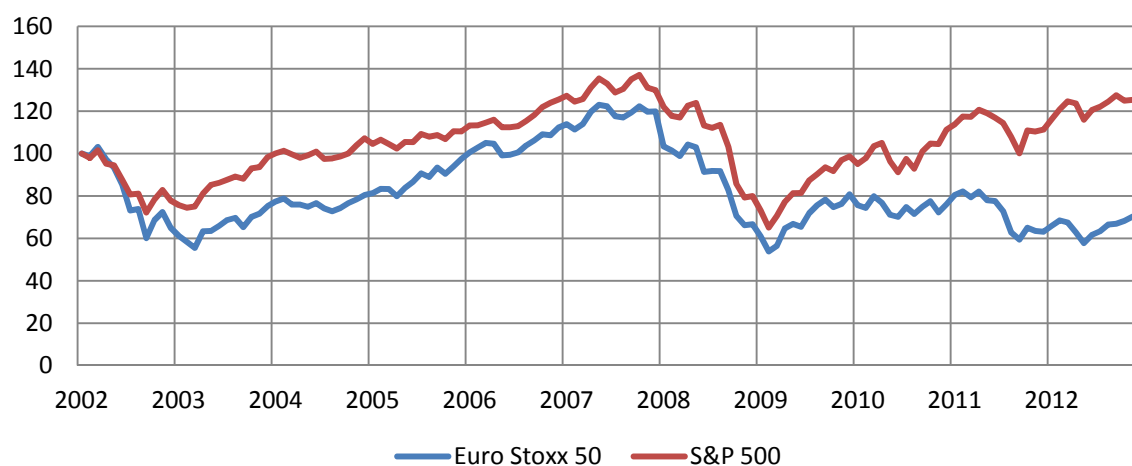
A área do euro tem uma balança corrente positiva, ao longo dos anos em análise, com a exceção do ano de 2008. Essa descida da balança corrente, pode ser justificado pelo aumento da procura de dólares dos EUA durante esse ano. De referir ainda que a balança corrente tende a ser equilibrada e que o seu saldo positivo se deve essencialmente à economia alemã, cujo saldo da balança corrente é fortemente positivo (desde 2005 que a balança corrente em percentagem do PIB se situa acima dos 5%).

Ao compararmos a balança corrente com a taxa de câmbio é possível perceber que em 2008, existe uma relação direta entre a cotação EUR/USD e os saldos das balanças correntes destes dois países. À medida que o euro se vinha a depreciar face ao dólar dos EUA, a balança corrente da área do euro vinha a reduzir, tendo inclusive passado para negativa, enquanto a balança corrente dos EUA vinha a reduzir a sua posição deficitária. Após 2008, as balanças correntes mantiveram-se pouco alteradas, ao contrário da evolução da taxa de câmbio, pelo que não é possível encontrar uma relação direta. Contudo seria de se esperar que nos anos em que o euro se apreciava face ao dólar dos EUA, a balança corrente aumentasse, pois era sinal que existiam mais investidores a entrar no mercado europeu, e que nos anos em que o euro se depreciava face ao dólar dos EUA, a balança corrente diminuísse.

## 2.2. Mercado Acionista

Após analisar a crise monetária brasileira, interessa perceber se o mercado acionista tem alguma correlação com o mercado de câmbio durante o período da crise. Para tal análise utilizou-se como base dois índices acionistas que representavam as duas principais moedas em estudo. Para analisar o mercado acionista dos EUA teve como base o índice S&P 500 e para estudar o mercado acionista da área do euro tive como base o Euro Stoxx 50.

**Gráfico 18 – Evolução dos Principais Índices Acionistas**  
(Re-baseado para 100 no momento base)

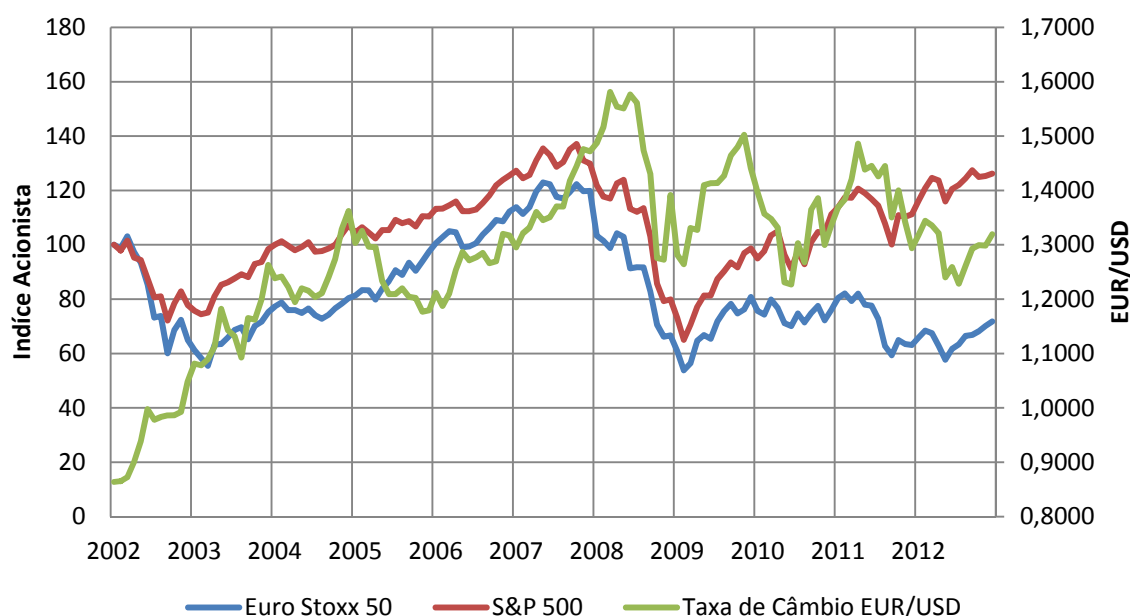


Fonte: Bloomberg- Nota: Índice acionista re-baseado para 100 no momento base

Como se pode verificar, ambos os mercados vinham em crescimento antes do início da crise do *subprime* nos EUA. Aliás, a partir de Outubro de 2007, período em que se começaram a registar os primeiros sinais de turbulência nos mercados financeiros, ambos os índices acionistas começaram a registar perdas. Até Fevereiro de 2009, ambos os índices acionistas tinham descido, com o S&P 500 a descer 52,56% e o Euro Stoxx 50 a descer 55,98 %.

A partir de Fevereiro de 2009 os dois mercados tiveram diferentes formas de evolução. O mercado acionista dos EUA foi crescendo substancialmente ao longo dos restantes anos em análise, tendo verificado um decréscimos em 2010 e 2011. O mercado acionista da área do euro, teve um grande crescimento durante o ano de 2009, mas após o primeiro decréscimo registado em 2010, não voltou a subir o seu índice, tendo registado em 2011 perdas mais avultadas que o mercado dos EUA. Em 2011, o decréscimo registado pelo Euro Stoxx 50 foi 27,61% e o decréscimo registado pelo S&P 500 foi 17,03%.

**Gráfico 19 – Evolução dos Principais Índices Acionistas Vs Taxa de Câmbio EUR/USD**



Fonte: Bloomberg – Nota: Índice acionista re-baseado para 100 no momento base

Desde o início de 2003 e até ao final de 2007, enquanto o euro se apreciava face ao dólar dos EUA, ambos os mercados acionistas vieram a crescer. Com o início da crise do *subprime*, ambos os índices acionistas começaram a cair, com o euro a depreciar-se face ao dólar dos EUA.

No início de 2009, quando a taxa de câmbio do euro inverte a sua tendência de descida face ao dólar dos EUA, estes índices acionistas voltaram a apreciar-se. Por outro lado, quando a cotação EUR/USD voltou a depreciar-se, ainda em 2009, os índices acionista só começaram a registar perdas em 2010 quando o decréscimo da taxa de câmbio foi mais acentuado. De referir ainda que, a cotação do euro face ao dólar dos EUA neste período, desceu para valores mais baixos do que os que haviam sido registados no final de 2008. Já os índices acionistas, embora tenham registados perdas, não chegaram aos valores de 2008.

Quando os índices acionistas voltaram aos ganhos já o euro se encontrava a apreciar face à divisa norte-americana. Em 2011, quando a taxa de câmbio inverte a sua tendência de subida, os mercados acionistas começaram a registar perdas. Enquanto a taxa de câmbio desce para valores próximos de 2010 e superiores aos de 2008, o mercado acionista europeu desce para valores próximos dos de 2008 e superiores aos de 2010. Já o mercado acionista norte-americano regista valores superiores aos de 2008 e 2010.

É possível verificar uma relação entre ambos os mercados. Durante os períodos em que o euro se encontra a apreciar face ao dólar dos EUA, verifica-se um aumento dos índices acionistas. Já quando o euro se está a depreciar face ao dólar dos EUA, verifica-se uma descida dos índices acionistas. Estas descidas dos índices acionistas, quando o euro se está a depreciar face ao dólar dos EUA, poderá significar uma fuga por parte dos investidores ao risco, através da compra de uma divisa forte, o que leva a moeda norte-americana a apreciar-se.

Existe ainda outro tipo de conclusão que se pode retirar da relação entre os mercados acionistas e a taxa de câmbio. Uma apreciação do euro face ao dólar dos EUA, indica-nos que estão a ser comprados euros em detrimento dos dólares dos EUA. Se os investidores estão a optar por comprar euros, significa que os mesmos estão a ser usados para investir no mercado europeu e conseqüentemente a sair do mercado norte-americano. A entrada dos investidores nos mercados pode ser efetuado através da compra de ações.

Entre Fevereiro e Setembro de 2009, quando o euro se vinha a apreciar face ao dólar dos EUA, a procura do mercado acionista europeu (45,36%) foi superior à procura do mercado acionista norte-americano (43,80%). Entre Junho de 2010 e Fevereiro de 2011, quando se voltou a registar uma apreciação do euro face ao dólar dos EUA, a procura pelo mercado

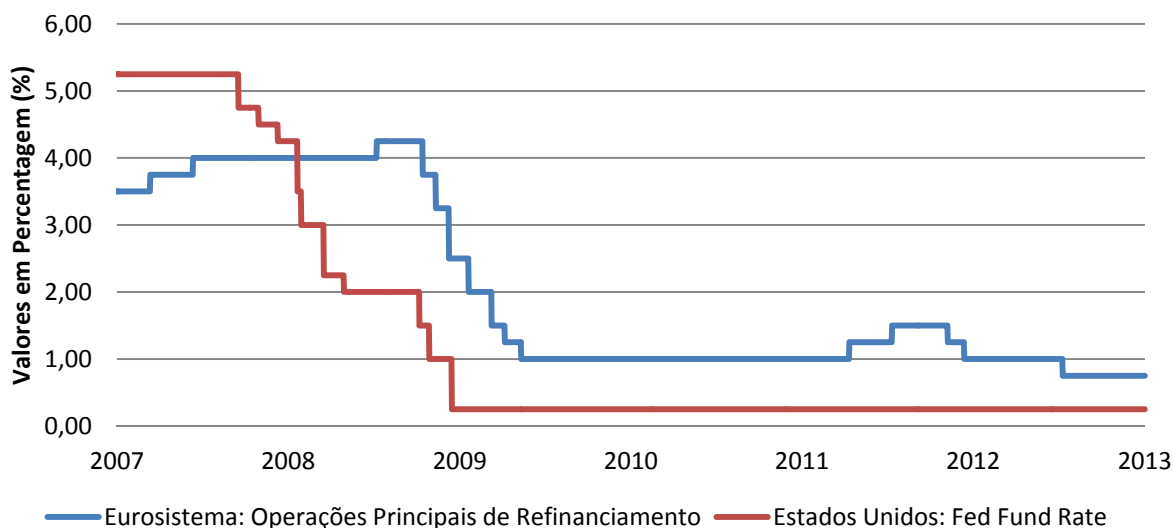
acionista europeu (17,09%), foi inferior à procura do mercado acionista norte-americano (28,77%).

Se os investidores estão a optar por adquirir a divisa europeia e o mercado acionista não esta a obter mais ganhos com isso, podemos estar perante uma fuga dos investidores ao mercado acionista. Essa fuga poderá ter ocorrido, por exemplo, para o mercado obrigacionista, onde as taxas de rendibilidade da dívida soberana da área do euro subiu com o início da crise<sup>10</sup>.

### 2.3. Taxas de Juro de Referência dos Bancos Centrais

Segundo os vários relatórios do BCE consultados, uma das variáveis segundo a qual a taxa de câmbio se movia era o diferencial entre as taxas de juro transatlânticas. Os relatórios não especificam quais as taxas de juro de referência a utilizar para apurar esta variável, contudo, durante a pesquisa noticiosa que efetuei, constatei que alguns analistas usavam a variação (ou possível variação), da taxa de juro de referência dos bancos centrais como principal fator justificativo para a variação da taxa de câmbio.

**Gráfico 20 – Evolução das Taxas de Juro de Referência dos Bancos Centrais**



Fonte: FED e BCE

<sup>10</sup> Para mais informação sobre a evolução dos diferenciais das taxas de rendibilidade da dívida soberana na área do euro no contexto da crise financeira, consultar [http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioAnual/RelAnuaisAnteriores/Documents/2008/caixa1108\\_p.pdf](http://www.bportugal.pt/pt-PT/EstudosEconomicos/Publicacoes/RelatorioAnual/RelAnuaisAnteriores/Documents/2008/caixa1108_p.pdf)

Uma subida da taxa de juro de referência por parte da FED, foi várias vezes especulada durante os anos que se seguiram ao rebentar da crise, mas desde Dezembro de 2008 que a taxa de juro não varia, tendo fixado nos 0,25% desde então. Esta decisão de manter a taxa de juro historicamente baixa prende-se com a necessidade de se criar estímulos a atividade económica do país para que este saia da recessão. Durante a pesquisa noticiosa, constatei que alguns analistas fundamentavam a depreciação do dólar dos EUA com a melhoria da atividade económica no país e a não subida da taxa de juro de referência por parte da FED, pois teoricamente se o país está a apresentar sinais de retoma não deveria ser necessário a manutenção de estímulos a economia. Contudo a Reserva Federal opta por não subir a taxa de juro de referência nestes períodos, apesar da melhoria na atividade económica, pelo facto de o país não ter ainda saído de recessão económica e por enfrentar elevados níveis de desemprego.

**Tabela 10 – Taxa de Juro de Referência do BCE (OPR)**

Valor da taxa OPR (operações principais de refinanciamento) e variação em p.p.

Data de alteração da Taxa de Referência do BCE	Taxa de Referência do BCE (Valor)	Variação p.p.
01-01-2007	3,50	SI
14-03-2007	3,75	0,25
13-06-2007	4,00	0,25
09-07-2008	4,25	0,25
15-10-2008	3,75	-0,50
12-11-2008	3,25	-0,50
10-12-2008	2,50	-0,75
21-01-2009	2,00	-0,50
11-03-2009	1,50	-0,50
08-04-2009	1,25	-0,25
13-05-2009	1,00	-0,25
13-04-2011	1,25	0,25
13-07-2011	1,50	0,25
09-11-2011	1,25	-0,25
14-12-2011	1,00	-0,25
<b>11-07-2012</b>	<b>0,75</b>	<b>-0,25</b>
08-05-2013	0,50	-0,25
13-11-2013	0,25	-0,25

Fonte: BCE

**Tabela 11 – Taxa de Juro de Referência da FED (FFR)**

Valor da taxa FFR (fed funds rate) e variação em p.p.

Data de alteração da Taxa de Referência do FED	Taxa de Referência do FED (Valor)	Variação p.p.
01-01-2007	5,25	SI
18-09-2007	4,75	-0,50
31-10-2007	4,50	-0,25
11-12-2007	4,25	-0,25
22-01-2008	3,50	-0,75
30-01-2008	3,00	-0,50
18-03-2008	2,25	-0,75
30-04-2008	2,00	-0,25
08-10-2008	1,50	-0,50
29-10-2008	1,00	-0,50
16-12-2008	0,25	-0,75

Fonte: FED

Como é possível verificar-se, durante o fim de 2007 e o início de 2008 a FED foi baixando assinalavelmente a taxa de juro de referência, enquanto o BCE manteve a sua taxa inalterada.

Em Outubro, após a queda da Lehman Brothers, ambos os bancos centrais optaram por fazer descer as suas taxas de juro de referência. Enquanto que a FED desceu rapidamente a sua taxa de referência, passando de 2,00% para 0,25% em cerca de dois meses, o BCE, que tinha subido 25 p.b. em Julho de 2008, foi descendo a sua taxa progressivamente, tendo passado 4,25% para 1,00% em cerca de sete meses. Contudo há que ter em conta que a descida da FED foi de 1,75 p.p., enquanto que a descida do BCE foi de 3,25 p.p..

Yu (2008), estratega cambial da UBS em Londres, que diz que enquanto os bancos centrais estão mais atentos à inflação, os investidores estão mais atentos à recessão dos EUA ou da zona do euro. Enquanto a política monetária inicial era de subir a taxa de juro de referência para controlar a inflação, após o agravamento das condições económicas em 2008 a política alterou-se para uma descida das taxas de juro como modo de travar a recessão, “O mercado há muito tempo que está atento à recessão nos Estados Unidos, mas na Zona Euro o fenómeno é recente”<sup>11</sup>. Segundo Yu, a área do euro teve como maior prioridade controlar a inflação, “Mesmo que houvesse 85% de probabilidades de uma recessão, o BCE não iria querer saber disso; eles querem conter a inflação”<sup>12</sup>. Estas declarações foram feitas no final de Julho de 2008, momentos após a taxa de câmbio começar a cair.

Durante os anos que se seguiram ambos os bancos foram mantendo a sua taxa de referência, sendo que em Abril de 2011 o BCE optou por subir a sua taxa para os 1,25% e em Julho desse mesmo ano para os 1,50%. Contudo, passados alguns meses o BCE viria a descer a taxa novamente para os 1,00%. Em Julho de 2012 a taxa de juro desceu 25 p.b. para os 0,75%. Em Maio e Novembro de 2013 a taxa de juro voltou a descer 25 p.b. em cada uma das vezes.

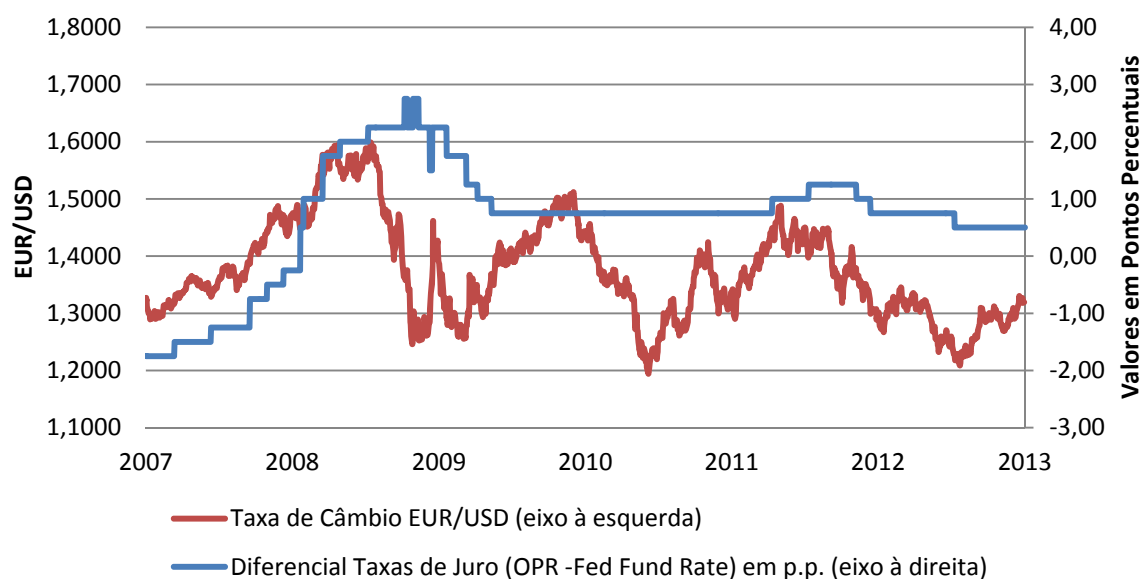
Para melhor entender a importância da evolução das taxas de juros dos bancos centrais com o comportamento da taxa de câmbio efetuei abaixo uma análise comparativa entre o diferencial da taxa de juro dos dois bancos centrais (Diferencial Taxas de Juro Transatlânticas = + OPR do BCE – FFR da FED) e a taxa de câmbio EUR/USD.

---

<sup>11</sup> Probabilidade da Europa entrar em recessão superior a um terço, em Jornal de Negócios (on-line), 25/07/08

<sup>12</sup> Probabilidade da Europa entrar em recessão superior a um terço, em Jornal de Negócios (on-line), 25/07/08

**Gráfico 21 – Diferencial das Taxas de Juro Transatlânticas Vs Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD**



Fonte: FED, BCE e Banco de Portugal

Como é possível verificar, antes da crise, enquanto a taxa de juro da FED era superior à do BCE, o euro vinha a apreciar-se face ao dólar dos EUA. Após a decisão da FED de baixar a taxa de juro de referência, a evolução da taxa de câmbio manteve-se com o euro a apreciar-se face ao dólar dos EUA.

Após a intensificação da crise financeira nos EUA em Setembro de 2008, ambas as taxas de juros desceram, contudo o diferencial passou a ser favorável ao euro, o que beneficiou a evolução cambial, com a exceção do período até ao início de 2009 em que o dólar dos EUA se aprecia. Este período foi caracterizado pelo aumento da procura de dólares dos EUA, que, como iremos verificar mais a frente, deveu-se também ao baixo custo de financiamento da moeda, assim como à procura de ativos de refúgio devido a aversão ao risco por parte dos investidores. Durante este período o euro veio a depreciar-se face à divisa norte-americana.

Durante os anos que se seguiram as taxas de juro, assim como o diferencial entre elas, manteve-se constante, sem registo de nenhuma alteração e sempre favorável ao euro. A taxa de câmbio por sua vez foi tendo vários períodos de evolução pelo que não se pode considerar que esta variável tenha afetado a evolução da taxa de câmbio uma vez que esta se manteve inalterada. Contudo, a tendência natural é para que o euro se aprecie face ao dólar dos EUA,

pois o diferencial da taxa de juro é favorável à economia do euro, o que se verificou nos períodos em que a taxa de câmbio não estava a ser afetada pela crise da dívida soberana.

Em Abril de 2011, num período no qual o euro vinha a apreciar-se face ao dólar dos EUA, o BCE decide aumentar a taxa de juro de referência o que fez aumentar o diferencial. Esta medida beneficiou a moeda única e foi uma resposta dos responsáveis europeus ao desempenho das principais economias do euro. Contudo, após alguns dias, a taxa de câmbio desce com a hipótese da Grécia abandonar a área do euro.

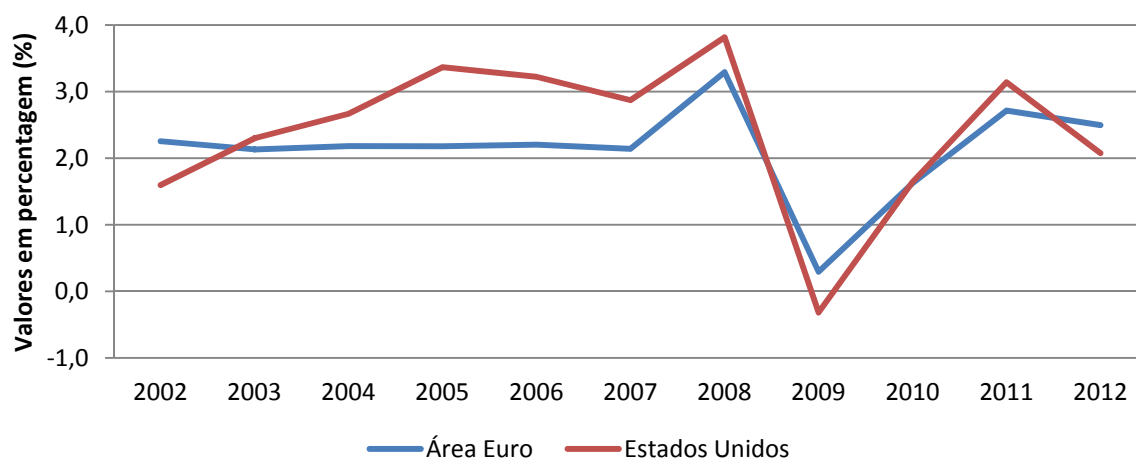
Segue-se um período no qual o euro poderia apreciar-se face ao dólar dos EUA, devido a melhoria da atividade económica dos principais países da área do euro, contudo, o agravar da crise da dívida soberana dos países periféricos da área do euro teve mais predominância, o que fez com que o euro não se apreciasse, o que levou posteriormente à descida da taxa de juro para 1%.

Durante o ano de 2012 o diferencial entre as taxas de juro diminui 0,25 p.p., em Julho. Antes da diminuição da taxa de juro, o euro vinha a depreciar-se face ao dólar dos EUA, muito pressionado pela crise da dívida soberana. Após a diminuição da taxa de juro, o euro voltou a apreciar-se face ao dólar dos EUA. Tendo em conta que o diferencial entre as taxas de juro transatlânticas diminui, esta alteração na taxa de juro deveria prejudicar a cotação do euro face ao dólar dos EUA, contudo o que se verificou foi o oposto.

## **2.4. Inflação**

A inflação é um dos principais fatores que influencia, e é afetado pela variação da taxa de câmbio, pelo que é de esperar a existência de uma relação entre estas duas variáveis.

**Gráfico 22 – Índice de Preços do Consumidor (Variação Média Anual)**

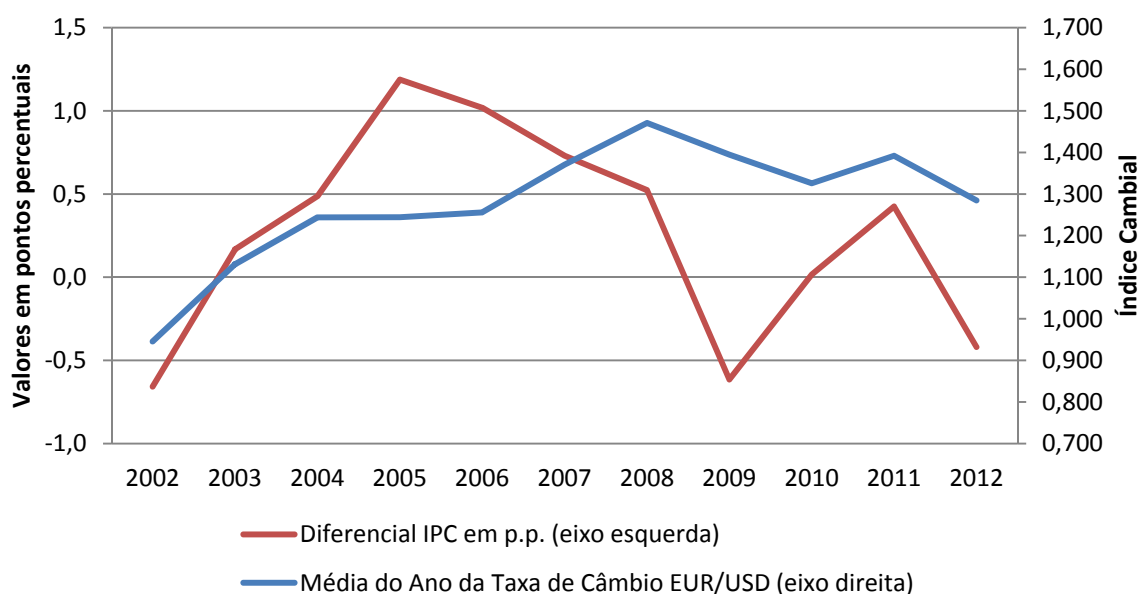


Fonte: FMI, World Economic Outlook Database, Outubro 2013

Antes do início da crise do *subprime*, a inflação mantinha-se em torno do objetivo do BCE de 2% em termos de média anual na área do euro. Já nos EUA, a inflação aumentava todos os anos até 2005, tendo-se depois verificado uma descida até 2007, mas mantendo-se superior a inflação da área do euro. Em 2008, regista-se um aumento da inflação nas duas economias seguindo-se uma redução acentuada em 2009, sendo que para os EUA chegou-se a ter deflação. Note-se que 2009 é um ano de recessão a nível mundial. Em 2010 a inflação voltou a subir para as duas economias e em 2011 a inflação já se situava próxima dos valores registados antes da crise do *subprime*.

Para melhor entender a importância da inflação na variação da taxa de câmbio, efetuei uma análise comparativa entre o diferencial do IPC ( $\text{Diferencial IPC} = + \text{IPC EUA} - \text{IPC área do euro}$ ) e a taxa de câmbio EUR/USD.

**Gráfico 23 – Diferencial Índice Preços Consumidor (Variação Média Anual) Vs Evolução da Taxa de Câmbio EUR/USD (Valor Médio Anual)**



Fonte: FMI, World Economic Outlook Database, Outubro 2013 e Banco de Portugal

Na teoria, seria de se esperar que a economia que tivesse maior inflação fosse a que prejudicasse mais a sua moeda, fazendo com que esta se depreciasse mais do que as outras. Ao analisarmos o diferencial do IPC ao longo dos anos com a taxa de câmbio, é possível verificar que até 2008, período em que o euro se veio a apreciar face ao dólar dos EUA, a inflação nos EUA foi superior à inflação da área do euro.

Em 2009 a inflação na área do euro foi superior à inflação dos EUA e verificou-se nesse mesmo ano uma alteração à evolução da taxa de câmbio EUR/USD, com a moeda única a depreciar-se. Em 2010, o diferencial entre a inflação destas duas economias foi próximo de 0%, pelo que se seria de esperar uma variação pouco significativa da taxa de câmbio, contudo o euro depreciou-se face ao dólar dos EUA. Em 2011, quando a inflação volta a ser superior nos EUA, o euro aprecia-se face a divisa norte-americana, sendo que em 2012 se volta a registar nova alteração na inflação e na taxa de câmbio.

É possível assim perceber que a inflação reflete-se na evolução da taxa de câmbio, pois a moeda que se deprecia é por norma a da economia onde a inflação é maior.

## Conclusão

Após analisar a evolução da taxa de câmbio do euro face ao dólar dos EUA, durante a crise da dívida soberana europeia, tornou-se claro uma alteração da percepção dos investidores quanto ao investimento em divisas.

Com o início da crise da dívida soberana na área do euro, existiu um aumento das trocas cambiais com outras divisas que não o euro, em especial o iene japonês. O aumento destas trocas indica-nos que existiu uma preferência por parte dos investidores por outras divisas. Essa procura pode ser explicada pelo interesse dos investidores em outros mercados que não o europeu. Como foi possível verificar o principal índice da área do euro registou uma quebra, o que significa que existe menos investidores interessados no mercado europeu, o que faz diminuir a procura pela divisa europeia.

Fazendo uma retrospectiva sobre a atual crise com as crises monetário em estudo é possível identificar cinco pontos em comum:

- (i.) Problema do endividamento: O crescimento de alguma economia da zona euro, só se deu devido à entrada de capital externo, o que fez com que alguns países crescessem sem bases próprias dentro da sua economia;
- (ii.) Subestimação à regulamentação da atividade bancária: Tal como aconteceu na crise russa, foi necessário uma intervenção por parte dos governos dos países para se assegurar a sobrevivência de alguns bancos e evitarem o colapso do sistema bancário;
- (iii.) Intervenções do banco central: Este ponto é discutível, pois nas crises cambiais, o banco central interveio com o intuito de evitar a desvalorização da moeda local, enquanto que na crise da dívida soberana europeia o banco central interveio com o intuito de evitar o colapso das economias;
- (iv.) Fuga de capitais: Durante os períodos de crise é notório uma aversão dos investidores ao risco, o que leva os mesmos a investirem em outras economias mais estáveis;

- (v.) Deterioração das condições económicas no país: Em períodos de crise é notória uma estagnação da atividade económica, que leva as empresas a cessarem a sua atividade, aumentando os níveis de desemprego.

Embora a crise da dívida soberana europeia tenha pontos em comum com outras crises monetárias, não creio que esta seja uma crise monetária. Do meu ponto de vista, o principal problema das crises monetárias é a manutenção “artificial” do valor da moeda local, que impede as divisas de se ajustarem à realidade das economias. Contudo tal não se verificou com o euro, pois a moeda única sempre flutuo livremente, ajustando-se à realidade das economias dos países da zona euro.

Verifiquei ainda a existência de três fatores/fenómenos na economia da área do euro, que quando agravados, levavam à depreciação da moeda única face ao dólar dos EUA:

- (i.) A hipótese da Grécia entrar em incumprimento ou sair da área do euro, é sinal de que o projeto criado a volta da União Económica e Monetária tinha falhado, pois um dos estados membros tinha abandonado o projeto. Esta situação leva a moeda única a depreciar-se, não só por este fator, mas também pela especulação que se cria à volta de um possível contágio a outras economias da área do euro;
- (ii.) Os sinais de que a atividade económica espanhola estava a estancar e que a mesma poderia entrar em colapso, era um problema para a moeda única pois a Espanha era um país demasiado grande para poder ser resgatado, após os fortes esforços que tinham sido realizados para resgatar as outras economias da zona do euro;
- (iii.) Os sinais de que a atividade económica das principais economias europeia da área do euro estavam a abrandar era sinónimo de que a crise das dívidas soberanas estavam a afetar as principais economias impulsionadoras da moeda única.

Deste modo, devo afirmar que a crise da dívida soberana, embora não tenha sido uma crise monetária, levou a uma fuga dos investidores ao euro, que poderia ter sido mais acentuada se as economias mais fortes da moeda única tivessem sido por seu lado mais afetadas pela crise da dívida soberana.

## Referências Bibliográficas

BCE (2008), *Relatório Anual 2007*, Publicações Oficiais do BCE, Alemanha

BCE (2009), *Relatório Anual 2008*, Publicações Oficiais do BCE, Alemanha

BCE (2010), *Relatório Anual 2009*, Publicações Oficiais do BCE, Alemanha

BCE (2011), *Relatório Anual 2010*, Publicações Oficiais do BCE, Alemanha

BCE (2012), *Relatório Anual 2011*, Publicações Oficiais do BCE, Alemanha

BCE (2013), *Relatório Anual 2012*, Publicações Oficiais do BCE, Alemanha

Bonser-Neal, Catherine (1996), *Does Central Bank Intervention Stabilize Foreign Exchange Rates?*, Economic Review, First Quarter, Federal Reserve Bank of Kansas City

Brunnermeier, Markus (2009), *Deciphering the Liquidity and Credit Crunch 2007-2008*, Journal of Economic Perspectives, Volume 23, Nº 1, Pag. 77–100

Eiteman, David K., Stonehill, Arthur I. e Moffett, Michael H. (2000), *Multinational Business Finance*, Addison Wesley Publishing Company, 9º edição

European Comission (2009), *Economic Crisis in Europe: Causes, Consequences and Responses – European Economy 7/2009*, Luxembourg: Office for Official Publication of the European Communities

Galati, Gabriele e Heath, Alexandra (2007), *What drives the growth in FX activity? Interpreting the 2007 triennial survey*, BIS Quarterly Review, December 2007

Marques, Walter (1998), *Moeda e Instituições Financeiras*, D.Quixote, 2º Edição, Lisboa

Martinez, Jared F. (2007), *The 10 Essentials of Forex Trading*, The McGraw-Hill Companies, Inc., Estados Unidos da América

Mateus, Abel (2009), *A Grande Crise Financeira do Início do Século XXI*, bnomics, 1ª Edição, Lisboa

Mendonça, António (1995), *O conceito de zona monetária óptima e o problema da sua aplicação à discussão sobre o processo de integração monetária na Europa*, Instituto Superior de Economia e Gestão, Lisboa

McGuire, Patrick, e Peter, Goetz von (2009), *The US dollar shortage in global banking*, BIS Quarterly Review, March 2009, pag. 47 – 63

Putnam, Bluford e Zimmer, Sandra (1990), *Mercado de Capitais e Bolsa*, Edições Sílabo, Coleção economia & negócios, Lisboa

Scheinkman, José e Xiong, Wei (2004), *Heterogeneous Beliefs, Speculation and Trading in Financial Markets*

Triennial Central Bank Survey (2013), *Foreign exchange turnover in April 2013: preliminary global results*, Monetary and Economic Department

## **Anexos**

### ***Anexo 1 - Evolução da taxa de câmbio, segundo as notícias de 2008***

Entre Janeiro e o início de Fevereiro de 2008 a taxa de câmbio veio a manter-se estável, tendo sofrido ligeiras alterações numa altura em que o mercado se encontrava muito expectável quanto a novos dados que pudessem influenciar a evolução da taxa de câmbio. Durante este período a cotação passou de 1.4688 EUR/USD a 2 de Janeiro para 1.4513 EUR/USD a 8 de Fevereiro.

Após o discurso do presidente do BCE a 7 de Fevereiro, a cotação começou a subir numa resposta positiva à decisão de manter as taxa de juro de referência inalteradas na zona euro. Dias antes, Jean-Claude Trichet (presidente do BCE), tinha afirmado “especialmente em tempos de turbulência e de correção dos mercados, a responsabilidade do banco central é controlar a inflação para evitar mais volatilidade”<sup>13</sup>, o que já antevia uma manutenção da taxa de juro de referência.

De 8 de Fevereiro a 23 de Abril a cotação subiu 9,83%, tendo chegado aos 1.5940 EUR/USD. A justificar esta subida estão dois acontecimentos que levaram o euro a apreciar-se face ao dólar dos EUA. Por um lado temos a notícia de que a liquidez injetada no mercado americano por parte da FED, não é suficiente para estimular a economia do país pelo que é necessário baixar a taxa de juro de referência, conforme declarações de Ben Bernanke, presidente da FED dizendo que a autoridade monetária para os EUA “vai atuar da maneira mais firme que for preciso para sustentar o crescimento e para providenciar a segurança necessária contra os riscos do abrandamento económico”<sup>14</sup>. Esta declaração foi feita após a FED ter anunciado a abertura de uma linha de crédito aos bancos americanos no valor de 200 milhões de dólares dos EUA e a criação de um novo instrumento que permite trocar obrigações do tesouro por hipotecas com classificação de risco alto e cuja liquidação é pouco frequente. Por outro lado temos o aumento do nível de confiança dos empresários alemães, que se especulava menor do

---

<sup>13</sup> Trichet deverá resistir às pressões para baixar juros, em Jornal de Negócios (on-line), 04/02/08

<sup>14</sup> Euro sobe com perspectiva de corte dos juros nos EUA e manutenção na Zona Euro, em Jornal de Negócios (on-line), 15/02/08

que o registado, devido a apreciação do euro face ao dólar dos EUA que faz com que os preços subissem.

“Para a valorização da divisa europeia está a contribuir o dado revelado hoje na Alemanha, a maior economia da região. A confiança dos empresários alemães aumentou para 104,8, em Março, quando os economistas apontavam para uma quebra no indicador.”

*Euro inverte e segue a subir com confiança dos empresários alemães, em Jornal Público (on-line), 26/03/08*

De referir ainda que durante este período o BCE não alterou a sua taxa de juro de referência, que se situava nos 4%.

Segue-se uma descida da taxa de câmbio, com o euro a depreciar-se face ao dólar dos EUA até 8 de Maio. A justificar a descida da taxa de câmbio está o mesmo fator que tinha vindo a contribuir para a apreciação do euro face ao dólar dos EUA, o índice de confiança dos empresários alemães.

“O índice Ifo, que mede a confiança dos empresários da Alemanha, desceu para os 102,4 pontos, em Abril, depois de no mês anterior ter aumentado para os 104,8 pontos.

Os economistas consultados pela Bloomberg estimavam que o índice de confiança para os 104,3 pontos.”

*Confiança dos empresários alemães cai em Abril, em Jornal de Negócios (on-line), 24/04/08*

Adicionalmente temos ainda o decréscimo das exportações na Alemanha, como explica Sylvain Broyer economista da Natixis, “É claro que a taxa de câmbio está a ter um papel importante mas o abrandamento económico também”<sup>15</sup>, e à não alteração da taxa de juro de referência do BCE, apesar dos novos dados referentes a inflação serem acima do limite definido, como explica o próprio presidente do BCE, Jean-Claude Trichet, “Os riscos para a estabilidade de preços prevalece no médio prazo, num contexto de crescimento muito vigoroso do dinheiro e do crédito (...) As taxas de inflação aumentaram significativamente desde o Outono”<sup>16</sup>. Entre 23 de Abril e 8 de Maio a taxa de câmbio diminuí 3,72%, chegando aos 1.5347 EUR/USD.

---

<sup>15</sup> Exportações alemãs caem inesperadamente com subida do euro, em Jornal de Negócios (on-line), 08/05/08

<sup>16</sup> Controlar a inflação é a "principal prioridade", em Jornal de Negócios (on-line), 08/05/08

Até 26 de Maio segue-se um novo período de apreciação do euro face ao dólar dos EUA. Segundo David Woo, analista do Barclays Capital, a dívida norte-americana está a ser prejudicada pela subida do preço do petróleo e das matérias-primas, “O euro, a libra, o franco suíço e a coroa norueguesa deverão continuar a ter bons desempenhos enquanto o petróleo sobe”<sup>17</sup>. A taxa de câmbio chega aos 1.5761 EUR/USD a 26 de Maio.

Até 5 de Junho a taxa de câmbio sofre um ligeiro recuo até aos 1.5402 EUR/USD, devido à melhoria dos dados económicos divulgados sobre a economia dos EUA, como explica Peter Frank da Société Général, “Tem havido uma melhoria em alguns dados divulgados nos EUA (...) desde que o dólar continue a cair, será uma combinação positiva para o dólar americano”<sup>18</sup>.

A 13 de Junho a taxa de câmbio desce até aos 1.5336 EUR/USD. A justificar esta depreciação do euro face à divisa norte-americana está o aumento da inflação nos EUA, que levou os especuladores a ponderarem um possível aumento da taxa de juro de referência por parte da FED.

“A valorização do petróleo para níveis recorde e a subida dos preços da alimentação levou o mercado a apostar num aumento da taxa de juro de referência da Reserva Federal dos EUA já em Setembro, depois de sete redu  o  es nos últimos nove meses.”

*Euro accentua quedas face ao dólar após divulgação da inflação nos EUA, em Jornal de Negócios (on-line), 13/06/08*

Nota ainda para uma apreciação do euro durante este período, com a notícia do aumento do desemprego nos EUA, que foi logo corrigida após a divulgação de dados que davam conta de um aumento das vendas de casas usadas nos EUA.

A partir desta data o euro seguiu a apreciar-se face ao dólar dos EUA até 15 de Julho, ao chegar aos 1.5990 EUR/USD. A contribuir para esta apreciação da moeda única está o agravar da crise financeira nos EUA, como explica Roberto Mialich, um estratega cambial da Unicredit Markets & Investment Banking, “Os mercados estão a reagir negativamente   

---

<sup>17</sup> Euro continua a negociar acima dos 1,57 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 26/05/08

<sup>18</sup> Euro aproxima-se de segunda queda mensal face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 30/05/08

renovada crise no mercado de crédito nos EUA e isso está a afetar o dólar”<sup>19</sup>. Este foi o valor mais alto da taxa de câmbio durante o ano em análise.

Nota ainda para uma ligeira descida da taxa de câmbio a 4 de Julho, após o BCE ter anunciado a subida da taxa de juro de referência da zona do euro para os 4,25%. A depreciação não se deveu à subida da taxa de juro mas sim ao facto de o banco ter dado indícios de que não iria haver mais alterações à taxa, apesar dos dados económicos darem sinais mais positivos para a economia europeia do que para a economia norte-americana.

Após alguns dias, em que a taxa de câmbio se manteve próxima dos 1.5900 EUR/USD, o euro começa a depreciar-se face ao dólar dos EUA. A justificar esta inversão na tendência de evolução da cotação está a aprovação de um plano de salvamento, por parte do secretário de estado do tesouro norte-americano, Henry Paulson, para as empresas Fannie Mae e a Freddie Mac, conforme declarações do mesmo sobre o seu plano, “vai muito mais além das duas instituições, Fannie e Freddie; isto tem a ver com os investidores nos Estados Unidos e os investidores de todo o mundo”<sup>20</sup>. A suportar a descida da taxa de câmbio estava também os sinais negativos vindos da europa com explica Paul Robson do Royal Bank of Scotland, “O mercado está agora concentrado no abrandamento económico da Zona Euro”<sup>21</sup>. Até ao final de Julho e durante o início de Agosto a descida da taxa de câmbio foi-se fazendo faseadamente até chegar aos 1.5471 EUR/USD a 7 de Agosto.

A 8 de Agosto dá-se uma das maiores descidas, até então registadas, com a taxa de câmbio a passar para os 1.5074 EUR/USD. A justificar esta acentuada descida esta as afirmações de Jean-Claude Trichet, presidente do BCE, de que o crescimento económico da zona do euro vai ser “substancialmente mais fraco”<sup>22</sup> do que o primeiro trimestre do ano. Segundo Michael Metcalfe, estratega na State Street Global Markets “Está claro que o mercado está a reagir muito fortemente aos seus comentários sobre o crescimento”<sup>23</sup>.

---

<sup>19</sup> Euro atinge máximo histórico nos 1,6038 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 15/06/08

<sup>20</sup> Euro negocia em mínimos de duas semanas, em Jornal de Negócios (on-line), 23/07/08

<sup>21</sup> Euro acentua queda com dados negativos na Europa, em Jornal de Negócios (on-line), 24/07/08

<sup>22</sup> Receios do BCE com crescimento económico penalizam euro, em Jornal de Negócios (on-line), 07/08/08

<sup>23</sup> Receios do BCE com crescimento económico penalizam euro, em Jornal de Negócios (on-line), 07/08/08

A 11 de Setembro a taxa de câmbio chega aos 1.3934 EUR/USD. A justificar esta descida, assim como as descidas verificadas ao longo do último mês, está a especulação de que o crescimento económico na zona do euro vai ser mais lento do que o crescimento económico nos EUA, como explica Lutz Karpowit, estratega cambial do Commerzbank, “A economia da Zona Euro está a entrar em recessão. Esta é uma história de diferencial de crescimento”<sup>24</sup>. Esta situação indica a necessidade do BCE em cortar as taxas de juro de referência.

Entre 11 e 23 de Setembro o euro inverte a sua tendência de depreciação face ao dólar dos EUA com a moeda única a chegar aos 1.4731 EUR/USD. A justificar esta apreciação do euro está o enfraquecimento do dólar dos EUA com a notícia de que o Lehman Brothers tinha aberto falência, conforme declarações do Shane Oliver, responsável pela estratégia de investimento na AMP Capital Investors, “Isto é negativo para o dólar. Os investidores estarão à procura de outras instituições financeiras vulneráveis nos EUA”<sup>25</sup>. Adicionalmente surgiu ainda a notícia da intervenção do governo dos EUA para salvar a maior seguradora norte-americana, a AIG e o aumento das vendas das obrigações do tesouro norte-americano após o empréstimo a mesma, “A Fed está a pagar dívida a uma escala sem precedentes e não vejo como isso pode suportar um dólar positivo”<sup>26</sup>, disse um estratega cambial do Dresdner Kleinwort.

A partir de 24 de Setembro o euro voltou a depreciar-se face ao dólar dos EUA, contudo nos primeiros dias a taxa manteve-se pouco alterada. Depois de dia 26 de Setembro (sexta-feira), em que a taxa de câmbio era de 1.4640 EUR/USD, esta desce para os 1.4349 EUR/USD a 29 de Setembro (segunda-feira). A justificar este decréscimo estão dois fatores: (.i.) a chegada a um consenso entre o presidente dos EUA, George W. Bush e o congresso norte-americano, quanto a um plano de salvamento do sistema financeiro do país no valor de 700 mil milhões de dólares dos EUA, como explica Masanobu Ishikawa do Tokyo Forex & Ueda Harlow, “O dólar está pronto para um alívio. O plano de salvamento dos EUA está no seu caminho para se tornar uma lei (...) ajuda a melhorar o sentimento para o sector financeiro e para o dólar”<sup>27</sup>; (.ii.) por outro lado verificou-se a intervenção de vários governos europeus, em instituições bancárias dos seus países para evitar a falência dos mesmos.

---

<sup>24</sup> Euro volta a recuar e negocia abaixo dos 1,40 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 11/09/08

<sup>25</sup> Falência da Lehman Brothers anima euro, em Jornal de Negócios (on-line), 15/09/08

<sup>26</sup> Turbulência financeira beneficia euro, em Jornal de Negócios (on-line), 18/09/08

<sup>27</sup> Euro em forte queda com consenso sobre plano de Paulson, em Jornal de Negócios (on-line), 29/09/08

“Depois dos colapsos anunciados nos Estados Unidos, os piores receios dos governos europeus confirmaram-se. Em apenas dois dias, as autoridades da Europa tiveram que avançar com quatro operações de salvamento, num total de 69,37 mil milhões de euros”

*Euro cai mais de 1% com investidores a perderem a confiança nas instituições financeiras, em Jornal de Negócios (on-line), 29/09/08*

Esta depreciação do euro face à divisa norte-americana também esteve associada a uma escassez de liquidez de dólares dos EUA a nível mundial que levou os investidores a reforçarem os seus investimentos estrangeiros e os bancos centrais a injetarem liquidez no mercado.

“Em resposta à continuação das tensões nos mercados de financiamento de curto prazo, os bancos centrais anunciam novas medidas coordenadas destinadas a aumentar significativamente a capacidade de disponibilização de liquidez em dólares dos Estados Unidos.”

*BCE e Reserva Federal procuram atenuar a tensão nos mercados de financiamento de curto prazo, em Principais Datas da Crise Financeira (BCE on-line), 29/09/08*

Durante o mês de Outubro o euro continuou a depreciar-se face ao dólar dos EUA, tendo a 27 desse mês chegado aos 1.2460 EUR/USD, valor mais baixo desse ano. Em cerca de 1 mês a taxa de câmbio decresceu 15,42%. A justificar este forte depreciação da moeda única está as fortes pressões que estavam a ser feitas por parte dos mercados sobre a área do euro, que levava os investidores a acreditarem num novo corte da taxa de juro de referência por parte do BCE, como explica Yuji Saito, responsável cambial da Société Generale em Tóquio, “Há preocupa es sobre uma forte recessão na Europa que pode levar a novos cortes de juros”<sup>28</sup>. A beneficiar a moeda americana estava a própria crise global, que segundo Hans-Guenter Redeker, economista do BNP Paribas, está a “manifestar-se num dólar mais forte”<sup>29</sup>.

Após esta forte deprecia o do euro, existe uma ligeira recupera o por parte da moeda única que leva a cota o a chegar aos 1.3085 EUR/USD a 30 de Outubro. Esta inversão na evolu o da cota o é justificada pelo corte da taxa de juro de referência por parte da FED para 1%, como explica Jens Nordvig, estratega cambial da Goldman Sachs, “Tivemos grandes avanços do euro face ao dólar na sessão de hoje. Parte desses ganhos refletem a antecipa o do corte

---

<sup>28</sup> Euro cai pelo sétimo dia consecutivo para mínimos de quase dois anos, em Jornal de Negócios (on-line), 23/10/08

<sup>29</sup> Euro cai mais de 2% e negocia abaixo dos 1,24 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 27/10/08

de juros pela Fed”<sup>30</sup>. Esta descida deve-se ao facto dos elevados riscos associados à economia dos EUA se manterem inalterados.

Até ao dia 11 de Novembro a taxa de câmbio seguiu próxima dos 1.2800 EUR/USD e a partir dessa data, e até 21 de Novembro, a taxa de câmbio seguiu próximo dos 1.2600 EUR/USD. Embora a taxa de câmbio se tivesse mantido estável durante este período, à que dar nota das notícias que davam conta da entrada em recessão da Alemanha.

“A economia alemã entrou em recessão. A Alemanha, a maior economia europeia, contraiu-se mais do que os economistas esperavam no terceiro trimestre, confirmando que entrou na sua pior recessão em pelo menos 12 anos, com a crise financeira global a penalizar as exportações e o consumo”

*Economia alemã confirma recessão económica após contrair 0,5% no terceiro trimestre, em Jornal de Negócios (on-line), 13/11/08*

A 27 de Novembro a taxa de câmbio chega aos 1.2900 EUR/USD. A justificar este aumento da cotação estão os dados negativos para os EUA, que foram mais negativos do que o projetado, como explica Lutz Karpowitz do Commerzbank, “Todos esperavam dados negativos nos EUA e eles foram ainda piores. Os dados negativos são um problema para o dólar porque mostram que existem muitas dificuldades económicas que têm de ser resolvidas”<sup>31</sup>. Contudo os dados divulgados dias depois para a economia do euro também não foram positivos como explica James Nixon, economista do Société Générale, “Anteriormente prevíamos que o BCE seria mais relutante em reduzir a taxa de juro abaixo dos 2%. Agora vemos o abrandamento da economia no quarto trimestre tão severo que o BCE será forçado a ir mais além”<sup>32</sup>. A 1 de Dezembro a taxa de câmbio chega aos 1.2608 EUR/USD.

Após este período de estabilidade da taxa de câmbio, segue-se uma forte aprecia o do euro face ao dólar dos EUA, com a taxa de câmbio a chegar aos 1.4614 EUR/USD a 18 de Dezembro. A justificar esta forte aprecia o da moeda única está a descida da taxa de juro de referência por parte da FED. Embora muitos economistas esperassem uma descida da taxa de juro de referência, estes não esperavam que o corte fosse de 0,5 p.b..

---

<sup>30</sup> Dólar regista maior queda desde 1998 contra seis moedas, em Jornal de Negócios (on-line), 29/10/08

<sup>31</sup> Euro em alta pela terceira vez em quatro sessões, em Jornal de Negócios (on-line), 27/11/08

<sup>32</sup> Société Générale baixa previsões e prevê juros do BCE a 1,5% em Abril, em Jornal de Negócios (on-line), 28/11/08

“A patrocinar a subida do euro estava o anúncio da Reserva Federal (Fed) dos Estados Unidos após a sua reunião de política monetária. A autoridade liderada por Ben Bernanke surpreendeu o mercado e cortou o preço do dinheiro dos EUA para um intervalo entre os 0% e 0,25%, o que corresponde à taxa de juro mais baixa de sempre praticada naquele país.”

*Euro acentua ganhos com corte dos juros nos EUA, em Jornal de Negócios (on-line), 16/12/08*

No dia que se segue, 19 de Dezembro, o euro corrige a sua forte apreciação com a notícia da aprovação de um plano de salvamento para o setor automóvel nos EUA, no valor de 700 mil milhões de dólares dos EUA.

“A divulgação do plano de salvamento do sector automóvel nos EUA levou o euro a acentuar a tendência negativa uma vez que leva os investidores a esperarem uma recuperação da maior economia do mundo.”

*Euro regista a maior queda dos últimos dois meses, em Jornal de Negócios (on-line), 19/12/08*

Até ao final do ano a taxa de câmbio manteve-se próxima dos 1.4000 EUR/USD, tendo registado uma ligeira subida a 29 de Dezembro até aos 1.4270 EUR/USD, devido aos ataques israelitas à faixa de Gaza, que tendem a levar a venda do dólar dos EUA, como explica Scott Ainsbury da FX Concepts, “as pessoas estão à procura de razões para vender o dólar”<sup>33</sup>. A taxa de câmbio termina o ano nos 1.3917 EUR/USD.

---

<sup>33</sup> Euro avança contra principais moedas mundiais, em Jornal de Negócios (on-line), 29/12/08

## ***Anexo 2 - Evolução da taxa de câmbio, segundo as notícias de 2009***

O ano de 2009 começa com a depreciação do euro face ao dólar dos EUA, com a taxa de câmbio a passar dos 1.3866 EUR/USD a 2 de Janeiro para os 1.2795 EUR/USD a 23 de Janeiro. A justificar esta depreciação da moeda única, estão os novos dados económicos que demonstravam uma contração da atividade económica na área do euro, o que deixava a divisa europeia sobre pressão, como explica Takeshi Tokita, vice-presidente da área de câmbio do Mizuho Corporate Bank, em Tóquio, “Os desapontantes dados económicos expõem o euro à venda”<sup>34</sup>.

Segue-se uma ligeira apreciação do euro face ao dólar dos EUA com o aproximar de nova reunião da FED<sup>35</sup> a 28 de Janeiro, o que levou a taxa de câmbio a chegar aos 1.3260 EUR/USD. Contudo um relatório divulgado pela comissão europeia nesse mesmo dia, veio demonstrar uma quebra dos níveis de confiança dos consumidores europeus<sup>36</sup>, o que levou a divisa europeia a depreciar, chegando aos 1.2760 EUR/USD a 2 de Fevereiro.

Após essa data, a taxa de câmbio começou a decrescer com a cotação a chegar aos 1.2596 EUR/USD a 18 de Fevereiro. A justificar esse decréscimo da cotação está o agravar das condições económicas na Europa, como explica Masafumi Yamamoto, do Royal Bank of Scotland, no Japão, “A turbulência financeira na Europa central e de leste deverá persistir (...) os mercados poderão considerar este facto como um fator para vender euros”<sup>37</sup>.

Durante os dias que se seguiram a taxa de câmbio manteve-se pouco alterada, chegando aos 1.2565 EUR/USD a 9 de Março. A justificar esta manutenção estão dois fatores: (i.) a notícia que dava conta de um corte no *rating* do crédito dos três maiores bancos dos EUA<sup>38</sup>; (ii.) e pela expectativa de mais cortes na taxa de juro de referência do BCE<sup>39</sup>.

---

<sup>34</sup> Euro regressa às quedas face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 08/01/09

<sup>35</sup> Euro em alta em dia de reunião da Fed, em Jornal de Negócios (on-line), 28/01/09

<sup>36</sup> Euro recua 1% face ao dólar e negocia em mínimos de uma semana, em Jornal de Negócios (on-line), 29/01/09

<sup>37</sup> Euro afunda mais de 1% para mínimo de dez semanas, em Jornal de Negócios (on-line), 17/02/09

<sup>38</sup> Euro regista o maior ganho num mês face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 06/03/09

<sup>39</sup> Euro desvaloriza com expectativas de corte de juros, em Jornal de Negócios (on-line), 02/03/09

A partir dessa data o euro inverteu a sua tendência de evolução, com a moeda única a apreciar-se face ao dólar dos EUA. Até 18 de Março a taxa de câmbio atinge os 1.3130 EUR/USD, com a divisa norte-americana a ser prejudicada por um aumento do IPC, que foi superior ao esperado, como explica David Watt, estratega cambial da RBC Capital Markets, “O facto de que a inflação se mantém assim sugere que espiral de deflação não está fora de controle. Agora algumas pessoas estão a observar uma recuperação. Isso pode penalizar o dólar”<sup>40</sup>.

A 19 de Março o euro regista uma forte apreciação face ao dólar dos EUA, que leva a taxa de câmbio até aos 1.3671 EUR/USD. A justificar essa apreciação está a notícia de que a FED vai comprar um bilião de dólares dos EUA em dívida pública e privada, o que prejudicou a moeda norte-americana, conforme declarações de Benedikt Germanier, do UBS, “Eles estão a tentar aliviar o crédito e aumentar a quantidade de dinheiro, ao mesmo tempo”, acrescentado que esta situação é “boa para ativos de risco, o que contribui para a subida do euro face ao dólar”<sup>41</sup>. Até 26 de Março a taxa de câmbio manteve-se pouco alterada.

A 27 de Março a taxa de câmbio é alvo de uma depreciação que leva a cotação a chegar aos 1.3295 EUR/USD. A justificar essa descida está a queda do número de encomendas à indústria da zona euro, como consequência do agravar da crise<sup>42</sup>.

Até 6 de Abril, o euro volta a apreciar-se face ao dólar dos EUA, com a taxa de câmbio a chegar aos 1.3496 EUR/USD.

“O BCE cortou o juro em 25 pontos base para os 1,25%, o valor mais baixo de sempre, mas que contrasta com as expectativas dos economistas que aguardavam um corte de 50 pontos base para os 1%”

*Euro em alta pela terceira sessão consecutiva, em Jornal de Negócios (on-line), 06/04/09*

Depois desta subida a cotação da moeda única começa a descer com a notícia de que a área do euro tinha contraído mais do que o esperado para o último trimestre de 2008.

---

<sup>40</sup> Euro acentua ganhos com avanço da inflação nos EUA, em Jornal de Negócios (on-line), 18/03/09

<sup>41</sup> Euro regista a maior série de ganhos desde 2004, em Jornal de Negócios (on-line), 19/03/09

<sup>42</sup> Euro desvaloriza depois de dado económico negativo, em Jornal de Negócios (on-line), 27/03/09

“O PIB da Zona Euro caiu 1,6% nos últimos três meses de 2008, face ao trimestre anterior, o que corresponde à maior queda em, pelo menos 13 anos, anunciou o Eurostat, segundo a Bloomberg. Numa análise homóloga, o PIB da Zona Euro contraiu 1,5%, a única queda anual em registo, acrescenta a agência noticiosa norte-americana.”

*Contração da Zona Euro leva moeda única a recuar 1%, em Jornal de Negócios (on-line), 07/04/09*

Adicionalmente temos ainda a falta de consenso entre as autoridades monetárias da zona do euro quanto à melhor forma de agir para combater a recessão, como explica Vassili Serebriakov do Wells Fargo, “A ambiguidade da posição do BCE não está a ajudar. Um sentimento de risco global mais sóbrio também não é construtivo para o euro”<sup>43</sup>. Até 21 de Abril a taxa de câmbio cai para os 1.2932 EUR/USD.

Segue-se novo período de apreciação da moeda única face ao dólar dos EUA, impulsionada pela notícia de que a atividade industrial e dos serviços está a subir.

“O índice composto de atividade nestes dois sectores, calculado pela Markit Economics, registou a maior subida de sempre, em Abril, apresentando uma leitura de 40,5 pontos, contra 38,3 pontos no mês anterior. Estes números foram superiores ao esperado pelos economistas consultados pela Bloomberg e embora o índice continue a mostrar níveis de contração, já que a leitura é inferior a 50 pontos, esta é a menor contração dos últimos seis meses.”

*Actividade industrial e dos serviços anima euro, em Jornal de Negócios (on-line), 23/04/09*

A somar, temos ainda o regresso do apetito ao risco por parte dos investidores com a divulgação de dados que fomentavam a expectativa de que a economia mundial estava a dar sinais de estabilização, como refere Audrey Childe-Freeman, estratega cambial do Brown Brothers Harriman, “O dólar é afetado por um retorno do apetite pelo risco”<sup>44</sup>. Até 12 de Maio a taxa de câmbio chega aos 1.3683 EUR/USD.

Segue-se uma ligeira depreciação do euro face ao dólar dos EUA até 18 de Maio com a moeda única a cair para os 1.3494 EUR/USD. Esta descida da cotação é justificada pelas declarações de Axel Weber, membro do BCE, que advertiu para as excessivas especulações criadas sobre a possível recuperação da economia na região “É muito arriscado dizer cedo de

---

<sup>43</sup> Pontos de vista contraditórios dentro do BCE penalizam euro, em Jornal de Negócios (on-line), 20/04/09

<sup>44</sup> Euro a caminho do terceiro ganho semanal face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 08/05/09

mais que a economia está a recuperar. As pessoas vão ficar desapontadas e isso poderá ter um grande impacto na confiança”<sup>45</sup>.

Após esta depreciação do euro, a taxa de câmbio volta a subir chegando aos 1.4010 EUR/USD a 25 de Maio. A justificar esta apreciação da moeda única está os receios de que a notação do crédito dos EUA seja revista em baixa<sup>46</sup> e a expectativa de que o BCE não vai baixar a taxa de juro<sup>47</sup>

Segue-se uma ligeira descida da taxa de câmbio com a notícia de que os níveis da dívida das maiores instituições financeiras na Alemanha podem subir, o que prejudicou a moeda única, como explica Adam Carr, economista da ICAP Austrália, “Este relatório em torno da situação de dívida alemã não está a ajudar o sentimento face ao euro”<sup>48</sup>. A taxa de câmbio chega aos 1.3856 EUR/USD a 28 de Maio.

Até ao dia 2 de Junho o euro segue a apreciar-se com a taxa de câmbio a atingir os 1.4238 EUR/USD. A justificar esta subida da cotação está a queda do dólar dos EUA devido ao elevado nível de dívida pública do país<sup>49</sup>.

Segue-se uma depreciação do euro face ao dólar dos EUA até 8 de Junho, com a taxa de câmbio a descer para os 1.3866 EUR/USD. A justificar esta descida está os dados macroeconómicos dos EUA que demonstravam que a economia já tinha passado pela pior fase da crise, pelo que seria de se esperar um aumento da taxa de juro por parte da FED<sup>50</sup>

Durante o próximo mês e até 10 de Julho, a taxa de câmbio manteve-se equilibrada oscilando entre os 1.3900 EUR/USD e os 1.4000 EUR/USD. A justificar esta manutenção da taxa de câmbio temos o aumento de confiança nos EUA, como explica o ministro das finanças do Japão, Kaoru Yosano “Temos total confiança que os EUA vêm a política de fortalecimento

---

<sup>45</sup> Euro penalizado pela descrença na recuperação económica, em Jornal de Negócios (on-line), 18/05/09

<sup>46</sup> Euro em máximos a caminho dos 1,40 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 22/05/09

<sup>47</sup> Euro em alta com especulação de que BCE não vai baixar juros, em Jornal de Negócios (on-line), 25/05/09

<sup>48</sup> Euro em queda pela primeira vez em sete dias, em Jornal de Negócios (on-line), 26/05/09

<sup>49</sup> Euro em alta pela quarta sessão consecutiva atinge máximo de 2009, em Jornal de Negócios (on-line), 02/06/09

<sup>50</sup> Euro em queda face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 08/06/09

do dólar como fundamental”<sup>51</sup> e as declarações dos líderes da União Europeia de que a região está a ir na direção de uma “recuperação económica sustentável”<sup>52</sup>.

Após este período de equilíbrio da taxa de câmbio, registamos uma apreciação do euro face ao dólar dos EUA, com a moeda única a chegar aos 1.4269 EUR/USD a 27 de Julho. A justificar esta subida está as melhorias das condições económicas nos EUA que levam os investidores a correrem risco, pois a economia está a estabilizar, como explica Yuji Kameoka, estratega do Daiwa Institute of Research, “As expectativas de que a economia vai recuperar continuam a melhorar”<sup>53</sup>.

Após um ligeiro recuo, que levou a taxa de câmbio para os 1.4053 EUR/USD a 30 de Julho, o euro voltou a apreciar-se e até 5 de Agosto chega aos 1.4410 EUR/USD.

Até 17 de Agosto o euro segue a depreciar-se face ao dólar dos EUA, com a moeda única a ser prejudicada pela procura dos investidores por ativos de refúgio após as perdas registadas nos mercados acionistas.

“A moeda única está a ser penalizada pela especulação de que a recuperação económica ainda vai demorar, depois de ter sido divulgado um crescimento no Japão inferior ao esperado. A incerteza sobre a evolução económica está a contribuir para as perdas nos mercados acionistas levando os investidores a refugiarem-se no dólar”

*Euro cai quase 1% com investidores a refugiarem-se no dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 17/08/09*

Nos dias que se seguem o euro recupera das perdas registadas, chegando aos 1.4330 EUR/USD a 21 de Agosto, mantendo-se estável sem grandes oscilações até 7 de Setembro.

Nota ainda para as declarações do diretor geral de câmbios da Tokyo Forex & Ueda Harlow, a maior operadora de divisa do Japão, que focou o facto do euro já ir no segundo ganho mensal consecutivo, “As economias da Zona Europeia parecem estar a recuperar. O euro é fácil de comprar, dadas as maiores taxas de juro lá do que nos Estados Unidos ou no Japão”<sup>54</sup>.

---

<sup>51</sup> Euro em queda com aumento da confiança nos EUA, em Jornal de Negócios (on-line), 12/06/09

<sup>52</sup> Declarações de líderes da UE animam euro, em Jornal de Negócios (on-line), 19/06/09

<sup>53</sup> Euro perto de máximos de sete semanas face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 27/07/09

<sup>54</sup> Euro avança face ao dólar e prepara-se para segundo ganho mensal consecutivo, em Jornal de Negócios (on-line), 28/08/09

Segue-se uma apreciação do euro face ao dólar dos EUA até 23 de Setembro com a moeda única a ser beneficiada pelo aumento das operações de *carry trade*, como explica Tsutomu Soma, gestor de divisa estrangeira da Okasan Securities, “os intervenientes no mercado sentem-se confortáveis em fazer ‘carry trades’ com dólares, depois de o Bernanke ter dito que a economia norte-americana tocou o fundo e que os banqueiros centrais não deverão interromper as medidas de emergência num futuro próximo”<sup>55</sup>. Neste dia a taxa de câmbio chega aos 1.4783 EUR/USD.

Durante os dias que se seguiram a taxa de câmbio sofre um ligeiro recuo com a cotação a descer para os 1.4537 EUR/USD a 2 de Outubro. A justificar esta descida estão as afirmações de Jean-Claude Trichet, “movimentos descoordenados [das taxas de câmbio] têm implicações adversas nas economias”<sup>56</sup>. Nota ainda para as declarações de Teixeira dos Santos, ministro das finanças de Portugal, de que os responsáveis das finanças na União Europeia estavam preocupados com as recentes subidas do euro e dos seus impactos nas exportações dos países, “Olhamos com preocupação para a evolução das taxas de câmbio e o seu impacto na nossa capacidade de exportar. Mas esperamos que os mercados reajam de forma apropriada aos fundamentais da nossa economia”<sup>57</sup>.

A 9 de Outubro surge a notícia de que o presidente da FED, Ben Bernanke, está preparado para adotar uma política monetária mais agressiva quando a economia estiver preparada, “quando o panorama económico tiver melhorado suficientemente, estaremos preparados para apertar”<sup>58</sup>. Esta notícia seria boa para a moeda norte-americana, pois levava a especulação de uma possível subida da taxa de juro, contudo o que se continuou a ver durante o mês foi uma apreciação da moeda única.

A 15 de Outubro surge os resultados trimestrais da JP Morgan que eram muito superiores aos esperados, assim como os da Goldman Sachs, o que levou a moeda única a apreciar como explica Yuji Saito, responsável pelo departamento de cambial do Société Générale em Tóquio

---

<sup>55</sup> Euro avança face ao dólar com aumento do apetite por risco dos investidores, em Jornal de Negócios (on-line), 16/09/09

<sup>56</sup> Subida do euro preocupa ministros das Finanças da União Europeia, em Jornal de Negócios (on-line), 01/10/09

<sup>57</sup> Subida do euro preocupa ministros das Finanças da União Europeia, em Jornal de Negócios (on-line), 01/10/09

<sup>58</sup> Dólar sobe após Bernanke admitir estar preparado para subir juros, em Jornal de Negócios (on-line), 09/10/09

“Os bons resultados e a subida das acções fortalece o apetite pelo risco (...) vai pesar no iene como moeda de financiamento, bem como no dólar”<sup>59</sup>.

A 23 de Outubro a taxa de câmbio atinge os 1.5020 EUR/USD. A justificar a apreciação do euro continua as condições favoráveis ao aumento de risco por parte dos investidores.

“Apesar da inflação estar negativa na Zona Euro há quatro meses, e de não se esperarem pressões inflacionistas no médio prazo - pelo menos não com os níveis de desemprego que se antecipam em 2010 -, o BCE mantém a taxa de juro central em 1% - o que compara com 0% a 0,25% nos EUA, 0,5% no Reino Unido e 0,1% no Japão. Isto quer dizer que, entre as grandes potências, o euro é a moeda que, neste momento, remunera melhor. Estas diferenças criam o incentivo para "carry trade", ou seja, operações em que os investidores pedem dinheiro emprestado nas moedas com juros mais baixos e o aplicam em euros, pressionando a moeda única em alta.”

*BCE pressionado pelo que ameaça transformar-se numa guerra de câmbios, em Jornal de Negócios (on-line), 20/10/09*

Segue-se uma ligeira depreciação do euro face ao dólar dos EUA, com a moeda única a ser prejudicada pela queda dos níveis de confiança nos EUA que fez com que os investidores procurassem ativos de refúgio. Até 3 de Novembro a taxa de câmbio chega aos 1.4658 EUR/USD.

“Foi divulgado que a confiança dos consumidores norte-americanos caiu inesperadamente, em Setembro, devido sobretudo ao mercado de trabalho que continua sem dar sinais de recuperação. Este dado contribuiu para a queda das bolsas mundiais, com os investidores a recearem que a recuperação económica possa demorar mais tempo do que o desejável e isso afetará os resultados das cotadas.”

*Dólar sobe com os investidores a protegerem-se das quedas das bolsas, em Jornal de Negócios (on-line), 27/10/09*

Durante o resto do mês de Novembro e até 3 de Dezembro o euro foi-se apreciando face ao dólar dos EUA, com a taxa de câmbio a chegar aos 1.5120 EUR/USD, valor mais alto de 2009. A justificar esta apreciação temos três fatores: (i.) a menor redução dos postos de trabalho nos EUA, como explica Geoffrey Yu, estratega de câmbios do UBS, “O dólar deve manter a sua tendência de enfraquecimento até a divulgação dos dados. A confiança nas perspetivas para a economia parece estar a estabilizar. As pessoas esperam um abrandamento

---

<sup>59</sup> Euro reforça máximos de Agosto de 2008 com maior apetite pelo risco, em Jornal de Negócios (on-line), 15/10/09

nos despedimentos e vai ser preciso um número muito mau para surpreender o mercado”<sup>60</sup>; (ii.) a decisão do G-20 em manter as medidas de estímulo as economias e às expectativas de recuperação da economia mundial, como explica Niels Chritiensen, gestor de divisas da Nordea, “Temos mercados de ações positivos, pelo que temos apetite pelo risco e isso ainda é negativo para o dólar. Os investidores estão a comprar divisas mais fortes ou divisas cujas taxas de retorno são mais elevadas”<sup>61</sup>; (iii.) e a expectativa de que o primeiro banco central a retirar os estímulos à economia vai ser o BCE, como explica, Kazumasa Yamaoka, analista da GCI Capital “Há uma forte convicção que o BCE vai liderar a saída do crédito fácil entre os países desenvolvidos”<sup>62</sup>.

A partir desta data, a taxa de câmbio inverte a sua tendência de subida. Essa inversão surge no momento em que o BCE anúncio a continuação da realização de operações de refinanciamento através de leilões. Esta situação não foi bem recebida pelos investidores pois a economia dos países da zona do euro estavam a dar sinais de retoma.

“O Conselho do BCE decide continuar a realizar as operações principais de refinanciamento através de leilões de taxa fixa com colocação total enquanto tal se revelar necessário e, pelo menos, até terminar o terceiro período de manutenção de 2010, em 13 de abril.”

*BCE anuncia pormenores das operações de refinanciamento até 7 de abril de 2010, em Principais Datas da Crise Financeira (BCE on-line), 03/12/09*

A 7 de Dezembro a taxa de câmbio cai para os 1.4787 EUR/USD, após as declarações de Guy Quaden governador do Banco Central da Bélgica de que não vai haver alterações à taxa de juro de referência durante os próximos tempos “Não há, absolutamente, qualquer necessidade de endurecer este ciclo, dadas as fracas pressões inflacionistas”<sup>63</sup>.

A 15 de Dezembro o euro volta a depreciar-se face ao dólar dos EUA, com a divisa norte-americana a ser beneficiada pelos novos dados económicos favoráveis à economia do país, como explica David Daddouche, estratega de câmbios do Société Générale, “Os bons dados

---

<sup>60</sup> Euro sobe face ao dólar com optimismo relativamente aos dados do desemprego, em Jornal de Negócios (on-line), 06/11/09

<sup>61</sup> Euro ultrapassa fasquia de 1,5 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 09/11/09

<sup>62</sup> Euro ganha terreno face às principais divisas mundiais antes de reunião do BCE, em Jornal de Negócios (on-line), 03/12/09

<sup>63</sup> Não há qualquer razão para subir juros, em Jornal de Negócios (on-line), 07/12/09

estão a levar o mercado a rever as suas expectativas acerca da Fed e de uma saída antecipada [das medidas expansionistas] e isso está a impulsionar o dólar”<sup>64</sup>.

A 17 de Dezembro a moeda única volta a cair face ao dólar dos EUA com a taxa de câmbio a chegar aos 1.4343 EUR/USD. A justificar esta descida está a diminuição do número de pedidos de subsídios de desemprego no EUA, o que beneficiou a divisa norte-americana como explica Akio Yoshino, economista-chefe da Société Generale em Tóquio “Uma melhoria no mercado de trabalho melhora a confiança na economia dos Estados Unidos”<sup>65</sup>. Adicionalmente temos ainda o corte de *rating* da dívida grega.

“Já o euro viu o seu desempenho condicionado pela redu o da classifica o da dívida grega, pela Standard & Poor’s, que reduziu o “rating” da dívida de AA- para BBB+. Esta redu o da avalia o coincide com a que a Fitch Ratings levou a cabo na semana passada.

Os investidores temem que o forte aumento da dívida pública dos países do euro atrase a recupera o da economia.”

*Grécia e FED derrubam euro, em Jornal de Negócios (on-line), 17/12/09*

Até ao final do ano a taxa de câmbio manteve-se pouco alterado, com a cota o a chegar aos 1.4406 EUR/USD.

---

<sup>64</sup> Euro atinge mínimos de dois meses frente ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 15/12/09

<sup>65</sup> Grécia e Fed derrubam euro, em Jornal de Negócios (on-line), 17/12/09

### ***Anexo 3 - Evolução da taxa de câmbio, segundo as notícias de 2010***

No início do ano de 2010, o euro começou por se apreciar face ao dólar dos EUA, atingindo os 1.4563 EUR/USD, valor que se viria a revelar ser o mais alto desse ano. Segundo Paul Robson, um estratega do Royal Bank of Scotland, “O relatório do emprego não alterou a perspetiva de recuperação dos Estados Unidos, mas adiou o início de retirada de medidas de estímulo à economia e isso fez algumas pessoas alterarem as suas posições. Desde que os dados norte-americanos não se deterioresem acentuadamente, o apetite pelo risco vai estar saudável e veremos o dólar mais fraco, de um modo geral”<sup>66</sup>, ou seja, com a economia dos EUA a demonstrar sinais de estabilidade, os investidores optam por tomar mais risco, investindo em moedas de maior rentabilidade.

Após esta evolução positiva da cotação, a moeda única começa a depreciação face ao dólar dos EUA, enquanto se verificava um agravamento das dívidas soberanas de alguns países da área do euro, assim como défices orçamentais. Segundo Akane Vallery Uchida, estratega do Royal Bank of Scotland, “As preocupações com alguns países da Zona Euro, como a Grécia, estão a aumentar os preços dos CDS, o que pode levar os investidores a venderem ativos com maior risco. Isto deve pressionar o euro, que pode vir a testar o nível, psicologicamente importante, dos 1,40 euros”<sup>67</sup>. Adicionalmente temos ainda o aumento da volatilidade das taxas de câmbio, que faz com que os investidores procurem moedas mais estáveis, conforme refere Lauren Rosborough, analista cambial do Westpac Banking, “Estamos a dirigir-nos para um período de elevada volatilidade e o dólar tem tendência a comportar-se bem nesse ambiente”<sup>68</sup>. A taxa de câmbio decresceu 6,10% até ao dia 8 de Fevereiro chegando aos 1.3675 EUR/USD.

Até ao final do mês de Fevereiro a cotação sofreu um ligeiro decréscimo mas de uma forma pouco acentuada. Esta descida da taxa de câmbio estava associada a uma possível retirada dos estímulos económicos por parte da FED. Segundo Tomohiro Nishida, intermediário do Chuo Mitsui Trust & Banking, “os fortes dados económicos suportam as expectativas de que a Fed retire os estímulos antes de os seus pares do Japão e da Europa. Esta perspetiva vai suportar o

---

<sup>66</sup> Euro em máximos de três semanas face ao dólar, em *Jornal de Negócios* (on-line), 11/01/10

<sup>67</sup> Euro cai pelo sexto dia para mínimos de cinco meses, em *Jornal de Negócios* (on-line), 21/01/10

<sup>68</sup> Euro em queda atinge mínimos desde Junho de 2009, em *Jornal de Negócios* (on-line), 04/02/10

dólar”<sup>69</sup>. Contudo esta situação não se veio a verificar pois a taxa de juro de referência da FED manteve-se inalterada, para que se continuasse a criar estímulos à economia, como explica Janet Yellen, governador da reserva federal de São Francisco, “Quando chegar o dia de começar a subir as taxas outra vez, teremos as ferramentas necessárias. Para já, a economia ainda precisa do apoio de taxa de juro extraordinariamente baixas”<sup>70</sup>. Esta decisão fez com que o dólar dos EUA perdesse terreno face às demais divisas.

O início do mês de Março fica marcado pelas declarações de George Soros, um especulador cambial que afirmou “o euro poderá não sobreviver (...) existe um banco central, mas não um tesouro comum”<sup>71</sup>, ou seja, é necessário que existam transferências de dinheiro, de uns países para os outros, como acontece nos EUA entre estados americanos.

Apesar destas declarações, que levariam a depreciação da moeda única, a taxa de câmbio aumentou durante o mês de Março, chegando aos 1.3765 EUR/USD a dia 12. A esta subida estão associados dois fatores, por um lado temos a economia dos EUA que continua a não mostrar sinais de retoma, como explica Takeshi Makita, economista do Japan Research Institute, “Com a retoma no mercado de trabalho nos EUA a permanecer fraca, a Fed não pode começar a aumentar a sua taxa do fundo federal imediatamente. Esta visão vai continuar a pesar sobre o dólar”<sup>72</sup>. Por outro lado temos as notícias que davam conta da possível criação de um Fundo Monetário Europeu, uma instituição criada a semelhança do Fundo Monetário Internacional, para ajudar os países da área do euro. Embora não se tenha avançado para a criação desta instituição, a especulação que se criou à volta da mesma veio a favorecer a moeda única.

“Para Berlim, a ideia de criar um Fundo Monetário Europeu é "interessante", mas não é para já, até porque não pode ser posta em prática sem uma alteração dos Tratados. Para Paris, um Fundo pode nem ser sequer a melhor solução para garantir a estabilidade do euro e evitar a repetição de crises "à grega".”

*Paris e Berlim divergem sobre Fundo Monetário Europeu, em Jornal de Negócios (on-line), 09/03/10*

---

<sup>69</sup> Euro aproxima-se de mínimos de nove meses face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 18/02/10

<sup>70</sup> Euro aprecia face ao dólar com expectativas de que a Fed mantenha juros em mínimos, em Jornal de Negócios (on-line), 23/02/10

<sup>71</sup> “Euro poderá não sobreviver”, em Jornal de Negócios (on-line), 01/03/10

<sup>72</sup> Euro ganha terreno face ao dólar pela segunda sessão consecutiva, em Jornal de Negócios (on-line), 03/03/10

Novos dados, que davam conta dos problemas orçamentais da Grécia, levaram a moeda única a perder terreno face às demais dividas, com a taxa de câmbio a chegar aos 1.3471 EUR/USD a 22 de Março. A agravar a situação existe ainda a especulação de que os restantes países membros da União Europeia não iriam ajudar a Grécia com os seus problemas orçamentais, como explica Yuji Saito, diretor de câmbios do Crédit Agricole, “Existem crescentes preocupações de que a União Europeia pode não dar ajuda financeira à Grécia. Esta incerteza parece estar a pesar no sentimento de risco. O enviesamento é de que o dólar e o iene sejam comprados”<sup>73</sup>.

A 25 de Março, os líderes da União Europeia anunciaram apoio ao governo grego, caso este solicitasse, o que acalmou momentaneamente os mercados financeiros.

“Os líderes dos países da área do euro, em conjunto com o FMI, decidem proporcionar apoio financeiro à Grécia, se o país o solicitar.”

*UE oferece apoio à Grécia, em Principais Datas da Crise Financeira (BCE on-line),  
25/03/10*

Este anúncio que visou diminuir o risco da Grécia fez com que os investidores se voltassem para ativos mais rentáveis, como explica Hideo Shimomura, gestor de fundos da Mitsubishi UFJ Asset Management, “As pessoas estão a tornar-se mais otimistas em ativos de risco. O risco na Grécia e na região do euro vai descer este ano”<sup>74</sup>. A cotação subiu até ao final do mês para os 1.3482 EUR/USD.

O início do mês de Abril fica marcado por dois fatores: (i.) novas especulações a volta da FED que davam conta de uma possível retirada de estímulos à economia, conforme declarações de Gareth Berry, responsável pela estratégia de divisa do UBS em Singapura, “Qualquer subida da taxa de desconto deverá suportar a subida do dólar, especialmente se houver um ajustamento de 50 pontos base numa só subida. Uma decisão dessas deverá ser vista como outra medida no percurso de normalização da política, que vai mais tarde e finalmente levar a uma subida da taxa de referência”<sup>75</sup>; (ii.) o aumento da incerteza em relação à dívida soberana da Grécia, o que prejudicou a moeda única, conforme declarações de Imre Speizer, estratega de mercado do Westpac Banking, “As perspectivas de crescimento

---

<sup>73</sup> Receios que Europa não ajude a Grécia pressionam euro, em Jornal de Negócios (on-line), 23/03/10

<sup>74</sup> Menores receios relativos à Grécia levam euro a segundo dia de ganhos, em Jornal de Negócios (on-line), 29/03/10

<sup>75</sup> Euro pressionado por especulação de que Fed retirará os estímulos à economia, em Jornal de Negócios (on-line) 05/04/10

económico fraco e preocupações com o risco de crédito estão a pressionar o euro. Se o sentimento negativo relativo em torno da Grécia continuar a crescer, significa um fator negativo para o apetite para o risco”<sup>76</sup>. A taxa de câmbio caiu até aos 1.3296 EUR/USD a 8 de Abril, decrescendo 1,38%.

Após o aumento da especulação em volta da dívida grega, os países da zona do euro chegaram a acordo para a concessão de um primeiro empréstimo à Grécia, uma medida que visava manter a estabilidade financeira na área do euro, conforme declarações de Durão Barroso, presidente da Comissão Europeia, “Este é um compromisso claro e forte: mostra que a zona euro está disposta a fazer o que é necessário para assegurar a estabilidade financeira”<sup>77</sup>. Esta ajuda financeira era de 45 mil milhões de euros, a uma taxa de juro próxima dos 5%.

Apesar de a área do euro não estar a transmitir sinais positivos para os investidores, com a dívida soberana da Grécia, existia no mercado um sinal de confiança por parte dos mesmos de que a economia global estava a recuperar, como explica o estratega do Bank of Tokyo-Mitsubishi, Lee Hardman, “Existe um crescimento da confiança de que a recuperação económica global possa demonstrar-se mais sustentável do que foi pensado anteriormente”<sup>78</sup>. Esta situação fez com o que euro se aprecia-se face ao dólar dos EUA e subisse até aos 1.3615 EUR/USD a 14 de Abril, com os investidores a venderem as suas moedas de refúgio.

A 15 de Abril, os problemas financeiros da Grécia voltaram ao de cima quando o prémio pago pelas obrigações gregas subiu, situação que não era de se esperar pois a Grécia tinha recebido recentemente uma ajuda financeira da área do euro, como explica David Dadouche, estratega cambial do Société Générale, “O pr mio das obriga es cresceu outra vez, apesar do plano de resgate. Por isso claro que o euro permanece fraco”<sup>79</sup>. A agravar esta situa o estava a hipótese de contágio da Grécia a outros países membros da área do euro, como explica Paul Robson, estratega-s nior de câmbios do Royal Bank of Scotland, “O mercado está focado em

---

<sup>76</sup> Euro aproxima-se de mínimos em dia de reunião do BCE, em Jornal de Negócios (on-line), 08/04/10

<sup>77</sup> Durão Barroso congratula-se com acordo sobre condi es de apoio   Grécia, em Jornal de Negócios (on-line) 11/04/10

<sup>78</sup> Euro aprecia pela quinta sessão consecutiva face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 14/04/10

<sup>79</sup> Euro inverte tendência de ganhos com renova o dos receios em torno da Grécia, em Jornal de Negócios (on-line), 15/04/10

sinais sobre se teremos contágio da crise grega para Portugal e está a deixar o euro de pé atrás”<sup>80</sup>.

A 23 de Abril a Grécia faz oficialmente o seu pedido de assistência financeira. Nesta data a taxa de câmbio era de 1.3311 EUR/USD.

“A Grécia solicita oficialmente assistência financeira aos países da área do euro e ao FMI.”  
*Grécia solicita assistência financeira, em Principais Datas da Crise Financeira (BCE on-line), 23/04/10*

Apesar da União Europeia já ter anunciado que prestaria ajuda financeira à Grécia, caso esta solicitasse, o ministro das finanças alemão Wolfgang Schaeuble disse que este pedido poderia não se concretizar “Nem a União Europeia nem o governo tomaram ainda uma decisão. Sob esta circunstância, uma decisão ainda pode revelar-se positiva ou negativa”<sup>81</sup>. Esta situação prejudicou a moeda única, como explica Antje Praefke, estratega de divisa do Commerzbank em Frankfurt, “O euro ainda está a ser pressionado pela incerteza em acerca da implementação do plano de ajuda grego. Ainda existem muitas questões em aberto. Não espere uma recuperação”<sup>82</sup>. Nos dias que se seguiram, membros do BCE, do FMI e de alguns países da área do euro já se haviam reunido de modo a definir os moldes em que iria ser prestada ajuda financeira à Grécia. A taxa de câmbio termina o mês nos 1.3315 EUR/USD.

A 2 de Maio é acordado entre os países da área do euro e o FMI, o pacote de empréstimo à Grécia.

“Os países da área do euro e o FMI acordam em conceder um pacote de empréstimos à Grécia no montante de 110 mil milhões de euros.”

*Pacote de empréstimos à Grécia acordado, em Principais Datas da Crise Financeira (BCE on-line), 02/05/10*

Nos dias que se seguiram o euro continuou a perder terreno face ao dólar dos EUA. Segundo Amelia Bourdeau, estratega de divisa do UBS em Stamford, a depreciação do euro deve-se ao perigo de contágio das dívidas soberanas da zona do euro, “O mercado perdeu confiança no

---

<sup>80</sup> Euro inverte tendência de ganhos com renovação dos receios em torno da Grécia, em Jornal de Negócios (on-line), 15/04/10

<sup>81</sup> Dívidas sobre ajuda à Grécia levam euro a descer pela sétima sessão em oito, em Jornal de Negócios (on-line), 26/04/10

<sup>82</sup> Dívidas sobre ajuda à Grécia levam euro a descer pela sétima sessão em oito, em Jornal de Negócios (on-line), 26/04/10

processo de resgate e isso levou a preocupações acerca do euro. Está-se a questionar as implicações de médio prazo do pacote: Pode a Grécia satisfazer os termos da ajuda e será que o pacote será suficiente para impedir o risco de contágio?”<sup>83</sup>. A 6 de Maio o euro chega aos 1.2727 EUR/USD.

Com o anúncio dos líderes do G7 de que estes se vão reunir com os membros da União Europeia para ajudar a Europa com os problemas da crise das dívidas soberanas, o euro sofre uma ligeira apreciação face ao dólar dos EUA como explica Daisaku Ueno, presidente do Instituto de Análise Gaitame.com em Tóquio, “Se as nações do G7 demonstrarem um interesse comum em lidar com a crise orçamental grega, mesmo sem conseguirem oferecer alguma solução rápida, isso pode ser um alívio para o euro”<sup>84</sup>. Adicionalmente existe ainda a definição de um plano de financiamento para os países da União Europeia que forem mais penalizados com a crise da dívida soberana, conforme declarações de Elena Salgado, ministra da economia espanhola “Estamos a colocar quantias consideráveis ao serviço do interesse na estabilidade da Europa”<sup>85</sup>. Esta medida visava a estabilidade da área do euro. Até 10 de Maio a taxa de câmbio chega aos 1.2969 EUR/USD.

No entanto, esta decisão dos membros da União Europeia não se traduziu apenas em resultados positivos para a moeda única. Segundo Neil Mellnr, estratega do Bank of New York Mellon Corp. em Londres, sempre que existe um acontecimento favorável ao euro, são feitas novas pressões por parte dos investidores que levam a moeda única a depreciar-se, “O pacote de domingo, por impressionante que seja, ainda constitui uma rede de segurança e o que se está a passar acima [dessa rede] é precário. Enquanto estas opiniões negativas andarem a circular”<sup>86</sup>.

De referir ainda que os investidores estavam a interessar-se pelo risco, como explica Adam Carr, economista sénior, “Existem muitas razões para estarmos felizes com o crescimento mundial. O apetite pelo risco está a regressar”<sup>87</sup>. Esta situação leva o dólar dos EUA a perder terreno face às principais divisas, contudo devido à situação que se vivia na Europa, tal

---

<sup>83</sup> Euro negocia na casa dos 1,28 dólares e renova mínimo de um ano, em Jornal de Negócios (on-line), 05/05/10

<sup>84</sup> Euro sobe mais de 1,2% face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 07/05/10

<sup>85</sup> Euro sobe 1,8% com plano de "resgate" europeu, em Jornal de Negócios (on-line), 10/05/10

<sup>86</sup> Euro prolonga descidas das últimas duas sessões, em Jornal de Negócios (on-line), 13/05/10

<sup>87</sup> Esforços de combate ao défice suportam o euro, em Jornal de Negócios (on-line), 13/05/10

situação não se verificou. Nos dias que se seguiram o euro seguiu a depreciar-se face ao dólar dos EUA.

A 18 de Maio a Alemanha decide proibir a venda de alguns derivados alemães que levaram a moeda única a perder terreno face às demais divisas como explica Greg Gibbs, estratega do Royal Bank of Scotland, “Se não puder vender ações e obrigações na Europa, só pode vender o euro para expressar uma perspetiva negativa”<sup>88</sup>. Esta medida foi recebida nos mercados como um possível agravamento da crise da dívida soberana. A 19 de Maio, a taxa de câmbio atinge os 1.2270 EUR/USD.

A 21 de Maio surge a reunião dos membros da União Europeia que leva o euro a ganhar terreno, como explica Yoh Nihei, gestor do grupo de negociação Tokai Tokyo Nihei, “Os responsáveis europeus deverão discutir medidas adicionais para combater a crise. É positivo para o euro”<sup>89</sup>. Nesta data a taxa de câmbio subiu para os 1.2497 EUR/USD.

A 25 de Maio a taxa de câmbio sofre nova descida atingindo desta feita os 1.2223 EUR/USD, após o FMI ter feito um pedido à Espanha para que esta fizesse mais reformas na indústria bancária como explica Tetsuaya Inoue, analista chefe do Nomura Research Institute no Japão, “Estou preocupado com o que os políticos podem fazer para conter a crise de crédito, no caso de esta se espalhar da Grécia para países maiores como Espanha e Itália. O crescimento económico não pode senão perder ímpeto. O euro permanecerá sob pressão”<sup>90</sup>.

O mês de Maio termina com a cotação nos 1.2307 EUR/USD. Nesta altura a taxa de câmbio estava a registar uma descida menos acentuada, pois a depreciação da moeda única fez com que as exportações para os países da zona do euro sejam mais baratas o que beneficia a economia, como explica Emeric Challier, gestor de fundos do Avenir Finance Investment Managers, “A vantagem da queda do euro é que vai continuar a suportar a recuperação”<sup>91</sup>.

---

<sup>88</sup> Euro regista mínimo de mais de quatro anos e negocia abaixo dos 1,22 dólares, em Jornal de Negócios (on-line) 19/05/10

<sup>89</sup> Euro sobe pela quarta vez na semana, em Jornal de Negócios (on-line) 21/05/10

<sup>90</sup> Crise orçamental na Europa volta a pressionar o euro, em Jornal de Negócios (on-line), 25/05/10

<sup>91</sup> Euro sobe mais de 1% com investidores a acreditarem que divisa suporta exportações, em Jornal de Negócios (on-line), 27/05/10

A 4 de Julho, a taxa de câmbio era de 1.2060 EUR/USD, com a economia dos EUA a dar sinais de melhoria como explica Noriharo Tsuruta, estratega chefe do Shinko Research Institute, “O fluxo de dados sinaliza uma melhoria da economia norte-americana e os mercados financeiros [dos EUA] estão mais estáveis em comparação com outros mercados. Isto vai encorajar uma deslocação de fundos para os Estados Unidos”<sup>92</sup>. De referenciar ainda que os investidores continuavam a acreditar numa retirada de estímulos à economia dos EUA, mais cedo do que em outros países conforme declarações de Shunio Kakuta, conselheiro de câmbios do Tomin Bank em Tóquio, “Aparentemente a Fed vai ser a primeira a retirar as medidas de estímulo entre as nações do G3”<sup>93</sup>.

Nos dias que se seguiram a taxa de câmbio continuou a descer com a hipótese de contágio da crise, numa altura em que foram comparadas as finanças públicas da Hungria com as da Grécia. Segundo Greg Gibs, estratega de mercados cambiais do Royal Bank of Scotland, a situação de endividamento da Hungria é mais uma preocupação para a economia europeia “O euro é claramente o mais prejudicado por isto tudo. O mercado está a ceder sob o peso dos níveis excessivos de endividamento público e existe muita preocupação relativa acerca do estado dos bancos europeus”<sup>94</sup>. Apesar da Hungria não fazer parte da área do euro, esta faz parte da União Europeia.

A 8 de Junho a taxa de câmbio atinge os 1.1942 EUR/USD, valor mais baixo registado nesse ano e ponto de virgem para a evolução da taxa de câmbio. Esta alteração na evolução da cotação está associada a um aumento das exportações europeias. Esta notícia influenciou mais positivamente o euro, do que a expectativa de descida das taxas de juro de referência dos EUA a divisa norte-americana, como defende Sue Trinh, estratega de divisa do Royal Bank of Canada em Hong Kong, “O banco central vai manter as taxas inalteradas por muito mais tempo, enquanto o mercado está a especular que a Reserva Federal vai impulsionar as taxas”<sup>95</sup>.

No entanto este não foi o único fator justificativo para esta inversão na evolução da taxa de câmbio. O principal fator que levou à alteração da evolução da cotação é a criação do Fundo

---

<sup>92</sup> Euro renova mínimos de quatro anos face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 04/06/10

<sup>93</sup> Euro renova mínimos de quatro anos face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 04/06/10

<sup>94</sup> Euro desce pela terceira sessão e toca mínimos de quatro anos, em Jornal de Negócios (on-line), 04/06/10

<sup>95</sup> Euro inverte perdas animado por produção industrial da Alemanha, em Jornal de Negócios (on-line), 08/06/10

Europeu de Estabilidade Financeira que terá trazido aos mercados financeiros um sinal positivo da economia dos países da área do euro.

“É criada a European Financial Stability Facility (Fundo Europeu de Estabilidade Financeira), sob a forma de uma sociedade de responsabilidade limitada de direito luxemburguês, tendo como acionistas os Estados-Membros cuja moeda é o euro.”

*Criação da European Financial Stability Facility, em Principais Datas da Crise Financeira (BCE on-line), 07/06/10*

A cotação do euro inverteu deste modo a tendência de descida e seguiu a apreciar-se face ao dólar dos EUA, impulsionada pelas declarações do presidente do BCE, Jean-Claude Trichet, onde reitera que “O euro é uma moeda muito credível”<sup>96</sup> e pelas declarações de Herman Van Rompuy, presidente da União Europeia, que diz aumentar o pacote de ajuda de 750 mil milhões se necessário, “Actualmente ainda nem há sinais de um pedido para pôr este plano de resgate em prática. E se se provar que o plano é insuficiente, a minha resposta é simples: nesse caso, vamos fazer mais”<sup>97</sup>.

A 17 de Junho a moeda única supera um novo teste com o leilão obrigacionista da dívida espanhola a ser bem sucedido, como explica Adam Cole, estratega cambial do Royal Bank of Canada, “O leilão de dívida pública espanhola teve uma boa cobertura e isso ajudou a impulsionar o euro”<sup>98</sup>. Nesta altura existia uma grande especulação à volta da capacidade da Espanha em se financiar nos mercados devido à sua dívida. Nesse dia a taxa de câmbio foi de 1.2363 EUR/USD.

Nos dias que se seguiram a taxa de câmbio estabilizou, até que a 29 de Junho sofre uma ligeira descida até aos 1.2198 EUR/USD como consequência da possibilidade do BCE não renovar os programas de financiamento à banca espanhola no valor de 425 mil milhões de euros. A ministra das finanças espanhola, Elena Salgado apelou ao BCE para a renovação destes mesmos programas, contudo diz “O BCE não gosta que os Governos lhe digam o que têm que fazer. Diria apenas que espero que nesta ocasião, como fez no passado, o BCE tenha consciência das necessidades do nosso sistema financeiro”<sup>99</sup>.

---

<sup>96</sup> “O euro é uma moeda muito credível”, em Jornal de Negócios (on-line), 08/06/10

<sup>97</sup> “Se se provar que o plano” de 750 mil milhões “é insuficiente” a UE aumenta o pacote, em Jornal de Negócios, 10/06/10

<sup>98</sup> Euro bem sustentado com emissão de dívida espanhola, em Jornal de Negócios, 17/06/10

<sup>99</sup> Ministra espanhola apela ao BCE para continuar a refinar bancas, em Jornal de Negócios, 29/06/10

Segue-se um período em que o euro se volta a apreciar face ao dólar dos EUA, com a moeda norte-americana a ser prejudicada pelos novos dados de desemprego no país, como explica Camilla Sutton, estrategista monetária do Banco da Nova Escócia, o número de contratações “dos privados é mais baixo do que o esperado e muito inferior aos altos valores que vimos este ano”<sup>100</sup>. Segundo o departamento de emprego americano o emprego privado subiu em 83 mil pessoas, quando o valor esperado era de 110 mil pessoas.

A favorecer a moeda única estavam os sinais de retoma da economia da área do euro, como explica o presidente do BCE, Jean-Claude Trichet, “Os indicadores sugerem que ocorreu um fortalecimento da atividade económica durante a Primavera”<sup>101</sup>. Nota ainda para as declarações do primeiro ministro francês, François Fillon que diz, “A crise não é uma crise do euro, é uma crise da dívida soberana, que nós estamos agora a resolver”<sup>102</sup> e que esta pode ser resolvida enquanto que o euro como divisa não pode acabar.

Durante este período de subida da taxa de câmbio é ainda de referir uma diminuição da cotação após o anúncio da agência de *rating* Moody's em descer a avaliação da Irlanda, como explica Dietmar Hornung, analista da Moody's para a Irlanda, “O corte de hoje é essencialmente baseado na gradual mas significativa perda de força financeira do governo irlandês, como refletido pela deterioração da sua capacidade de financiamento”<sup>103</sup>.

A 23 de Julho foram publicados os resultados dos testes de esforço aos bancos europeus. Este relatório concluía que apenas sete dos noventa e um bancos analisados na Europa apresentavam carência de capital como consequência da recessão e da dívida soberana europeia<sup>104</sup>. Após esta notícia a taxa de câmbio sofreu um ligeiro aumento passando para valores próximos dos 1.3000 EUR/USD.

---

<sup>100</sup> Euro sobe após dados do desemprego nos EUA, em Jornal de Negócios, 02/07/10

<sup>101</sup> Euro sobe há quatro dias e negocia acima dos 1,27 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 09/07/10

<sup>102</sup> Euro ultrapassa os 1,30 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 16/07/10

<sup>103</sup> Moody's corta "rating" da Irlanda para "Aa2" (act.), em Jornal de Negócios (on-line), 19/07/10

<sup>104</sup> Para mais informação ler: Questions & Answers 2010 EU-wide stress testing exercise, European Commission - MEMO/10/355 - 23/07/2010, [http://europa.eu/rapid/press-release\\_MEMO-10-355\\_en.htm](http://europa.eu/rapid/press-release_MEMO-10-355_en.htm)

No início de Agosto a taxa de câmbio segue a subir com o dólar dos EUA a ser penalizado com a especulação de mais estímulos à economia norte-americana por parte da FED, após a reunião que viria a acontecer a 10 de Agosto. Esta situação penalizou o dólar dos EUA, como explica Tom Fitzpatrick, analista do Citigroup, “Estamos de volta a um cenário de enfraquecimento do dólar”<sup>105</sup>. A favorecer o euro estava também a implementação dos primeiros cortes orçamentais na Grécia, conforme explica Bem May, economista da Capital Economics “O país está a implementar as reformas estruturais que estão a ser exigidas [pela União Europeia]”<sup>106</sup>.

Após a reunião da FED, o euro seguiu a apreciar-se face ao dólar dos EUA, passando dos 1.3133 EUR/USD a 10 de Agosto para os 1.2790 EUR/USD a 12 de Agosto. Inicialmente existia uma grande especulação sobre as novas medidas a serem tomadas pela FED como explica John Hydeskov, analista monetário do Dankse Bank, “a Reserva Federal tem falado de saída da crise de há doze meses para cá. Um regresso à flexibilização quantitativa seria uma mudança demasiado brusca”<sup>107</sup>. Após a reunião a FED anunciou que “o ritmo da recuperação económica será mais modesto a curto prazo do que o era esperado”<sup>108</sup>. Esta afirmação levou os investidores a procurarem ativos com menor risco, como é o caso do dólar dos EUA, conforme explica Lee Hardman, estratega do Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ, “O facto de a Fed estar agora a reconhecer um crescimento mais lento que o esperado a curto prazo atingiu os activos de risco. Isso está a trazer de volta fluxos seguros para o dólar”<sup>109</sup>.

Adicionalmente existiram ainda as declarações de José Manuel Gonzalez-Paramo, membro do quadro executivo do BCE, que diz serem necessárias mais medidas de austeridade para Espanha “Em momentos de incerteza como estes, não é aconselhável ser demasiado otimista pois isso aumenta o risco de choques negativos que podem afetar a confiança na política económica”<sup>110</sup>.

Na semana seguinte a taxa de câmbio corrige a forte apreciação do dólar dos EUA, como explica Niels Christensen, do Nordea Bank AG, “O dólar subiu demasiado depressa na

---

<sup>105</sup> Dados negativos nos EUA animam euro, em Jornal de Negócios (on-line), 03/08/10

<sup>106</sup> Grécia supera primeira fase dos cortes orçamentais, em Jornal de Negócio (on-line), 03/08/10

<sup>107</sup> Euro perde terreno face ao dólar à espera da reunião da Fed, em Jornal de Negócios (on-line), 10/08/10

<sup>108</sup> Euro cai após previsões económicas da Fed e novos estímulos à economia, em Jornal de Negócios (on-line), 11/08/10

<sup>109</sup> Euro cai após previsões económicas da Fed e novos estímulos à economia, em Jornal de Negócios (on-line), 11/08/10

<sup>110</sup> BCE pede mais medidas de austeridade a Espanha, em Jornal de Negócios (on-line), 12/08/10

semana passada e sem uma forte aversão ao risco para o sustentar, a moeda está a devolver alguns daqueles ganhos. A nossa previsão para o dólar não é positiva”<sup>111</sup>.

Até ao dia 18 de Agosto o euro aprecia-se face ao dólar dos EUA, com a cotação a chegar aos 1.2880 EUR/USD, como consequência dos novos dados divulgados no boletim mensal de Agosto do BCE, que davam conta de uma melhoria da atividade económica no segundo trimestre, como explica Fabian Eliasson, do Mizuho Financial Group, “Saíram notícias na Europa melhores que o esperado, o que é positivo para o euro, e o dólar sofre com isso”<sup>112</sup>.

Segue-se então um período de descida do euro após o anúncio do BCE de que as medidas de estímulo à economia são para continuar até ao final do ano. Esta decisão levou à descida do euro como explica Toshihiko Sakai, da Mitsubishi UFJ Trust e Banking Corp, “As medidas de austeridade fiscal irão provavelmente afetar a recuperação económica. O euro é para vender”<sup>113</sup>. Adicionalmente existe também o aumento da procura de moedas de menor risco, como consequência das crescentes preocupações sobre o estado da economia a nível mundial, como explica Antje Praefcke, analista cambial, “há sinais de uma moderação no crescimento, o que alimenta a aversão pelo risco na generalidade no mercado, desde que exista afastamento face ao risco, iremos continuar a ver um euro mais fraco e um iene mais forte”<sup>114</sup>. A 24 de Agosto a taxa de câmbio era de 1.2611 EUR/USD.

A partir dessa data e durante o mês de Setembro o euro voltou a apreciar-se face ao dólar dos EUA. A contribuir para o aumento da taxa de câmbio temos a melhoria das perspetivas económicas para a zona do euro, que para além de impulsionarem a moeda única também dão um sinal positivo para os investidores que procuram divisas mais rentáveis, como explica Paul Robson, estratega de câmbios do Royal Bank of Scotland, “Os dados da semana passada estão a melhorar as perspetivas para a economia mundial e isso está a dar um impulso às divisas onde se está a restringir a política monetária. O dólar está a ser utilizado como divisa

---

<sup>111</sup> Euro corrige perdas e sobe pela primeira vez em seis sessões, em Jornal de Negócios (on-line), 16/08/10

<sup>112</sup> Subida das ações impulsiona moeda europeia, em Jornal de Negócios (on-line), 17/08/10

<sup>113</sup> Euro cai quase 1% após declarações de membro do BCE, em Jornal de Negócios (on-line), 20/08/10

<sup>114</sup> Euro cai para mínimo de quase nove anos face o iene e de um mês contra o dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 24/08/10

financiadora”<sup>115</sup>. Nota ainda para o facto de Paul Robson afirmar que o dólar dos EUA está a ser utilizado como moeda de financiamento para a obtenção de divisas mais rentáveis.

A 7 de Setembro, quando o “The Wall Street Journal” dos EUA faz uma análise aos testes de stress realizados pelos bancos europeus, são colocados em causa a eficiência desses mesmos testes, nomeadamente no que diz respeito à real exposição dos bancos em relação à dívida dos países da zona do euro.

“A pressionar a moeda única está ainda um artigo hoje publicado no jornal norte-americano “The Wall Street Journal”, que levanta a hipótese de os testes de stress realizados à banca europeia em Julho não terem revelado a real exposição das instituições à dívida soberana.”  
*Euro perde mais de 1% a reflectir receios no Velho Continente, em Jornal de Negócios (on-line), 07/09/10*

É notório durante este período de recuperação económica a nível mundial, um aumento de risco por parte dos investidores, na procura de divisas mais rentáveis, como explica Mike Jones, estratega do Bank of New Zealand, “Os desenvolvimentos do último fim-de-semana deverão suportar o apetite dos investidores [por ativos de risco como as ações] relativamente suportado, pressionando o dólar e o iene. Os dados económicos chineses sugerem que o crescimento está a estabilizar, depois de um início instável até Setembro”<sup>116</sup>.

A 22 de Setembro, registo para um aumento significativo da taxa de câmbio, com esta a passar dos 1.3120 EUR/USD para os 1.3364 EUR/USD, após a FED anunciar que está disponível para a aplicação de mais medidas de estímulo à economia norte-americana, caso seja necessário, como explica Adam Carr, economista-sénior do ICAP Austrália, “Claramente a Fed está a inclinar-se para maiores estímulos monetários. Isso é o suficiente para os investidores em divisa venderem o dólar”<sup>117</sup>.

Com o crescente aumento da taxa de câmbio existia quem defendesse que esta subida não estava a ser bem suportada por causa da economia de alguns países da zona do euro, como explica Lee Hardman, estratega de divisa do Bank of Tokio, “A recente subida do euro levou

---

<sup>115</sup> Euro deprecia face ao dólar a corrigir ganhos das últimas quatro sessões, em Jornal de Negócios (on-line), 06/09/10

<sup>116</sup> Euro beneficia com novas regras para a banca, em Jornal de Negócios (on-line), 13/09/10

<sup>117</sup> Euro acima dos 1,33 dólares após Fed sinalizar mais medidas de apoio à economia, em Jornal de Negócios (on-line), 22/09/10

para território de sobrevalorização face a um contexto de fundamentais, ainda, em deterioração. Isto é notável e sinaliza-nos que [a subida recente] se vai tornar insustentável. O euro enfrenta, metaforicamente falando, uma morte por mil cortes”<sup>118</sup>.

A 28 de Setembro o euro sofre uma ligeira descida com a taxa de câmbio a passar dos 1.3477 EUR/USD para os 1.3460 EUR/USD, depois da agência de *rating* Moody’s ter cortado a avaliação do Anglo Irish Bank da Irlanda, o que penalizou a moeda única como explica Greg Gibbs, estratega de divisa do Royal Bank of Scotland, “O governo irlandês deverá anunciar planos de reestruturação do Anglo Irish Bank. Estas notícias podem perturbar o mercado e dificultar o financiamento dos bancos mais frágeis. O que representa um risco para o euro”<sup>119</sup>. Contudo este fator não foi suficientemente forte para inverter a evolução da taxa de câmbio, já que esta seguiu a subir depois da divulgação de novos dados sobre a economia norte-americana.

“Recorde-se que ontem foram revelados dois dados económicos que geraram algum pessimismo junto dos analistas. A confiança dos consumidores desceu em Setembro para o valor mais baixo em sete meses (com o índice a situar-se em Setembro nos 48,5%). Também revelado ontem foi o índice S&P/Case-Shiller, que mede o preço das casas de 20 cidades norte-americanas, que, em Julho, subiu 3,2%, naquele que foi a menor subida desde Março. O dólar está assim a desvalorizar face às restantes moedas, como consequência da situação precária em que se encontra a situação económica do país.”

*Incerteza na economia dos EUA leva euro acima dos 1,36 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 29/09/10*

A 30 de Setembro a agência de *rating* Moody’s baixa a avaliação da Espanha do nível máximo, como consequência da alteração das perspetivas futuras. Contudo a taxa de câmbio não desceu tendo inclusive subidos de 1.3611 EUR/USD para 1.3648 EUR/USD com o anúncio do BCE de um novo empréstimo a banca por um valor inferior ao projetado, o que demonstra melhorias no sector da banca, como explica um economista do Royal Bank of Scotland “Os empréstimos de hoje, combinados com os de ontem, totalizam muito menos do que era esperado. Isto pode significar que a dependência da liquidez do BCE pode estar a

---

<sup>118</sup> Euro volta a subir com divulgação da confiança dos empresários alemães, em Jornal de Negócios (on-line), 24/09/10

<sup>119</sup> Euro corrige de máximos com investidores a recearem carências de capital na banca, em Jornal de Negócios (on-line), 27/09/10

diminuir mas prevejo que os bancos da periferia da Europa vão continuar a depender do banco central”<sup>120</sup>.

O mês de Outubro começa com a tendência de subida do euro que se vinha a registar no final do mês anterior. No dia 7, Jean-Claude Trichet, presidente do BCE, anunciou a manutenção das taxas de juro, o que foi recebido pelos mercados como uma boa notícia. Contudo o FMI já tinha vindo a alertar para os problemas associados a forma de financiamento da banca na área do euro, “Muitos bancos permanecem altamente dependentes das linhas de financiamento do BCE”<sup>121</sup>. Nota ainda para as notícias que davam conta de uma possível injeção de liquidez por parte da FED, o que prejudicou o dólar dos EUA, como explica Simon Derrick, estratega de divisa do New York Mellon Corp, “As expectativas de taxas mais baixas nos Estados Unidos estão a pressionar o dólar. A Reserva Federal está aproximar-se de um aumento da liquidez e os investidores estão, claramente, a preferir ativos mais credíveis”<sup>122</sup>. Steffen Seibert, porta-voz da chanceler da Alemanha, defende que estas injeções de liquidez no mercado eram feitas com o intuito de depreciar o dólar dos EUA, “quando se injeta uma quantidade extrema de liquidez (no mercado dos EUA), o dólar desvaloriza-se gradualmente”<sup>123</sup>. Esta situação de depreciação do dólar dos EUA é desfavorável à economia europeia no sentido em que um aumento da cotação do euro faz com que as exportações fiquem mais caras, o que leva a uma redução das mesmas. Nesta data a taxa de câmbio era de 1.3970 EUR/USD.

A 14 de Outubro a taxa de câmbio atinge os 1.4101 EUR/USD com a especulação de possíveis estímulos adicionais à economia dos EUA, o que levou à depreciação do dólar dos EUA. Ben Bernanke, presidente da Reserva Federal do EUA, disse “Poderemos estar numa situação em que é recomendável uma atuação adicional. O crescimento económico geral tem evoluído a um ritmo menos vigoroso do que aquilo que gostaríamos (...) está preparado para implementar novas medidas acomodáticas caso isso seja necessário para a recuperação económica”<sup>124</sup>.

---

<sup>120</sup> BCE empresta mais 29,4 mil milhões de euros aos bancos europeus, em Jornal de Negócios (on-line), 30/09/10

<sup>121</sup> BCE pressionado a manter medidas de apoio à banca, em Jornal de Negócios (on-line), 06/10/10

<sup>122</sup> Euro negocia acima dos 1,40 dólares pela primeira vez desde Fevereiro, em Jornal de Negócios (on-line), 07/10/10

<sup>123</sup> Alemanha "entra" na guerra cambial e critica fraqueza de dólar e do yuan, em Jornal de Negócios (on-line), 08/10/10

<sup>124</sup> Ben Bernanke abre a porta a mais estímulos monetários, em Jornal de Negócios (on-line), 15/10/10

Após a taxa de câmbio ter passado a barreira dos 1.4000 EUR/USD, o euro sofre uma ligeira depreciação em virtude de uma possível queda dos indicadores de confiança por parte da Alemanha, principal economia da área do euro. Segundo Mansoor Mohi-uddin, chefe de estratégia cambial do UBS, esta descida dos níveis de confiança é consequência direta da taxa de câmbio que torna o euro uma moeda cara e prejudicial para a economia de vários países, “Quanto mais tempo o euro permanecer acima do seu justo valor de 1,20 dólares , mais depressa a economia irá sofrer outra depressão”<sup>125</sup>.

No entanto a possível introdução de liquidez por parte da FED na economia norte-americana, tinha deixado o dólar dos EUA sobre pressão, como explica Jonathan Cavenagh, estratega de divisa do Westpac Banking Corp., “A história da injeção de liquidez está claramente impregnado no mercado. A posição do dólar ainda está muito pressionado”<sup>126</sup>.

Com a reunião do G20 a aproximar-se a taxa de câmbio estabilizou pois os investidores estavam espectáveis quanto a esta reunião, pois um dos principais temas de debate era a atual “guerra cambial”. Antes da reunião Tim Geithner, secretário do Tesouro dos EUA alertou para o problemas dos países estarem a depreciar as suas moedas para ganharem competitividade, “quando grandes economias desvalorizam artificialmente as suas divisas, isso incentiva outros países a fazer o mesmo, desencadeando uma 'desvalorização competitiva”<sup>127</sup>. Esta declaração foi efetuada no sentido de evitar uma compra de dólares dos EUA por parte de outros países, com o intuito de depreciar as moedas locais dos mesmos.

A 25 de Outubro os mercados reabrem com a cotação nos 1.4031 EUR/USD com a reunião do G20 a atenuar a possível existência de uma “guerra cambial” entre países, com os mesmos a comprometerem-se em não usar estratégias de “depreciação competitiva” para colmatarem os desequilíbrios na balança de pagamentos de modo a impulsionar a recuperação da economia.

Nos dias que se seguiram o euro voltou a depreciar-se face ao dólar dos EUA, numa altura em que foi feito um reforço do PEC europeu por parte dos líderes da UE. Este novo PEC previa um limite do défice público em relação ao PIB em três por cento e um limite da dívida pública de 60% do PIB, contudo esses valores já foram largamente ultrapassados por parte de

---

<sup>125</sup> Euro em queda antes de dados que podem indicar deterioração da economia, em Jornal de Negócios (on-line), 18/10/10

<sup>126</sup> Euro avança 0,48% com especulação de intervenção da Fed, em Jornal de Negócios (on-line), 20/10/10

<sup>127</sup> Guerra cambial ensombra G20, em Jornal de Negócios (on-line), 22/10/10

alguns países da zona do euro. Jean-Claude Trichet, presidente do BCE afirmou nessa semana que os países da área do euro tinham subestimado os seus próprios problemas orçamentais e desrespeitado os limites do défice e da dívida pública, “A minha impressão é que no domínio do controlo das políticas orçamentais, de políticas orçamentais sólidas, não chegámos nunca ao máximo das nossas possibilidades (...) há uma subestimação permanente do que é necessário nesta área, sobretudo no seio da zona euro (...) O critério da dívida foi demasiado longe”<sup>128</sup>. A taxa de câmbio termina o mês nos 1.3857 EUR/USD.

O mês de Novembro começa com uma apreciação do euro face ao dólar dos EUA. A prejudicar a moeda norte-americana está a reunião da FED, sobre a qual se espera que sejam anunciadas novas medidas de estímulo à economia, explica Lee Hardman, analista de câmbios do Bank of Tokyo-Mitsubishi, em Londres, “todos os olhos estão hoje colocados na Fed e este vai ser o principal motor”<sup>129</sup>.

A 4 de Novembro, a taxa de câmbio atinge os 1.4244 EUR/USD após o anúncio da FED de que iria injetar na economia norte-americana aproximadamente 900 mil milhões de dólares dos EUA, o que fez com que a sua moeda se depreciasse. Esta medida de estímulo à economia representa uma depreciação da moeda local. Jean-Claude Trichet, presidente do BCE, acredita que esta medida não tem como objetivo depreciar a moeda norte-americana, “Acredito que a Reserva Federal e o governo americano estão interessados num dólar forte e que isso é bom. Confio nas declarações dos responsáveis e não tenho razões para pensar o contrário”<sup>130</sup>. Contudo a Alemanha, principal economia da zona do euro, não partilha da mesma opinião pois segundo Wolfgang Schauble, ministro das Finanças da Alemanha, os EUA não estão a cumprir a promessa feita na reunião do G20 ao depreciarem a sua moeda, “Foi essa a política comum, que todos os países desenvolvidos, incluindo os EUA, presentes na cimeira do G20 em Toronto, explicitamente se comprometeram a adotar”<sup>131</sup>.

Após esta depreciação do dólar dos EUA face ao euro, a tendência inverte-se com a moeda única a depreciar-se face a dívida norte-americana com Nigel Rendell, economista da RBC Capital Markets a explicar que os países interessados em comprar dívida soberana estão

---

<sup>128</sup> BCE diz que Europa subestimou problemas orçamentais, em TVI 24 (on-line) 27/09/10

<sup>129</sup> Euro acima dos 1,40 dólares à espera da reunião da Fed, em Jornal de Negócios (on-line), 03/11/10

<sup>130</sup> Alemanha acusa EUA de não cumprirem promessa, em Jornal de Negócios (on-line), 05/11/10

<sup>131</sup> Alemanha acusa EUA de não cumprirem promessa, em Jornal de Negócios (on-line), 05/11/10

afastar-se dos países periféricos da zona do euro, “Se [os fundos soberanos] assumirem que é cada vez mais provável que as economias periféricas entrem em ‘default’ ou enfrentem uma reestruturação da dívida, qual a razão para investirem nestes ativos? Estamos perto de uma situação em que apenas as instituições e os bancos locais irão comprar dívida periférica”<sup>132</sup>. Este comentário surge após a aplicação de novos esforços de contenção orçamental em Portugal e Irlanda. Esta situação deixou as duas economias sobre pressão, como explica Joseph Capurso, estratega de câmbios do Commonwealth Bank of Austrália, “Existe risco de queda considerável na Europa”<sup>133</sup>.

Nesta altura foi efetuado um pedido ao BCE para que este aplicasse mais medidas de estímulo à economia, mas o banco central disse já ter feito tudo o que estava ao seu alcance e que quem tinha que agir eram os governos, como explica Klaas Knot, membro do conselho de governadores do BCE, “Não se pode esperar muito mais de nós, cabe aos governos. As intervenções [do BCE] podem ter apenas efeitos temporários e muito limitados”<sup>134</sup>.

A 15 de Novembro a taxa de câmbio chega aos 1.3626 EUR/USD com a moeda norte-americana a ser impulsionada pela melhoria das perspetivas económicas do país. Em sentido inverso segue o euro devido ao agravamento da dívida soberana da Irlanda, como explica Simon Derrick, estratega chefe de divisas do Bank of New York Mellon Collie, “Como pano de fundo, as perspetivas para os dados económicos positivos norte-americanos estão a suportar o dólar. Os preços dos Estados Unidos nos consumidores e as vendas a retalho deverão ser fortes, o que vai impulsionar a procura de dólares. Até termos uma decisão mais clara quanto à Irlanda, vamos continuar a ver o euro pressionado”<sup>135</sup>.

A 21 de Novembro é solicitado por parte da Irlanda o pedido de assistência financeira. Este pedido já se fazia esperar numa altura em que se especulava sobre a capacidade da Irlanda em cumprir as suas obrigações perante terceiros.

---

<sup>132</sup> Fundos soberanos perdem interesse na dívida dos países periféricos, em *Jornal de Negócios* (on-line), 04/11/10

<sup>133</sup> Euro acumula perda de 2,5% em três sessões com crise da dívida a pressionar, em *Jornal de Negócios* (on-line), 09/11/10

<sup>134</sup> BCE diz-se sem ‘trunfos’ mas Europa pede mais, em *Jornal Económico* (on-line) 10/11/10

<sup>135</sup> Irlanda e perspectivas económicas dos EUA levam euro a mínimos de seis semanas, em *Jornal de Negócios* (on-line), 15/11/10

“O governo irlandês solicita assistência financeira aos países da UE e da área do euro. Os ministros das Finanças dos países da UE concordam com a Comissão Europeia e o BCE em que a prestação de assistência à Irlanda se justifica a fim de salvaguardar a estabilidade financeira na UE e na área do euro.”

*Irlanda solicita assistência financeira, em Principais Datas da Crise Financeira (BCE online), 21/11/10*

Nos dias que se seguiram a taxa de câmbio começa a decrescer, passando dos 1.3647 EUR/USD a 22 de Novembro para os 1.2998 EUR/USD a 30 de Novembro.

Contudo o decréscimo da cotação não está só associado ao pedido de assistência financeira por parte da Irlanda. Segundo David Forrester, economista do Barclays Capital em Singapura, o principal problema é o eventual contágio a outros países da área do euro, nomeadamente a Espanha, “A Irlanda representa uma parte relativamente pequena da União Europeia mas as preocupações relativas ao contágio de economias maiores, especialmente Espanha, continuam a ser uma preocupação para os investidores. Potenciais problemas com os bancos nacionais de Espanha, ou as 'Cajas' deverão pressionar o euro”<sup>136</sup>. Alguns dias depois a revista britânica “The Economist” publicou um artigo no qual diz que o futuro da moeda única está nas mãos de José Luis Zapatero, primeiro ministro espanhol.

“O futuro do euro está nas mãos da Alemanha e do Banco Central Europeu (BCE) – afinal de contas, é lá que está o dinheiro. Mas neste momento, Zapatero é a chave. Se ele agir rapidamente, poderá desempenhar um papel vital para salvar a moeda do colapso”.

*“The Economist”: Futuro do euro está nas mãos de Zapatero, em Jornal de Negócios (online), 26/11/10*

Nota ainda para os conflitos existentes entre as Coreias (Norte e Sul) que levaram os investidores a procurarem moedas de refúgio, com receio de uma eventual guerra, o que influenciou indiretamente a cotação do euro com o dólar dos EUA, devido ao aumento da procura pela divisa norte-americana, como explica Jane Foley, analista do Rabobank International, “As notícias da Coreia levaram os investidores a procurarem exposição a ativos de refúgio”<sup>137</sup>.

---

<sup>136</sup> Euro acentua queda e aproxima-se dos 1,34 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 23/11/10

<sup>137</sup> Euro acentua queda e aproxima-se dos 1,34 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 23/11/10

A 26 de Novembro, Romano Prodi, ex-presidente da Comissão Europeia, afirma que a culpa de os investidores estarem com receio dos países da área do euro é de Angela Merkel, chanceler alemã, por esta querer que a União Europeia aceite a proposta feita pela Alemanha para que os países detentores de dívidas públicas passassem a pagar os encargos associados aos resgates financeiros das mesmas, após 2013, data em que termina o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF), “Poderia ser sensato dizer que os bancos devem compartilhar o encargo de um comportamento, digamos, pouco ético, mas este não é o momento, na minha opinião. E quando se faz isso, é preciso colocar todas as condições técnicas em cima da mesa, caso contrário as pessoas começarão a imaginar problemas impensáveis”<sup>138</sup>.

A 28 de Novembro é anunciada a criação do Mecanismo Europeu de Estabilidade que irá substituir em 2013 o FEEF. Este novo fundo irá garantir o pagamento dos custos associados aos resgates financeiros.

“Os ministros das Finanças da área do euro chegam a acordo sobre o futuro Mecanismo Europeu de Estabilidade, que substituirá a European Financial Stability Facility (Fundo Europeu de Estabilidade Financeira) em meados de 2013 e prestará apoio aos países da área do euro com dificuldades financeiras.”

*Novo mecanismo para países com dificuldades financeiras, em Principais Datas da Crise Financeira (BCE on-line), 28/11/10*

Até ao final do mês voltou a especular-se sobre o possível contágio das crises das dívidas soberanas a outros países da área do euro, nomeadamente a Itália, como explica Valentin Marinov, estratega cambial do Citigroup, “O contágio na Zona euro está a ficar indiscriminado”<sup>139</sup>.

O mês de Dezembro começa com o euro a apreciar-se face ao dólar dos EUA, com a moeda única a ser impulsionada pela especulação criada à volta das declarações de Jean-Claude Trichet, presidente do BCE, que davam a entender a introdução de novas medidas para estancar a crise, como explica Lee Hardman, analista do Bank of Tokyo-Mitsubishi, “O euro estabilizou depois dos comentários do presidente do BCE sugeriam que o BCE possa ponderar expandir o programa de compra de obrigações soberanas”<sup>140</sup>. Por outro lado

---

<sup>138</sup> Romano Prodi diz que Merkel deixou investidores receosos, em *Jornal de Negócios* (on-line), 26/11/10

<sup>139</sup> Crise da dívida coloca euro abaixo dos 1,30 dólares, em *Jornal de Negócios* (on-line), 30/11/10

<sup>140</sup> Euro sobe 1% com expectativas de ajudas do BCE, em *Jornal de Negócios* (on-line), 01/12/10

existiam pessoas, que mesmo sem conhecerem as medidas a serem adotadas, defendiam que estas não iam chegar e que eram necessárias mais medidas para resolver os problemas da crise, nomeadamente Juergen Michels, economista-chefe para a Zona Euro do Citigroup, que diz “De certa forma o BCE está prisioneiro dos mercados financeiros. Já que as medidas existentes não deverão ser suficientes para resolver os problemas na periferia, o BCE deverá ser forçado a aumentar os seus programas substancialmente”<sup>141</sup>.

Nota ainda para o facto do euro se estar a apreciar face ao dólar dos EUA num momento em que a divisa norte-americana estava a ganhar terreno face às demais divisas, em consequência das tensões registadas entre as Coreias, como refere Takayuki Asahara, operador de mercados do Shinkin Central Bank, “Os dados económicos recentes suportam o dólar”<sup>142</sup>.

Nos dias que se seguiram o euro seguiu a apreciar-se face ao dólar dos EUA, após Giulio Tremonti, ministro das finanças de Itália, e Jean-Claude Juncker, primeiro-ministro do Luxemburgo e presidente do Eurogrupo, terem dito que iriam apresentar na próxima cimeira europeia a criação da AED (Agência Europeia de Dívida), que visava a emissão de obrigações europeias para que a UE “formule uma resposta forte e global a esta crise, de modo a enviar uma mensagem clara aos mercados globais e aos cidadãos europeus sobre o nosso compromisso político com a união económica e monetária e sobre a irreversibilidade do euro”<sup>143</sup>. Já a Alemanha opunha-se a criação da AED pois defendia que os países da área do euro necessitavam de sentir a pressão dos mercados para aplicarem as reformas necessárias para a resolução da crise, pois caso sejam introduzidas as obrigações europeias, os países iriam relaxar as suas políticas orçamentais pois existiam membros da União Europeia que iriam garantir a compra das obrigações conjuntas.

Contudo esta proposta de criação da AED foi rejeitada mesmo sem estarem definidos quais os termos em que se poderia emitir dívida conjunta, como explica Jean-Claude Juncker, presidente do Eurogrupo, “A nossa proposta [de emissão de dívida conjunta] foi rejeitada

---

<sup>141</sup> Euro prolonga ganhos de ontem com investidores a anteciparem medidas pelo BCE, em Jornal de Negócios (on-line), 02/12/10

<sup>142</sup> Euro prolonga ganhos de ontem com investidores a anteciparem medidas pelo BCE, em Jornal de Negócios (on-line), 02/12/10

<sup>143</sup> Luxemburgo e Itália querem Agência Europeia de Dívida ainda neste ano, em Jornal de Negócios (on-line), 06/12/10

ainda antes de ter sido devidamente estudada”<sup>144</sup>. O euro depreciou-se nesse dia dos 1.3363 EUR/USD para os 1.3200 EUR/USD.

Nos dias que se seguiram, o euro voltou a apreciar-se face ao dólar dos EUA, com a divisa norte-americana a ser prejudicada pela especulação feita pelos investidores de que novas medidas de estímulo à economia estão prestes a ser aplicadas no país, como explica Tetsuya Inoue, analista de mercados do Nomura Research Institute, “As pessoas vão precisar de mais tempo para ver se a recuperação económica norte-americana é suficientemente sustentável para conduzir as taxas de retorno de forma positiva. À medida que a economia melhora, os investidores norte-americanos vão assumir maior risco e querem investir dinheiro no estrangeiro para obter melhores retornos. Isso pode impedir o dólar de recuperar”<sup>145</sup>.

A 15 de Dezembro o euro volta a ser pressionado pelos mercados, com a taxa de câmbio a cair para os 1.3360 EUR/USD, desta feita pela ameaça da agência de *rating* Moody’s em cortar a avaliação de Espanha, depois de esta ter colocado a dívida espanhola sob revisão, como explica Tomohiro Nishida, analista do Chuo Mitsui Trust & Banking, “O euro está a deprecia em resposta à notícia. Se a Espanha cair na mesma situação que a Grécia, o impacto vai ser significativo porque a sua economia é maior”<sup>146</sup>. Contudo esta descida poderia ter sido mais acentuada nos dias que se seguiam se não fosse a reunião dos líderes do BCE, que poderia trazer boas notícias para a moeda única como explica Adam Cole, responsável por estratégia de divisa do RBC Capital Markets, “Pode ser positivo para o euro se eles acordarem alguma coisa em concreto que, pelo menos no curto prazo, reduza as preocupações do mercado quanto à extensão da crise orçamental”<sup>147</sup>.

A 17 de Dezembro o euro começa o dia a ganhar terreno face a divisa norte-americana, com a cimeira europeia a transmitir um sinal positivo para os mercados financeiros como explica Naoto Minatogawa, analista de divisas do Himawari Securities, “O Banco Central Europeu (BCE) já tomou a decisão de aumentar capital, o que me diz que os políticos europeus fizeram

---

<sup>144</sup> Juncker: Alemanha precipitou-se ao rejeitar emissão de dívida conjunta na Zona Euro, em *Jornal de Negócios* (on-line), 08/12/10

<sup>145</sup> Euro negoceia acima dos 1,34 dólares com perspectivas de intervenção da Fed, em *Jornal de Negócios* (on-line), 14/12/10

<sup>146</sup> Euro pressionado pela ameaça de corte de "rating" de Espanha, em *Jornal de Negócios* (on-line), 15/12/10

<sup>147</sup> Euro valoriza antes da cimeira da União Europeia, em *Jornal de Negócios* (on-line), 16/12/10

progressos. A pressão sobre o euro deverá abrandar”<sup>148</sup>. Contudo, após a cimeira ter terminado, voltou a pairar no ar a ideia de que as medidas tomadas não eram suficiente para evitar o contágio da crise da dívida soberana aos países da área do euro.

Nos dias que se seguiram surge a notícia de que as garantias prestadas pela Irlanda para se financiar, poderiam não ser boas, conforme declarações do BCE a agência de notícias BBC, “O BCE tem preocupações sérias de que a versão preliminar da legislação é insuficiente em termos legais”<sup>149</sup>. Este anúncio fez com que a cotação descesse até aos 1.3147 EUR/USD.

A 21 de Dezembro a moeda única recebe uma boa notícia com Wang Qishan, responsável do governo da China, a dizer que o país tinha tomado medidas para ajudar a Europa na resolução da crise das dívidas soberanas, “Os membros da União Europeia tomaram medidas para responder ativamente à crise da dívida soberana. Esperamos que esses venham a produzir resultados rapidamente e que levem a uma recuperação estável das economias na União Europeia”<sup>150</sup>. Contudo a ameaça da agência de *rating* Moody’s em cortar a avaliação da dívida de Portugal fez com que o euro não subisse muito face ao dólar dos EUA, tendo chegado aos 1.3155 EUR/USD.

Nos dias que se seguiram o euro começou por perder terreno face ao dólar dos EUA, com o problema da crise da dívida soberana de alguns países da área do euro a ser o principal fator de descida da moeda. Contudo, até ao final do ano, o euro voltou a apreciar-se face ao dólar dos EUA, com a moeda norte-americana a ser prejudicada pelo mercado imobiliário do país, que continua a demonstrar sinais pouco positivos de recuperação como explica um analista sénior do Ueda Harlow em Tóquio, “Os baixos preços das casas implicam que a Reserva Federal ainda está muito longe abandonar [as políticas de estímulo monetário à economia]. Isso leva os investidores a hesitarem ao comprar o dólar especialmente com a menor liquidez do mercado de final do ano”<sup>151</sup>. A taxa de câmbio termina o ano nos 1.3362 EUR/USD.

---

<sup>148</sup> Euro avança após acordo dos líderes europeus, em *Jornal de Negócios* (on-line), 17/12/10

<sup>149</sup> BCE revela preocupações com ajudas à Irlanda, em *Jornal de Negócios* (on-line), 20/12/10

<sup>150</sup> China toma "medidas concretas" para ajudar Europa com a crise da dívida, em *Jornal de Negócios* (on-line), 21/12/10

<sup>151</sup> Euro sobe pela quarta sessão consecutiva face ao dólar, em *Jornal de Negócios* (on-line), 28/12/10

#### ***Anexo 4 - Evolução da taxa de câmbio, segundo as notícias de 2011***

O ano de 2011 começa com a taxa de câmbio a acompanhar a tendência de descida que trazia do final de 2010. Desde o início do ano e até 10 de Janeiro a taxa de câmbio passou de 1.3348 EUR/USD para 1.2903 EUR/USD, com o euro a perder terreno face ao dólar dos EUA devido a crise das dívidas soberanas que abrangem a área do euro, como explica Masanobu Ishikawa, responsável da Forex & Ueda Harlow, “Os problemas de financiamento na Europa ainda são fortes e os problemas da dívida soberana deverão continuar este ano. A tendência é de que o euro seja vendido”<sup>152</sup>. Nota ainda para o anúncio do Banco Central da Suíça de que não iria aceitar títulos de dívida da Irlanda como colateral para as operações de cedência de liquidez, pois estes não asseguravam as garantias necessárias.

A partir de 10 de Janeiro a taxa de câmbio altera a sua tendência de evolução com o euro a apreciar-se face ao dólar dos EUA. Esta alteração na evolução da cotação fica marcada pelo anúncio do Japão de que iria adquirir dívida pública europeia, conforme declarações de Takashi Kudo, da NTT SmartTrade Inc., “O Japão provavelmente vai comprar dívida europeia (...) estas compras podem ajudar a aliviar a pressão existente sobre a captação de financiamento (...) estas aquisições serão provavelmente positivas para a moeda da Zona Euro e negativas para a moeda nipónica”<sup>153</sup>. Este anúncio fez aumentar a confiança dos investidores na área do euro.

Segue-se um período em que a taxa de câmbio manteve-se pouco alterada com a especulação existente à volta da reunião dos ministros das finanças da área do euro. Após a reunião, a moeda única seguiu a apreciar-se face ao dólar dos EUA, com os investidores a reagirem bem às medidas tomadas que visavam fortalecer o apoio dado aos países atingidos pela crise das dívidas soberanas, como explica Simon Derrik, estratega do Bank of New York Mellon Corp., “As políticas de gestão da crise da Zona Euro são razoavelmente eficientes. A venda de obrigações relativamente saudável de Espanha é uma medida do facto de as pessoas acreditarem que a Zona Euro vai agir em conjunto”<sup>154</sup>. A contribuir para a depreciação do dólar dos EUA estão os dados sobre a construção e o desemprego na América, que tem levado

---

<sup>152</sup> Euro desce em dia de emissão de dívida de Portugal, em *Jornal de Negócios* (on-line), 05/01/11

<sup>153</sup> Euro sobe depois do Japão anunciar que vai comprar obrigações europeias, em *Jornal de Negócios* (on-line), 11/01/11

<sup>154</sup> Euro valoriza com autoridades europeias a agir em conjunto, em *Jornal de Negócios* (on-line), 18/01/11

os investidores a afastarem-se da moeda norte-americana, como explica o analista Morio Okayasu, “O imobiliário e o emprego têm atrasado o ritmo de recuperação dos EUA”<sup>155</sup>. Nota ainda para as emissões bem sucedidas de títulos de dívida pública por parte de Portugal, Espanha e Itália. A 21 de Janeiro a taxa de câmbio era 1.3521 EUR/USD.

“Um período que ficou marcado pela acalmia dos receios dos investidores com a necessidade de Portugal e Espanha terem de recorrer a ajuda externa. A primeira semana deste período positivo para o euro ficou marcada pelo facto de Portugal, Espanha e Itália terem realizado leilões de dívida pública pagando taxas de juro abaixo dos que muitos temiam.”

*Euro acelera mais de 5% em duas semanas e já está acima dos 1,36 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 21/01/11*

Até ao início do mês de Fevereiro o euro seguiu a apreciar-se face ao dólar dos EUA, com a taxa de câmbio a chegar aos 1.3803 EUR/USD, a 2 de Fevereiro. Segundo, Martin van Vliet, economista do ING Group, a moeda única evolui muito positivamente durante o mês de Janeiro, “No geral, a leitura de Janeiro confirma que a economia da Zona Euro entrou em 2011 com um ritmo de crescimento substancial (...) a divisão entre países continua a evidenciar um hiato entre os países mais fortes da Zona Euro e os [da região] da periferia”<sup>156</sup>.

Nos dias que se seguiram o euro depreciou-se face ao dólar dos EUA, com os indicadores a mostrarem uma queda nas encomendas da indústria alemã, como explica Ian Stannard, estratega de negociação cambial do BNP Paribas, “Estamos habituados a ver dados razoavelmente desalentadores nas economias periféricas. O facto de também estarmos a ver dados mais fracos no centro da Europa é um sinal preocupante para o euro”<sup>157</sup>. Adicionalmente a suportar a apreciação da divisa norte-americana está a descida da taxa de desemprego nos EUA. A taxa de câmbio chegou aos 1.3553 EUR/USD a 7 de Fevereiro.

A 10 de Fevereiro surge a notícia de que Axel Weber, presidente do Banco Central Alemão, não irá concorrer para a substituição de Jean-Claude Trichet na presidência do BCE, o que foi recebido negativamente pelos mercados, pois os investidores queriam que o novo presidente do BCE já tivesse prestado garantias de que iria ter “punho forte” na gestão do mesmo, como

---

<sup>155</sup> Euro sobe e negocia acima de 1,34 dólares com esperança no controlo da crise europeia, em Jornal de Negócios (on-line), 19/01/11

<sup>156</sup> Euro regressa a máximos de dois meses com Sarkozy a declarar apoio aos países da EU, em Jornal de Negócios (on-line), 27/01/11

<sup>157</sup> Euro perde quase 0,5% com quebra das encomendas à indústria alemã, em Jornal de Negócios (on-line), 07/02/11

explica Sílvio Peruzzo, economista do Royal Bank of Scotland, “Se alguém com uma abordagem mais branda tomar o lugar de presidente do banco, isso pode ter implicações nas taxas e na perspetiva dos mercados em relação a quão acomodatória continuará no futuro”<sup>158</sup>.

A partir de 15 de Fevereiro o euro voltou a ganhar terreno face ao dólar dos EUA, com os investidores a guiarem-se novamente pelas perspetivas sobre o crescimento económico mundial como explica Lee Hardman, estratega do Bank of Tóquio-Mitsubishi, “A confiança na economia mundial está definitivamente a melhorar e isso está a levar as divisas de refúgio como o dólar e o iene a enfraquecerem em resposta”<sup>159</sup>.

A 23 de Fevereiro o euro ultrapassou os 1.3700 EUR/USD com os investidores a aumentarem a especulação à volta de uma possível subida das taxas de juro de referência por parte do BCE, em consequência do aumento da inflação, como explica Osao Iizuka, chefe do departamento de negócios cambiais em Tóquio no Sumitomo Trust & Banking Co., “A subida dos preços do petróleo irá provavelmente conduzir a mais inflação, que pode influenciar a subida das taxas de juro”<sup>160</sup>.

Até ao final do mês e durante o princípio de Março, o euro continua a apreciar-se face ao dólar dos EUA com a moeda única a beneficiar do diferencial das taxas de juro de referência, como explica Neil Jones, responsável de vendas do “hedge funds” na Europa do Mizuho Corporate Bank, “Desde que a Fed mantenha a sua postura, o diferencial de taxa de juro vai ser desfavorável ao dólar. Existe uma grande confiança de que Trichet vai adotar uma postura mais agressiva e discutir uma retirada dos estímulos. Essa é uma das principais razões para o fortalecimento do euro”<sup>161</sup>. Adicionalmente existe ainda o aumento dos preços das matérias-primas, que levam os investidores a procurarem moedas mais rentáveis, como explica Brian Kim, estratega cambial no UBS em Connecticut, “Se as pessoas põem o seu dinheiro a render, elas vão aplicá-lo em moedas com maior rentabilidade, dado o nível em que o preço das matérias-primas estão”<sup>162</sup>. A 7 de Março a taxa de câmbio atinge os 1.4028 EUR/USD.

---

<sup>158</sup> Weber desiste da corrida ao BCE e deixa Bundesbank para se juntar ao Deutsche Bank (act.), em Jornal de Negócios (on-line), 09/02/11

<sup>159</sup> Apetite pelo risco dos investidores impulsiona euro, em Jornal de Negócios (on-line), 16/02/11

<sup>160</sup> Especulação em torno da subida de juros por parte do BCE impulsiona euro, em Jornal de Negócios (on-line), 23/02/11

<sup>161</sup> Especulação de subida de juros do BCE impulsiona euro (act), em Jornal de Negócios (on-line), 28/02/11

<sup>162</sup> Euro sobe e está a negociar nos 1,40 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 07/03/11

Nos dias que se seguem a taxa de câmbio desce, com o euro a depreciar-se face ao dólar dos EUA devido a novo agravamento das dívidas soberanas da área do euro, desta feita provocadas pelo corte de *rating* de Espanha, e mais tarde de Portugal, por parte da agência de *rating* Moody's, como explica Boris Schlossberg, diretor de pesquisa de câmbios online em Nova Iorque, "O euro tem sido associado a uma corrente de riscos negativos. O maior risco que o mercado está a começar a temer é a série de descidas dentro da Zona Euro e a expansão dos riscos do crédito periférico que podem forçar o Banco Central Europeu a adiar o aumento das taxas de juro"<sup>163</sup>.

Apesar destas duas descidas o euro continuou a assumir uma evolução positiva com a taxa de câmbio a subir nos dias seguintes. Esta subida poderá estar ligada à moeda japonesa, o Iene, que foi alvo de intervenções por parte do G7 e de alguns Bancos Centrais, como explica Aroop Chatterjee, estratega cambial no Barclays em Nova Iorque, "O G-7 deu o seu total apoio para ajudar a estabilizar o mercado e para prevenir que o iene fortalecesse demais. Com os decisores políticos a declarar que a flexibilização da política monetária está mais próxima, esperamos que o iene continue fraco após a intervenção"<sup>164</sup>. Esta decisão fez com que o Iene perdesse terreno face às demais divisas o que levou os investidores a procurarem outro tipo de ativos como o euro. A 22 de Março a taxa de câmbio chega aos 1.4211 EUR/USD.

Até 30 de Março a taxa de câmbio sofreu uma ligeira descida com o aumento da especulação à volta da Cimeira da Zona do Euro, devido à situação débil em que se encontrava a economia de Portugal, provocado pela instabilidade política do país que havia sido provocada pelo chumbo do novo programa do PEC. A 30 de Março a taxa de câmbio era 1.4090 EUR/USD.

Os dias que se seguem foram muito positivos para a moeda única com o euro a apreciar-se face ao dólar dos EUA devido ao possível aumento das taxas de juro por parte do BCE, como explica Chris Walker, estratega do UBS para o mercado cambial, "Não se pode esquecer a questão da taxa de retorno no euro. O incentivo para o BCE subir as taxas continua a suportar o euro"<sup>165</sup>. A 13 de Abril a taxa de câmbio chega aos 1.4493 EUR/USD.

---

<sup>163</sup> Crise da dívida leva o euro a descer face ao dólar, em *Jornal de Negócios* (on-line), 10/03/11

<sup>164</sup> Iene regista a maior queda em dois anos após intervenção do G7 e bancos centrais, em *Jornal de Negócios* (on-line), 18/03/11

<sup>165</sup> Euro sobe para máximos de mais de um ano com expectativa de novos aumentos de juros, em *Jornal de Negócios* (on-line), 08/04/11

Nota ainda para o pedido de assistência financeiro por parte de Portugal, a 6 de Abril, que levou a taxa de câmbio a diminuir passando de 1.4300 EUR/USD para 1.4283 EUR/USD. Contudo devido ao anúncio do BCE em aumentar as taxas de juro em 25 pontos base, o pedido de assistência financeira de Portugal não teve grande influência na evolução da taxa de câmbio, pois esta seguiu a subir.

A 18 de Abril a taxa de câmbio sofre uma ligeira queda ao descer para os 1.4275 EUR/USD. A contribuir para esta queda estão três fatores: *(i.)* a especulação à volta da reestruturação da dívida grega; *(ii.)* as eleições na Finlândia; *(iii.)* e o aumento das taxas de juro das obrigações espanholas, como explica Christopher Rieger, estratega do Commerzbank, “O risco é um dos principais condutores, com o debate da reestruturação da dívida grega a movimentar-se para as primeiras página dos jornais e os resultados das eleições na Finlândia a não fazerem nada para deter esses receios”<sup>166</sup>. As eleições da Finlândia prejudicaram a moeda única pelo facto de um dos partidos concorrentes ser contra a ajuda financeira a Portugal.

Contudo nos dias que se seguem a taxa de câmbio volta assumir a tendência de subida e a 5 de Maio atinge os 1.4814 EUR/USD. A contribuir para esta apreciação da moeda única está o diferencial das taxas de juro, como explica Joseph Capurso, estratega cambial da Commonwealth Bank of Austrália, em Sydney “A Fed não está claramente a fazer nada por enquanto, enquanto o BCE e outros Bancos centrais irão continuar a subir as taxas de juro. Eu continuo a ver o dólar a enfraquecer, e o euro irá continuar a valorizar-se”<sup>167</sup>.

A 6 de Maio a taxa de câmbio inverte a sua tendência de subida da cotação, com os ministros das finanças da área do euro a reunirem-se para debater a hipótese da Grécia sair do euro.

“Alguns ministros das Finanças da Zona Euro foram chamados para se reunirem, numa tarde marcada por notícias que dão como possibilidade a Grécia abandonar o Euro.”

*Euro cai 1,5% com especulação em torno da Grécia, em Jornal de Negócios (on-line), 06/05/11*

Durante os dias que se seguiram o euro depreciou-se face ao dólar dos EUA devido a dívida grega, como explica Boris Schlossberg, diretor de pesquisa da GFT Forex em Nova Iorque,

---

<sup>166</sup> Juros de Espanha disparam nos prazos mais curtos, em Jornal de Negócios (on-line), 18/04/11

<sup>167</sup> Euro supera 1,47 dólares pela primeira vez desde Dezembro de 2009, em Jornal de Negócios (on-line), 27/04/11

“A revisão em baixa da Standard&Poor’s do ‘rating’ de crédito da Grécia está apenas a esfoliar uma lesão já existente, e a confirmar a suspeita de todos de que a Grécia está praticamente num estado de incumprimento”<sup>168</sup>. A 23 de Maio a taxa de câmbio chega aos 1.4020 EUR/USD.

Nos dias que se seguem o euro volta a apreciar-se face ao dólar dos EUA com a moeda única a ser impulsionada pelos dados económicos que davam conta de melhorias económicas na área do euro, como explica John Hydeskov, analista do Danske Bank, “Os mercados continuam bastante convencidos de que o BCE irá subir as taxas de juro. Reconhecem que continuam a existir dificuldades na periferia, mas continuam focados nos países centrais, e o desempenho destes continua bom”<sup>169</sup>. Adicionalmente existe ainda a hipótese de se realizar um novo pacote de ajuda a Grécia, o que favoreceu a moeda única como explica Vassili Serebriakov, estratega cambial do banco norte-americano Wells Fargo, “os mercados estão a sentir-se mais confiantes em relação à perspectiva de um novo pacote de ajuda financeira à Grécia e quanto ao facto de isso não envolver uma reestruturação da dívida”<sup>170</sup>. A 7 de Junho a taxa de câmbio chega aos 1.4652 EUR/USD.

A partir desta data o euro segue a depreciar-se face ao dólar dos EUA com a moeda única a ser prejudicada pelo desentendimento entre a Alemanha e o BCE quanto à ajuda financeira a prestar a Grécia, como explica Chris Walker, estratega cambial do UBS em Londres, “A atenção voltou a focar-se na Grécia, o que traz uma série crescente de riscos ao euro, devido a toda a incerteza sobre o segundo pacote de ajuda externa”<sup>171</sup>. A 16 de Junho a taxa de câmbio chega aos 1.4088 EUR/USD.

Nos dias que se seguem o euro recupera ligeiramente da forte depreciação de que foi alvo e segue fortemente pressionada, assim como o dólar dos EUA, o que fez com que a taxa de câmbio não registasse grandes flutuações. A pressionar o euro estava a dívida grega, à qual era necessária implementar mais medidas de austeridade e mais pacotes de ajuda financeira, como explica Jeremy Strecht, CEO do Canadian Imperial Bank of Commerce, “Os mercados

---

<sup>168</sup> Depreciação do "rating" da Grécia pressiona euro para baixo dos 1,43 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 09/05/11

<sup>169</sup> Confiança dos empresários alemães impulsiona moeda única, em Jornal de Negócios (on-line), 24/05/11

<sup>170</sup> Euro em máximos de um mês com apoio de Angela Merkel, em Jornal de Negócios (on-line), 02/06/11

<sup>171</sup> Incerteza em torno do resgate à Grécia conduz euro para perto de mínimos deste mês, em Jornal de Negócios (on-line), 13/06/11

estão a reorientar a sua atenção, apesar da Zona Euro se ter ‘desviado da bala’ no caso do voto de confiança. Agora os investidores estão a olhar em frente, para a votação das medidas de austeridade”<sup>172</sup>. A pressionar o dólar dos EUA estava a situação económica do país que obrigava a FED a manter a taxa de juro de referência baixa para estimular a economia, como explica Grant Turley, estratega cambial no Australia & New Zealand Banking Group, “Não parece que a Fed está em posição para aumentar a taxa de juro até 2012 e isso irá manter o dólar sob pressão”<sup>173</sup>.

No final do mês de Junho e início do mês de Julho, o euro segue a apreciar-se face ao dólar dos EUA com a moeda única a ser impulsionada pela aprovação de mais medidas de austeridade na Grécia, medidas essas que eram necessárias para se desbloquear a ajuda financeira ao país, como explica Vassili Serebriakov, estratega cambial do Wells Fargo, em Nova Iorque, “Existe um fator de otimismo após as votações de ontem [na Grécia]”<sup>174</sup>. A taxa de câmbio passou dos 1.4261 EUR/USD a 28 de Junho para os 1.4500 EUR/USD a 4 de Julho.

Após esta apreciação da moeda única a taxa de câmbio volta a descer devido ao agravamento dos problemas das dívidas soberanas europeias, nomeadamente a dívida italiana, como explica Khoon Goh, chefe da economia de mercado no ANZ National Bank, “A Itália é uma economia muito grande, e se assistirmos, de facto, a um contágio à Itália, então o Banco Central Europeu, a União Europeia e o Fundo Monetário Internacional vão precisar de pensar num plano totalmente diferente para lidar com isso”<sup>175</sup>. Adicionalmente temos ainda o aumento da procura de ativos de refúgio, devido ao problema da China em combater a inflação do país, o que levou a apreciação do dólar dos EUA, como explica Neil Mellor, estratega cambial do Bank of New York Mellon Corp., “Se eles [decisores políticos chineses] tomarem más decisões e a economia começar a abrandar significativamente, isso terá repercussões em todos os países do mundo e no apetite generalizado pelo risco”<sup>176</sup>. Nota ainda para o corte de *rating* de Portugal por parte da agência Moody’s. A 12 de Julho a taxa de câmbio chega aos 1.3975 EUR/USD.

---

<sup>172</sup> Incerteza em torno da aprovação das medidas de austeridade na Grécia penaliza euro, em Jornal de Negócios (on-line), 22/06/11

<sup>173</sup> Euro em alta à espera de dados nos Estados Unidos, em Jornal de Negócios (on-line), 21/06/11

<sup>174</sup> Expectativa de subida da taxa de juro na próxima semana impulsiona euro, em Jornal de Negócios (on-line), 30/06/11

<sup>175</sup> Euro desvaloriza 0,5% com medo que crise da dívida se estenda à Itália, em Jornal de Negócios (on-line), 11/07/11

<sup>176</sup> Euro em queda pressionado por receios de abrandamento do crescimento da China, em 05/07/11

Após esta depreciação do euro, a moeda única corrige a perda registada com a especulação criada à volta de uma possível descida de *rating* na cotação da dívida soberana dos EUA que estava no nível máximo, como explica Imre Speizer, estratega do Westpac Banking Corp, “As pessoas poderão estar a pensar que o estatuto de reserva do dólar dos Estados Unidos está a diminuir, por isso o dólar está a ser pressionado”<sup>177</sup>. Nos dias que se seguem a cotação manteve-se pouco alterada, com o aproximar de nova cimeira europeia e com os investidores a ficarem na expectativa quanto à adoção de novas medidas para a zona do euro.

Após a cimeira europeia o euro segue a apreciar-se face ao dólar dos EUA, com a criação de um esboço para um plano de ajuda à Grécia que irá limitar o perigo de contágio a outros países da zona euro, como explica Jens Nordvig, director de pesquisa cambial na Nomura Holdings, “As duas coisas pelas quais todos estão à espera são um aumento da dimensão do FEEF ou algum esclarecimento sobre o FEEF ter permissão para comprar obrigações no mercado secundário. Essa será uma medida decisiva que poderá ser usada para limitar o contágio a Espanha e à Itália”<sup>178</sup>. Adicionalmente existia ainda a hipótese de os EUA entrarem em incumprimento, caso as forças partidárias na América não cheguem a consenso quanto ao aumento do teto da dívida no país, como explica Tetsuya Inoue, responsável de investigação nos mercados financeiros no Nomura Research Institute, “Observamos um forte sentimento negativo sobre o dólar. Os políticos parecem estar focados em atingir um acordo antes do prazo, e não irão, provavelmente, ultrapassá-lo”<sup>179</sup>. A 26 de Julho a taxa de câmbio é 1.4471 EUR/USD.

Segue-se uma ligeira depreciação do euro face ao dólar dos EUA com a diminuição dos níveis de confiança dos consumidores europeus e com o anúncio de nova descida de *rating* na Grécia, como explica Boris Schlossberg, diretor de pesquisa no GFT Forex, “Os dados de confiança divulgados hoje na Europa são definitivamente mistos. Penso que os mercados de crédito dos países periféricos vão continuar a manter o euro em baixa”<sup>180</sup>. Contudo, a notícia de que a agência de *rating* Moody’s tinha colocado em terreno negativo as perspetivas futuras sobre a dívida soberana dos EUA, fez com que o euro se aprecia-se face à moeda norte-

---

<sup>177</sup> Possível downgrade do "rating" da dívida dos Estados Unidos impulsiona euro, em Jornal de Negócios (on-line), 14/07/11

<sup>178</sup> Euro sobe quase 1% com optimismo em torno de uma solução para a Grécia, em Jornal de Negócios (on-line), 21/07/11

<sup>179</sup> Risco de incumprimento dos Estados Unidos leva euro a subir quase 1%, em Jornal de Negócios (on-line), 26/07/11

<sup>180</sup> Euro recua mais de 0,5% pressionado por queda da confiança dos europeus, em Jornal de Negócios (on-line), 28/07/11

americana. Esta notícia surge depois dos líderes dos EUA terem anunciado um novo aumento para o teto da dívida do país. A 3 de Agosto a taxa de câmbio é 1.4300 EUR/USD.

Durante o restante mês de Agosto a taxa de câmbio foi evoluindo sem uma tendência certa, com a cotação a oscilar entre pequenos intervalos de variação. A justificar esta evolução está a pressão que ambas as moedas estavam a ser alvo. O dólar dos EUA foi prejudicado com o corte de *rating* do país por parte da S&P, que levou os investidores a procurarem ativos de refúgio que não a moeda norte-americana. O euro continuava a ser prejudicado pela crise das dívidas soberanas.

Esta situação levou o franco suíço a apreciar-se fortemente face a estas duas divisas pois os investidores estavam à procura de moedas de refúgio, devido à situação na Europa, e o dólar dos EUA não apresentava a segurança de outros tempos, como explica Aroop Chatterjee, estratega do Barclays Capital, “O franco está a subir devido às suas características de refúgio e nenhum dos fatores que impulsionam o franco se alterou. Existem suficientes notícias negativas sobre a Europa para acreditarmos que a incerteza do mercado irá permanecer elevada”<sup>181</sup>. O banco central suíço teve inclusive que intervir para atenuar a forte apreciação de que a moeda estava a ser alvo, pois esta situação era prejudicial para a economia do país, segundo comunicado do banco, “A sobrevalorização massiva do franco suíço representa uma ameaça para o desenvolvimento da economia suíça”<sup>182</sup>. Após o dia 22 de Agosto e até ao final do mês o euro manteve-se sempre entre os 1.4400 EUR/USD e os 1.4500 EUR/USD.

O mês de Setembro começa com o início de um novo ciclo na evolução da cotação destas duas divisas, com o euro a depreciar-se face ao dólar dos EUA. A prejudicar a moeda única está a hipótese de descida da taxa de juro de referência para a área do euro, de modo a criar mais estímulos à economia, como explica Toshiya Yamauchi, analista cambial da Ueda Harlow, “Existem expectativas no mercado para a descida da taxa de juro europeia com o objetivo de impulsionar o crescimento da economia, dado que uma subida da taxa de juro prejudica a recuperação da economia. Uma descida da taxa de juro é um sinal negativo para o euro”<sup>183</sup>. A favorecer o dólar dos EUA estavam os sinais de melhoria da economia norte-

---

<sup>181</sup> Euro sobe com expectativa de intervenção da Fed, em Jornal de Negócios (on-line), 19/08/11

<sup>182</sup> Suíça intensifica ataque à valorização da moeda, em Jornal de Negócios (on-line), 10/08/11

<sup>183</sup> Euro em queda pressionado por sinais de abrandamento da recuperação da Europa, em Jornal de Negócios (on-line), 31/08/11

americana, como explica Jens Nordvig, diretor executivo de “research” cambial, “Este é um dado bastante importante. Assinala que não estamos a caminhar em queda livre em termos da atividade económica. O dólar está, claramente, a ser impulsionado por isso”<sup>184</sup>.

Até 13 de Setembro, data em que a taxa de câmbio chega aos 1.3645 EUR/USD, a moeda única esteve sempre a deprecia-se face ao dólar dos EUA devido à especulação de descida da taxa de juro de referência, a medida que a economia da área do euro ia demonstrando sinais de abrandamento, como explica Brian Kim, estratega cambial do Royal Bank of Scotland, “Os receios com a periferia têm sido o tema abrangente nos últimos dias, as pessoas estão a ver as discussões parlamentares a arrastar e isso tem contribuído para esta queda do euro”<sup>185</sup>.

Com as declarações de Angela Merkel e Nicolas Sarkozy de que a Grécia vai continuar na área do euro a 14 de Setembro, o euro regista um ganho face ao dólar dos EUA, como explica, Lauren Rosborough, estratega de mercado do Westpac Banking Corp., “Continuamos à espera de ver se a sexta tranche de ajuda à Grécia vai ser libertada. Ficaria muito surpresa se não fosse”<sup>186</sup>. A 15 de Setembro a taxa de câmbio era 1.3795 EUR/USD.

Contudo nos dias que se seguem o euro voltou a depreciar-se face ao dólar dos EUA, pois os ministros das finanças da área do euro não chegaram a um consenso quanto a libertação da nova tranche à Grécia, o que levou a novos receios por parte dos investidores, como explica Khoon Goh, responsável de mercados económicos e estratégia do ANZ National Bank, “O facto dos ministros das Finanças europeus não terem chegado a uma conclusão sobre a libertação da próxima tranche de ajuda financeira é um desapontamento para os mercados. O euro está a desvalorizar e prevemos que isso continue”<sup>187</sup>. Adicionalmente, a prejudicar a área do euro, temos o corte de *rating* da dívida italiana por parte da Standard & Poor’s.

A 22 de Setembro o euro sofre uma forte depreciação face ao dólar dos EUA, ao passar dos 1.3636 EUR/USD para os 1.3448 EUR/USD, após a FED ter anunciado que a economia

---

<sup>184</sup> Euro desvaloriza quase 1% com bons dados do lado dos EUA, em Jornal de Negócios (on-line), 01/09/11

<sup>185</sup> Expectativa de corte da taxa de juro pelo BCE empurra euro para mínimos de 7 meses, em Jornal de Negócios (on-line), 09/09/11

<sup>186</sup> Euro sobe pelo segundo dia após declarações de confiança de Merkel e Sarkozy, em Jornal de Negócios (on-line), 15/09/11

<sup>187</sup> Euro desvaloriza com ausência de medidas para a Grécia, em Jornal de Negócios (on-line), 19/09/11

mundial estava em risco de contração, o que levou os investidores a procurarem ativos mais seguros, como explica Audrey Childe-Freeman, chefe de estratégia cambial numa unidade do JP Morgan Chase, “A Fed parece muito cautelosa e estamos a caminhar para uma história de venda generalizada, o que está a beneficiar o dólar. Os investidores estão preocupados com os riscos para a economia global. Nessa situação, as divisas que estão expostas às flutuações cíclicas de crescimento vão sofrer, enquanto o dólar vai beneficiar da procura por um refúgio”<sup>188</sup>.

Até 28 de Setembro, o euro volta a apreciar-se face ao dólar dos EUA, com os investidores a sentirem-se otimistas quanto à resolução da crise das dívidas soberanas na área do euro, o que incentivou o apetite pelo risco, como explica Jeremy Stretch, responsável de estratégia cambial do Canadian Imperial Bank of Commerce, “O apetite pelo risco está a beneficiar os ativos não negociados em dólares na generalidade e a valorizar o euro”<sup>189</sup>. A 28 de Setembro a taxa de câmbio era de 1.3631 EUR/USD.

Nos dias que se seguem o euro foi alvo de uma forte depreciação face ao dólar do EUA com a taxa de câmbio a chegar aos 1.3181 EUR/USD a 4 de Outubro, com a crise das dívidas soberanas da área do euro a vir ao de cima, numa altura em que se falava de um possível incumprimento por parte da Grécia, o que estava a levar os investidores a fugirem do euro, como explica Imre Speizer, estratega do Westpac Banking Corp., “A crise da dívida na Europa será provavelmente esticada por muito, muito tempo. O prolongamento da crise significa a continuação da queda do euro”<sup>190</sup>.

Após este decréscimo da cotação, a taxa de câmbio volta a assumir uma tendência de subida com a moeda única a corrigir inicialmente a forte depreciação de que tinha sido alvo e depois a apreciar-se face ao dólar dos EUA com a comunicação do BCE de que iria ser feito um segundo programa de compra de obrigações (covered bonds) na área do euro<sup>191</sup>. Esta medida, juntamente com outras aplicadas no sector da banca, trouxeram otimismo aos mercados, como explica Nick Bennenbroek, responsável de estratégia cambial do Wells Fargo, “Os mercados

---

<sup>188</sup> Reserva Federal leva euro abaixo de 1,35 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 22/09/11

<sup>189</sup> Euro em máximos de uma semana e negocia acima dos 1,36 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 28/09/11

<sup>190</sup> Euro em mínimos de oito meses antes do encontro dos líderes europeus, em Jornal de Negócios (on-line), 03/10/11

<sup>191</sup> O comunicado pode ser lido na íntegra em [http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111006\\_3.en.html](http://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2011/html/pr111006_3.en.html)

estão a reagir ao compromisso dos líderes europeus para controlarem a crise da dívida”<sup>192</sup>. A 14 de Outubro a taxa de câmbio é 1.3807 EUR/USD.

A 17 de Outubro, o euro corrige a forte apreciação que se vinha a verificar face ao dólar dos EUA, com as declarações do porta-voz da chanceler alemã que veio dizer que os líderes europeus não iriam ser capazes de resolver o problema da crise de uma forma tão rápida como desejada, como explica Jane Foley, estratega cambial do Rabobank International, “O euro está a tornar-se bastante forte e isso ilustra que o mercado está extremamente sensível. Os líderes políticos estão a dar uma visão mais realista sobre o quão rápido as coisas se poderão processar. O anterior movimento ascendente do euro foi conduzido mais pela esperança na resolução da crise do que pelas recentes notícias”<sup>193</sup>. Contudo dias depois o jornal “Guardian”, veio dizer que as negociações entre França e Alemanha estavam a decorrer de forma intensiva e que poderia estar para breve um plano para a resolução da crise, o que animou os mercados e favoreceu o euro, como explica Tim Waterer, analista cambial da CMC Markets, “A mentalidade do Mercado é que quer acreditar que os líderes europeus irão encontrar uma solução para a resolução da crise. O euro vai encontrar apoio”<sup>194</sup>. Durante essa semana a taxa de câmbio sofreu poucas alterações.

Com o aproximar da cimeira europeia o euro volta a ganhar terreno face ao dólar dos EUA com a expectativa dos mercados de que novas soluções para a resolução da crise vão aparecer. Após a cimeira, que ocorreu a 27 de Outubro, o euro atinge os 1.4160 EUR/USD, com os mercados a reagirem favoravelmente às medidas tomadas pelos líderes europeus, com principal ênfase para o “haircut” da dívida grega, a recapitalização da banca e o alargamento da capacidade do FEEF em apoiar os países em dificuldades. A Grécia foi o país da área do euro que mais beneficiou com esta cimeira, como explica George Papandreou, primeiro-ministro grego, “A crise dá-nos a oportunidade e este acordo dá-nos tempo (...) nós negociámos e procurámos reduzir 50% da nossa dívida. Dezenas de mil milhões de euros foram retirados das costas dos gregos”<sup>195</sup>.

---

<sup>192</sup> Euro sobe mais de 2% impulsionado por compromisso europeu para travar a crise da dívida, em Jornal de Negócios (on-line), 10/10/11

<sup>193</sup> Euro em queda após declarações de que não haverá uma solução rápida para a crise, em Jornal de Negócios (on-line), 17/10/11

<sup>194</sup> Euro em alta animado pela expectativa de que líderes europeus já têm plano para a crise, em Jornal de Negócios (on-line), 19/10/11

<sup>195</sup> Papandreou diz que o acordo na Cimeira dá tempo à Grécia, em Jornal de Negócios (on-line), 28/10/11

Após este período de apreciação da moeda única, esta começa a perder terreno face ao dólar dos EUA. Esta descida da cotação veio a verificar-se até ao final do ano. A justificar está a incerteza dos investidores quanto a capacidade do Fundo Europeu em obter financiamento para o aumento da linha de ajuda aos países em dificuldades, como explica Lee Hardman, estratega cambial do Bank of Tokyo-Mitsubishi, “Existe um certo grau de desapontamento no mercado sobre o plano europeu. No curto prazo o plano poderá ajudar a estabilidade dos mercados financeiros mas não contribui muito para resolver os problemas fundamentais de insolvência”<sup>196</sup>.

A 1 de Novembro a taxa de câmbio sofre um dos maiores tombos ao passar de 1.4001 EUR/USD para os 1.3627EUR/USD. A justificar esta depreciação do euro está a decisão do primeiro-ministro grego, que quer levar a referendo o plano de ajuda financeira à Grécia, o que deixou os investidores com receio, pois um eventual chumbo desta medida iria fazer com que a Grécia entrasse em incumprimento, quanto ao pagamento da dívida, como explica Kit Juckes, responsável do departamento de câmbio do Société Générale, “Os receios europeus e a aversão ao risco estão a ameaçar tudo e dão aos pessimistas [para a evolução da cotação] do euro a confiança necessária para voltarem a pressionar a divisa”<sup>197</sup>. Nota ainda para a substituição de Jean-Claude Trichet na presidência do BCE, pelo ex-governador do Banco de Itália, Mario Draghi.

Nos dia seguinte o euro corrigiu a forte depreciação de que tinha sido alvo, contudo seguiu a depreciar-se face ao dólar dos EUA, com os mercados apreensivos quanto a situação da Europa durante os encontros dos G-20, como explica Mark McCormick, estratega cambial da Brown Brothers Harriman & Co., “Os mercados continuam a ser dominados pela reunião do G-20 e pela Europa, e as pessoas estão a ser cautelosas sobre tomarem novas posições ou correrem riscos”<sup>198</sup>.

A 9 de Novembro o primeiro-ministro italiano, Sílvio Berlusconi, anuncia a sua demissão, após ter sido alvo de fortes pressões devido à situação financeira em que se encontrava o país. Esta decisão veio agravar as emissões de dívida pública da Itália pois os investidores estavam

---

<sup>196</sup> Euro recua mais de 1% penalizado por falta de detalhes do acordo europeu, em *Jornal de Negócios* (on-line), 31/10/11

<sup>197</sup> Receios de incumprimento da Grécia penalizam o euro, em *Jornal de Negócios* (on-line), 01/11/11

<sup>198</sup> Euro em queda penalizado por falta de acordo no G-20, em *Jornal de Negócios* (on-line), 04/11/11

a pedir taxas de retorno superiores, dada a situação política em que se encontrava o país, o que prejudicou a moeda única, como explica Tim Kelleher, responsável cambial de vendas da ASB Institutional, “A penalizar o euro está também o leilão da dívida italiana hoje e o de Espanha no final da semana”<sup>199</sup>. Durante os dias que se seguem o euro veio a depreciar-se face ao dólar dos EUA, com a taxa de câmbio a passar dos 1.3650 EUR/USD a 11 de Novembro para os 1.3576 EUR/USD a 18 de Novembro e a chegar aos 1.3229 EUR/USD a 25 de Novembro. Esta última semana em que a depreciação foi mais acentuada, deve-se ao facto da Alemanha ter tido uma colocação de dívida inferior ao esperado, o que deixou os investidores receosos, pois o problema das crises das dívidas soberanas da área do euro já estavam a afetar o centro da Europa, como explica Ankita Dudani, estratega do Royal Bank of Scotland, “Há um grande conjunto de razões para ser pessimista em relação ao euro. Toda a Zona Euro está a ser enredada na ausência de crescimento. O custo de financiamento é demasiado elevado. Eles estão a ser atacados por ambos os lados”<sup>200</sup>. Nos dias que se seguem e até ao final do mês, o euro veio a apreciar-se com os investidores a crerem que os líderes europeus iriam conseguir controlar o problema da crise.

O mês de Dezembro começa com a moeda única a ser impulsionada pelas emissões de dívida bem sucedidas por parte de Espanha e França, como explica Lee Hardman, especialista do mercado cambial do Bank of Tokyo-Mitsubishi UFJ, “O financiamento foi conseguido e houve uma boa procura [nas emissões realizadas por Espanha e França]”<sup>201</sup>. A 2 de Dezembro a taxa de câmbio era 1.3511 EUR/USD.

A partir dessa data o euro segue a depreciar-se face ao dólar dos EUA, com a cotação a chegar aos 1.2993 EUR/USD a 14 de Dezembro. A contribuir para esta descida da moeda única está o sucessivo aumento das taxas de retorno da dívida italiana, em conjunto com a falta de resposta dos líderes europeus à crise das dívidas soberanas, como explica Jane Foley, estratega cambial do Rabobank International, “O euro permanece extremamente vulnerável. A maioria das pessoas concordam que para se alcançar uma solução é necessário que os governos trabalhem juntos numa frente orçamental”<sup>202</sup>.

---

<sup>199</sup> Euro recua pressionado por leilão da dívida de Itália, em *Jornal de Negócios* (on-line), 14/11/11

<sup>200</sup> Leilão na Alemanha conduz euro a desvalorização de quase 1%, em *Jornal de Negócios* (on-line), 23/11/11

<sup>201</sup> Leilões de dívida levam euro a superar os 1,35 dólares, em *Jornal de Negócios* (on-line), 01/12/11

<sup>202</sup> Euro desce barreira dos 1,30 dólares pela primeira vez desde Janeiro, em *Jornal de Negócios* (on-line), 14/12/11

Nos dias que se seguem o euro situou-se entre os 1.3000 EUR/USD e os 1.3100 EUR/USD. Durante este período o euro poderia ter sido apreciado face ao dólar dos EUA, pois segundo Lee Hardman estratega do Bank of Tokyo Mitsubishi UFJ, a economia dos EUA está a dar sinais de retoma, o que significa menos risco para os investidores, “A confiança [dos investidores] permanece frágil, mas aos menos os recentes relatórios dos EUA sugerem que está em curso algum grau de recuperação económica. Isso ajuda a estabilizar o apetite pelo risco no curto prazo e é negativo para as divisas de refúgio”<sup>203</sup>. Contudo, devido à forte pressão de que a zona euro estava a ser alvo, devido à crise da dívida soberana, a moeda única não se apreciou.

A 29 de Dezembro a taxa de câmbio passa para os 1.2889 EUR/USD, com a moeda única a ser prejudicada pelo leilão de dívida italiana, como explica Chris Walker, um estratega do mercado cambial, “Se compararmos com os custos da última emissão, são juros mais favoráveis, mas continuam a ser juros altos sobretudo tendo em conta que não colocaram a totalidade do montante indicativo”<sup>204</sup>. A taxa de câmbio termina o ano nos 1.2939 EUR/USD.

---

<sup>203</sup> Euro valoriza pela segunda sessão após aprovação do Orçamento italiano, em Jornal de Negócios (on-line), 16/12/11

<sup>204</sup> Euro derrapa depois de leilão "fraco" em Itália, em Jornal de Negócios (on-line), 29/12/11

## ***Anexo 5 - Evolução da taxa de câmbio, segundo as notícias de 2012***

O ano de 2012 começa com a taxa de câmbio a manter a tendência de descida do euro face ao dólar dos EUA que se vinha a registar no final de 2011. Desde o início do ano e até 16 de Janeiro de 2012 a taxa de câmbio desceu dos 1.2935 EUR/USD para os 1.2669 EUR/USD. A justificar esta descida do euro estão os vários cortes de *rating* efetuados aos países europeus.

“A Standard & Poor’s anunciou na sexta-feira o corte do ‘rating’ da maioria dos países da zona euro (...) “Reduzimos os ‘ratings’ de Chipre, Itália, Portugal e Espanha, em dois níveis, os de Áustria, França, Malta, Eslováquia e Eslovénia, em um nível, e mantemos os níveis da Bélgica, Estónia, Finlândia, Alemanha, Irlanda, Luxemburgo e Holanda”, referia um comunicado da agência.”

*Merkel diz que Europa tem um "longo caminho" a percorrer para restaurar confiança, em Jornal de Negócios (on-line), 14/01/12*

Nota ainda para as declarações de Vassili Serebriakov, estratega cambial do Wells Fargo, após a publicação de dados económicos positivos para os EUA a 6 de Janeiro, no qual o estratega faz referência para a procura por parte dos investidores de ativos de maior risco que não o euro, “O euro está a descolar da sua relação positiva com o apetite dos investidores pelo risco. Temos visto dados económicos positivos a dar vigor ao euro nos últimos dois anos, por via de um maior apetite pelo risco, e isso está a mudar dado que um relatório tão bom como este levou o euro a depreciar face ao dólar”<sup>205</sup>.

A 16 de Janeiro a taxa de câmbio inverte a sua tendência de descida após a decisão do BCE em comprar obrigações italianas e espanholas, o que foi interpretado como um sinal de que o banco central iria intervir caso fosse necessário. Contudo esta inversão na tendência de descida do euro só se manteve devido as notícia que davam conta de que o FMI iria angariar mais fundos para empréstimos internacionais, como explica You-Na-Park, estratega cambial do Commerzbank, “As notícias de que o FMI irá provavelmente angariar mais dinheiro e aumentar a sua capacidade de financiamento é um dos fatores que está a suportar o euro. O sentimento de risco no curto prazo parece estar a melhorar”<sup>206</sup>.

---

<sup>205</sup> Dados animadores para os EUA levam euro a mínimos de 15 meses, em Jornal de Negócios (on-line), 06/01/12

<sup>206</sup> Euro em alta impulsionado por declarações do FMI, em Jornal de Negócios (on-line), 18/01/12

A 26 de Janeiro a taxa de câmbio passa dos 1.2942 EUR/USD para os 1.3145 EUR/USD com o dólar dos EUA a perder terreno após o anúncio por parte da FED de que as taxas de juro de referência se iam manter inalteradas com o objetivo de estimular a economia, conforme comunicado feito pelo comité de operações no mercado aberto “O comité espera manter uma postura acomodatória em termos de política monetária (...) as condições económicas, que incluem taxas baixas como recurso de utilização e previsões moderadas para a inflação a médio prazo, tendem a garantir níveis excepcionalmente baixos para os juros até pelo menos 2014”,<sup>207</sup>.

Até ao final do mês e durante o princípio de Fevereiro a taxa de câmbio manteve-se pouco alterado devido à incerteza que existia à volta de um possível acordo entre a Grécia e os seus credores, como explica Neil Jones, responsável de vendas de hedge funds no Mizuho Corporate Bank, “Existe um cansaço crescente no mercado em torno do acordo da Grécia. Já andamos a ouvir há várias semanas que um acordo na Grécia está iminente, e o mercado expôs-se ao risco ontem na expectativa que iria ser alcançado um acordo. Dado que o mesmo falhou em materializar-se, tenho a sensação de que o mercado está a ficar um pouco cansado do euro”,<sup>208</sup>.

Com o aproximar da reunião do Eurogrupo a 9 de Fevereiro, o euro apreciou-se face ao dólar dos EUA, com os investidores a acreditarem que iria ser possível chegar a um acordo para um segundo resgate a Grécia, como explica Neil Jones, responsável de vendas de hedge funds no Mizuho Corporate Bank, “O euro está a negociar em alta impulsionado pelas expectativas de que o acordo [na Grécia] está iminente”,<sup>209</sup>. A taxa de câmbio chegou aos 1.3288 EUR/USD. Após a reunião foi anunciado pelos ministros das finanças da zona euro que o segundo resgate só iria ser libertado caso o parlamento grego aprova-se o novo programa de austeridade estipulado pelos líderes políticos, como explica Evangelos Venizelos, ministro das finanças grego, “Se nós achamos que a salvação e o futuro do país está na Zona Euro, na Europa, temos de fazer de tudo para termos o programa aprovado”,<sup>210</sup>.

---

<sup>207</sup> Fed diz que vai manter juros baixos até finais de 2014, em Jornal de Negócios (on-line), 25/01/12

<sup>208</sup> Euro em queda penalizado por negociações na Grécia, em Jornal de Negócios (on-line), 02/02/12

<sup>209</sup> Euro em máximos de dois meses antes do encontro do Eurogrupo em Bruxelas, em Jornal de Negócios (on-line), 09/02/12

<sup>210</sup> Euro recua quase 1% penalizado por impasse na Grécia, em Jornal de Negócios (on-line), 10/02/12

Após alguns dias chegam duas notícias que levaram a taxa de câmbio a descer até aos 1.2982 EUR/USD a 16 de Fevereiro. A primeira notícia foi o corte de *rating* por parte da Moody's a seis países da zona do euro, conforme declarações de Robert Ryan, estratega cambial do BNP Paribas, "Certamente que o incentivo ao risco não é beneficiado por este tipo de anúncios. Quando o incentivo ao risco se apaga, o dólar ganha com isso"<sup>211</sup>. A segunda notícia era o adiamento do segundo pacote de ajuda a Grécia, o que levaria o país a entrar em situação de incumprimento, como explica Neil Jones, responsável de vendas de hedge funds no Mizuho Corporate Bank, "A situação da Grécia irá pesar no euro. Parecem existir dúvidas entre as principais economias sobre a capacidade e o compromisso da Grécia em implementar o programa de austeridade"<sup>212</sup>

Nos dias que se seguiram a incerteza quanto a existência de um segundo pacote de ajuda a Grécia manteve-se e a hipótese de o país entrar em incumprimento mantinha-se, contudo o aumento do nível de confiança dos empresários alemães, fez com que o euro se apreciasse face ao dólar dos EUA, como explica Ray Attrill, estratega cambial do BNP Paribas, "A força do relatório da Alemanha foi o catalisador fundamental para a tendência de subida do euro para cima dos 1,33 dólares. Parece que o apetite ao risco está razoavelmente bem sustentado"<sup>213</sup>. Até ao final do mês o euro chega aos 1.3443 EUR/USD.

O mês de Março começa com a depreciação da moeda única face ao dólar dos EUA devido a publicação de dados económico pouco positivos para a economia europeia, por um lado a queda das vendas a retalho na Alemanha em 1,6%<sup>214</sup>, por outro o aumento do desemprego na Espanha em 2,44%<sup>215</sup>. Estas duas notícias levaram a taxa de câmbio a descer até aos 1.3120 EUR/USD a 7 de Março.

Nos dias que se seguiram a taxa de câmbio manteve-se pouco alterada até que a 21 de Março é aprovado o segundo pacote de ajuda a Grécia no valor de 130 mil milhões de euros<sup>216</sup>. Seria de esperar que este anúncio impulsionasse a evolução da cotação do euro, devido a

---

<sup>211</sup> Euro em queda penalizado por corte de "rating" da Moody's de Portugal e mais cinco países da Zona Euro, em Jornal de Negócios (on-line), 14/02/12

<sup>212</sup> Euro em mínimos de três semanas penalizado por receios com a Grécia, em Jornal de Negócios (on-line), 16/02/12

<sup>213</sup> Euro em máximos de mais de dois meses animado por dados económicos, em Jornal de Negócios (on-line), 23/02/12

<sup>214</sup> Vendas a retalho na Alemanha descem inesperadamente em Janeiro, em Jornal de Negócios (on-line), 02/03/12

<sup>215</sup> Desemprego em Espanha aumenta 2,44% em Fevereiro para quase 5 milhões, em Jornal de Negócios (on-line), 02/03/12

<sup>216</sup> Euro em alta animado por aprovação da ajuda à Grécia, em Jornal de Negócios (on-line), 21/03/12

importância que este tem para os credores do país, contudo a cotação registou uma variação muito pequena (1.3198 EUR/USD para os 1.3225 EUR/USD).

A 26 de Março o euro volta a apreciar-se face ao dólar dos EUA, após as declarações do presidente da FED dos EUA, Bem Bernanke, onde afirmou que era necessário ser prudente quanto a recuperação económica do país, “É de longe muito cedo para declarar vitória. As recentes notícias têm sido boas. Mas, temos que ser cautelosos e ter certeza que isto é sustentável”<sup>217</sup>.

A taxa de câmbio termina o mês nos 1.3356 EUR/USD, após a reunião de conselho das finanças da zona euro, onde foi decidido reforçar o fundo de resgate para 800 mil milhões de euros, medida que foi bem recebida pelas instituições reguladores, conforme declaração de Christine Lagarde, diretora-geral do FMI, “Congratulo-me com a decisão dos ministros da Zona Euro em reforçarem a proteção da Europa. O Fundo Monetário Internacional (FMI) tem vindo há muito a enfatizar que a melhoria das proteções na Europa e em termos mundiais, em conjunto com a implementação de fortes políticas em rede, são críticas para acabar com a crise e para assegurar a estabilidade financeira internacional”<sup>218</sup>.

O início do mês de Abril marca a alteração na evolução da taxa de câmbio com esta a inverter a sua tendência de subida e chegando aos 1.3068 EUR/USD a 5 de Abril. Esta alteração na evolução da taxa de câmbio é justificada pelo aumento dos receios em torno da economia espanhola, com a aprovação de um orçamento muito duro para a economia do país, e com a estagnação do crescimento económico na zona do euro, como explica Nick Bennenbroek, estratega da Wells Fargo “Uma das razões pelas quais o euro se valorizou foi que vimos progressos na crise da dívida na Zona Euro, com um maior alívio que está agora a esfumar-se. O euro vai continuar a desvalorizar-se numa altura em que o crescimento baixo ou nulo pesa no sentimento e que a atuação do BCE contribui para travar [a moeda única]”<sup>219</sup>.

Durante os dias que se seguiram o euro manteve-se pouco alterado com os investidores a colocarem a economia Espanhola debaixo de olho devido ao aumento das taxas de dívida pública espanhola, como explica Imre Speizer, estratega do Westpac Banking Corp, “Parece

---

<sup>217</sup> Bernanke diz que é demasiado cedo para "declarar vitória" na recuperação, em Jornal de Negócios (on-line), 28/03/12

<sup>218</sup> FMI aplaude reforço do fundo de resgate para 800 mil milhões de euros, em Jornal de Negócios (on-line), 30/03/12

<sup>219</sup> Euro recua e deverá continuar a cair face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 10/04/12

que o euro está vulnerável relativamente a uma desintegração no curto termo. Se as ‘yields’ espanholas continuam a subir, vamos acabar por chegar a um ponto em que pode muito bem vir a precisar de alguma forma de assistência, tal como a Grécia”<sup>220</sup>.

A 20 de Abril surge uma boa notícia para a economia europeia com o nível de confiança dos empresários alemães a subir, como explica Neil Jones, responsável das vendas europeias de fundos de hedge do Mizuho Corporate Bank, “Uma Alemanha forte ajuda muito o euro e ajuda outros ativos também. O Instituto IFO é uma medida de confiança, é uma relação direta com os ativos. O nível de confiança é o fator mais importante por trás dos mercados”<sup>221</sup>. Até ao final do mês a taxa de câmbio chega aos 1.3214 EUR/USD.

Após esta ligeira recuperação do euro no final do mês de Abril, a moeda única volta a perder terreno face ao dólar dos EUA no início do mês de Maio com o euro a ser prejudicado pela vitória de François Hollande sobre Nicolas Sarkozy, para as presidências francesas e pela incerteza em torno da formação de um novo governo na Grécia, como explica um estratega cambial do Société Générale Sebastien Galy, “Verificamos uma continuada fuga ao risco. Os dados têm sido bastante pobres, nos últimos tempos, ao que se acrescenta a vitória de Hollande e alguma confusão na Grécia”<sup>222</sup>. Recorde-se que Nicolas Sarkozy era um dos pilares das políticas de austeridade que estavam a ser aplicadas na Europa. A 17 de Maio a taxa de câmbio chega aos 1.2682 EUR/USD.

Até ao final do mês Maio a taxa de câmbio corrige ligeiramente a forte deprecia o de que tinha sido alvo mas rapidamente assume a tendência de descida face ao dólar dos EUA, terminando o mês nos 1.2322 EUR/USD. A justificar esta deprecia o estão dois fatores, primeiro a hipótese da Grécia entrar em incumprimento ou sair da área do euro, devido ao problema político que o país atravessa devido às elei es, e em segundo a deteriora o da situa o económica em Espanha, como explica David Forrester, estratega cambial “[o mercado] está a focar-se um pouco mais em Espanha do que nas elei es gregas neste

---

<sup>220</sup> Euro desvaloriza 2,5% em Abril sob pressão de Espanha, em Jornal de Negócios (on-line), 16/04/12

<sup>221</sup> Euro em alta animado por aumento da confiança dos empresários alemães, em Jornal de Negócios (on-line), 20/04/12

<sup>222</sup> Elei es atiram euro abaixo de 1,30 dólares e petróleo para quedas superiores a 2%, em Jornal de Negócios (on-line), 06/05/12

momento e também no percurso dos problemas com a banca espanhola”<sup>223</sup>. A taxa de câmbio termina o mês nos 1.2403 EUR/USD.

Durante o mês de Junho, a taxa de câmbio assume uma tendência de subida a chegar aos 1.2704 EUR/USD a 20 de Junho. A contribuir para este aumento da cotação estão dois fatores, primeiro o pedido de ajuda para a banca espanhola, que segundo Tetsu Emori, gestor de matérias-primas da Astmax foi uma ação bem recebida por parte dos mercado, “Houve um grande ganho após o anúncio do pedido de ajuda externa para os bancos espanhóis, como se alguma da incerteza na Europa estivesse a desaparecer”<sup>224</sup>. Em segundo temos as eleições gregas, como explica Daisuke Karakama, economista de mercado do Mizuho Corporate Bank, “Os dois grupos pró-austeridade a conseguiram uma maioria juntos no parlamento é um resultado muito bom. É o melhor cenário possível para as eleições, levando os operadores a cobrirem as posições curtas no euro”<sup>225</sup>.

A 21 de Junho surge a notícia de que a agência de *rating* Moody’s cortou a avaliação de 15 bancos com atividade internacional. Embora não seja possível efetuar uma ligação direta entre esta descida de *rating* no setor da banca e a depreciação do euro, à que ter em conta que um sinal negativo da atividade financeira pode levar os investidores a procurarem ativos de refúgio como o dólar dos EUA.

“Os bancos globais alvo de “downgrade” foram o Deutsche Bank, HSBC, Royal Bank of Canada, JPMorgan, Royal Bank of Scotland, Crédit Suisse, Bank of America, Morgan Stanley, Société Générale, UBS, Crédit Agricole, BNP Paribas, Barclays, Citigroup e Goldman Sachs.”

*Moody’s corta “ratings” de 15 bancos com operações globais, em Jornal de Negócios (on-line), 21/06/12*

Nos dias que se seguiram, os problemas da crise da dívida soberana voltaram ao de cima, com os líderes europeus a continuarem sem dar resposta ao problema. Embora se esperasse uma descida na taxa de câmbio, com os pedidos de assistência financeira por parte de Espanha e Chipre, está manteve-se pouco alterada (passou de 1.2475 EUR/USD a 26 de Junho para 1.2478 EUR/USD a 27 de Junho).

---

<sup>223</sup> Euro cai para mínimos de quase dois anos abaixo de 1,24 dólares, em Jornal de Negócios (on-line), 30/05/12

<sup>224</sup> Euro e petróleo em alta impulsionados por pedido de resgate de Espanha, em Jornal de Negócios (on-line), 11/06/12

<sup>225</sup> Euro reage em alta    vitória do Nova Democracia na Grécia, em Jornal de Negócios (on-line), 18/06/12

“O governo espanhol solicita assistência financeira aos países da área do euro. Os ministros do Eurogrupo concordam com a avaliação da Comissão Europeia, que considera justificada a prestação de assistência para assegurar a estabilidade financeira na área do euro. “  
*Espanha solicita assistência financeira, em Principais Datas da Crise Financeira (BCE on-line), 27/06/12*

“O governo cipriota solicita assistência financeira aos países da área do euro e ao FMI para combater as dificuldades do setor bancário e os desequilíbrios macroeconómicos.”  
*Chipre solicita assistência financeira, em Principais Datas da Crise Financeira (BCE on-line), 27/06/12*

Esta não depreciação da moeda única face ao dólar dos EUA poderá ser justificada pela procura dos investidores de ativos de risco, como explica Junichi Ishikawa, analista da IG Markets, “Os mercados estão a apostar no risco e vemos as ações a negociar em alta. É isso que está a levar o dólar a cair”<sup>226</sup>.

A 5 de Julho surge o anúncio por parte do BCE de que a taxa de juro de referência a baixar 25 pontos base para os 0,75%. Essa notícia fez com que a moeda única se deprecia-se face ao dólar dos EUA, pois o euro estava a tornar-se menos atrativo para os investidores de risco, como explica Gavin Friend, estratega de mercado do National Australia Bank, “O corte da taxa de juro realizado hoje pelo BCE aumenta a possibilidade do euro se tornar a moeda de financiamento de escolha. O corte da taxa de depósitos vai encorajar os bancos a serem mais criativos com o seu dinheiro e isso deverá ser bom para o risco, mas o euro deve registar um pior desempenho”<sup>227</sup>. Antes do anúncio a 4 de Julho a taxa de câmbio era de 1.2560 EUR/USD e até 24 de Julho a taxa de câmbio desceu até aos 1.2089 EUR/USD.

Após esta depreciação do euro face ao dólar dos EUA, a taxa de câmbio inverte a sua tendência de evolução, com a moeda única a apreciar-se face a divisa norte-americana. A justificar esta inversão na tendência da evolução da cotação estão duas declarações. Primeiro a declaração de Ewald Nowotny, membro do conselho do Banco Central Europeu, que aponta para uma licença bancária ao Mecanismo Europeu de Estabilidade, ou seja, permitir que o fundo de estabilidade se financie junto do BCE para comprar dívida pública dos países da área do euro, como explica Paul Robson, estratega cambial do Royal Bank of Scotland Group, “O

---

<sup>226</sup> Euro recupera terreno com investidores a afastarem-se do refúgio dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 28/06/12

<sup>227</sup> Euro em mínimos de um mês após anuncio de corte de juros do BCE, em Jornal de Negócios (on-line), 05/07/12

euro está a reagir ao comentário de Nowotny. Isto joga com os receios do mercado de que o MEE não é suficientemente grande para resgatar Espanha e Itália. As conversações estão finalmente a avançar para onde a política pode resolver os problemas do euro”<sup>228</sup>. Em segunda temos a declaração de Mario Draghi, presidente do BCE que diz “o euro é irreversível”<sup>229</sup> e que a moeda única não vai acabar.

Segue-se um período em que a taxa de câmbio mantém uma tendência indefinida, numa altura em que eram divulgados dados económicos sobre a economia europeia que apontavam para um crescimento económico abaixo do esperado o que, levou o BCE a rever as suas previsões de crescimento económico para a zona do euro, o que prejudicou a apreciação da moeda única.

“Os economistas do Banco Central Europeu(BCE) reduziram as previsões de crescimento de 1% para 0,6%, de acordo com o boletim mensal emitido pelo BCE. Dados que apontam para um abrandamento da economia europeia e que penalizam a moeda única da Zona Euro.”  
*Euro em queda há quatro sessões acumula perda semanal de 1%, em Jornal de Negócios (on-line), 10/08/12*

A 21 de Agosto surgem boas notícias para a zona do euro que levaram a moeda única a apreciar-se face ao dólar dos EUA, com a contenção da dívida pública por parte do governo grego e com a diminuição do receio dos investidores face à dívida espanhola. A taxa de câmbio sobe dos 1.2300 EUR/USD a 20 de Agosto para os 1.2552 EUR/USD a 23 de Agosto.

“Otimismo em relação à contenção da dívida pública grega impulsiona a moeda única. Em Espanha, a venda da dívida de curto prazo com juros mais baixos do que o do último leilão comparável diminui o receio dos investidores.”  
*Euro sobe impulsionado por sinais positivos da economia europeia, em Jornal de Negócios (on-line), 21/08/12*

A 6 de Setembro é anunciado as características das operações que iriam permitir aos investidores comprarem dívida soberana nos mercados secundários dos países que precisam de assistência financeira. Esta medida beneficiou a moeda única no sentido em que os investidores tinham novas formas de investir em ativos de risco, com explica um estratega do

---

<sup>228</sup> Euro em alta animado por declarações de Nowotny sobre licença bancária ao MEE, em Jornal de Negócios (on-line), 25/07/12

<sup>229</sup> Draghi: "É escusado apostar contra o euro", em Jornal de Negócios (on-line), 02/08/12

Société Générale Vincent Chaigneau, “As ações do BCE ganham tempo, permitindo que regresse, por agora, o apetite pelo risco”<sup>230</sup>.

Contudo este não foi o único fator que impulsionou a moeda única, pois neste momento especulava-se que a FED poderia vir a aplicar novos estímulos à economia, o que prejudicou o dólar dos EUA, como explica Derek Mumford, administrador da empresa de gestão de risco cambial Rochford Capital, “O mercado está a descontar outra impressão de dinheiro por parte da Fed. O que será negativo para o dólar”<sup>231</sup>.

“Como comunicado em 2 de Agosto, o BCE anuncia as características técnicas das transações monetárias definitivas, ou seja, o quadro para a aquisição ilimitada de obrigações, com prazos entre 1 e 3 anos, nos mercados secundários de dívida soberana, sob a condição de os países envolvidos participarem num programa completo do Fundo Europeu de Estabilidade Financeira / Mecanismo Europeu de Estabilidade ou num programa preventivo.”

*BCE anuncia características técnicas das transações monetárias definitivas, em Principais Datas da Crise Financeira (BCE on-line), 06/09/12*

Durante este período a taxa de câmbio a passar dos 1.2578 EUR/USD a 5 de Setembro para os 1.3095 EUR/USD a 14 de Setembro.

Após esta subida da taxa de câmbio o euro perdeu terreno face ao dólar dos EUA devido a descida do índice de gestores de compras (PMI) para a indústria e serviços da área do euro, como explica Lee Hardman do Banco de Tóquio, “Um dos principais problemas que continua por resolver na Zona Euro é a falta de crescimento.(...) continuamos a prever que o euro irá continuar a enfraquecer”<sup>232</sup>, e a quebra de confiança dos investidores no mercado europeu, como explica Ray Attril, responsável por investimento em mercados cambiais do National Austrália Bank, “Não temos sinais de uma melhoria da confiança na Zona Euro. A confiança deverá manter o euro um pouco pressionado”<sup>233</sup>.

Esta descida da taxa de câmbio não foi muito significativa pois até ao fim do mês e durante o mês seguinte a cotação manteve-se sempre muito próxima dos 1.3000 EUR/USD, sofrendo ligeiras oscilações.

---

<sup>230</sup> Euro marca avanço tímido mas continua perto de máximos de início de Julho, em Jornal de Negócios (on-line), 07/09/12

<sup>231</sup> Euro aproxima-se dos 1,29 dólares e toca em máximo desde Maio, em Jornal de Negócios (on-line), 12/09/12

<sup>232</sup> Euro regista maior queda em dois meses, em Jornal de Negócios (on-line), 20/09/12

<sup>233</sup> Euro cai com investidores a recearem quebra da confiança, em Jornal de Negócios (on-line), 25/09/12

A manutenção da taxa de câmbio é resultante das dúvidas que existia sobre o futuro da atividade económica em Espanha. Se por um lado a aprovação do orçamento de estado do país<sup>234</sup> e a expectativa de que Espanha iria receber ajuda financeira<sup>235</sup> estavam a beneficiar a moeda única, a hipótese de não se prestar a ajuda financeira desejada e os continuados cortes de *rating* ao país<sup>236</sup> estavam a prejudicar a moeda única. A taxa de câmbio termina o mês de Outubro nos 1.2993 EUR/USD.

“A queda do euro nas últimas sessões deveu-se em parte às declarações de Mariano Rajoy, primeiro-ministro espanhol, que afirmou que a Espanha não se sentia pressionada a realizar um pedido de resgate, o que aumentou as preocupações sobre a crise de dívida soberana.”

*Euro sobe pela primeira vez em três sessões, em Jornal de Negócios (on-line), 22/10/12*

O mês de Novembro começa com a depreciação do euro face ao dólar dos EUA, com a taxa de câmbio a cair para os 1.2694 EUR/USD a 9 de Novembro. A justificar este decréscimo da cotação está as declarações de Mario Draghi, presidente do Banco Central Europeu, onde afirmou que a atual crise da área do euro está a afetar a principal economia europeia, ou seja, a Alemanha, “A fraca situação geral económica, combinada com o lento crescimento monetário, significa que, de momento, o risco de inflação para o médio prazo está muito lento”<sup>237</sup>. Adicionalmente a impulsionar a divisa norte-americana está a reeleição do presidente dos EUA, Barack Obama. Segundo Michiyoshi Kato, responsável cambial do Mizuho Corporate Bank, o euro tenderia a apreciar-se face ao dólar dos EUA, pois esta reeleição iria significar uma manutenção das políticas de estímulo à economia praticadas nos EUA, que favorecem a venda de dólares dos EUA, contudo tal situação não se verificou, “Com Obama, a política monetária continuará bastante flexível, o que fará com que se venda dólares”<sup>238</sup>.

Nos dias que se seguiram o euro recuperou da sua depreciação face ao dólar dos EUA com a divulgação de novos dados económicos positivos para a área do euro, conforme declarações de Jeremy Strecht, do Canadian Imperial Bank, “o aumento da confiança é razoavelmente

---

<sup>234</sup> Euro sobe pelo segundo dia face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 28/09/12

<sup>235</sup> Expectativa de que Espanha seja resgatada anima euro, em Jornal de Negócios (on-line), 17/10/12

<sup>236</sup> Corte de "rating" a Espanha empurra euro para quarto dia de perdas face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 11/10/12

<sup>237</sup> Euro cai para mínimos de dois meses após declarações de Draghi, em Jornal de Negócios (on-line), 07/11/12

<sup>238</sup> Efeito Obama: Bolsas asiáticas saúdam e americanas cedem. Dólar cai e petróleo sobe (act.2), em Jornal de Negócios (on-line), 07/11/12

substancial e é construtivo para a Alemanha e para a Zona Euro como um todo que se mantenha uma procura relativamente alta o euro”<sup>239</sup> e com o acordo do Eurogrupo para o desembolso de nova ajuda a Grécia, conforme declarações do presidente Jean-Claude Juncker “Houve um acordo político sobre o próximo desembolso para a Grécia. Não se trata apenas de dinheiro. Trata-se da promessa de um futuro melhor para o povo grego e para a zona euro como um todo”<sup>240</sup>. Adicionalmente a prejudicar a divisa norte-americana está a falta de consenso no país em relação ao orçamento do novo ano, como explica Masakazu Sato, “adviser” no Gaitame Online, “Não houve sinais de compromisso nas negociações do ‘precipício orçamental’, na semana passada, e o risco está a crescer”<sup>241</sup>. A 6 de Dezembro a taxa de câmbio chega aos 1.3072 EUR/USD.

A 7 de Dezembro o euro deprecia-se face ao dólar dos EUA após a descida das previsões económicas para a Alemanha e países da área do euro, como explica Kikuko Takeda, economista do Bank of Tokio Mitsubishi UFG, “A Europa está em recessão e sem perspectivas de melhorar para breve”<sup>242</sup>. Adicionalmente, a prejudicar a moeda única está o pedido de demissão de Mario Monti, primeiro-ministro italiano, após a decisão do presidente Silvio Berlusconi em retirar o seu apoio ao partido do governo, como explica Junichi Ishikawa, analista da IG Markets Securities, “Combinado com as perspetivas económicas da região, o crescente risco político em Itália poderá ser um duplo golpe para o euro”<sup>243</sup>. A 10 de Dezembro a taxa de câmbio foi de 1.2930 EUR/USD.

Até ao final do ano o euro veio a apreciar-se face ao dólar dos EUA devido à falta de consenso entre os deputados norte-americanos para a resolução do problema orçamental que o país tem. A taxa de câmbio termina o ano nos 1.3194 EUR/USD.

“Receios de que republicanos e democratas não consigam chegar a um acordo aumentam especulação em torno de que a economia norte-americana entre em recessão, pressionando o dólar.”

*“Precipício orçamental” nos EUA anima moeda da Zona Euro, em Jornal de Negócios (on-line), 24/12/12*

---

<sup>239</sup> Moeda única toca máximos de três semanas face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 23/11/12

<sup>240</sup> Euro supera os 1,30 dólares após acordo no Eurogrupo, em Jornal de Negócios (on-line), 27/11/12

<sup>241</sup> Euro em máximos de seis semanas face ao dólar, em Jornal de Negócios (on-line), 03/12/12

<sup>242</sup> Euro perde face ao dólar pressionado por sinais económicos negativos da Zona Euro, em Jornal de Negócios (on-line), 07/12/12

<sup>243</sup> Euro em mínimos de duas semanas com receios de demissão de Monti, em Jornal de Negócios (on-line), 10/12/12

