

O Impacte dos Mercados de Capitais na Evolução dos Determinantes
Sociopolíticos

Jamila Bárbara Madeira e Madeira

Tese de Mestrado
em Finanças

Orientador:

Professor Doutor Luís Oliveira, Professor Auxiliar, ISCTE Business School, Departamento de Finanças

Co-orientador:

Professor Doutor José Dias Curto, Professor Associado, ISCTE Business School, Departamento de
Métodos Quantitativos

Novembro 2011

Resumo

A economia política é desde sempre uma procura incessante dos efeitos da vida política e das decisões políticas na economia.

A avaliação dos indicadores políticos e a necessidade de transpor o seu impacte para a efectiva afectação das políticas económicas é crucial para uma boa absorção dos efeitos de toda a informação nos mercados bolsistas. É sabido que as condicionantes económicas reflectir-se-ão nos resultados eleitorais, em ambiente democrático, em qualquer país. Este estudo pretende confirmar a existência de padrões comportamentais entre os elementos estatísticos que aferem a evolução da popularidade e intenções de voto dos cidadãos em relação ao poder executivo e às oposições, procurando estabelecer uma relação entre estes e o índice bolsista português. Assim, a estabilização democrática da maioria dos países, a normalidade dos processos eleitorais e a visão imediatista associada à reactividade no mercado bolsista, leva a que a interpretação das variáveis políticas com grande desfasamento temporal possa conduzir a que se perca uma parte importante da informação sociopolítica disponível. Utilizando elementos que permitam uma avaliação mais regular da realidade, das expectativas e dos constrangimentos sociopolíticos, como sejam os índices dos barómetros de popularidade política, na vida económica e financeira, e acentuando o facto de estarmos perante uma realidade pouco estudada nos anos mais recentes, procurou-se encontrar um modelo explicativo que os enquadre na realidade económica portuguesa, bem como do mercado financeiro português, dos dias de hoje. Este tenderá a ser um elemento de informação relevante para os investidores no processo de avaliação dos investimentos futuros.

Palavras-chave

Índice bolsista português, Barómetros de opinião políticos, Políticas Públicas, Mercados financeiros

Classificação JEL

C58, G18, H0, P43

Abstract

Political economy has always been relentless pursuing explanations for the effects of political decisions in the economy. The evaluation of policies indicators and the need to go beyond its impact on the actual allocation of economic policies is crucial to have a true measure of how the stock markets are affected by all this information.

It is known that economic conditions are reflected in polls, assuming a democratic environment, in any country. This study aims to confirm the existence of behavioral patterns among the statistical data that measures the popularity and evolution of voting intentions of citizens, either by voting in the government or in the opposition, and trying to establish a relationship between them and the Portuguese stock index. Thus, considering the stabilization of most democratic countries, the normality of most electoral processes and the need for immediate reactivity associated with the stock market, leads us to the fact that the interpretation of political variables with a large time lag can miss interpret important pieces of available sociopolitical information. So, using indexes of political popularity barometers, that allow us to have a more regular assessment of the socio-political realities, expectations and constraints in economic and financial environment, and emphasizing the fact that we are facing a reality with small number of academic studies in recent years, we tried to find an explanatory model that fitted today's Portuguese financial market and economic reality. This intends to provide relevant information to market investors in the evaluation process for future investments.

Keywords

Portuguese Stock Index, Political Polls, Public Policy, Financial Markets

JEL Classification

C58, G18, H0, P43

Índice

Agradecimentos	5
Índice de Tabelas e Gráficos.....	6
Sumário Executivo.....	7
Capítulo 1 – Introdução	10
Capítulo 2 – Enquadramento Teórico	12
Capítulo 3 – Metodologia e base de dados	17
Capítulo 4 – Análise empírica.....	25
4.1 – Factores económicos, financeiros e políticos influenciadores do PSI20	25
4.2 – Factores económicos, financeiros e políticos influenciadores da popularidade política	27
4.2.1 – Factores económicos, financeiros e políticos influenciadores da popularidade do Governo.....	27
4.2.1.1 – Factores económicos, financeiros e políticos (considerando a alternativa ao Governo) influenciadores da Popularidade do Governo	30
4.2.1.2 – Factores económicos, financeiros e políticos (considerando a popularidade do Primeiro-ministro) influenciadores da Popularidade do Governo	31
4.2.2 – Factores económicos, financeiros e políticos influenciadores da Popularidade da Oposição.....	33
4.2.2.1 – Factores económicos, financeiros (considerando o referencial bolsista europeu) e políticos influenciadores da popularidade da oposição.....	35
4.2.3 – Factores económicos, financeiros e políticos influenciadores da Popularidade do Primeiro-ministro	37
Capítulo 5 – Conclusões	39
Bibliografia	43
Anexo 1 – Legenda das Variáveis	46
Anexo 2 – Análise da Estacionariedade das variáveis seleccionadas.....	49

Agradecimentos

Para a produção deste estudo foram indispensáveis os contributos, orientação, estímulos e máxima disponibilidade dos orientadores Professor Doutor Luís Oliveira e Professor Doutor José Dias Curto.

Para a recolha da base de dados foi crucial o imediato interesse manifestado pela equipa da Eurosondagem na pessoa do Dr. Rui Oliveira e Costa e pela pronta disponibilização dos elementos necessários a este estudo com a ajuda da Dra. Madalena Caupers, a ambos o meu profundo agradecimento.

Agradeço à REN - Redes Energéticas Nacionais, SGPS, na pessoa do Eng.º João Ricardo, pela possibilidade que me deu de promover a adequada articulação da vida laboral com o objectivo da produção deste estudo.

Agradeço à minha família e amigos o interesse e apoio manifestado, muito particularmente à minha mãe pelas opiniões e críticas que construtivamente ajudaram a levar por diante este estudo.

Índice de Tabelas e Gráficos

Figura 1 - Evolução temporal das variáveis estudadas21

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis estudadas23

Tabela 2 – Variáveis estudadas nos modelos.....46

Tabela 3 – Testes de Raízes Unitárias49

Sumário Executivo

A avaliação dos indicadores políticos e a necessidade de transpor o seu impacte para a efectiva afectação das políticas económicas é crucial para uma boa absorção dos efeitos de toda a informação nos mercados bolsistas. Neste quadro desenvolveu-se esta tese procurando encontrar evidência empírica que confirme a existência de padrões comportamentais entre os elementos estatísticos que aferem a evolução da popularidade política e intenções de voto dos cidadãos em relação ao poder executivo e às oposições, procurando estabelecer uma relação entre estes e a evolução do índice bolsista nacional.

Assim, foram analisadas múltiplas formas de aferir a responsabilidade política na evolução bolsista, de medir como esta é estabelecida e se é caracterizável como uma tendência comportamental sustentada. Ao longo deste trabalho, este padrão comportamental foi estudado aprofundando metodologias de relacionamento e articulação de variáveis económicas, financeiras e sociopolíticas com o índice bolsista nacional, PSI20, com vista a identificar um modelo explicativo consistente para esta relação. Utilizando elementos que permitam uma avaliação mais regular da realidade, das expectativas e dos constrangimentos sociopolíticos, como sejam os índices dos barómetros de popularidade política, na vida económica e financeira, e acentuando o facto de estarmos perante uma realidade pouco estudada nos anos mais recentes, procurou-se encontrar um modelo explicativo que os enquadre na realidade económica portuguesa, bem como do mercado financeiro português, dos dias de hoje.

De facto, a inexistência de informação ou a incapacidade de a antecipar pode conduzir a que os investidores se baseiem em informações transitórias e periódicas para apoiar a sua decisão de investir ou simplesmente para sustentar o adiamento da decisão para período pós-eleitoral. Assim, barómetros e sondagens intercalares podem ser vistas como elementos cruciais para sustentar o processo de decisão entre períodos eleitorais ou próximo destes. Desta forma, os índices dos barómetros de popularidade dos políticos foram utilizados como elemento central da nossa análise.

Para esta tese foram identificados vários estudos científicos que procuraram encontrar respostas e relações nesta linha de pensamento. Estes alimentam-se, de um modo geral, de determinantes diversos daqueles presentes nos modelos em estudo e, naturalmente, traduziram resultados díspares quanto às capacidades explicativas obtidas. Apesar disso, deve

ser sublinhado que estes estudos revelam que, nos anos mais recentes, esta tem sido uma perspectiva da realidade pouco estudada. Este facto leva a que, perante as importantes dinâmicas que os mercados bolsistas revelaram na última década, estes possam agora ver aqui alguma actualização.

Através da utilização de modelos econométricos procurou-se encontrar uma relação que permita explicar a evolução das rentabilidades do índice bolsista PSI20 em associação com variáveis económicas e financeiras e variáveis sociopolíticas. Estes modelos serão estudados com o objectivo de medir a percepção das relações entre as variáveis, concretamente se existe uma relação entre estas e em que sentido, ou seja, se são as expectativas de determinadas políticas ou das alterações de políticas que afectam as rendibilidades e as opções dos mercados ou se é a evolução dos mercados que vem traduzir-se em evoluções extraordinárias nos barómetros e índices de popularidade da vida política.

Nesta óptica, utilizando uma série cronológica de periodicidade mensal para o intervalo de observação entre Janeiro de 2003 e Dezembro de 2010, foram identificados modelos que nos permitiram conduzir algumas interpretações. Estes apresentam-se como um elemento de informação relevante para os investidores no processo de avaliação dos investimentos futuros. De facto, nestes modelos aferiu-se a existência de relações estatisticamente significativas, bem como política e economicamente interpretáveis, estimando modelos, através do método dos mínimos quadrados ordinários, para a evolução dos mercados bolsistas e qual a sua relação com a notoriedade e percepção dos partidos ou principais figuras políticas, designadamente a evolução da popularidade do governo, da oposição e do Primeiro-ministro.

A teoria do “*political business cycle*” desenvolvida por Nordhaus (1975), na qual os decisores políticos actuam no período pré-eleitoral de modo a tentar assegurar que haja uma subida nos mercados bolsistas, afectando assim positivamente a situação financeira dos investidores, bem como a teoria dos partidos desenvolvida por Hibbs (1977), que atesta a relevância da doutrina partidária na acção governativa, assumindo uma clara distinção entre as opções de direita ou de esquerda em termos de política económica, apresentaram-se nestes modelos numa abordagem claramente concorrencial, denotando, no entanto, a ausência de um claro efeito dominante de qualquer uma destas. Nesta lógica foi possível detectar que, de

facto, uma variação positiva dos mercados bolsistas nacionais (Índice PSI20) traduz-se num aumento da popularidade do executivo.

Assim, perante um quadro de múltiplas identidades teóricas foi ainda possível identificar uma considerável proximidade aos modelos racionais da teoria dos partidos, em que a implementação das políticas económicas é tida em consideração pelos agentes económicos, da mesma forma que são tidas em conta as variáveis com considerável grau de incerteza como seja a realização de eleições, qual o partido vencedor e logo quais as políticas que serão implementadas no futuro.

Nestes modelos ficou bem patente que existe uma relação estrutural entre estes elementos, bem como que a reactividade dos investidores está bem alavancada numa clara observação dos indicadores económicos, financeiros e sociopolíticos. No entanto, foi possível verificar que esta reactividade processa-se com níveis de intensidade diferentes consoante as variáveis em presença. Assim, assume-se que sabendo que para o mercado ser eficiente deve reagir da mesma forma à informação económica e à não económica, e que, dentro desta última, “o mercado reage mais vezes às boas notícias ou, pelo menos, considera que as boas notícias são mais informativas” (Moskalenko, 2005: 28), então, pode-se concluir que o mercado bolsista português é pouco eficiente.

Os resultados obtidos deixam ainda algumas questões por responder. Estas poderão ser alvo de estudos futuros. Assim, encontrar formas de enquadrar indicadores económicos, monetários e políticos que possam trazer aos modelos o actual contexto de responsabilidade partilhada ao nível europeu, permitindo que estes modelos possam incorporar os efeitos da penalização/benefício político em termos de popularidade no quadro das múltiplas opções estratégicas tomadas, será certamente um caminho enriquecedor deste estudo.

Capítulo 1 – Introdução

A economia política é desde sempre uma procura incessante dos efeitos da vida política e das decisões políticas na economia.

Como é sabido, os mercados eficientes, segundo Fama (1970), reagem às notícias económicas e não económicas. Decorrente desta realidade, a avaliação dos indicadores políticos e a necessidade de transpor o seu impacte para a efectiva afectação da linha de políticas económicas é crucial para uma boa absorção dos efeitos de toda a informação nos mercados bolsistas. Adicionalmente, pode-se ainda dizer que nos dias de hoje, os investidores e empreendedores querem ainda mais respostas, num tempo cada vez mais limitado, conduzindo por isso a ansiedades incrementadas pelos mercados, com efeitos não facilmente mensuráveis, baseados numa sociedade imediatista e muito exigente. De facto, os investidores têm claros incentivos de rendibilidade para que lhes seja interessante promover uma procura intensa de instrumentos que lhes permitam prever o ambiente económico e financeiro.

Tradicionalmente, os eventos de grande impacte político como dissoluções, golpes de estado ou processos eleitorais extraordinários ou mesmo ordinários, são os elementos tidos em conta na maioria dos estudos que aprofundam estes instrumentos. No entanto, a estabilização democrática da maioria dos países,¹ a normalidade dos processos eleitorais, a visão imediatista anteriormente referida e a necessidade de, permanentemente, ser capaz de reagir nos mercados, leva a que a interpretação das variáveis políticas com grande desfasamento temporal possa conduzir a que se perca uma parte importante da informação sociopolítica disponível.

Com o propósito de encontrar um modelo explicativo que enquadre na vida económica e financeira dos dias de hoje os impactes de múltiplos determinantes sócio políticos iniciou-se esta dissertação que se estrutura da seguinte forma: no capítulo 2 apresenta-se uma análise teórica de alguns estudos que procuraram respostas na mesma linha de pensamento que sustenta esta dissertação. Estes, embora promotores de respostas díspares das aqui obtidas, são um elemento relevante. No capítulo 3 é apresentada a metodologia utilizada para a construção dos modelos estudados e da base de dados que sustenta a análise. No capítulo 4 é

¹ Muito em particular de todos os que aderiram à União Europeia, a que Portugal não é excepção.

promovida a análise empírica dos modelos estimados, bem como aferidas as suas capacidades explicativas. Neste contexto, as variáveis sociopolíticas são valorizadas dado terem sido definidas como um elemento crucial para a prossecução deste estudo. No capítulo 5 são então apresentadas as conclusões e algumas reflexões sobre as potencialidades desta análise para estudos futuros.

Capítulo 2 – Enquadramento Teórico

Existem vários estudos científicos que de uma maneira precisa procuraram encontrar respostas e relações na linha de pensamento que aqui são alvo de aprofundamento. Estes alimentam-se, de um modo geral, de determinantes diversos daqueles que serão introduzidos nos modelos em estudo e traduzir-se-ão em resultados díspares quanto às capacidades explicativas obtidas. Apesar deste facto, deve ser sublinhado que a cronologia destes estudos revela que, nos anos mais recentes, esta tem sido uma perspectiva da realidade pouco estudada. Este facto leva a que, perante as importantes dinâmicas que estes mercados demonstraram na última década, estes possam agora ver aqui alguma actualização.

Na análise de Nimkhunthod (2007) foram avaliados os movimentos políticos de grande impacto como dissoluções, eleições, golpes de estado, revoluções/conflitos vários, num total de 30 acontecimentos de grande impacto na Tailândia entre 1975 e 2006. Este estudo procurou dar ênfase aos momentos de reacção política de grande escala, ambicionando perceber se estes são percebidos antecipadamente ou não pelos investidores.

O autor assumiu que estes momentos de consulta aos eleitores ou de ruptura e turbulência política podem conduzir a uma provável alteração de política económica. Desta forma, o autor obteve evidência significativa de resultados anormais uma semana antes e depois de eleições.

De facto, Kalecki (1943), Nordhaus (1975), Lindebeck (1976) e Hibbs (1977) acentuam o efeito ideológico esquerda/direita e medem as flutuações como resultado das alterações políticas no poder. Estes assumem, por um lado, a pressão eleitoral do partido no poder para utilizar a política económica de forma a aumentar a probabilidade de reeleição, elemento particularmente sublinhado por Nordhaus (1975) e por Lindebeck (1976), tendo sido Kalecki (1943) o primeiro a assumir esta visão. Alternativamente será Hibbs (1977), a defender a teoria dos partidos, caracterizada pela implementação de políticas com um determinante e marca ideológica. Desta forma, sentir-se-iam alterações das dimensões da política económica com a alternância no poder e, conseqüentemente, isso promoveria flutuações económicas e financeiras.

No entanto, segundo Alesina (1987), decorrente das expectativas racionais, a implementação destas políticas económicas será tida em consideração pelos agentes económicos, da mesma

forma que serão tidas em conta as variáveis com considerável grau de incerteza como seja a realização de eleições, qual o partido vencedor e logo quais as políticas que serão implementadas para o futuro (*Rational Partisan Theory*). Assim, Alesina (1987) procura sublinhar que um processo relativamente cíclico de interacção entre os partidos, bem como uma marca de rotação partidária no poder pode contribuir para reduzir o excesso de volatilidade e incerteza associadas às políticas a implementar.

Brown, Harlow e Tinic (1988) procuraram então conhecer e antecipar os comportamentos dos investidores (Hipótese da Incerteza na Informação (HII)). Neste estudo verificaram que os investidores tendem a reagir de forma mais acentuada perante más notícias do que boas notícias. De facto, isto permitiu que esta visão seja explorada numa perspectiva de análise empírica do mercado e dos seus fenómenos mais circunscritos.

Tendo como base esta teoria, Fehle e Zdorovtsov (2003) combinaram ainda algumas contradições na informação e anúncios públicos e demonstraram que a HII é potencialmente lucrativa.

Por outro lado, Pantzallis et al (2000) testaram a HII no comportamento do mercado bolsista em 33 países e em períodos pré-eleitorais ou próximos, entre 1974-1995 e evidenciaram a ocorrência de resultados (lucros) anormais cerca de 2 semanas antes das eleições previstas.

No estudo de Malik, Hussain e Ahmed (2009), evidenciou-se que perante eventos políticos significativos foi visível uma relação fundamental entre o mercado bolsista, a expectativa de rentabilidade agregada e as alterações efectivas de aversão ao risco dos investidores. Estes consideraram relevante sublinhar o papel da rentabilidade presente, da dinâmica do mercado e da volatilidade no processo de decisão de investimento como forma de compensar a incerteza associada ao momento político.

De facto, Robbani e Anantharaman (2002) referem que um mercado bem desenvolvido é uma *proxy* de todos os eventos que ocorrem na economia. Logo, a rendibilidade do mercado deverá ter incorporado toda a informação económica e não económica relevante. Assim, estes vêm demonstrar que o mercado bolsista não ignora os eventos políticos, mas antes ajusta-os aos que considera como tendo efeitos de longo prazo. Os resultados por estes analisados demonstraram que os mercados bolsistas emergentes são semi fortes em termos de eficiência, pois reflectem não só a informação económica, mas também a política, através do preço.

Para Fama (1970), o mercado é eficiente se os preços correntes no mercado bolsista reflectem em absoluto e contemporaneamente toda a informação. Para além disso, assume que a informação passada ou expectável não é passível de ser considerada nova informação, por isso mesmo não deve produzir qualquer efeito no preço no mercado bolsista, uma vez que considera que esta já foi incorporada nos preços em vigor no momento anterior, em que foi conhecida. Assim, assumindo as implicações da hipótese de eficiência dos mercados, os agentes económicos são utilizadores prudentes da informação disponível, promovendo apenas efeitos no mercado quando, de facto, consideram que existem alterações nas variáveis macro estruturantes.

Chan, Chui e Kwok (2001) salientam que as informações ou eventos políticos têm um impacto distinto do das informações económicas sobre o mercado bolsista, não podendo por isso ser valorizadas de igual modo. Chan e Wei (1996) estudaram também o impacto das informações políticas na volatilidade do mercado bolsista em Hong-Kong e sustentam que as notícias políticas favoráveis (desfavoráveis) estão correlacionadas positivamente (negativamente) com as rendibilidades do Hong Seng Index.

Moskalenko (2005), por seu lado, identifica as relações e efeitos entre as notícias económicas e não económicas sobre o mercado bolsista ucraniano. Este afere que tanto as notícias económicas como políticas são factores influenciadores do mercado bolsista ucraniano. Nas notícias económicas considera que sobressai o efeito das notícias não monetárias e nas notícias políticas demonstra que são mais significativas as “boas” notícias.

Engle e Ng (1993) sublinham a existência de assimetria na volatilidade da rentabilidade bolsista e concluem que as más notícias (ou seja, valores negativos de rentabilidades não esperadas) são promotoras de mais volatilidade que as boas notícias (ou seja, valores positivos de rentabilidades não esperadas) no mercado bolsista Japonês.

Relativamente à confiança dos consumidores, Gulley e Sultan (1998) evidenciaram que valores negativos do índice de confiança dos consumidores demonstraram um maior impacto sobre o Dow Jones Industrial Average do que os valores positivos.

Para Vuchelen (2003) a questão relevante para a análise dos mercados e dos investidores é avaliar se a alteração dos resultados eleitorais, logo da composição do futuro governo, resultará uma alteração de política económica e financeira. De facto, para o mercado bolsista

as eleições apenas são relevantes caso transportem em si mesmas informações ou notícias inesperadas que venham contrariar o sentido ou as expectativas dos investidores quanto a estas políticas futuras. Para Vuchelen (2003), o facto do mercado bolsista procurar antecipar e retirar proveitos das alterações nas políticas permite que a análise dos efeitos destas no mercado bolsista seja reveladora da importância económica das alterações expectáveis de política económica. Isto traduzir-se-á na ponderação de algum desfasamento temporal entre o momento de decisão ou alteração da conjuntura política (por via eleitoral, de facto, ou, pela expectativa de alteração eleitoral, por via das sondagens ou barómetros) e a reacção nos mercados de capitais.

Por outro lado, Huang (1985) e Gärtner e Wellershoff (1995) verificaram que os proveitos em bolsa não sofrem variações sistemáticas entre Democratas e Republicanos no quadro da alternância da administração americana. Lamb et al. (1997) verificaram ainda que 87% das subidas do mercado bolsista ocorrem durante os períodos de pausa do congresso.

A relevância da orientação política do governo (direita ou esquerda) é também vista por Vuchelen (2003). Este considera que se podem prosseguir dois caminhos aplicáveis a estas escolhas. Segundo Lewis-Beck (1988), os eleitores/agentes económicos avaliam a sua situação financeira no momento em que votam. Assim, por um lado, este enquadra esta visão na teoria do “political business cycle”, Nordhaus (1975), em que os decisores políticos actuam no período pré-eleitoral de modo a tentar assegurar que haja uma subida nos mercados bolsistas, afectando assim positivamente a situação financeira dos investidores. Por outro lado, seguindo a teoria dos partidos, Hibbs (1977), em que a política de acção governativa é orientada pela doutrina partidária. Neste caso, esta faz uma clara distinção entre as opções de direita ou de esquerda em termos de política económica. De acordo com esta visão, uma expectativa de alteração no governo da esquerda para a direita poderia estimular os mercados bolsistas tendo presente que os investidores assumiriam que esse novo governo de direita actuará com políticas mais do lado da oferta.

De qualquer modo, a incerteza é por Vuchelen (2003) sempre vista como um factor penalizador dos índices bolsistas, seja com governo de esquerda ou de direita. Assim, o autor também releva a realidade do sistema eleitoral, seja este de maiorias ou de representação proporcional. Esta característica afecta de forma substancial a incerteza quanto às soluções futuras e ao grau de estabilidade associada, logo quanto às expectativas de políticas futuras.

No discorrer desta abordagem teórica foi assim possível triar alguns elementos de outros estudos que permitirão sustentar algumas das opções abordadas no capítulo seguinte. De facto, alguns destes estudos sustentam já a influência de variáveis políticas e/ou de variáveis económicas no comportamento do mercado bolsista. De qualquer forma, as particularidades do sistema político nacional português e da realidade financeira do mercado bolsista português não foram ainda alvo de escrutínio e análise, pelo que procurar-se-á combinar ambas e aferir da existência desta influência e em que sentido é estabelecida.

Capítulo 3 – Metodologia e base de dados

O sistema político português assenta na representatividade partidária obtida através das eleições para a Assembleia da República. O período histórico em análise apresenta um peso diminuto das coligações governativas e uma marca expressiva das maiorias parlamentares e governativas de partido único, muito associadas aos dois maiores partidos, isto seja através de processos eleitorais de facto ou por simples efeito das expectativas criadas em torno das sondagens ou barómetros políticos. Ainda assim, apesar deste efeito estabilizador das maiorias, que é passível de induzir uma expectativa de impacte diminuto sobre os mercados bolsistas, não deverá ser de todo escamoteada a existência desse impacte.

De facto, a inexistência de informação ou a incapacidade de a antecipar pode conduzir a que os investidores se baseiem em informações transitórias e periódicas para apoiar a sua decisão de investir ou simplesmente para sustentar o adiamento da decisão para período pós-eleitoral. Assim, barómetros e sondagens intercalares podem ser vistas como elementos cruciais para sustentar o processo de decisão entre períodos eleitorais ou próximo destes.

Será pela análise de variáveis económicas, de variáveis sociopolíticas e indicadores de estabilidade/instabilidade política que se prosseguirá em termos de metodologia.

Na escolha das variáveis económicas procurou-se aquelas que pudessem responder da melhor forma às múltiplas sensibilidades do mercado e da economia real, bem como as que permitissem aferir a contextualização internacional da realidade do mercado bolsista português e dos agentes económicos portugueses.

Através da utilização de modelos econométricos procurar-se-á encontrar uma relação que permita explicar a evolução das rentabilidades do índice bolsista PSI20 em associação com variáveis económicas e financeiras e variáveis sociopolíticas. Estes modelos serão estudados com o objectivo de medir a percepção das relações entre as variáveis, concretamente se existe uma relação entre estas, ou seja, se são as expectativas de determinadas políticas ou das alterações de políticas que afectam as rendibilidades e as opções dos mercados ou se é a evolução dos mercados que vem traduzir-se em evoluções extraordinárias nos barómetros e índices de popularidade da vida política.

Para abordar esta realidade com a maior exactidão possível optou-se por considerar para a análise algumas variáveis económicas e financeiras (descritas no anexo 1 estão todas as variáveis económicas e financeiras estudadas no âmbito do presente trabalho). Estas são aqui assumidas como fortes na capacidade de interpretar as relações de significância procuradas²:

- a evolução mensal do PSI20, como principal agregador nacional da evolução dos mercados financeiros, já que é através deste índice que diariamente é escrutinada a robustez do mercado bolsista português. De referir também que, segundo Fama (1970), em mercados eficientes, os investidores incorporam de modo racional, no seu processo de decisão de compra ou venda, toda a informação relevante, levando a que os preços reajam contemporaneamente a essas informações ou notícias. Logo, o índice PSI20 é um bom indicador para medir quão sensíveis os investidores são a alterações na conjuntura sociopolítica. Esta pode e deve ser medida contemporaneamente ou com desfasamentos temporais que permitam ao investidor ter tempo para analisar e incorporar a nova informação;
- o PIB trimestral³ permitirá ter presente a realidade económica do país. Assume-se, à partida, que os mercados financeiros e bolsistas reflectem, em grande medida, a realidade e a economia produtiva, da qual o PIB trimestral é um indicador relevante da sua progressão. Este efeito pode ser sentido contemporaneamente ou com desfasamentos temporais permitindo ao investidor ter tempo para analisar e incorporar a nova informação;
- o Défice Orçamental trimestral, permitirá medir quão alavancada está a economia portuguesa. Um défice orçamental maior representa um incremento da despesa do Estado, em particular nas funções que lhe estão mais directamente associadas como as funções sociais ou funções de soberania. Qualquer destas implica uma injeção de maior liquidez na economia, seja por via de melhoria da qualidade de vida das pessoas, através de investimento social, negociação laboral ou alavancando o sector das obras públicas, etc., dando claros indicadores de estímulo ao investimento dos investidores privados;

² A base de dados que foi construída e utilizada para a produção deste estudo poderá ser disponibilizada mediante solicitação prévia da mesma.

³ A falta de informação de base mensal para o PIB e o Défice leva a que estas variáveis vejam as suas séries trimestrais serem interpoladas para valores mensais, ou seja, repartidas uniformemente pelos meses do trimestre.

- os encargos e remunerações financeiras na dívida soberana portuguesa através dos *spreads* a 5 e 10 anos e as *yields* das obrigações do tesouro a 2, 5 e 10 anos, permitirá controlar para as expectativas de remunerações, com risco e sem risco, a médio e a longo prazo;
- o índice de confiança mensal dos consumidores funcionará como uma *proxy* do nível de confiança dos agentes económicos;
- para medir o efeito de contágio internacional dos mercados de forma contemporânea ou desfasada, procurou-se relacionar o mercado português com o factor de risco de mercado que lhe está associado, de forma a controlar a aversão ao risco. Assim, usámos como *proxies* do efeito de contágio internacional dos mercados as seguintes séries:
 - Índice Euro STOXX50 que constitui o índice referencial para a zona euro, cobre 50 activos de 12 países da Euro-zona, representa por isso um referencial de estabilidade e um indicador crucial para uma economia aberta como a portuguesa.
 - Índice de volatilidade VSTOXX baseando-se nos preços das opções “*at the Money*” do EURO STOXX 50, pretende medir as expectativas de mercado através da volatilidade implícita no preço das opções sobre o índice EURO STOXX 50, para uma maturidade de 30 dias.

Nas variáveis sociopolíticas (descritas no anexo 1 estão todas as variáveis sociopolíticas estudadas no âmbito do presente trabalho), ter-se-á como referencial de popularidade as evoluções dos índices dos barómetros de opinião (Barómetro Mensal Eurosondagem) quanto ao:

- Governo (partido único ou de coligação);
- Oposição (agregando todos os partidos na oposição);
- Oposição do arco governativo (do partido ou partidos da oposição que já foram governo, num governo de partido único ou em coligação) e que naturalmente se apresenta como alternativa mais directa ao governo vigente;
- Primeiro-ministro enquanto figura tutelar de máxima responsabilidade política.

À semelhança do proposto por Vuchellen (2003), uma das mais importantes relações que será alvo desta investigação é a de saber se os investidores portugueses alteram ou não as suas

opções de investimento apenas perante a expectativa (de curto prazo) de ocorrerem eleições ou se ajustam as suas opções perante outros sinais de reforço ou fragilidade governativa sem que haja eleições, ou como reação perante uma oposição com popularidade crescente.

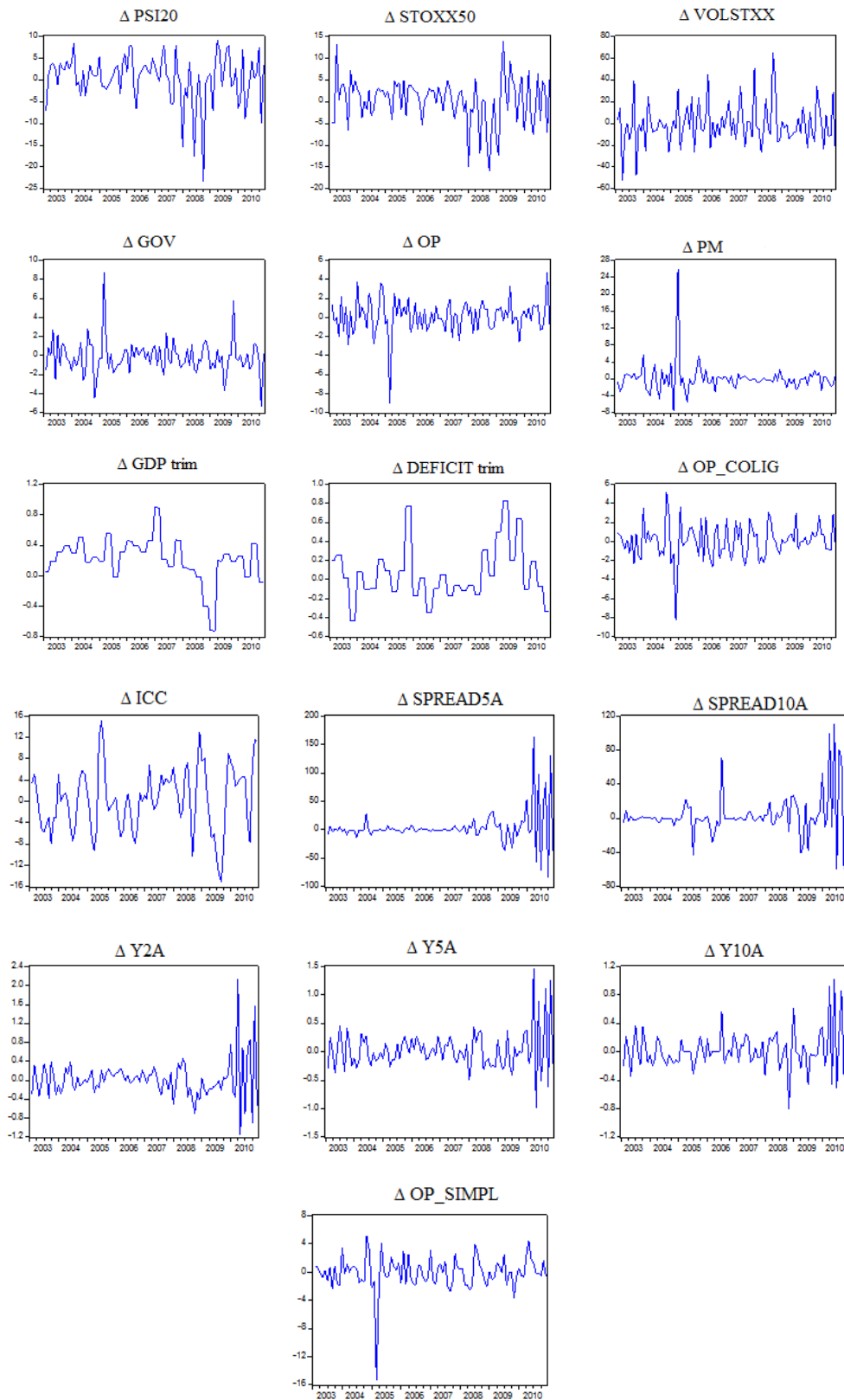
Por outro lado, materializar-se-á a realidade política no que diz respeito:

- ao Governo ser de direita ou de esquerda. Importa ter presente que o processo de evolução para a esquerda ou para a direita do espectro político conduz inevitavelmente a alterações na política económica. Assim sendo, a expectativa que o governo perdure sendo de esquerda ou de direita deve ser analisada;
- à previsão de ocorrência de eleições, no muito curto prazo (1 a 3 meses) controlando para o efeito do diferente tipo de eleições (legislativas, autárquicas, presidenciais ou europeias⁴). Estas, apesar de serem apenas um momento na série em análise revelam a possibilidade de alteração da linha política e por isso são avaliadas como elementos que os investidores poderão ter particularmente em conta. Todavia, procurou-se sublinhar o efeito decorrente das eleições legislativas, assumindo que são estas as que podem directamente conduzir a alterações nas políticas económicas e financeiras;
- à realidade parlamentar (maioria absoluta ou relativa) e o seu efeito na estabilidade política.

Na Figura 1 apresenta-se a evolução temporal das variáveis consideradas na análise. Os cronogramas sugerem a estacionariedade das séries, que será estudada mais adiante através do teste *Augmented Dickey- Fuller* (ADF).

⁴ Em Portugal, em anos tidos como normais, o impacto das eleições regionais nos mercados bolsistas seria sempre visto como marginal. Razão pela qual esta informação acabou por ser desconsiderada. Tratamento diferente teria, se estivesse a ser considerada uma série que englobasse o intervalo de tempo mais recente e, logo, justificar-se-ia perante os últimos elementos (concretamente as inúmeras referências na imprensa desde 12 de Agosto de 2011 e dias subsequentes sobre o impacto das contas regionais nas contas públicas nacionais e na credibilidade externa do país) que fossem alvo de uma avaliação mais cuidada.

Figura 1 - Evolução temporal das variáveis estudadas



Uma vez que se pretende analisar a influência de vários factores explicativos na evolução do indicador do mercado bolsista português ao longo do tempo usaram-se modelos de regressão linear múltipla⁵. Em concreto, através destes modelos pretende-se avaliar qual o sentido e a relevância da informação sociopolítica dos índices de popularidade elencados na relação com o índice PSI20 ao longo do período analisado.

Para tal, utilizar-se-á uma série cronológica de periodicidade mensal para o intervalo de observação entre Janeiro de 2003 e Dezembro de 2010.

Antes de se prosseguir para a estimação do modelo propriamente dita procedeu-se à caracterização das variáveis. Nas séries em estudo, é determinante para a aplicação do modelo de regressão linear múltipla assegurar que as variáveis em análise são estacionárias.

Para proceder ao teste da estacionariedade utilizou-se, entre as múltiplas hipóteses de testes disponíveis, o teste *Augmented Dickey-Fuller* (ADF) para testar a existência de raízes unitárias. Os resultados deste teste demonstraram que no painel de variáveis (políticas e económicas) a hipótese de estacionariedade é rejeitada (ver os resultados dos testes no Anexo 2). Assim, vão ser consideradas na estimação dos modelos as primeiras diferenças das variáveis. Como defende Griffiths (1993: 698) “*Se z_t é uma variável aleatória com uma tendência tal que $z_t = z_{t-1} + \beta + \varepsilon_t$ em que $\varepsilon_t \sim (0, \sigma^2)$ é estacionária e β é constante, então z_t será estacionária se diferenciada uma vez, tal que $\Delta z_t = z_t - z_{t-1} = \beta + \varepsilon_t$ é estacionária, através do processo de diferenças estacionárias.*” Assim, verificada que está a estacionariedade das primeiras diferenças das variáveis originais (ver Anexo 2), apresentamos de seguida o modelo genérico a estimar.

⁵ Todos os modelos foram estimados usando a ferramenta informática “*Eviews 5.0*” (2004), Quantitative Micro Software, LLC.

Tabela 1 - Estatísticas descritivas das variáveis estudadas

	Média	Mediana	Desvio Padrão	Número de Observações
Δ PSI20	0,3121	1,0998	5,4127	95
Δ GOV	-0,1579	-0,3000	1,7894	95
Δ OP	0,1200	0,1000	1,7561	95
Δ PM	0,0695	0,0000	3,3555	95
Δ OP_ COLIG	0,0442	0,0000	1,8237	95
Δ OP_ SIMPL	-0,0568	0,0000	2,3652	95
Δ GDP	0,2159	0,2379	0,2852	95
Δ DEFICIT	0,0635	0,0123	0,2958	95
Δ ICC	0,3442	0,5587	5,9915	95
Δ STOXX50	0,2284	1,4123	5,1993	95
Δ VOLSTXX	-0,5608	-4,6169	1,9342	95
Δ Y2A	0,0172	-0,0040	0,4199	95
Δ Y5A	0,0247	-0,0080	0,3505	95
Δ Y10A	0,0255	0,0000	0,2930	95
Δ SPRD5A	3,9695	0,3000	3,0960	95
Δ SPRD10A	3,7189	0,1000	2,7655	95

O modelo que serve de base ao estudo empírico pode ser apresentado na seguinte equação geral:

$$Y_t = c + \beta \times P_{jt} + \gamma \times D_{zt} + \theta \times X_{kt} + \varepsilon_t \quad (1)$$

Sendo:

t – período a que se refere a variável incluída na série de dados

Y_t – variável dependente, a explicar

P_{jt} – variáveis sociopolíticas j

D_{zt} – variáveis *Dummy* (com z = 1 a 7)

X_{kt} – variáveis económico-financeiras k

β – matriz de coeficientes associados às variáveis explicativas P_{jt} , j - variável sociopolítica j

γ – matriz de coeficientes associados às variáveis explicativas, *Dummy*, D_{zt} , z - variável sociopolítica binária z

θ – matriz de coeficientes associados às variáveis explicativas X_{kt} , k - variável económica e financeira k

ε_t – erro referente ao período t. Variável aleatória em que $E(\varepsilon_t)=0$, variância = $\sigma^2_{\varepsilon t}$ e $cov(\varepsilon_t, \varepsilon_s)=0, \forall t \neq s$

De facto, esta pesquisa pretende encontrar uma relação estatisticamente significativa, bem como política e economicamente interpretável, através da estimação de modelos que derivam da equação geral (1), utilizando o método dos mínimos quadrados ordinários (*Least Square Method - LSM*), da evolução dos mercados bolsistas e como estes afectam a notoriedade e percepção dos partidos ou principais figuras políticas.

Assim, decorrente deste raciocínio iniciou-se a análise empírica estudando os efeitos bolsistas externos, os efeitos políticos, os efeitos económicos e os efeitos financeiros no modelo que tem como variável dependente $\Delta PSI20$ (ver anexo 1 com descrição detalhada das variáveis em estudo), ou seja, que pretende medir que tipo de impactes se estabelecem entre este e a popularidade e notoriedade da vida política, bem como todos os elementos que alimentam e influenciam os processos de decisão dos investidores e em que grau.

Posteriormente vão ser estimados os modelos cujas variáveis a explicar são, respectivamente, a ΔGov , a ΔOp e a ΔPM , ou seja, perante a insignificância obtida no modelo anterior procurar-se-á alterar a relação e analisar a capacidade explicativa e significância da evolução bolsista na evolução da popularidade do governo, da oposição e do Primeiro-ministro, respectivamente.

Capítulo 4 – Análise empírica

Recorrendo à base de dados considerada, estimar-se-ão os modelos anteriormente enunciados e proceder-se-á aos estudos adequados que permitam aferir a sustentação das hipóteses formuladas. De facto, a estabilidade política do período em causa – durante 2 anos e 3 meses (Fevereiro de 2002 - Março de 2005), existiu uma maioria absoluta em coligação de direita, e depois durante um período de 4 anos e 7 meses (Março de 2005 - Outubro de 2009) houve um governo de maioria absoluta de esquerda – pode conduzir a que os resultados obtidos surjam enviesados e não permitam reflectir a realidade do sistema político português e a necessidade de construção de equilíbrios no quadro da proporcionalidade que representa a eleição para a Assembleia da República. Ainda assim, procurou-se analisar os resultados à luz da realidade do sistema político português e de que forma estas variáveis afectam a racionalidade do investidor aquando das suas opções financeiras.

4.1 – Factores económicos, financeiros e políticos influenciadores do PSI20

Considerou-se como primeiro objectivo analisar as variações no Índice PSI20 e tentar compreender o que potenciou este efeito, se as variáveis económicas, as variáveis financeiras ou as variáveis políticas e de que forma.

Os pressupostos da homoscedasticidade e da autocorrelação de primeira ordem dos erros foram estudados a partir dos testes de White e Durbin-Watson, respectivamente. Caso não se verifiquem tais pressupostos na amostra considerada, os estimadores dos Mínimos Quadrados Ordinários (OLS) deixam de ser BLUE (*Best Linear Unbiased Estimator*) pondo-se em causa os resultados dos testes F e t à significância global dos modelos e à significância individual das estimativas para os coeficientes, respectivamente. Caso se violem tais pressupostos, pretendemos recorrer aos estimadores de White e aos estimadores de Newey-West para os erros-padrão dos estimadores OLS que são consistentes em heteroscedasticidade (HC) e em heteroscedasticidade e autocorrelação (HAC), respectivamente.

Para todas as variáveis foram considerados vários desfasamentos sendo que nos modelos foram incluídos apenas aqueles cujos coeficientes estimados demonstraram ser estatisticamente significativos.

O resultado obtido pelo modelo cuja variável dependente é o ΔPSI20 veio demonstrar uma relação estatisticamente significativa entre as variações no PSI20 e as variações nas variáveis

financeiras, muito em particular com a evolução do Euro Stoxx50. Esta relação justifica-se numa economia aberta como a economia portuguesa, num contexto de moeda comum, e consequentemente sendo o índice bolsista português alvo de um impacte relevante das tendências de investimento europeias. No entanto, as estimativas para os coeficientes das variáveis sociopolíticas não se revelaram estatisticamente significativas, dado que a probabilidade associada aos respectivos testes t assumiram valores superiores ao nível de significância considerado. Isto significa que o impacte das variáveis sociopolíticas sobre o índice PSI20 não é estatisticamente significativo.

De facto, Alesina (1987) sublinha que um processo relativamente cíclico de interação entre os partidos, bem como uma rotação partidária no poder pode ser vista pelos agentes económicos como referência para reduzir a incerteza associada às políticas económicas a implementar. Assim, se como defende Fama (1970) os agentes económicos só incorporam as alterações nas variáveis macro estruturantes que consideram como promotoras de efeitos no mercado, e se, segundo Vuchelen (2003), o mercado bolsista só considera as alterações políticas que antevê como promotoras de relevantes alterações na política económica, então uma rotação regular ou assintomática entre partidos leva a que os eleitores/agentes económicos assumam um baixo grau de incerteza associado aos indicadores políticos, não sendo por isso mesmo consideradas como alterações macro estruturantes com significância que justifique efeitos no mercado.

No entanto, cabe aqui sublinhar que todo o período após o início da crise financeira denotou ser particularmente sensível na expressão de múltiplas turbulências no mercado. Estas foram observáveis sem que, nem sempre, fossem identificáveis as opções políticas que as promoveram, logo não permitindo identificar uma tendência ou relação entre estas.

Assim, o modelo com variável dependente ΔPSI20 vem concluir que são os factores económicos e financeiros, e não os sociopolíticos, que são determinantes para as variações do índice PSI20. Então, perante a insignificância estatística da variável representativa da popularidade do governo e das demais variáveis sociopolíticas, bem como das expectativas de políticas ou das alterações de políticas que afectam as rendibilidades e as opções dos mercados, não obstante a significância estatística e económica das restantes variáveis, considerou-se importante prosseguir a análise em busca de relações alternativas.

4.2 – Factores económicos, financeiros e políticos influenciadores da popularidade política

No seguimento dos resultados encontrados no ponto 4.1, procurou-se verificar se é a evolução dos mercados que condiciona as evoluções nos barómetros e índices de popularidade da vida política. Assim, as variáveis a explicar passaram a ser as variáveis de popularidade política ΔGov , ΔOp e ΔPM (descritas no anexo 1). Para cada uma das variáveis a explicar procurou-se encontrar factores económicos, financeiros (muito em particular aqueles que repercutem a realidade dos mercados bolsistas) e também sociopolíticos que tendam a influenciar a evolução das popularidades do governo, da oposição e do Primeiro-ministro.

4.2.1 – Factores económicos, financeiros e políticos influenciadores da popularidade do Governo

A análise foi desenvolvida a partir de regressões que visam relacionar a evolução da popularidade do governo com os demais indicadores.

Para todas as variáveis foram considerados vários desfasamentos, tendo-se concluído que apenas os coeficientes estimados associados aos desfasamentos 5 e 2 para as variáveis ΔGdp e ΔPSI20 , respectivamente, se revelaram estatisticamente significativas.

A equação do modelo a estimar é agora:

$$\begin{aligned} \Delta\text{Gov}_t = & \beta_0 + \beta_1 \times \Delta\text{Op}_t + \gamma_1 \times D_{2t} + \theta_1 \times \Delta\text{Gdp}_{t-5} \\ & + \theta_2 \times \Delta\text{Deficit}_t + \theta_3 \times \Delta\text{Volstxx}_t + \theta_3 \times \Delta\text{PSI20}_{t-2} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (2)$$

Que depois de estimado⁶ resulta em,

$$\begin{aligned} \Delta\text{Gov}_t = & -0,1386 - 0,8817 \times \Delta\text{Op}_t - 0,5537 \times D_{2t} \\ & \quad \quad \quad (0,2696) \quad \quad (0,000) \quad \quad \quad (0,0186) \\ & + 0,6368 \times \Delta\text{Gdp}_{t-5} + 0,9318 \times \Delta\text{Deficit}_t \\ & \quad \quad \quad (0,0612) \quad \quad \quad (0,0330) \\ & - 0,0131 \times \Delta\text{Volstxx}_t + 0,0329 \times \Delta\text{PSI20}_{t-2} + \varepsilon_t \\ & \quad \quad \quad (0,0039) \quad \quad \quad (0,0422) \end{aligned} \quad (2.1)$$

$$R^2=0,8323 \quad R^2_{\text{ajust}}=0,8202 \quad DW=2,3779 \quad F=68,6768$$

(0,0000)

$$\text{White} = 56,0430$$

(0,0006)

Nota: Entre parêntesis apresentam-se os *p-values* associados ao teste *t-student* respectivo.

Os resultados da estimação apresentam-se no modelo (2.1), podendo-se concluir que existe uma relação negativa e estatisticamente significativa entre as variações da popularidade da oposição (ΔOp) e as variações da popularidade do governo (ΔGov).

Assim, igualmente com significância estatística, surge o efeito da ocorrência de eleições,⁷ reflectido através da variável *Dummy* D_2 . Esta variável pretende traduzir o efeito das reacções à possibilidade de, no curto prazo, ser alterável o sentido das políticas económicas e financeiras. Assim, perante uma situação de maior incerteza como é o momento eleitoral (que se pode traduzir ou não na alteração de executivo) e perante a possibilidade de accionar uma penalização na popularidade do governo, os eleitores/agentes económicos tendem a sublinhar o seu descontentamento. Logo, o momento eleitoral é o momento através do qual procuram transmitir sinais claros ao executivo quanto às alterações de políticas que ambicionam⁸.

Tendo em conta o sinal das estimativas e a significância estatísticas das estimativas para os coeficientes respectivos, podemos concluir que uma política económica expansionista com impacte no crescimento da economia e no aumento do défice tende a afectar positivamente a popularidade do governo. Por um lado, porque o aumento do défice representa um estímulo

⁶ Tendo em conta os resultados dos testes de *White* e *Durbin-Watson* há evidência estatística para não rejeitar a ausência de autocorrelação de primeira ordem, mas para rejeitar a hipótese da homoscedasticidade dos erros. Tal como referimos anteriormente, os erros-padrão dos estimadores OLS foram corrigidos segundo o procedimento de *White* que são consistentes em heteroscedasticidade.

⁷ Também foi analisado um modelo considerando apenas as eleições legislativas. Este revelou-se significativo e o coeficiente da variável D_3 era até mais expressivo, embora com uma significância individual menor. No entanto, o diferencial não era suficiente para justificar uma perda na capacidade explicativa global do modelo.

⁸ Veja-se, por exemplo, o resultado eleitoral das eleições europeias de 2004, que conduziu à saída do Primeiro-ministro Durão Barroso, apesar de não ter conduzido à alteração da cor política do governo de coligação então no poder, nem estas eleições serem, em situações normais, indutoras de tal tipo de desfecho.

às políticas públicas, sejam estas funções sociais ou de soberania. Estas, como referido anteriormente, tendem a promover a melhoria da qualidade de vida dos cidadãos, traduzindo-se em mais apoio social ou serem um estímulo ao consumo privado, ou mesmo incrementando o investimento privado através de estímulos públicos indo, desta forma, ao encontro das expectativas dos cidadãos e, assim, incrementando a popularidade do executivo. Por outro lado, com um desfasamento temporal de cinco meses⁹ os sinais de vitalidade económica são, naturalmente, relevantes. O aumento da riqueza do país (evolução positiva do PIB) é traduzido num efeito positivo sobre a popularidade do executivo¹⁰.

Contrariamente, um aumento da instabilidade, induzida pela evolução do factor de risco a nível europeu (Volstxx), traduz-se num impacte negativo na popularidade do governo antecipando cenários de contágio e de responsabilidade partilhada num contexto europeu.

Na mesma linha de raciocínio, apresenta-se o impacte na popularidade do Governo traduzido pela evolução do mercado bolsista português (Índice PSI20). Com efeito, a expectativa é para que uma evolução positiva do índice PSI20 se traduza num aumento da popularidade do executivo. Este resultado da estimação do modelo permite confirmar que os eleitores/agentes económicos avaliam a sua situação financeira no momento em que votam¹¹ (ver, por exemplo, Lewis Beck (1988)), ou seja, uma variação positiva do PSI20 representa um aumento da rendibilidade, logo esta evolução é bem acolhida pelos eleitores/agentes económicos. Esta avaliação pode ser relevante para a definição de estratégias por parte do executivo, para incrementar a sua popularidade, resultante do comportamento dos mercados bolsistas, em vésperas eleitorais.

Esta análise vem confirmar de alguma forma a teoria do “*political business cycle*” (Nordhaus (1975)), na qual os decisores políticos actuam no período pré-eleitoral de modo a tentar assegurar que haja uma subida nos mercados bolsistas, procurando afectar positivamente a situação financeira dos investidores.

⁹ Este desfasamento é natural, uma vez que os dados do PIB trimestral são normalmente conhecidos a meio do segundo trimestre seguinte, ou seja, passados cerca de 4 a 5 meses.

¹⁰ Naturalmente, quando a deterioração da riqueza é a marca da evolução do PIB, então o executivo verá a sua popularidade negativamente afectada!

¹¹ Sendo neste caso um barómetro de popularidade, e não necessariamente uma eleição, mas o que releva é o sinal que os eleitores podem dar aos responsáveis políticos sobre como procederiam à sua avaliação perante um processo eleitoral de facto.

Perante esta visão “*business as usual*” e da análise efectuada, seria de considerar que o efeito da evolução do PSI20 apresentasse um coeficiente estimado superior, de forma a traduzir uma evolução da popularidade do governo não desprezível. Assim, perante este facto e tendo presente que o período em análise revela uma clara preponderância da presença da esquerda no governo, considerou-se razoável a interacção desta teoria com a teoria dos partidos defendida por Hibbs (1977). Esta última, atesta a relevância da doutrina partidária na acção governativa, assumindo uma clara distinção entre as opções de direita ou de esquerda em termos de política económica, em qualquer momento da sua governação.

Assim, uma expectativa de alteração de um governo de esquerda para um de direita poderia estimular os mercados bolsistas. Esta expectativa basear-se-ia na presunção de que os investidores assumiriam que o eventual novo governo de direita actuará com políticas mais do lado da oferta¹².

No entanto, no modelo (2.1), a evolução da popularidade da oposição como alternativa ao governo (como é possível verificar no Anexo 1, perante a construção metodológica promovida, esta é integralmente constituída por partidos de visão ideológica antagónica ao partido no governo), parâmetro que poderia gerar esse tipo de expectativas, tal hipótese não é estudada, levando-nos a assumir, por ora, como estando perante uma ponderação de facto das duas teorias. Mais adiante, no modelo (2.2), retomar-se-á esta questão.

4.2.1.1 – Factores económicos, financeiros e políticos (considerando a alternativa ao Governo) influenciadores da Popularidade do Governo

De seguida avaliou-se a evolução do modelo (2.1) tendo sido incorporada mais uma variável que representa a popularidade da oposição - alternativa ao governo em conjunto¹³. Esta evolução deu origem ao modelo (2.2)¹⁴. Este não apresentou perda de poder explicativo ou da qualidade do modelo, tendo em conta o valor do coeficiente de determinação, o resultado do teste *F* e o nível de significância associado aos testes *t*.

¹² Conforme é referenciado em inúmeros estudos os investidores, normalmente com conotações de base ideológica de direita, estão mais preocupados em clarificar as diferenças entre as opções políticas que afectam as empresas. Concretamente penalizam políticas expansionistas que podem promover efeitos inflacionistas.

¹³ Para construir esta variável foram agregados os barómetros de popularidade dos partidos do arco governativo (que já estiveram no governo, seja numa situação de partido único ou em coligação).

¹⁴ Tendo em conta os resultados dos testes de *White* e *Durbin-Watson* há evidência estatística para não rejeitar a ausência de autocorrelação de primeira ordem, mas para rejeitar a hipótese da homoscedasticidade dos erros. Tal como referimos anteriormente, os erros-padrão dos estimadores OLS foram corrigidos segundo o procedimento de *White* que são consistentes em heteroscedasticidade.

$$\begin{aligned} \Delta\text{Gov}_t = & -0,1243 - 1,0044 \times \Delta\text{Op}_t - 0,5134 \times D_{2t} + 0,1466 \times \Delta\text{Op_Colig}_t \\ & + 0,6092 \times \Delta\text{Gdp}_{t-5} + 0,8023 \times \Delta\text{Deficit}_t \\ & - 0,0137 \times \Delta\text{Volstxx}_t + 0,0285 \times \Delta\text{PSI20}_{t-2} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (2.2)$$

$$R^2=0,8406 \quad R^2_{\text{ajust}}=0,8270 \quad DW=2,4399 \quad F=61,7787$$

(0,0000)

$$\text{White} = 65,1517$$

(0,0010)

A inclusão da nova variável não se traduziu em nenhuma alteração significativa da relação natural e de sinal contrário entre a popularidade da oposição (ΔOp) e a evolução da popularidade do governo.

De facto, o decréscimo de coeficiente associado à popularidade da oposição é compensado pelo efeito que o coeficiente (positivo) da nova variável $\Delta\text{Op_Colig}$ exerce sobre a popularidade do governo, ou seja, um partido ou partidos com visões opostas daquele que está no governo não promove desgaste suplementar na popularidade do governo simplesmente por tê-lo sido em momentos anteriores (no caso português, não são apenas partidos diferentes, mas também visões ideológicas antagónicas do partido que governa no momento). Assim, em nenhum momento do período em análise, tendo presente os dados da variável que representa a oposição - alternativa de governo ($\Delta\text{Op_Colig}$) e o enquadramento expectável para que fossem dados sinais com significado económico e financeiro, houve qualquer evidência de que uma alteração no governo¹⁵ pudesse ser visto como interessante pelos eleitores/agentes económicos.

4.2.1.2 – Factores económicos, financeiros e políticos (considerando a popularidade do Primeiro-ministro) influenciadores da Popularidade do Governo

Ainda tendo como base o modelo (2) prosseguiu-se a análise através da construção do modelo (2.2) no qual se inclui mais uma variável sociopolítica, de carácter crucial na lógica da pura observação empírica da popularidade do governo, a popularidade do Primeiro-ministro. Obteve-se assim, um novo modelo (2.3)¹⁶ que evidencia um poder explicativo

¹⁵ Claramente da esquerda para a direita, tendo presente que os investidores assumiriam que esse novo governo de direita actuaria com políticas mais do lado da oferta.

¹⁶ Tendo em conta os resultados dos testes de *White* e *Durbin-Watson* há evidência estatística para não rejeitar a ausência de autocorrelação de primeira ordem, mas para rejeitar a hipótese da homoscedasticidade dos erros.

ligeiramente superior, sem perda de qualidade do modelo ou de significância estatística das variáveis anteriormente referidas, o que salvaguarda a robustez da análise.

$$\begin{aligned} \Delta\text{Gov}_t = & -0,1387 - 0,9929 \times \Delta\text{Op}_t - 0,4971 \times D_{2t} + 0,1511 \times \Delta\text{Op_Colig}_t \\ & + 0,0424 \times \Delta\text{PM}_t + 0,6195 \times \Delta\text{Gdp}_{t-5} + 0,8350 \times \Delta\text{Deficit}_t \\ & - 0,0149 \times \Delta\text{Volstxx}_t + 0,0293 \times \Delta\text{PSI20}_{t-2} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (2.3)$$

$$R^2=0,8467 \quad R^2\text{ajust}=0,8316 \quad \text{DW}=2,4613 \quad F=55,9337$$

$$\text{White} = 65,8111$$

A inclusão de mais uma variável sociopolítica, ΔPM , veio atenuar a relevância de ΔOp comparativamente ao modelo (2.2). De notar, que este modelo (2.3) reforçou a significância estatística do impacte do PSI20 na popularidade do governo comparativamente ao modelo (2.2). A introdução no modelo (2.3) da variável ΔPM é justificada pelo facto do Primeiro-ministro ser a figura máxima do executivo, sendo da sua responsabilidade as decisões políticas que emanam do Governo. Assim, cabe a este uma responsabilidade muito significativa do tipo de políticas que são definidas e defendidas pelo governo. Seguindo esta ideia, surge o impacte positivo, directo, da inclusão da variável da popularidade do Primeiro-ministro. Como seria de esperar esta apresenta-se como uma relevante significância estatística para a evolução da popularidade global do executivo.

De qualquer forma, o impacte moderado do coeficiente estimado para esta variável revela que o sistema político português tem múltiplos instrumentos para assegurar o equilíbrio dos poderes de quem legisla ou define políticas não cabendo, por isso mesmo, espaço para endeusamentos de cargos unipessoais. Com efeito, esta influência é ainda assim expressiva tendo presente que o Primeiro-ministro é sempre a figura mais exposta e com maior desgaste do executivo. Este é, por natureza do posto, o responsável político com maior exposição, logo com um maior “odioso” e maiores efeitos negativos sofridos.

Tal como referimos anteriormente, os erros-padrão dos estimadores OLS foram corrigidos segundo o procedimento de *White* que são consistentes em heteroscedasticidade.

4.2.2 – Factores económicos, financeiros e políticos influenciadores da Popularidade da Oposição

Prosseguiu-se este estudo com uma análise das regressões que relacionam a evolução da popularidade da oposição com os demais indicadores.

Como anteriormente, foram considerados vários desfasamentos para todas as variáveis, tendo-se concluído que no modelo (3.1) apenas os coeficientes estimados associados aos desfasamentos 5 e 2 para as variáveis ΔGdp e $\Delta PSI20$, respectivamente, se revelaram estatisticamente significativos, sendo que no modelo (3.2) também foi considerado estatisticamente significativa a estimativa para o coeficiente associado ao desfasamento 1 para a variável $\Delta Stox50$.

Deste modo, a equação geral do modelo (1) anteriormente descrito passa a ser,

$$\Delta Op_t = \beta_0 + \beta_1 \times \Delta Gov_t + \gamma_1 \times D_{2t} + \theta_1 \times \Delta Gdp_{t-5} + \theta_2 \times \Delta Deficit_t + \theta_3 \times \Delta Volstox_t + \theta_3 \times \Delta PSI20_{t-2} + \varepsilon_t \quad (3)$$

Que depois de estimado resulta em,

$$\Delta Op_t = \underset{(0,3596)}{-0,1165} - \underset{(0,0000)}{0,9250} \times \Delta Gov_t - \underset{(0,0744)}{0,4060} \times D_{2t} + \underset{(0,1060)}{0,5232} \times \Delta Gdp_{t-5} + \underset{(0,0087)}{0,8439} \times \Delta Deficit_t - \underset{(0,0040)}{0,0130} \times \Delta Volstxx_t + \underset{(0,0548)}{0,0309} \times \Delta PSI20_{t-2} + \varepsilon_t \quad (3.1)$$

$$R^2=0,8210 \quad R^2_{ajust}=0,8080 \quad DW=2,4603 \quad F=63,4308 \quad (0,0000)$$

$$White = 36,1165 \quad (0,0895)$$

A estimação do modelo (3.1) revelou uma relação negativa e estatisticamente significativa entre a popularidade do governo (ΔGov) e a evolução da popularidade da oposição. Aqui o efeito penalizador da ocorrência de eleições, também está presente, mas naturalmente com um efeito menos significativo ao que foi obtido através do modelo (2.1) podendo assumir-se uma maior responsabilização do governo do que da oposição pelo contexto económico e financeiro vivido.

Da mesma forma que no modelo (2.1), também aqui é evidente que perante uma possibilidade eleitoral (que se pode traduzir ou não na alteração de executivo), os cidadãos

tendem a sublinhar o seu descontentamento na expectativa de transmitir sinais claros aos actores políticos quanto às alterações de políticas que ambicionam, logo reforçando o efeito eleitoral no governo mais do que na oposição.

O efeito positivo na popularidade da oposição decorrente do crescimento económico e do aumento do défice também é sentido, sendo que neste caso decorre de uma contextualização de prosperidade relativa em relação ao primeiro e a um benefício decorrente de uma avaliação tendencialmente despesista quando analisado o segundo. De facto, durante todo o período da série de observações em análise, o combate político da oposição centrou-se em grande medida no valor do défice. O défice veio assim a traduzir-se neste modelo (3.1) também como capital político para a oposição. Esta perspectiva vem, uma vez mais, secundar os resultados do modelo (3.1) com o modelo (2.1), ou seja, na defesa de não se estar perante a visão utilitarista dos instrumentos económicos e financeiros em prol de resultados eleitorais, mas sim da teoria dos partidos em que a doutrina ideológica marca a abordagem das políticas praticadas pelo executivo¹⁷. De qualquer modo, é importante sublinhar que, ainda assim, estas tendem a ter um ajustamento suplementar negativo nos momentos com maior proximidade eleitoral, veja-se o efeito da *Dummy* D_2 , que reporta a ocorrência de eleições a curto prazo.

Importante é ainda de notar que um aumento da instabilidade no *Volstoxx* traduz-se numa redução da popularidade da oposição. A significância desta variável à semelhança do seu efeito sobre a popularidade do governo permite dizer que esta vem assumir, desta forma, cenários de contágio e de responsabilidade partilhada ao nível europeu. Isto decorre da convergência de posições num contexto internacional da classe política portuguesa e da débil divergência quanto à alteração da linha dominante da doutrina financeira no período observado. Este período, dominado pela crise económica e financeira de 2007/2008, trouxe algum debate sobre esta temática. No entanto, só nos finais de 2010 com a construção das primeiras respostas europeias é que, de facto, algumas opções alternativas começaram a ser visíveis para a opinião pública.

Da mesma forma, o efeito da evolução positiva dos mercados bolsistas (Índice PSI20) com desfasamento de dois meses também se traduz num aumento da popularidade da oposição em níveis equivalentes ao do executivo e significância muito semelhante. De facto, releva aqui

¹⁷ Caso contrário dever-se-ia estar perante um coeficiente de sinal contrário ou pelo menos de coeficiente com impacte muito mais diminuto, o que não é o caso.

uma vez mais, como refere Lewis Beck (1988), os eleitores/agentes económicos avaliam a sua situação financeira no momento em que votam.

Esta avaliação traduz-se num contributo maior para a popularidade da oposição quando comparamos o efeito nos modelo (2.2) e (2.3), embora ligeiramente menor quando em comparação com o modelo (2.1), mais simples. Assim, tendo presente a resposta dos governos na linha da teoria do “*political business cycle*” (Nordhaus (1975)), este valor deveria ser claramente superior ou obviamente inverso dada a acção de quem governa no momento. Quando claramente superior implicaria que, perante um domínio de políticas públicas expansionistas do lado da procura, a oposição seria fortemente beneficiada pelos mercados como resposta alternativa de políticas económicas, por outro lado, deveria ser negativo, reflectindo uma política de acções pré-eleitorais por parte do governo, para assegurar uma subida dos mercados bolsistas em véspera de eleições, então a oposição tenderia a ser claramente preterida em termos de popularidade com uma clara corrosão dos seus indicadores.

Encontram-se assim mais elementos que permitem assumir a possibilidade destes modelos poderem reger-se de forma consistente pela teoria dos partidos em detrimento da teoria do “*political business cycle*”.

4.2.2.1 – Factores económicos, financeiros (considerando o referencial bolsista europeu) e políticos influenciadores da popularidade da oposição

Na sequência das anteriores verificações, assumiu-se ainda que é possível prescindir agora, em relação ao modelo (3.1), dos benefícios colaterais para a popularidade da oposição decorrente do efeito de uma variação do PIB (aliás, no limiar da significância), e dever-se-á estudar a significância estatística do referencial bolsista para a zona euro, Euro Stoxx50, variável que se afigura crucial dado o nível de abertura da economia portuguesa.

$$\begin{aligned} \Delta Op_t = & 0,0010 - 0,9069 \times \Delta Gov_t - 0,3644 \times D_{2t} \\ & + 0,6405 \times \Delta Deficit_t - 0,01068 \times \Delta Volstxx_t \\ & - 0,0283 \times \Delta Stox50_{t-1} + 0,0347 \times \Delta PSI20_{t-2} + \varepsilon_t \end{aligned} \quad (3.2)$$

$$R^2=0,8255 \quad R^2_{ajust}=0,8133 \quad DW=2,4040 \quad F=67,8093$$

$$White = 29,8315$$

O resultado do modelo (3.2) apresenta-se assim estruturalmente idêntico ao anterior. As respostas estatísticas são semelhantes e sempre significativas quer do modelo como um todo, quer para cada uma das variáveis individualmente consideradas, sendo no entanto de notar uma ligeira melhoria da capacidade explicativa.

De facto, as estimativas para os coeficientes das diferentes variáveis em presença mantêm-se praticamente inalterados do modelo (3.1) para (3.2). No entanto, a variável que mais é afectada é o $\Delta Deficit$. O seu efeito na evolução da popularidade da oposição sofre uma redução, perdendo parte da sua capacidade de afectar positivamente a popularidade dos partidos que não estão no governo. Este efeito resulta de um claro ajustamento decorrente de uma diminuição da valorização das opções associadas ao combate ao défice protagonizado pela oposição, que os investidores e cidadãos oportunamente valorizaram. A introdução do efeito de uma correlação negativa com a popularidade da oposição por via da melhoria da situação da economia europeia vista à luz dos mercados financeiros, com o Euro Stoxx50, é aqui assumido como um ajustamento do modelo (3.2) à realidade europeia. Este vai transportar a realidade de outros países da zona euro para o contexto deste modelo. Assim, esta variável ao apresentar um coeficiente com sinal negativo, vem transportar para a realidade política e financeira portuguesa um impacte negativo de uma subida dos mercados bolsistas europeus, conduzindo a posições prejudiciais ao incremento da popularidade dos partidos na oposição. De facto, como anteriormente referido, uma vez mais os eleitores têm em conta a sua situação financeira no momento em que votam, embora não exclusivamente.

Assim, neste modelo (3.2) é claro que é objectivamente mantido o equilíbrio entre os estímulos do lado da procura, que o governo pretende induzir, as rentabilidades nacionais no mercado bolsista também reflectidas com benefício para a oposição, mas de forma pouco

expressiva, e o ajustamento a uma visão externa portadora de efeitos penalizadores da popularidade das oposições, embora por efeito de contágio da realidade dos demais países.

Em presença destes modelos (3.1) e (3.2) poder-se-á afirmar que perante todos os ingredientes analisados pode-se assumir um predomínio da teoria dos partidos, embora com alguma influência da teoria do “*political business cycle*”.

4.2.3 – Factores económicos, financeiros e políticos influenciadores da Popularidade do Primeiro-ministro

Nesta fase do estudo prosseguiu-se para a análise das regressões que associam a evolução da popularidade da figura tutelar do governo, o Primeiro-ministro, com os demais indicadores.

Assim, foi possível organizar alguns resultados satisfatórios em termos de análise individual das variáveis, mas que no conjunto representava apenas cerca de 6% de capacidade explicativa, pelo que foi por isso mesmo considerado desprezível para a análise. Esta conclusão não deixa de ser estranha, pelo facto de, pelo menos numa análise empirista, esta seria a figura mais exposta e promotora de maior reactividade política, sendo assim expectável a sua repercussão nas variáveis económicas e financeiras. No entanto, tal não se veio a revelar.

Em todos os modelos analisados foram ainda testadas as capacidades explicativas de outras variáveis sociopolíticas como o Índice de Confiança dos consumidores (ICC), as características de direita ou de esquerda no governo, a significância de ser um governo de maioria parlamentar ou não, a realização de diferentes processos eleitorais autonomamente (através de *Dummies*), a popularidade do maior partido da oposição que já foi governo num governo de partido único, o custo do capital, a remuneração sem risco, sem que no entanto tivesse sido possível obter significância estatística e, em muitos casos, sem sentido económico.

De qualquer modo, é aqui importante sublinhar que alguns dos factores revelaram-se difíceis de incorporar no modelo. De facto, as variáveis *Dummy* sendo binárias são cruciais para assegurar a incorporação de alguma informação particular. No entanto, surgem como difíceis de incorporar ou quantificar alguns factores como seja o factor surpresa, que as variáveis *Dummy* não conseguem medir, dado que não capturam a intensidade ou força da surpresa

(apesar disso as variáveis *Dummy* são sempre utilizadas nas pesquisas económicas a que tivemos acesso para medir a influência política) ou a possibilidade de incorporar muito mais variáveis *Dummy* que traduzissem vários tipos de surpresas, sendo que isso poderia conduzir a fortes riscos de multicolineariedade¹⁸.

¹⁸ É importante sublinhar que todas as variáveis *Dummy* apresentadas no anexo 2 foram estudadas, sendo que não se revelaram estatisticamente significativas, o que pode querer dizer que os investidores consideram-nas, de facto, menos relevantes ou a especificação não era rica o suficiente para poder ser estatisticamente significativa.

Capítulo 5 – Conclusões

Ao longo deste estudo, procurou-se medir o efeito e a significância estatística dos impactes das variáveis sociopolíticas sobre o principal indicador bolsista português, PSI20. De facto, não foi encontrada uma resposta com significância estatística. Assim, nenhuma variável sociopolítica se revelou relevante, o que demonstra que o mercado bolsista português reage sobretudo às políticas económicas e financeiras e não ao contexto sociopolítico. Ou seja, por exemplo, uma expectativa de alteração de um governo de esquerda para um de direita poderia estimular o mercado bolsista tendo presente que os investidores assumiriam que esse novo governo de direita actuaria com políticas mais do lado da oferta, ou ainda, a simples realização de eleições¹⁹ poderia reforçar essa expectativa e alterar a abordagem dos investidores à conjuntura dos mercados bolsistas. No entanto, esta sensibilidade não foi revelada. Assim, sabendo que para o mercado ser eficiente deve reagir da mesma forma à informação económica e à não económica, e que, dentro desta última, *“o mercado reage mais vezes às boas notícias ou, pelo menos, considera que as boas notícias são mais informativas”* (Moskalenko, 2005: 28), então, pode-se concluir que o mercado bolsista português é pouco eficiente.

Deve ser aqui novamente sublinhado que todo o período após o início da crise financeira denotou ser particularmente sensível na expressão das múltiplas turbulências de mercado, sem que, nem sempre, fossem identificáveis as opções políticas que as promoveram, logo não permitindo identificar uma tendência ou relação entre estas.

Perante a insignificância estatística revelada na relação directa entre o PSI20 e as variáveis sociopolíticas estudadas, foi possível obter-se conclusões mais profundas e clarificadoras medindo o efeito e a significância estatística dos impactes das variáveis económicas, financeiras e alguns eventos políticos, nos indicadores de popularidade dos políticos. Desta forma, foi possível observar um impacte muito clarificador de orientações de políticas e reactividade dos mercados bolsistas no quadro nacional português.

Nestes modelos ficou evidente, que uma variação positiva do principal índice do mercado bolsista português (Índice PSI20) traduz-se num aumento da popularidade do executivo. Apesar de se ter trabalhado com barómetros de popularidade, e não com eleições de facto,

¹⁹ Legislativas, autárquicas, europeias ou presidenciais.

pode-se assumir a racionalidade dos investidores ao analisar a sua situação financeira perante a eventualidade de fazerem opções políticas eleitorais.

Estes, ao valorizarem os retornos obtidos nos mercados bolsistas podem assumir que os governos, actuando de modo racional e não ideológico, procuram assegurar que a situação dos investidores seja o mais favorável possível em vésperas de eleições, para daí recolherem todo o dividendo político - Teoria do *Political Business Cycle* (Nordhaus (1975)). Contudo as estimativas para os coeficientes revelaram significância estatística moderada nos modelos obtidos.

Apesar do facto referido anteriormente, se ainda forem contextualizados os impactes das variáveis que materializam a proximidade de eleições, os efeitos das opções económicas e os resultados económicos promovidos pelo executivo no poder²⁰, estar-se-á ainda em presença de uma outra conclusão: a de que existe também uma marca identitária de acção política que não permite uma sobrevalorização dos mercados em detrimento da economia real. Isto permitir-nos-á concluir pela existência de uma clara marca ideológica na acção política - *Partisan Theory* (Hibbs (1977)).

De facto, a relevância das estimativas para os coeficientes das variáveis económicas que marcam ideologicamente a acção política leva a crer que as acções de promoção do investimento público e crescimento económico têm claramente uma marca ideológica. Esta, ao ser incutida no ciclo económico, dando conforto e promovendo qualidade de vida àqueles que menos têm, vem mitigar substancialmente o efeito da visão do “*political business cycle*”, como aliás conclui Nordhaus (1975:189).

De qualquer modo, ainda assim, não é possível concluir com clarividência que as variáveis económicas apresentadas traduzem efeitos permanentes como nos modelos tradicionais da teoria dos partidos. De facto, esta característica não estrutural permite uma clara aproximação, com estes efeitos temporários, mas marcadamente ideológicos, aos modelos racionais da teoria dos partidos (*Rational Party Theory*, Alesina (1987)), em que a implementação das políticas económicas é tida em consideração pelos agentes económicos, da mesma forma que são tidas em conta as variáveis com considerável grau de incerteza

²⁰ Sendo que em 70% das observações da série em análise estamos em presença de um governo de esquerda.

como seja a realização de eleições, qual o partido vencedor e logo quais as políticas que serão implementadas no futuro.

Assim, neste estudo, perante a utilização das expectativas de forma sustentada, por via dos índices dos barómetros de popularidade, não necessariamente associadas a momentos eleitorais, dilui-se a possibilidade de avaliação destes efeitos temporários derivados da incerteza, embora, ainda assim, permita perceber uma considerável aproximação teórica a estes.

Estes resultados deixam ainda algumas questões por responder que poderão ser alvo de estudos futuros. Com efeito, o facto de na fase final do período de observações analisado, com um impacte ainda por determinar, ter-se iniciado um momento adverso e de grande instabilidade nos mercados financeiros, a crise económica e financeira internacional 2007/..., leva a que os efeitos colaterais desta na capacidade explicativa dos modelos estudados possam ter ficado ainda por avaliar. Logo, será de todo o interesse, alimentar a série com um período mais longo de observações.

Neste mesmo contexto, e tendo presente que os instrumentos de política monetária já não estão sob o controlo e gestão dos países da zona euro individualmente considerados e que a integração dos mercados financeiros mundiais é uma realidade dos dias de hoje, tem-se a noção clara que para aferir os impactes no modelo português dever-se-ia dispor de instrumentos que permitissem fazer uma análise mais global. Logo, indicadores de popularidade dos políticos europeus e aferição das políticas comuns, em conjunto com as variáveis presentemente testadas, poderá produzir resultados mais claros quanto aos efeitos do processo de (in)decisão política europeia na resposta à crise financeira internacional que se iniciou em 2007, bem como os efeitos de contágio desta.

Por outro lado, o facto da série de dados utilizada incorporar um período claramente marcado pela vigência (cerca de 70%) de uma única linha política/partidária, traduz-se nalguma incerteza quanto a esta ser portadora ou não de elementos suficientes para aferir se existe uma marca ideológica e partidária ou se esta existe estruturalmente no modelo explicativo que se pretende obter. Logo, o estudo de um período mais rico em diversidade de respostas partidárias no poder poderá permitir clarificar o enquadramento do modelo político e financeiro português.

Da mesma forma, ao saber-se que os indicadores políticos, de um modo geral, são altamente afectados pela credibilidade dos mercados e pelas crises políticas, numa série como esta não é possível medir este efeito. Assim, a incorporação de variáveis que permitam medir a credibilidade das políticas será certamente útil²¹ para analisar a sensibilidade destas junto dos investidores e cidadãos em geral, aferindo a sua reactividade.

²¹ Uma vez mais, é importante notar que o Índice de Confiança dos Consumidores não se revelou, de todo, estatisticamente significativo.

Bibliografia

Alesina, A., (1987), “*Macroeconomic Policy in a Two Party System as a Repeated Game*”, Quarterly Journal of Economics 102, 651-678.

Belke, A., (1998), “*Partisan political business cycles in the German labour market? Empirical tests in the light of Lucas Critique*”, Public Choice 104, 225-283.

Brevik, F., Gärtner, M. (2005), “*Partisan Theory and the New Keynesian and Sticky-Information Phillips Curves*”, Discussion Paper no. 25-2005, Department of Economics, University of St. Gallen.

Brown, S. J., Warner, J. B. (1980), “*Measuring security price performance*”, Journal of Financial Economics 8, 205-258.

Canes-Wrone, B., Park, J. K., (2010), “*Electoral Business Cycles in OECD Countries*”, Princeton University.

Chan, Y., Chui, A. C. W., Kwok, C. C. Y. (2001), “*The Impact of Salient Political and Economic News on the Trading Activity*,” Pacific-Basin Finance Journal, Volume 9, Issue 3, 195-217.

Chan, Y., Wei, K.C. J. (1996), “*Political Risk and Stock Price Volatility: The Case of Hong Kong*,” Pacific-Basin Finance Journal, Volume 4, issue 2-3, 259-275.

Curto, J. D., (2011), “*Manual de Métodos Quantitativos Aplicados*”, INDEG/ISCTE.

Engel, R. F. and Granger, C. W. (1987), “*Co-integration and Error Correction: Representation, Estimation, and Testing*,” Econometrica, 55, 251–276.

Engle, R. F. and Ng, V. K. (1993), “*Mesuring and testing the Impact of news on volatility*”, The Journal of Finance, Vol. XLVIII, No. 5, 1749-1778.

Fama, E. (1970), “*Efficient capital markets: A review of theory and empirical work*”, *Journal of Finance* 25, 383-417.

Fehle, F., Zdorovtsov, V. (2003), “*Large price declines, news, liquidity, and trading strategies: An intraday analysis*”, Working Paper, University of South Carolina.

Gärtner, M., Wellershoff, K. W. (1995), “*Is there an election cycle in American stock returns?*”, *International Review of Economics and Finance* 4(4), 387-410.

Griffiths, W., Carter Hill, R., Judge, G.G. (1993), “*Learning and Practicing Econometrics*”, Wiley and Sons, 483- 508, 696-707.

Gulley O.D., Sultan J. (1998), “*Consumer confidence announcements: Do they matter?*”, *Applied Financial Economics*, 8, 155-166.

Heckelman, J., (2001), “*The econometrics of rational partisan theory*”, *Applied Economics* 33, 417-426.

Heckelman, J., (2002), “*Variable Rational Partisan Business Cycles: theory and some evidence*”, *Canadian Journal of Economics* Vol.35, nº 3, 568-585.

Hibbs, D. (1977), “*Political parties and macroeconomic policy*”, *American Political Science Review* 71, 1467-1487.

Huang, R. (1985), “*Common stock returns and presidential elections*”, *Financial Analysts Journal* 41, 58–61.

Kalecki, M. (1943), “*Political aspects of full employment*”, *Political Quarterly* 14, 322-331.

Lamb, R., Ma, K., Pace, D., Kennedy, W. (1997), “*The congressional calendar and stock market performance*”, *Financial Services Review* 6, 19–25.

Lewis-Beck, M. (1988), *“Economics and Elections”*, University of Michigan Press, Ann Arbor, MI.

Lindbeck, A. (1977), *“Stability policies in open economics with endogenous politicians”* American Economic Review Papers and Proceeding, 1-19.

Malik, S., Hussain, S., Ahmed, S. (2009), *“Impact of Political Event on Trading volume and Stock Returns: the Case of KSE”*, International Review of Business Research Papers, Vol.5 No. 4, 354-364.

Moskalensko, V. (2005), *“The Impact of Economic and Political News on Behaviour of Returns in Ukraine”*, National University “Kyiev-Mohyla Academy”.

Nimkhunthod, W. (2007), *“An Impact of Political Events on the Stock Exchange of Thailand”*, Independent Study, Faculty of Commerce and Accountancy, Thammasat University.

Nordhaus, W.D. (1975), *“The political business cycle”*, Review of Economics Studies 42,169-190.

Pantzalis, C., Stangeland D.A., Turtle H.J. (2000), *“Political elections and the resolution of uncertainty: The international evidence”*, Journal of Banking and Finance 24, 1575- 1604.

Robbani, M., Anantharaman, S. (2002), *“An Econometric Analysis of Stock Market Reaction to Political Events in Emerging Markets”*, Alabama A&M University.

Sargent, T., Sims, C., (2011), *“Empirical Macroeconomics”*, Economic Sciences Prize Committee about T. Sargent e C. Sims, Royal Swedish Academy of Sciences.

Shelton, C., (2005), *“Electoral Surprise and the Economy”*, Standford University.

Vuchelen, J. (2003), *“Electoral systems and the effects of political events on the stock market: The Belgian case”*, Economics and Politics, vol. 15, 85-102.

Anexo 1 – Legenda das Variáveis

Tabela 2 – Variáveis estudadas nos modelos

Painel A - Variáveis Políticas		Unidade
Gov	Resultados projectados (Intenção de Voto) para o Partido ou partidos que estão no mês em causa no governo obtidos pelo Barómetro Mensal de opinião Eurosondagem (Exercício meramente matemático, presumindo que os inquiridos que responderam "Ns/Nr" se abstêm).	%
Op	Resultados projectados (Intenção de Voto) para o Partido ou partidos que estão no mês em causa na oposição obtidos pelo Barómetro Mensal de opinião Eurosondagem (Exercício meramente matemático, presumindo que os inquiridos que responderam "Ns/Nr" se abstêm).	%
Op_Simpl	Resultados projectados (Intenção de Voto) para o maior partido de oposição ao governo no mês em causa e que também já foi governo em momentos anteriores, obtidos pelo Barómetro Mensal de opinião Eurosondagem (Exercício meramente matemático, presumindo que os inquiridos que responderam "Ns/Nr" se abstêm).	%
Op_Colig	Resultados projectados (Intenção de Voto) para os partidos (coligação) que estão no mês em causa na oposição ao governo e que em momentos anteriores já foram governo, obtidos pelo Barómetro Mensal de opinião Eurosondagem (Exercício meramente matemático, presumindo que os inquiridos que responderam "Ns/Nr" se abstêm)	%
PM	Resultados projectados para avaliação do Primeiro-ministro obtidos pelo Barómetro Mensal de opinião Eurosondagem (exercício matemático que soma as avaliações positiva e nem boa, nem má).	%
Painel B - Variações das Variáveis Políticas		
Δ Gov	Variação mensal dos resultados projectados da variável Gov	p.p.
Δ Op	Variação mensal dos resultados projectados da variável Op	p.p.
Δ Op_Simpl	Variação mensal dos resultados projectados da variável Op_Simpl	p.p.
Δ Op_Colig	Variação mensal dos resultados projectados da variável Op_Coliga	p.p.
Δ PM	Variação mensal dos resultados projectados para avaliação da variável PM	p.p.

Painel C - Variáveis *Dummy*

D1_t	<i>Dummy</i> = 1, caso governo seja de direita ou coligação direita no período t.	(1;0)
D2_t	<i>Dummy</i> = 1, caso ocorra eleições (Legislativas, Presidenciais, Autárquicas ou Europeias) no período seguinte e até 3 meses da data t.	(1;0)
D3_t	<i>Dummy</i> = 1, caso ocorra eleições legislativas no período seguinte e até 3 meses da data t.	(1;0)
D4_t	<i>Dummy</i> = 1, caso ocorra eleições autárquicas no período seguinte e até 3 meses da data t.	(1;0)
D5_t	<i>Dummy</i> = 1, caso ocorra eleições presidenciais no período seguinte e até 3 meses da data t.	(1;0)
D6_t	<i>Dummy</i> = 1, caso ocorra eleições europeias no período seguinte e até 3 meses da data t.	(1;0)
D7_t	<i>Dummy</i> = 1, caso governo seja de maioria parlamentar no período t.	(1;0)

Painel D - Variáveis Económicas e Financeiras		Unidade
PSI20	PSI20 mensal em t (Dados recolhidos no último dia de sessão do mês. Fonte: Reuters, Junho de 2011)	p.i.
STOXX50	STOXX50 mensal (Dados recolhidos no último dia de sessão do mês. Fonte: Reuters, Junho de 2011)	p.i.
VOLSTXX	Volatilidade mensal no Eurostoxx50 <i>Index</i> . A volatilidade implícita representa a média das volatilidades implícitas da <i>put</i> e da <i>call</i> a 30 dias <i>to expiry</i> segundo a <i>Vstoxx Index</i> . Fonte: Reuters, Junho de 2011	%
GDP	PIB interpolado para valores mensais (PIB do trimestre t distribuído mensal e uniformemente pelo trimestre). Fonte: Eurostat, Junho de 2011.	M€
Deficit	Défice interpolado para valores mensais (défice trimestral português distribuído mensal e uniformemente pelo trimestre). Fonte: Eurostat, Junho de 2011.	%
Yield2A	<i>Yield</i> a 2 anos das Obrigações do Tesouro portuguesas. Fonte: Reuters, Junho de 2011	%
Yield5A	<i>Yield</i> a 5 anos das Obrigações do Tesouro portuguesas. Fonte: Reuters, Junho de 2011	%
Yield10A	<i>Yield</i> a 10 anos das Obrigações do Tesouro portuguesas. Fonte: Reuters, Junho de 2011	%
Spread5A	<i>Spread</i> a 5 anos em PT. Fonte: Reuters, Junho de 2011	%
Spread10A	<i>Spread</i> a 10 anos em PT. Fonte: Reuters, Junho de 2011	%
ICC	Índice de confiança dos consumidores mensal do INE. Fonte: INE, Junho de 2011	%
Painel E - Variações Variáveis Económicas e Financeiras		
Δ PSI20	LN da variação do PSI20 mensal em t pelo PSI 20 mensal em t-1 = $LN((PSI\ 20\ mensa\ t) / (PSI\ mensa\ t-1)) * 100$	%
Δ STOXX50	LN da variação do STOXX50 mensal pelo STOXX50 do mês anterior: $((STOXX50\ mensa\ t) / (STOXX50\ mensa\ t-1)) * 100$ (Dados recolhidos no último dia de sessão do mês.)	%
Δ VOLSTXX	LN das Variações mensais da volatilidade no Eurostoxx50 <i>index</i> . A volatilidade implícita representa a média das volatilidades implícitas da <i>put</i> e da <i>call</i> a 30 dias <i>to expiry</i> segundo a <i>Vstoxx Index</i> .	%
Δ GDP	LN da variação mensal do PIB trimestral	%
Δ Deficit	Diferencial mensal do défice trimestral em Pontos base vezes 100.	p.p.
Δ Y2A	Diferencial mensal na <i>Yield</i> a 2 anos das OT portuguesas em Pontos base vezes 100.	p.p.
Δ Y5A	Diferencial mensal na <i>Yield</i> a 5 anos das OT portuguesas em Pontos base vezes 100.	p.p.
Δ Y10A	Diferencial mensal na <i>Yield</i> a 10 anos das OT portuguesas em Pontos base vezes 100.	p.p.
Δ Sprd5A	Diferencial mensal no <i>spread</i> a 5 anos em PT em Pontos base.	p.p.
Δ Sprd10A	Diferencial mensal no <i>spread</i> a 10 anos em PT em Pontos base.	p.p.
Δ ICC	LN da variação do Índice de Confiança dos consumidores (ICC) mensal do INE em t pelo ICC mensal em t-1 = $LN(ICC\ t / ICC\ t-1) * 100$	p.p.

Legenda: p.i – pontos índice; M€ - Milhões de euros; % - percentagem; p.p. - pontos percentuais.

Anexo 2 – Análise da Estacionariedade das variáveis seleccionadas

Tabela 3 – Testes de Raízes Unitárias

Variáveis	Raízes Unitárias	Augmented Dickey-Fuller	Probabilidade do teste
STOXX50	Não Rejeito H_0	-1,4447	(0.5572)
Δ STOXX50	Rejeito H_0	-8,3622	(0.0000)
VOLSTXX	Rejeito H_0	-2,9316	(0.0455)
Δ VOLSTXX	Rejeito H_0	-1,1235	(0.0001)
PM	Não Rejeito H_0	-2,2010	(0.2074)
Δ PM	Rejeito H_0	-9,0989	(0.0000)
GOV	Não Rejeito H_0	-1,2495	(0.6502)
Δ GOV	Rejeito H_0	-7,7036	(0.0000)
OP	Não Rejeito H_0	-1,9332	(0.3160)
Δ OP	Rejeito H_0	-7,9031	(0.0000)
OP_COLIG	Não Rejeito H_0	-2,5340	(0.1108)
Δ OP_COLIG	Rejeito H_0	-8,8008	(0.0000)
GDP trim	Não Rejeito H_0	-1,7828	(0.3869)
Δ GDP trim	Rejeito H_0	-3,3289	(0.0163)
DEFICIT trim	Não Rejeito H_0	-0.3856	(0.8998)
Δ DEFICIT trim	Rejeito H_0	-4,3881	(0.0017)
PSI20	Não Rejeito H_0	-1,4761	(0.5415)
Δ PSI20	Rejeito H_0	-7,9352	(0.0000)
ICC	Não Rejeito H_0	-1,5437	(0.5072)
Δ ICC	Rejeito H_0	-6,5826	(0.0000)
SPREAD10A	Não Rejeito H_0	1,1307	(0.9975)
Δ SPREAD10A	Rejeito H_0	-3,1451	(0.0268)
SPREAD5A	Não Rejeito H_0	2,6479	(1)
Δ SPREAD5A	Rejeito H_0	-3,0621	(0.0333)
Y10A	Não Rejeito H_0	0.7104	(0.9918)
Δ Y10A	Rejeito H_0	-13,1091	(0.0001)
Y5A	Não Rejeito H_0	-0.3878	(0.9059)
Δ Y5A	Rejeito H_0	-1,4058	(0.0001)
Y2A	Não Rejeito H_0	-1,8596	(0.3499)
Δ Y2A	Rejeito H_0	-1,4447	(0.0001)

Nota: Hipótese Nula (H_0): Existe pelo menos uma raiz unitária

$ADF < 5\% \Rightarrow$ Rejeito H_0

$ADF \geq 5\% \Rightarrow$ Não Rejeito H_0

O GDP (PIB) e o Déficit são testados com a variável original trimestral e não interpolados para valores mensais para não introduzir efeitos indesejados na série. Desta forma, obter-se-á a confirmação da estacionariedade destas variáveis.