INSTITUTO
UNIVERSITÁRIO
DE LISBOA

Fatores Políticos e Desempenho do Mercado Acionista: O Caso Português

Filipe Morgado Pacheco

Mestrado em Economia Monetária e Financeira

Orientador:
Professor Doutor Ricardo Barradas, Professor Auxiliar
Iscte - Instituto Universitário de Lisboa

Setembro, 2026

CIÊNCIAS SOCIAIS
E HUMANAS

Departamento de Economia Política

Fatores Políticos e Desempenho do Mercado Acionista: O Caso Português

Filipe Morgado Pacheco

Mestrado em Economia Monetária e Financeira

Orientador:
Professor Doutor Ricardo Barradas, Professor Auxiliar,
Iscte - Instituto Universitário de Lisboa

Setembro, 2026

Agradecimentos

A conclusão desta dissertação assinala o fecho de uma etapa tão exigente quanto enriquecedora, cuja concretização dependeu da valiosa contribuição de várias pessoas.

Ao Professor Doutor Ricardo Barradas, meu orientador, agradeço o apoio, a disponibilidade, o tempo, a paciência e as sugestões prestadas ao longo de todo o processo. O seu acompanhamento foi indispensável para a realização e aperfeiçoamento deste trabalho.

Agradeço igualmente a todos os docentes do Mestrado em Economia Monetária e Financeira (ISCTE) e da Licenciatura em Gestão (UAlg), pelo contributo prestado ao longo da minha formação académica.

Aos meus colegas de ambos os cursos, por terem partilhado comigo esta etapa. A vossa presença tornou este percurso mais leve e especial.

À minha família e aos meus amigos, que representam um pilar essencial na minha caminhada. Ter-vos ao meu lado é uma das maiores sortes que a vida me deu.

Por fim, expresso um agradecimento especial à minha mãe, Júlia Paula, por todo o amor, carinho e apoio incondicional. És a minha força, a minha inspiração e a razão pela qual procuro, todos os dias, ser uma pessoa melhor. Este trabalho é, acima de tudo, dedicado a ti.

Resumo

A presente dissertação analisa a relação entre fatores políticos e o desempenho do mercado acionista português, medido através do excesso de retorno homólogo do respetivo índice de referência. Em particular, avalia-se a influência da orientação partidária do governo português, da sua natureza maioritária ou minoritária e da orientação partidária da presidência dos Estados Unidos da América. A análise baseia-se em dados mensais relativos ao período compreendido entre janeiro de 1991 e dezembro de 2025, incorporando variáveis de controlo macroeconómicas e financeiras, designadamente a taxa de juro, a taxa de inflação, o nível de produção industrial, a volatilidade e a incerteza do mercado. A estimação recorre ao *Generalized Method of Moments*, mediante uma especificação dinâmica em que se utilizam desfasamentos das variáveis como instrumentos. Os resultados não evidenciam um efeito autónomo e estatisticamente significativo entre a orientação partidária do governo português e os excessos de retorno do mercado acionista. Em contrapartida, os governos maioritários apresentam uma associação negativa e estatisticamente significativa com o desempenho do mercado acionista português, contrariando a hipótese de que uma maior estabilidade parlamentar se traduziria em resultados mais favoráveis. Relativamente ao contexto político externo, as presidências Republicanas nos Estados Unidos surgem relacionadas a excessos de retorno mais elevados no mercado português, o que reforça a pertinência das condições políticas internacionais para uma economia pequena, aberta e financeiramente integrada. Os testes de robustez corroboram, de modo geral, os principais resultados, ainda que algumas variações entre especificações recomendem prudência na interpretação dos efeitos.

Palavras-chave: fatores políticos; mercado acionista português; orientação partidária; estabilidade governativa; presidência dos Estados Unidos.

Códigos JEL: G12; D72.

Abstract

This dissertation examines the relationship between political factors and the performance of the Portuguese stock market, measured by the year-on-year excess return of its benchmark index. In particular, it assesses the role of the partisan orientation of the Portuguese government, its majority or minority status, and the partisan orientation of the presidency of the United States of America. The analysis is based on monthly data covering the period from January 1991 to December 2025 and includes macroeconomic and financial control variables, namely the interest rate, inflation, industrial production, market volatility, and market uncertainty. The estimation is conducted using the Generalized Method of Moments within a dynamic specification in which lagged values of the variables are used as instruments. The results do not provide evidence of a statistically robust association between the partisan orientation of the Portuguese government and stock market excess returns. By contrast, majority governments are negatively and significantly associated with Portuguese stock market performance, contradicting the hypothesis that greater parliamentary stability would lead to more favourable outcomes. Regarding the external political context, Republican presidencies in the United States are associated with higher excess returns in the Portuguese market, highlighting the relevance of international political conditions for a small, open, and financially integrated economy. Overall, the robustness tests support the main findings, although some variation across specifications calls for caution when interpreting the estimated effects.

Keywords: political factors; Portuguese stock market; partisan orientation; government stability; United States presidency.

JEL codes: G12; D72.

Índice Geral

1. Introdução 1

2. Revisão da Literatura 4

3. Modelo econométrico e hipóteses 12

4. Dados 16

5. Metodologia 22

6. Resultados e Discussão 24

7. Conclusão 29

Referências Bibliográficas 33

Anexos 36

Índice de Quadros

Quadro 2.1 - Síntese dos principais estudos empíricos sobre o impacto dos ciclos políticos nos retornos do mercado acionista 11
Quadro 4.1 - Variáveis, proxies, unidades de medida e fontes estatísticas 17
Quadro 4.2 - Estatísticas descritivas das variáveis em estudo 18
Quadro 4.3 - Correlações entre as variáveis em estudo 20
Quadro 4.4 - p-values do teste de raiz unitária de Augmented Dickey-Fuller (ADF) para cada variável 20
Quadro 4.5 - p-values do teste de raiz unitária de Phillips-Perron (PP) para cada variável 21
Quadro 6.1 - Resultados das estimações GMM para os excessos de retorno homólogos do mercado acionista português 24

Índice de Figuras

Figura 4.1 - Evolução temporal das variáveis.....19

1. Introdução

Os mercados acionistas desempenham um papel central nas economias contemporâneas, não apenas por constituírem um importante mecanismo de financiamento das empresas (Levine, 1997), mas também por refletirem as expetativas dos investidores quanto à evolução futura da atividade económica (Fama, 1990). Com efeito, os preços das ações tendem a incorporar informação relativa a variáveis macroeconómicas, como as taxas de juro, a taxa de inflação e o nível de produção industrial, podendo, por essa via, antecipar mudanças no enquadramento económico futuro (Chen et al., 1986; Fama, 1981, 1990).

Neste contexto, o processo político poderá constituir um fator relevante para compreender o comportamento dos mercados acionistas. A alternância governativa, o grau de estabilidade parlamentar e a orientação partidária das administrações podem afetar as expetativas dos investidores, na medida em que influenciam a definição e a implementação das políticas económicas, fiscais e regulatórias (Pastor & Veronesi, 2012; Vuchelen, 2003). Paralelamente, estas dinâmicas podem ampliar ou atenuar a incerteza política, com reflexo na perceção de risco, nas decisões de investimento e, consequentemente, nos preços dos ativos financeiros (Pastor & Veronesi, 2013).

Contudo, a literatura não apresenta conclusões consensuais quanto à relação entre os ciclos políticos e os retornos acionistas. Por um lado, alguns estudos sugerem que governos de direita tendem a proporcionar um ambiente mais favorável aos mercados, em virtude da adoção de políticas mais próximas dos interesses empresariais, menor carga fiscal e menor intervenção do Estado (Füss & Bechtel, 2008; Niederhoffer et al., 1970). Por outro lado, outros trabalhos documentam retornos mais elevados sob administrações de esquerda, sobretudo no mercado norte-americano (Hensel & Ziemba, 1995; Huang, 1985; Santa-Clara & Valkanov, 2003). Esta heterogeneidade de resultados evidencia que o impacto político poderá não ser uniforme, podendo variar em função das características institucionais, financeiras e económicas de cada país.

Não obstante, a evidência empírica disponível encontra-se, maioritariamente, concentrada nos Estados Unidos da América, cujo sistema político-eleitoral apresenta especificidades que o distinguem de muitas economias europeias. No contexto norte-americano, que apresenta um sistema de voto maioritário, o resultado eleitoral identifica diretamente o partido que controlará o poder executivo e, por isso, torna mais previsível a orientação das políticas futuras. Já nos sistemas proporcionais, amplamente empregados pelos países europeus, são frequentes os

governos minoritários e as coligações multipartidárias. Por essa razão, fatores como o grau de estabilidade governativa podem revestir maior importância do que a mera identificação do partido vencedor das eleições (Vuchelen, 2003).

Por conseguinte, Portugal constitui um caso particularmente relevante para o estudo desta relação. O sistema político português tem sido marcado pela alternância histórica entre governos de direita e de esquerda, bem como pela presença de executivos maioritários e minoritários. Tais configurações podem traduzir-se em distintos níveis de estabilidade governativa, previsibilidade e eficácia na implementação das políticas. Além disso, por se tratar de uma economia pequena e aberta, integrada monetariamente no espaço europeu, o mercado acionista português permanece exposto tanto às condições políticas internas quanto aos desenvolvimentos internacionais.

Entre os acontecimentos políticos internacionais suscetíveis de afetar o mercado acionista português, assume especial relevo o ciclo político dos Estados Unidos da América, dada a centralidade deste país na economia global e nos mercados financeiros. A literatura disponível sugere que as eleições e ciclos presidenciais norte-americanos podem repercutir-se nos retornos de mercados acionistas externos, designadamente através da integração financeira internacional, da transmissão de choques de incerteza e das expetativas formadas em torno da futura política económica dos EUA (Brogaard et al., 2020; Diaconaşu et al., 2023; Foerster & Schmitz, 1997; Nippani & Arize, 2005). O presente estudo procura, por isso, averiguar a possível transmissão internacional do ciclo político norte-americano para o mercado português.

Assim, esta dissertação visa responder à seguinte questão de investigação: em que medida a orientação partidária do governo, o seu carácter maioritário ou minoritário e a orientação partidária da presidência norte-americana se relacionam com os excessos de retorno do mercado acionista português? Para tal, é conduzida uma análise econométrica de séries temporais aplicada ao caso português, abrangendo o período compreendido entre janeiro de 1991 e dezembro de 2025.

A presente dissertação procura contribuir para a literatura existente em quatro dimensões fundamentais. Em primeiro lugar, incide sobre o caso português, para o qual a evidência empírica é quase inexistente. Em segundo lugar, recorre a uma abordagem de séries temporais, que permite acomodar as características económicas, políticas e institucionais de Portugal ao longo de 35 anos. Em terceiro lugar, considera simultaneamente três dimensões do processo político, nomeadamente a orientação partidária do governo português, o seu carácter maioritário ou minoritário e a orientação partidária da presidência dos EUA. Em quarto lugar, procura isolar os efeitos políticos através da inclusão de um conjunto abrangente de variáveis

de controlo macroeconómicas e financeiras, entre as quais a taxa de juro, a taxa de inflação, o nível de produção industrial, a volatilidade e a incerteza de mercado.

A componente empírica do estudo assenta em dados mensais, adotando como variável dependente o excesso de retorno homólogo do índice acionista português. Dada a natureza dinâmica do modelo e a possibilidade de problemas de endogeneidade, as estimações são efetuadas com recurso ao *Generalized Method of Moments*, desenvolvido por Hansen (1982). A especificação incorpora a variável dependente desfasada e recorre a desfasamentos das variáveis explicativas enquanto instrumentos. Adicionalmente, a robustez dos resultados é avaliada mediante a alteração do número de desfasamentos dos instrumentos e a adoção de uma medida alternativa do excesso de retorno.

Os resultados obtidos permitem destacar três conclusões centrais relativas às variáveis políticas. Primeiramente, a orientação partidária do governo português não apresenta uma relação estatisticamente consistente com os excessos de retorno do mercado acionista nacional. Em segundo lugar, os governos maioritários apresentam uma associação negativa e estatisticamente significativa com o desempenho do mercado, contrariando a ideia de que maior estabilidade parlamentar favoreça os retornos acionistas. Por último, as administrações Republicanas dos EUA encontram-se associadas a excessos de retorno mais elevados no mercado português, sugerindo a relevância da transmissão internacional do ciclo político norte-americano. De modo geral, os testes de robustez apoiam as principais conclusões do modelo base, embora algumas diferenças verificadas na especificação alternativa aconselhem prudência na interpretação dos efeitos menos consistentes.

A dissertação desenvolve-se ao longo de sete capítulos, estruturados da seguinte forma. O Capítulo 2 procede à revisão da literatura relativa à influência dos ciclos políticos sobre os mercados acionistas. O Capítulo 3 desenvolve o modelo econométrico e formula as hipóteses de investigação. O Capítulo 4 apresenta os dados, as variáveis e as respetivas fontes estatísticas. O Capítulo 5 descreve a metodologia econométrica utilizada. O Capítulo 6 expõe e discute os resultados empíricos. Finalmente, o Capítulo 7 sintetiza as principais conclusões, destaca as implicações do estudo, identifica as suas limitações e sugere possíveis linhas de investigação futuras.

2. Revisão da Literatura

O estudo empírico da contingência de variáveis económicas reais atuarem como determinantes fundamentais dos retornos do mercado acionista tem sido amplamente analisado na literatura ao longo dos anos. De acordo com Chen et al. (1986), os retornos acionistas reagem de forma sistemática a choques nas variáveis macroeconómicas, tais como as taxas de juro, a taxa de inflação e o nível da atividade económica.

Paralelamente, estudos como os de Fama (1981), evidenciam que os retornos acionistas precedem a informação sobre variáveis macroeconómicas fundamentais, como o crescimento económico e a taxa de inflação, operando como um indicador avançado da atividade económica. O mesmo autor reforça esta perspetiva anos mais tarde ao evidenciar que as oscilações do mercado acionista contêm informação pertinente sobre a evolução da atividade económica real e do nível de produção (Fama, 1990).

Deste modo, se as cotações das ações incorporam expetativas macroeconómicas, então qualquer fator suscetível de afetar o enquadramento económico futuro assume singular relevância para a análise do comportamento deste mercado. Entre estes fatores, o processo político pode assumir um papel particularmente expressivo, na medida em que intervém na criação e implementação de políticas económicas. Contudo, cumpre salientar que a literatura não é consensual quanto ao sinal e aos mecanismos subjacentes a este efeito, fator que sustenta uma discussão persistente sobre se (e em que circunstâncias) diferentes orientações políticas implicam retornos acionistas sistematicamente distintos.

Ora, a relevância alusiva ao impacto da orientação partidária sobre o mercado acionista tem vindo a ser objeto de estudo desde a década de 1970, sendo o artigo de Niederhoffer et al. (1970) um dos primeiros contributos. Em particular, ao analisarem as eleições presidenciais norte-americanas e o correspondente mercado acionista entre 1900 e 1968, os autores observam que o mercado tende a cair no dia, na semana ou no mês seguinte a uma vitória Democrata e a subir no dia, na semana e no mês seguinte a uma vitória Republicana. Assim, os resultados do estudo apontam para um efeito eleitoral assimétrico, sustentando a hipótese de que as administrações mais à direita tendem, em média, a ser mais benéficas para o desempenho do mercado acionista, pelo menos no curto prazo.

Todavia, a evidência empírica reunida posteriormente aponta para um cenário menos linear do que o sugerido por Niederhoffer et al. (1970). Em particular, Huang (1985) documenta retornos médios mais elevados durante administrações Democratas do que durante administrações Republicanas. Equitativamente, Hensel & Ziemba (1995) observam retornos

significativamente superiores durante administrações Democratas em ações de pequena capitalização, ao passo que, no segmento de ações de grande capitalização, não se observam diferenças estatisticamente relevantes entre partidos. Estes resultados, ao contrariarem a literatura precedente, reforçam a natureza controversa no que se refere ao sentido do efeito partidário.

Na mesma linha de pensamento, com base em dados mensais do mercado norte-americano compreendidos entre 1927 e 1988, Santa-Clara & Valkanov (2003) constatam retornos médios substancialmente mais elevados durante os mandatos Democratas face aos governos Republicanos (cerca de 9% a mais), o que contraria, mais uma vez, a compreensão tradicional de que estes últimos são mais benéficos para os mercados.

De resto, uma análise mais intrínseca às respetivas evidências amostrais revela a existência de uma maior volatilidade do mercado acionista, ainda que ligeira, sob governos Republicanos, o que enfatiza a inviabilidade dos retornos mais elevados das presidências Democratas estarem associados a um maior prémio de risco. Por consequência, o desconhecimento face à origem desta diferença nos retornos é apelidado, por Santa-Clara e Valkanov, de "enigma presidencial".

Ora, como mudanças na orientação da política fiscal e monetária são frequentemente o canal através do qual o processo político afeta a economia, é possível que os padrões observados nos retornos acionistas ao longo do ciclo presidencial sejam simplesmente um reflexo do ciclo económico.

Nesse sentido, Booth & Booth (2003) avaliam se este efeito tem, de facto, poder explicativo próprio na variação dos retornos acionistas. Assim, mesmo após controlar as *proxies* de condições económicas e as suas variáveis *dummy* interativas, os autores demonstram que o respetivo efeito subsiste, resultados que são consistentes com os encontrados por Foerster & Schmitz (1997). Não obstante, Booth & Booth (2003) também concluem que o padrão sistemático no retorno das ações prevalece independentemente da dimensão da empresa, da orientação partidária ou da incumbência.

Mais recentemente, Pastor & Veronesi (2020) desenvolvem um modelo de equilíbrio de ciclos políticos no qual o "enigma presidencial" emerge de forma endógena, pelo que o seu "motor" assenta na aversão ao risco variável no tempo. A ideia de aversão ao risco variável no tempo é amplamente reconhecida na literatura financeira como forma de explicar as flutuações observadas nos prémios de risco (por exemplo, Campbell & Cochrane, 1999).

Assim sendo, quando a aversão ao risco é elevada, tipicamente em contextos de crises económicas, os eleitores tendem a preferir um presidente Democrata, pois exigem maior

proteção/seguro social. Já em épocas de baixa aversão ao risco, como em períodos de expansão, os eleitores têm maior probabilidade de eleger um presidente Republicano, privilegiando um maior risco empresarial.

Neste contexto, é provável que mudanças nos resultados das eleições e, consequentemente, na composição do governo, se traduzam em alterações de políticas que afetam variáveis económicas como o crescimento do produto, a taxa de desemprego e a taxa de inflação e, por conseguinte, os retornos do mercado acionista. Neste sentido, uma questão central é saber se os resultados eleitorais contêm informações sobre as políticas futuras.

Nos EUA, o sistema eleitoral caracteriza-se por uma representação maioritária e governos de partido único, pelo que os resultados eleitorais permitem uma previsão direta das políticas económicas futuras. Contudo, de acordo com Vuchelen (2003), os preços das ações só mudam na medida em que os resultados eleitorais contêm notícias inesperadas que levam os investidores a alterar a sua visão sobre essas políticas.

Por outro lado, em países com sistemas eleitorais proporcionais, o principal evento político é a composição de uma coligação multipartidária e, de modo consequente, a informação sobre políticas futuras contida nos resultados eleitorais é geralmente limitada. Ainda assim, Vuchelen (2003) defende que os resultados eleitorais podem ter alguns efeitos no mercado acionista, pois a incerteza associada ao evento "eleição" é eliminada.

Dado este conjunto de resultados intrigantes que são, na maioria, específicos para o contexto norte-americano, evidências provenientes de países para além dos EUA podem fornecer *insights* importantes sobre a natureza da ligação entre o processo político e os movimentos do mercado acionista.

Neste seguimento, um estudo efetuado para a Bélgica (Vuchelen, 2003) reporta que existem efeitos políticos nos seus retornos acionistas. Em particular, o autor argumenta que novos governos e eleições são eventos que fornecem informação sobre políticas económicas e financeiras futuras e que as composições ideológicas do governo também podem afetar o desempenho do mercado acionista belga. No cômputo, a experiência da Bolsa de Bruxelas apoia a teoria partidária racional.

Por sua vez, Döpke & Pierdzioch (2006) apresentam evidência empírica sobre essa ligação na Alemanha, onde, em contraste com os resultados disponíveis para o mercado norte-americano, os retornos acionistas não exibem um ciclo político pronunciado nem tendem a diferir entre governos de esquerda e de direita.

Ainda assim, estes resultados não garantem que o processo político alemão e os movimentos do mercado acionista sejam completamente independentes entre si. De facto, estes

autores reportam que os movimentos do mercado acionista "afetam significativamente a popularidade do governo, medida pela sua taxa de aprovação" — a taxa de aprovação tende a diminuir quando o mercado acionista está em baixa (*bearish*) e tende a aumentar quando o mercado acionista está em alta (*bullish*).

Todavia, Füss & Bechtel (2008) refutam estas conclusões ao mostrar que, nas eleições federais alemãs de 2002, o desempenho agregado das ações de pequena capitalização está positivamente ligado à probabilidade de vitória de uma coligação de direita. Em sentido inverso, as empresas de média e grande dimensão não revelam uma reação sistemática à partidarização esperada do governo, sugerindo que, por apresentarem uma maior capacidade de diversificação e internacionalização, conseguem atenuar a sua vulnerabilidade a mudanças internas de governo.

Adicionalmente, Cahan et al. (2005) demonstram que os retornos reais do mercado acionista neozelandês são mais baixos quando um partido de esquerda está no poder, em contraste com as evidências mais recentes do mercado norte-americano. Esta inversão dos resultados para com os EUA também foi documentada por Worthington (2009) para o mercado australiano, que exibe retornos marginalmente mais elevados sob governos de direita, sobretudo para o período entre janeiro de 1901 e dezembro de 1949. No que concerne ao período subsequente a 1950, não existem diferenças significativas entre partidos, pelo que o estudo não apresenta quase nenhuma evidência de um ciclo político no mercado acionista australiano.

Por fim, importa depreender que a centralidade dos EUA na economia e nas finanças globais e/ou as expetativas que se formam em torno do seu calendário político podem incitar a transmissão do seu ciclo eleitoral aos retornos acionistas internacionais.

Nesse âmbito, Foerster & Schmitz (1997), com recurso a uma amostra que englobava 18 países, examinam a transmissão do ciclo eleitoral norte-americano para os retornos acionistas internacionais. Os autores concluem que todos os mercados em análise registaram retornos acionistas sistematicamente mais baixos no segundo ano do ciclo eleitoral dos EUA do que em qualquer um dos restantes anos, sendo negativos na maioria dos casos. Por conseguinte, o ciclo eleitoral dos EUA parece ser um importante fator na determinação dos retornos esperados condicionais internacionais, e não apenas dos retornos do mercado interno.

Evidência adicional é apresentada por Nippani & Arize (2005), ao constatarem que os mercados acionistas canadiano e mexicano reagem de forma significativa às eleições presidenciais norte-americanas, refletindo assim um elevado grau de integração entre os mercados acionistas destes países.

Estudos mais recentes, como o de Brogaard et al. (2020), também demonstram que a influência da incerteza política no preço dos ativos não se limita às fronteiras norte-americanas. Em particular, ao utilizarem as eleições presidenciais dos EUA como *proxy* de incerteza política global, os autores concluem que no período que antecede as respetivas eleições, os retornos acionistas em mercados fora dos EUA variam negativamente.

Além disso, Diaconaşu et al. (2023), ao analisarem a reação dos mercados acionistas internacionais à vitória inesperada de Donald Trump em 2016, identificam uma variação negativa de curto prazo dos respetivos mercados, como resposta a um aumento súbito da incerteza política, seguida de uma gradual correção à medida que a incerteza se dissipa, sugerindo a existência de ineficiências temporárias associadas a choques políticos inesperados.

Com o propósito de sintetizar a evidência empírica mencionada nesta secção, o Quadro 2.1 compreende um sumário dos principais estudos, com destaque para as abordagens econométricas utilizadas, variáveis analisadas e resultados fundamentais.

Autor(es)	Dados, Amostra e Metodologia	Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes	Principais Resultados
Niederhoffer, Gibbs & Bullock (1970)	• EUA; eleições presidenciais (1900–1968) • *Event study*: comparação de retornos médios em janelas curtas (dia/semana/mês) após a eleição • Testes de diferenças por partido do vencedor (Democrata vs Republicano)	• Retornos do mercado acionista (curto prazo, em torno das eleições)	• Vitória Democrata vs Republicana • Janela temporal pós-eleição (dia/semana/mês)	• Tendência para quedas após vitórias Democratas • Tendência para subidas após vitórias Republicanas • Evidência de efeito eleitoral assimétrico no curto prazo
Huang (1985)	• EUA; retornos acionistas ao longo do ciclo presidencial (1832-1979) • Testes de diferenças de médias (ANOVA/F-test por ano do mandato; t-test anos 1–2 vs 3–4) • Estratégias de rotação (ações vs *treasury bills*) ao longo do ciclo	• Retornos acionistas (por fase do mandato) • Desempenho de estratégias condicionais ao ciclo	• Ano do mandato presidencial (1.º–4.º) • (Em algumas análises) orientação partidária do incumbente	• Evidência de padrão de ciclo presidencial (retornos mais fracos no início do mandato) • Estratégias de rotação ações/T-bills ao longo do ciclo podem melhorar performance • Resultados sugerem previsibilidade de curto/médio prazo associada ao ciclo
Hensel & Ziemba (1995)	• EUA; dados mensais (1928–1993) de retornos total para ações (large vs small cap), obrigações e T-bills • Testes de médias (t-tests) por partido e por metade do mandato (anos 1–2 vs 3–4) • Construção/avaliação de estratégias de investimento condicionais ao partido/ciclo	• Retornos mensais por classe de ativo • Desempenho de estratégias baseadas no ciclo/partido	• Administração Democrata vs Republicana • Segmento de mercado (small vs large cap) • Fase do mandato (anos 1–2 vs 3–4)	• Retornos acionistas (sobretudo small caps) mais altos sob Democratas • Retornos de obrigações e caixa mais altos sob Republicanos • Retornos superiores na 2.ª metade do mandato • Estratégias simples baseadas nestes padrões podem superar *buy-and-hold*
Santa-Clara & Valkanov (2003)	• EUA; dados mensais desde 1927 • Regressões OLS de retornos (excessos e reais) sobre *dummies* partidárias, com correção Newey-West e bootstrap; • Controlos de previsibilidade e medidas de risco/volatilidade a partir de retornos diários	• Excesso de retorno do mercado acionista (sobre T-bill 3M) • (Extensões) retorno real e volatilidade/medidas de risco	• *Dummy* de presidência (Democrata vs Republicana) • Controlos financeiros (*dividend-price ratio*, *term spread*, *default spread, relative interest rate*) • Medidas de risco/volatilidade (VOL; extensões conforme especificação)	• Retornos médios substancialmente mais elevados sob Democratas ("*presidential puzzle*") • Diferença associada sobretudo a retornos inesperados (surpresas) • Volatilidade apenas ligeiramente superior sob Republicanos (não explica o diferencial por prémio de risco)
Booth & Booth (2003)	• EUA; large caps (1803–1996) e small caps (1926–1996) • Regressões OLS com *dummies* do ciclo (anos 1–2 vs 3–4 / por ano de mandato) • Controlo por *proxies* de condições económicas e testes de robustez (partido/incumbência)	• Retornos de ações (small e large caps)	• *Dummies* do ciclo presidencial (anos do mandato) • *Proxies* de condições económicas/financeiras (*term spread*, *default spread*, *dividend yeld*) • (Extensões) interações/robustez por partido/incumbência	• Padrão de ciclo presidencial mantém poder explicativo após controlos • Evidência de retornos mais elevados na 2.ª metade do mandato • Efeito tende a prevalecer independentemente de partido/incumbência (dependendo da especificação)
Vuchelen (2003)	• Bélgica; dados trimestrais (1974–2000) para o mercado de Bruxelas • Regressões OLS em primeiras diferenças (Δ índice acionista) com controlos macro/financeiros • *Dummies* políticas (eleição; formação/composição de coligação; surpresa/incerteza), incluindo defasagens	• Retornos do mercado acionista (em torno de eventos políticos)	• *Dummies* políticas: eleição e formação de coligação • Controlos macro/financeiros (Δ *bond rate*, Δ indicador de ciclo, Δ câmbio USD, etc) • (Robustez) *dummies* por duração do governo	• Evidência de efeitos políticos nos retornos • Reação mais favorável a coligações de centro-direita • Importância do conteúdo informacional inesperado e da eliminação de incerteza • Composição ideológica e processo de coligação são relevantes num sistema proporcional

Autor(es)	Dados, Amostra e Metodologia	Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes	Principais Resultados
Cahan et al. (2005)	• Nova Zelândia; dados mensais (1931–2003) do mercado acionista • Regressões OLS com *dummy* partidária (esquerda vs direita) para retornos reais • Extensões: controlo pelo ciclo presidencial dos EUA (*dummy* Democrata/Republicano) e por retornos reais dos EUA	• Retornos reais do mercado acionista	• *Dummy* de governo (esquerda vs direita) • (Extensão) *dummy* presidência EUA • Controlos externos (retorno real do mercado EUA)	• Retornos reais mais baixos quando um partido de esquerda está no poder • Evidência de ciclos políticos no mercado numa economia pequena e bipartidária
Döpke & Pierdzioch (2006)	• Alemanha; dados trimestrais para retornos do DAX (nominais/reais/excessos) e séries de popularidade governamental • VAR para estudar ligações dinâmicas entre retornos e popularidade do governo • Regressões de retornos (nominais/reais/excessos) com *dummies* políticas; erros-padrão robustos (Newey–West) e tratamento de autocorrelação via componente AR(1) nos resíduos + *dummy* de crash	• Excesso de retorno do mercado acionista (retorno contínuo menos taxa *overnight*) •Popularidade/aprovação do governo (em equações adicionais)	• *Dummies* de orientação do governo (direita vs esquerda) • Controlos macro/financeiros (taxa juro curto; spread longo-curto; retornos EUA defasados; *dummy* crash)	• Evidência limitada de ciclo político pronunciado nos retornos • Retornos acionistas afetam significativamente a popularidade do governo (*feedback*) • Resultados sugerem ligação política-mercado via canal de popularidade/avaliação do desempenho
Füss & Bechtel (2008)	• Alemanha; eleição federal de 2002 • Dados diários (SDAX) e sondagens (probabilidades de vitória) no período pré-eleitoral • Modelos GARCH(1,1) e EGARCH(1,1) para média e volatilidade condicional; controlos de mercado e macro	• Retornos (e volatilidade condicional) do SDAX	• Probabilidade de vitória de coligações (direita vs esquerda) • Medidas atividade do mercado (volume) • Controlos macro/financeiros (inflação, T-Bill, *dummy* de segunda-feira) • Controlos externos (índice DowJones)	• Retornos aumentam com maior probabilidade de vitória da direita (e diminuem com a esquerda) • Efeitos mais claros em small caps; grandes empresas menos sensíveis (maior internacionalização) • Evidência de canal "expectativas eleitorais" sobre preços
Worthington (2009)	• Austrália; dados mensais (1901–2005) • Modelos ARCH/GARCH (GARCH-M) para capturar heterocedasticidade condicional em retornos e volatilidade • Variáveis políticas: *dummies Labor* vs. *non-Labor*, tendência do mandato (*term-in-office*) e *dummy* de mês eleitoral; análise também para excessos de retorno (sobre inflação e juro)	• Retornos do mercado acionista australiano	• *Dummy* de governo (esquerda vs direita) • Termo de mandato • *Dummy* do mês eleitoral	• Retornos marginalmente mais elevados sob governos de direita no subperíodo 1901–1949 • Após 1950, diferenças entre partidos tendem a não ser estatisticamente significativas • Evidência de que o efeito político pode variar ao longo do tempo/regimes
Brogaard et al. (2020)	• 50 países não-EUA; painel internacional (1990-2017) • Regressões de retornos mensais de índices acionistas sobre *dummies* para 1/3/6 meses antes de eleições federais dos EUA (presidenciais e *midterms*) como *proxy* de incerteza política global • Controlos por fatores de risco e efeitos fixos país-ano; extensões a nível de empresa e outras classes de ativos (moedas/obrigações)	• Retornos acionistas fora dos EUA • (Extensões) volatilidade, moedas e retornos obrigacionistas soberanos	• *Dummies* de meses antes de eleições dos EUA (6M/3M/1M) • Interações com incerteza eleitoral dos EUA e exposição a investidores estrangeiros • Controlos (*BAA-AAA spread; CP-Treasury spread; yield Treasury 1Y; dividend-price ratio*)	• Queda média dos retornos acionistas no período de maior incerteza política • Volatilidade aumenta; moedas locais tendem a depreciar; retornos soberanos aumentam • Efeito é mais forte quando a incerteza nos EUA é mais elevada

Autor(es)	Dados, Amostra e Metodologia	Variáveis Dependentes	Variáveis Independentes	Principais Resultados
Diaconaşu et al. (2023)	• Mercados acionistas internacionais; dados diários de índices (9 mercados desenvolvidos + 7 emergentes + 1 regional) • Metodologia de *event study* (janela curta em torno do anúncio do resultado) • Teste de hipóteses comportamentais (sobre-reação/assimilação de informação)	• Retornos anormais (e cumulativos) em janelas do evento	• Choque político inesperado (vitória de Trump) • Especificação por janelas/mercados (dependendo da análise)	• Reação negativa de curto prazo em vários mercados • Correção gradual subsequente à medida que a incerteza se dissipa • Evidência de ineficiências temporárias associadas a choques políticos inesperados

Quadro 2.1 - Síntese dos principais estudos empíricos sobre o impacto dos ciclos políticos nos retornos do mercado acionista

Assim, a presente dissertação procura contribuir para o debate existente na literatura em torno do impacto dos ciclos políticos nos retornos dos mercados acionistas, especificamente através da realização de uma análise econométrica de séries temporais focada no caso português, para o qual a evidência empírica é inexistente.

3. Modelo econométrico e hipóteses

O modelo econométrico a estimar baseia-se numa equação agregada para avaliar os determinantes dos excessos de retorno do mercado acionista em Portugal, incorporando variáveis políticas e variáveis de controlo financeiro/macroeconómico. Assim, a equação agregada assume a seguinte forma:

$$ER_t = \beta_0 + \beta_1 PC_t + \beta_2 MC_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

onde t representa o período temporal (meses), ER corresponde ao excesso de retorno mensal do mercado acionista português, PC abrange as variáveis associadas ao ciclo político, MC incorpora as variáveis de controlo macroeconómico/financeiro e ε é um termo de erro independente e identicamente distribuído (*white noise*), com média nula e variância constante (homocedasticidade).

Assim, o excesso de retorno mensal é definido como:

$$ER_t = r_t^{PSI} - r_t^{BT} \quad (2)$$

em que o r_t^{PSI} representa o retorno mensal do mercado acionista português e r_t^{BT} é a taxa de juro sem risco mensal (*proxy* baseada nos títulos de dívida pública de curto prazo emitidos pelo Estado português). Esta é uma abordagem comumente empregada na literatura financeira por permitir medir o retorno do mercado em excesso de uma taxa de referência de curto prazo e, assim, alcançar uma aproximação do prémio de risco exigido pelos investidores (tome-se o exemplo de Booth & Booth, 2003; Döpke & Pierdzioch, 2006; Santa-Clara & Valkanov, 2003)

De acordo com o discutido no enquadramento teórico, as variáveis incluídas em PC_t procuram captar os potenciais efeitos do processo político sobre os retornos acionistas, nomeadamente as diferenças na orientação política do parlamento e o grau de estabilidade governativa associada a maiorias parlamentares. Adicionalmente, inclui-se ainda uma extensão relativa ao contexto político norte-americano, dada a possibilidade de transmissão internacional dos seus ciclos políticos, conforme salientado por Foerster & Schmitz (1997), Nippani & Arize (2005), Brogaard et al. (2020) e Diaconaşu et al. (2023).

Noutro prisma, as variáveis de controlo incluídas em MC_t, nomeadamente a taxa de inflação, a taxa de juro de curto prazo, o nível de produção industrial, a volatilidade do mercado

e a incerteza do mercado, são destinadas a isolar o efeito do processo político das flutuações decorrentes do ciclo económico, das condições monetárias e do risco de mercado, tal como é prática comum na literatura previamente revista.

Como tal, a equação a estimar toma a seguinte configuração:

$$ER_t = \beta_0 + \beta_1 ER_{t-1} + \beta_2 POL_t + \beta_3 INF_t + \beta_4 INT_t + \beta_5 IP_t + \beta_6 VOL_t + \beta_7 UNC_t + \varepsilon_t \qquad (3)$$

onde t representa o período temporal (meses), ER corresponde ao excesso de retorno mensal do índice acionista português, ER_{t-1} equivale ao seu valor desfasado, POL é uma *dummy* de orientação política (1 = direita/centro-direita; 0 = esquerda/centro-esquerda), INF corresponde à taxa de inflação, INT à taxa de juro de curto-prazo, IP a um *proxy* da atividade económica mensal, VOL à volatilidade do mercado e, por fim, UNC reflete a incerteza do mercado.

Ora, a inclusão de ER_{t-1} permite reduzir a autocorrelação nos resíduos, tornando mais nítida a identificação do efeito das variáveis políticas. Ademais, esta abordagem está em linha com Döpke & Pierdzioch (2006), que estimam regressões de retornos que incluem um processo autorregressivo de ordem 1.

Não obstante, uma variável *dummy* que caracterize a presidência norte-americana (USA_t) e uma outra que identifique se o governo é maioritário/minoritario (GOV_t) serão, posteriormente, adicionadas ao modelo econométrico, com o propósito de analisar a influência que os diferentes cenários exercem sobre o mercado acionista nacional. Esta inclusão justifica-se à luz da evidência sobre a transmissão internacional dos ciclos políticos norte-americanos e pela pertinência da estabilidade governativa para o desenvolvimento de expetativas por parte dos investidores (Santa-Clara & Valkanov, 2003; Vuchelen, 2003; Worthington, 2009)

Em virtude da falta de convergência empírica, assume-se que o sinal associado à orientação partidária do governo e ao ciclo político dos EUA é, *a priori*, indeterminado. Ainda assim, antecipa-se que períodos de governos maioritários, por traduzirem maior estabilidade política, afetem positivamente o mercado em estudo. No que às variáveis macroeconómicas diz respeito, prevê-se que a taxa de juro, a inflação e a incerteza do mercado influenciem negativamente os retornos do mercado acionista português, enquanto a atividade económica e a volatilidade do mercado deverão contribuir positivamente.

Posto isto, os coeficientes estimados devem exibir, teoricamente, os seguintes sinais:

$$\beta_1 > 0, \beta_2 \lesseqgtr 0, \beta_3 < 0,\ \beta_4 < 0,\ \beta_5 > 0, \beta_6 > 0, \beta_7 < 0 \qquad (4)$$

A orientação partidária do governo é assumida com um sinal indeterminado devido à heterogeneidade da evidência empírica — por um lado, existem resultados compatíveis com um maior benefício para as administrações mais à direita (Füss & Bechtel, 2008; Niederhoffer et al., 1970), por outro, vários estudos apontam para retornos mais elevados sob administrações mais à esquerda (Hensel & Ziemba, 1995; Huang, 1985; Santa-Clara & Valkanov, 2003).

Sob o mesmo prisma, no que respeita ao contexto político norte-americano, o sinal também é assumido como indeterminado. Em regra, a literatura sugere a existência de uma transmissão internacional do ciclo político dos EUA, porém, a direção e magnitude desta influência parecem variar consoante o mecanismo em causa, como, por exemplo, a fase do ciclo, a exposição financeira ao mercado dos EUA e o carácter inesperado dos resultados eleitorais. Em particular, Foerster & Schmitz (1997) reportam retornos mais baixos no segundo ano do ciclo eleitoral dos EUA em distintos mercados internacionais. Nippani & Arize (2005) encontram reações significativas no Canadá e no México a eleições presidenciais norte-americanas. Ademais, estudos mais recentes, como Brogaard et al. (2020) e Diaconaşu et al. (2023) relacionam períodos eleitorais e choques políticos nos EUA com quedas de curto prazo em mercados externos.

Quanto ao carácter maioritário do governo, antecipa-se um efeito positivo, uma vez que maiorias parlamentares tendem a implicar maior previsibilidade e menor risco de ruturas políticas, fatores que tendem a atenuar o risco percecionado pelos investidores, enquadramento compatível com a interpretação de Vuchelen (2003).

No que diz respeito aos controlos macroeconómicos, é expectável que a inflação e a taxa de juro exibam um efeito negativo sobre os excessos de retorno, enquanto a atividade económica deverá ter um efeito positivo. A evidência empírica indica que os retornos acionistas reagem sistematicamente a choques nestas variáveis fundamentais (Chen et al., 1986) e agregam informação determinante sobre a evolução económica (Fama, 1981, 1990), o que sustenta a inclusão de *proxies* que isolem o efeito político de flutuações inerentes às mesmas.

Adicionalmente, a volatilidade é incluída no modelo como *proxy* de risco de mercado, esperando-se um sinal positivo para o respetivo coeficiente, já que níveis mais elevados de risco devem estar associados a um maior retorno exigido pelos investidores. A inclusão desta variável nos estudos de Santa-Clara & Valkanov (2003) reforça a necessidade de controlar explicitamente o prémio de risco no modelo, apesar de os resultados obtidos comprovarem que as diferenças nos retornos entre contextos políticos não são, isoladamente, explicadas por este fator.

Por fim, a incerteza de mercado é igualmente introduzida como variável de controlo, com o propósito de captar o impacto de choques de natureza económica e política sobre os excessos de retorno. A expetativa teórica antecipa um efeito negativo desta variável, na medida em que contextos de maior incerteza tendem a aumentar a aversão ao risco, enfraquecer a confiança dos investidores e adiar decisões de investimento, o que pressiona negativamente os preços dos ativos. Esta leitura é consistente com Vuchelen (2003), que sublinha a relevância da incerteza política na formação das expetativas dos investidores, e com Pastor & Veronesi (2012), que relacionam a incerteza política a variações nos prémios de risco.

4. Dados

A amostra recolhida para a presente dissertação é constituída por dados mensais de Portugal, cobrindo o período compreendido entre janeiro de 1991 e dezembro de 2025, o que perfaz um total de 420 observações. O período e a frequência dos dados foram definidos em função da disponibilidade de todas as variáveis consideradas e em linha com a evidência empírica analisada. Em particular, o limite inferior do período amostral é delimitado pela disponibilidade da série do índice de volatilidade, cuja informação apenas se encontra disponível a partir de janeiro de 1990. Quanto ao limite superior da amostra, este foi fixado em dezembro de 2025, por corresponder, à data da recolha dos dados, ao último período com informação completa disponível para todas as variáveis utilizadas. Por seu turno, a opção pela frequência mensal encontra respaldo na literatura empírica sobre ciclos políticos e mercado acionista (Brogaard et al., 2020; Hensel & Ziemba, 1995; Santa-Clara & Valkanov, 2003; Worthington, 2009). Acresce que esta periodicidade se afigura particularmente adequada ao objeto de estudo, por permitir captar com maior precisão temporal as alterações no enquadramento político e a eventual reação do mercado a essas mudanças, mitigando uma excessiva agregação dos respetivos efeitos. Todos os dados foram recolhidos em abril de 2026.

O conjunto de dados suprarreferido revela-se adequado para a obtenção de resultados empíricos por duas razões. Por um lado, ao abranger um período de 35 anos, permite analisar a evolução e os determinantes estruturais do comportamento do mercado acionista nacional numa perspetiva de longo prazo. Por outro lado, o amplo período amostral considerado incorpora múltiplas fases do ciclo económico, diversos episódios estruturais relevantes, entre os quais se destacam a integração monetária europeia, a crise das dívidas soberanas, o choque pandémico e o recente episódio inflacionista, bem como distintas configurações parlamentares tanto no plano nacional como no internacional. Esta heterogeneidade de contextos permite observar o comportamento das variáveis políticas em ambientes económicos contrastantes, ao longo de sucessivas fases de expansão e desaceleração económica, contribuindo para obter estimativas mais eficientes e mais consistentes (Brooks, 2019).

Assim, com o intuito de medir o comportamento do mercado acionista português, optou-se por utilizar o excesso de retorno do índice acionista como variável dependente. Esta medida permite avaliar o desempenho do mercado face a uma alternativa sem risco de curto prazo e, por essa via, captar de forma mais adequada o prémio de risco acionista. Ademais, trata-se de uma opção recorrentemente utilizada na literatura empírica sobre ciclos políticos e o mercado acionista (Döpke & Pierdzioch, 2006; Santa-Clara & Valkanov, 2003; Worthington, 2009).

Para o efeito, proceder-se-á à estimação do modelo com base no excesso de retorno homólogo, a fim de avaliar o comportamento do mercado acionista português à luz das variáveis explicativas empregues.

Adicionalmente, de forma a apreender as várias dimensões do processo político passíveis de afetar o mercado acionista nacional, consideram-se três variáveis políticas como *proxies* explicativas, nomeadamente a orientação partidária da presidência norte-americana, a orientação partidária do governo português e o carácter maioritário ou minoritário deste último.

Por sua vez, de modo a controlar o contexto macroeconómico e financeiro subjacente à evolução do mercado acionista, incluem-se cinco variáveis de controlo, mais especificamente a taxa de juro, a taxa de inflação, o nível de produção industrial, a volatilidade e a incerteza do mercado. Estas correspondem às variáveis de controlo tipicamente usadas na maioria dos estudos empíricos dedicados à relação entre o processo político e o desempenho do mercado acionista, em particular, no que respeita às condições monetárias e inflacionistas (Döpke & Pierdzioch, 2006; Worthington, 2009), à atividade económica (Booth & Booth, 2003; Vuchelen, 2003) e ao risco e à incerteza dos mercados financeiros (Füss & Bechtel, 2008; Pastor & Veronesi, 2013). O Quadro 4.1 apresenta uma síntese das variáveis consideradas, bem como das respetivas unidades de medida e fontes estatísticas.

Quadro 4.1 - Variáveis, proxies, unidades de medida e fontes estatísticas

Variável	Proxy	Fonte
Excesso de retorno homólogo (ER_HOM)	Diferença entre a taxa de retorno homóloga do índice acionista e a taxa sem risco homóloga	FRED
Taxa de inflação (INF_HOM)	IPC total – taxa de variação homóloga (%)	Banco de Portugal / INE
Taxa de juro de curto prazo (INT)	Taxa de juro de curto prazo (%)	FRED
Produção industrial (IP_HOM)	Taxa de variação homóloga da produção industrial	FRED
Volatilidade do mercado (VOL_HOM)	Taxa de variação homóloga da volatilidade do mercado	FRED
Incerteza do mercado (UNC_HOM)	Taxa de variação homóloga do índice de incerteza global de política económica	FRED
Orientação partidária do governo (POL)	Dummy política: 1 = direita/centro-direita; 0 = esquerda/centro-esquerda	Portugal GOV
Presidência norte-americana (USA)	Dummy política: 1 = Republicano; 0 = Democrata	National Archives
Governo maioritário (GOV)	Dummy governativa: 1 = governo maioritário; 0 = governo minoritário	SGMAI

Quadro 4.2 - Estatísticas descritivas das variáveis em estudo

Variável	Média	Mediana	Máximo	Mínimo	Desvio - Padrão	Assimetria	Curtose
Excesso de retorno homólogo (ER_HOM)	0,042	0,031	1,138	-0,541	0,243	0,509	4,053
Taxa de inflação (INF_HOM)	0,030	0,025	0,136	-0,017	0,028	1,487	5,461
Taxa de juro de curto prazo (INT)	0,037	0,024	0,183	-0,006	0,046	1,658	5,160
Produção industrial (IP_HOM)	-0,003	0,002	0,418	-0,322	0,066	0,158	9,235
Volatilidade do mercado (VOL_HOM)	0,065	-0,023	2,985	-0,622	0,431	1,930	10,417
Incerteza do mercado (UNC_HOM)	0,139	0,018	2,439	-0,659	0,482	1,365	5,613
Orientação partidária do governo (POL)	0,395	0,000	1,000	0,000	0,489	0,429	1,184
Presidência norte-americana (USA)	0,429	0,000	1,000	0,000	0,495	0,289	1,083
Governo maioritário (GOV)	0,331	0,000	1,000	0,000	0,471	0,719	1,516

O Quadro 4.2 reporta as estatísticas descritivas das respetivas variáveis. Particularmente, no que concerne à variável dependente, o excesso de retorno homólogo do índice acionista exibe um valor médio positivo de 0,042, o que sugere a existência de um prémio de risco mensal médio positivo ao longo do período em análise. Ademais, esta variável revela uma dispersão relativamente elevada, assimetria positiva e curtose superior a três (o valor típico de uma distribuição normal), indicando a ocorrência de movimentos ascendentes mais pronunciados e uma distribuição caracterizada por caudas pesadas.

Por sua vez, a média das variáveis políticas em estudo permite inferir a proporção de observações em que cada configuração prevaleceu. Em termos concretos, os governos maioritários correspondem a cerca de 33% da amostra, os governos de direita ou centro-direita a aproximadamente 40% e as presidências republicanas nos Estados Unidos a sensivelmente 43% do total das observações.

Quanto às variáveis de controlo, a taxa de juro de curto prazo e a taxa de inflação evidenciam valores médios positivos, assimetrias positivas e níveis de curtose superiores a três, refletindo a presença de subperíodos de maior pressão inflacionista ou de condições monetárias mais restritas. No que concerne à taxa de variação homóloga da produção industrial, esta apresenta uma média próxima de zero e dispersão relativamente reduzida, ainda que com curtose elevada, sinalizando a existência de episódios pontuais de choques numa série temporalmente estável. Já as taxas de variação homóloga da volatilidade e da incerteza de mercado distinguem-se por uma variabilidade mais acentuada, forte assimetria positiva e níveis

de curtose elevados, o que sugere a ocorrência de flutuações mais intensas ao longo do período em análise.

A Figura 4.1 ilustra a trajetória temporal das variáveis consideradas na análise. Em termos gerais, o excesso de retorno homólogo do mercado acionista português manteve-se oscilante em torno de zero ao longo do período considerado, ao passo que a taxa de juro e a taxa de inflação revelaram uma tendência descendente durante uma parte substancial da amostra, ainda que com sinais de recuperação nos períodos mais recentes. Por sua vez, as taxas de variação homóloga da produção industrial, da volatilidade e da incerteza do mercado evidenciaram um comportamento mais irregular, traduzido por alguns episódios de instabilidade mais pronunciada. Em paralelo, as variáveis políticas espelham a alternância entre diferentes configurações governativas em Portugal e os distintos ciclos presidenciais nos Estados Unidos.

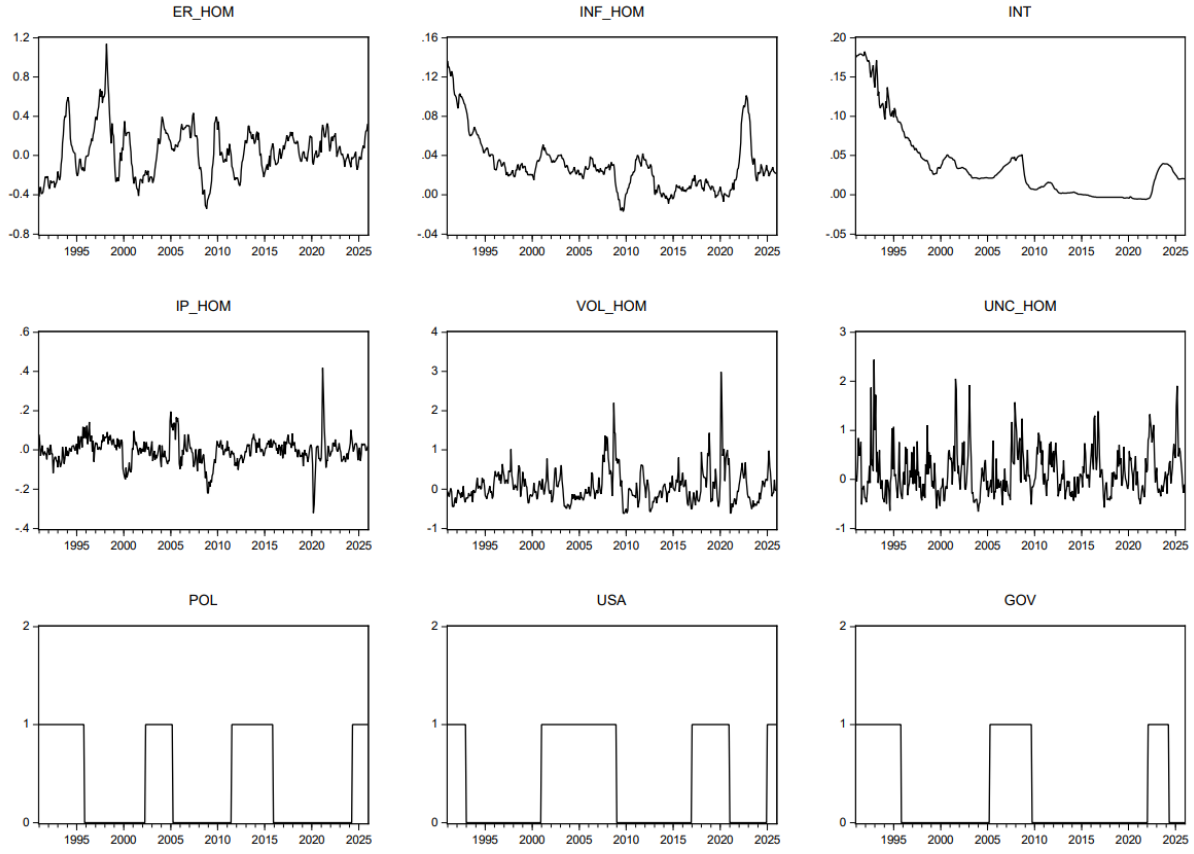


Figura 4.1 - Evolução temporal das variáveis

Quadro 4.3 - Correlações entre as variáveis em estudo

Variável	ER_HOM	INF_HOM	INT	IP_HOM	VOL_HOM	UNC_HOM	POL	USA	GOV
ER_HOM	1								
INF_HOM	-0,275***	1							
INT	-0,221***	0,797***	1						
IP_HOM	0,239***	0,033	-0,025	1					
VOL_HOM	-0,145***	-0,121**	-0,097**	-0,263***	1				
UNC_HOM	-0,340***	0,154***	0,029	-0,130***	0,395***	1			
POL	-0,207***	0,291***	0,353***	-0,002	0,184***	-0,007	1		
USA	-0,192***	0,122**	0,065	-0,064	0,159***	0,060	-0,001	1	
GOV	-0,172***	0,543***	0,569***	-0,130***	0,014	0,046	0,032	0,096**	1

*Nota: *** indica significância estatística ao nível de 1%, ** indica significância estatística ao nível de 5% e * indica significância estatística ao nível de 10%.*

O Quadro 4.3 sintetiza a matriz de correlações entre todas as variáveis. Neste sentido, o excesso de retorno do mercado acionista regista correlações negativas com a taxa de juro, a taxa de inflação, a volatilidade e a incerteza do mercado, sendo esta última a variável com a relação mais acentuada. Em sentido inverso, a correlação com o nível de produção industrial revela-se positiva, o que é consistente com a associação positiva tipicamente observada entre a atividade económica e o desempenho do mercado acionista. No que se refere às variáveis políticas, as respetivas correlações com a variável dependente são igualmente negativas, porém um pouco menos expressivas em valor absoluto. Em todo o caso, esta evidência sugere, numa primeira apreciação, uma possível relação entre estas dimensões do processo político e o comportamento do mercado acionista.

Note-se que a matriz de correlações não sugere, *a priori*, a existência de problemas relevantes de multicolinearidade entre as variáveis explicativas, visto que nenhuma das correlações observadas ultrapassa o limiar de 0,8 tradicionalmente utilizado como referência para potenciais problemas desta natureza (Studenmund, 2016).

Quadro 4.4 - p-values do teste de raiz unitária de Augmented Dickey-Fuller (ADF) para cada variável

Variável	None	Constant	Constant, Linear trend
Excesso de retorno homólogo (ER_HOM)	0,0006	0,0041*	0,0223
Taxa de juro de curto prazo (INT)	0,0000*	0,0005	0,0603
Taxa de inflação (INF_HOM)	0,0050	0,0136*	0,1337
Produção industrial (IP_HOM)	0,0001*	0,0019	0,0111
Volatilidade do mercado (VOL_HOM)	0,0000*	0,0000	0,0002
Incerteza do mercado (UNC_HOM)	0,0000	0,0000*	0,0000

Quadro 4.5 - p-values do teste de raiz unitária de Phillips-Perron (PP) para cada variável

Variável	None	Constant	Constant, Linear trend
Excesso de retorno homólogo (ER_HOM)	0,0000*	0,0005	0,0032
Taxa de juro de curto prazo (INT)	0,0000*	0,0063	0,5125
Taxa de inflação (INF_HOM)	0,0009	0,0022*	0,0235
Produção industrial (IP_HOM)	0,0000*	0,0000	0,0000
Volatilidade do mercado (VOL_HOM)	0,0000*	0,0000	0,0000
Incerteza do mercado (UNC_HOM)	0,0000	0,0000*	0,0000

Por fim, os Quadros 4.4 e 4.5 apresentam, respetivamente, os resultados dos testes de raiz unitária de *Augmented Dickey-Fuller* (Dickey & Fuller, 1979) e *Phillips-Perron* (Phillips & Perron, 1988), estimados sob três especificações determinísticas alternativas: sem constante, com constante e com constante e tendência linear. No teste ADF, o número ótimo de desfasagens foi determinado automaticamente com base no critério de informação de Akaike (AIC), ao passo que, no teste PP, foi empregue o procedimento de Newey-West com kernel de Bartlett. Em ambos os casos, a especificação escolhida para cada variável foi definida em função do menor valor de AIC (assinalado com um asterisco nas tabelas).

Cumpre assinalar que, em virtude da sua natureza binária, as variáveis políticas não foram submetidas aos respetivos testes, por serem naturalmente consideradas estacionárias. No que respeita às restantes variáveis, os resultados obtidos indicam, de forma consistente, a presença de estacionaridade em níveis.

5. Metodologia

O método econométrico adotado para a obtenção das estimativas assenta na aplicação do estimador *Generalized Method of Moments* (doravante, "GMM"), amplamente difundido por Hansen (1982). A adoção desta metodologia justifica-se, desde logo, pela natureza dinâmica do modelo em análise, pela potencial causalidade inversa entre a variável dependente e os regressores e pela necessidade de assegurar estimativas consistentes num contexto em que as variáveis políticas, macroeconómicas e financeiras podem interagir de forma simultânea.

O recurso ao estimador GMM revela-se particularmente apropriado à natureza dinâmica do modelo, na medida em que a inclusão da variável dependente desfasada permite captar eventuais efeitos de persistência temporal no excesso de retorno do mercado acionista. É precisamente neste quadro que a literatura tem salientado a adequação do GMM à estimação de modelos dinâmicos, uma vez que possibilita a utilização de condições de momento e de instrumentos internos assentes em desfasagens válidas das variáveis (Blundell & Bond, 1998; Hansen, 1982; Wintoki et al., 2012).

Não obstante, a escolha do estimador é igualmente sustentada pela possível endogeneidade entre o excesso de retorno do mercado acionista e os regressores do modelo. Com efeito, as variáveis políticas, macroeconómicas e financeiras podem influenciar simultaneamente os retornos acionistas e, em certa medida, reagir também à evolução do próprio mercado, pelo que a condição de exogeneidade estrita exigida pelos estimadores convencionais pode não estar assegurada. Ademais, a consistência das estimativas pode ainda ser comprometida pela eventual omissão de variáveis relevantes e pela presença de erros de medição associados às *proxies* selecionadas, problemas que podem ser mitigados através da adoção do referido estimador (Ullah et al., 2021; Wintoki et al., 2012).

Por fim, a escolha do estimador GMM é também justificada pelas suas propriedades estatísticas, na medida em que, sob condições adequadas, permite a obtenção de estimativas consistentes, assintoticamente normais e assintoticamente eficientes. Ainda assim, a sua aplicação pressupõe a definição de um conjunto de instrumentos válidos (i.e., instrumentos correlacionados com os regressores potencialmente endógenos, mas exógenos relativamente ao termo de erro). Neste sentido, a literatura tem enfatizado o uso de desfasagens das variáveis independentes como estratégia recorrente de instrumentação, sendo a validade do conjunto instrumental habitualmente avaliada através da estatística J de Hansen (Greene, 2003; Hansen, 1982; Ullah et al., 2018).

Em termos operacionais, as estimativas são produzidas com recurso ao software EViews (versão 14), mediante a adoção de uma matriz de ponderação robusta à heterocedasticidade e à autocorrelação. Em particular, é utilizada uma matriz HAC com kernel Bartlett e correção de Newey-West, considerando uma banda fixa de 6 períodos. O conjunto instrumental inclui 9 desfasamentos para cada variável independente, isto é, de t-2 a t-10 para o excesso de retorno homólogo e de *t-1 a t-9* para as restantes variáveis. Adicionalmente, este conjunto de instrumentos revela-se relativamente pequeno para dados mensais, circunstância que tende a favorecer estimativas mais eficientes (Ravenna & Walsh, 2006) e a aumentar o poder do teste J de Hansen (Mavroeidis, 2005).

6. Resultados e Discussão

O Quadro 6.1 sintetiza os resultados das cinco especificações estimadas por meio do GMM, tendo como variável dependente o excesso de retorno homólogo do índice acionista português. A distinção entre as diferentes especificações decorre da inclusão, simultânea ou alternada, de três variáveis políticas: a orientação partidária nacional, a estabilidade parlamentar e o ciclo político norte-americano.

Quadro 6.1 - Resultados das estimações GMM para os excessos de retorno homólogos do mercado acionista português

Variável	GOV	POL	GOV + POL	USA	GOV + POL + USA
ER_HOM(-1)	0.928***	0.938***	0.924***	0.946***	0.928***
	(0.020)	(0.019)	(0.021)	(0.023)	(0.032)
	[46.853]	[49.308]	[44.461]	[41.437]	[28.838]
GOV	-0.066***		-0.071***		-0.085**
	(0.018)		(0.021)		(0.034)
	[-3.569]		[-3.475]		[-2.521]
POL		0.029*	-0.013		-0.024
		(0.017)	(0.020)		(0.031)
		[1.654]	[-0.650]		[-0.781]
USA				0.059**	0.096**
				(0.028)	(0.040)
				[2.115]	[2.412]
INT	0.336**	-0.059	0.387**	0.201	0.726**
	(0.151)	(0.134)	(0.172)	(0.174)	(0.328)
	[2.226]	[-0.437]	[2.242]	[1.157]	[2.213]
INF_HOM	-0.188	-0.458*	-0.137	-0.859***	-0.547
	(0.335)	(0.237)	(0.344)	(0.323)	(0.579)
	[-0.560]	[-1.933]	[-0.399]	[-2.663]	[-0.945]
IP_HOM	-0.228***	-0.169***	-0.229***	-0.202***	-0.252***
	(0.057)	(0.051)	(0.057)	(0.064)	(0.080)
	[-4.006]	[-3.352]	[-4.006]	[-3.178]	[-3.171]
UNC_HOM	-0.022**	-0.014	-0.023**	0.001	-0.005
	(0.010)	(0.009)	(0.010)	(0.011)	(0.014)
	[-2.113]	[-1.528]	[-2.244]	[0.054]	[-0.361]
VOL_HOM	-0.025***	-0.030***	-0.027***	-0.058***	-0.060***
	(0.008)	(0.007)	(0.008)	(0.011)	(0.014)
	[-3.298]	[-4.314]	[-3.281]	[-5.474]	[-4.138]
C	0.022***	0.009	0.026***	-0.007	-0.012
	(0.006)	(0.008)	(0.009)	(0.014)	(0.021)
	[3.665]	[1.163]	[2.930]	[-0.503]	[-0.603]
Observations	410	410	410	410	410
R-squared	0,903753	0,91337	0,903295	0,903593	0,863239
Adjusted R-squared	0,90207	0,911861	0,901365	0,901914	0,860162
S.E. of regression	0,074575	0,070751	0,074846	0,074637	0,089118
Durbin-Watson stat	1,309501	1,400802	1,294661	1,209919	0,881704
Instrument rank	55	55	55	55	55
J-statistic (p-value)	42.361 (0.665)	45.256 (0.545)	41.707 (0.653)	39.575 (0.771)	30.980 (0.945)

*Nota: Erros-padrão entre parênteses, estatísticas t entre parênteses retos; *** indica significância estatística a 1%, ** a 5% e * a 10%.Todas as especificações usam ER_HOM como variável dependente e são estimadas por GMM com matriz HAC (kernel Bartlett, Newey-West com bandwidth fixa = 6).*

De forma global, os modelos estimados evidenciam elevada capacidade explicativa, na medida em que os valores dos coeficientes de determinação oscilam entre 0,863 e 0,913, enquanto os coeficientes ajustados variam entre 0,860 e 0,912. Tais resultados sugerem que as respetivas estimações captam uma parte expressiva da variação dos excessos de retorno do mercado acionista nacional.

Paralelamente, a validade dos instrumentos é aferida com recurso ao teste J de Hansen. Em todas as especificações estimadas, a probabilidade associada à estatística J excede os níveis convencionais de significância e, por conseguinte, não se rejeita a hipótese nula de validade dos instrumentos. Ora, este resultado revela-se particularmente relevante no âmbito da estimação GMM, atendendo que a consistência das estimativas depende da validade das condições de momento (Hansen, 1982).

Um primeiro aspeto a destacar nos resultados obtidos é o padrão de forte persistência dos excessos de retorno homólogos do mercado acionista, traduzido no facto de a variável dependente desfasada, ER_HOM_{t-1}, assumir, em todas as especificações, um coeficiente positivo, de magnitude elevada e estatisticamente significativo ao nível de 1% (com valores compreendidos entre 0,924 e 0,946). Tal persistência poderá resultar, em parte, da natureza homóloga da variável dependente, dado que observações mensais consecutivas tendem a incorporar informação relativa a períodos temporais sobrepostos. Acresce que este resultado poderá ainda refletir o ajustamento gradual dos preços das ações a mudanças nas expetativas dos investidores, no contexto macroeconómico e na perceção do risco de mercado. Esta significância estatística corrobora a pertinência da especificação dinâmica adotada, pois permite isolar a componente persistente dos excessos de retorno e, assim, evitar que a dinâmica intrínseca da variável dependente seja indevidamente captada pelas restantes variáveis explicativas. Esta opção metodológica é, aliás, consistente com a abordagem seguida por Döpke e Pierdzioch (2006).

No que concerne às variáveis políticas nacionais, os resultados sugerem que a orientação partidária do governo português apresenta pouca robustez estatística. Quando introduzida isoladamente no modelo, a mesma apresenta um coeficiente positivo e estatisticamente significativo apenas ao nível de 10%, o que sugere uma associação positiva, ainda que débil, entre governos de direita/centro-direita e os excessos de retorno homólogos do mercado acionista português. Contudo, esta significância desaparece quando a variável é introduzida juntamente com GOV ou em simultâneo com GOV e USA, pelo que a evidência empírica não permite concluir pela existência de um efeito autónomo robusto da orientação partidária do governo sobre os excessos de retorno do mercado acionista português.

Por sua vez, ao nível da estabilidade parlamentar, os resultados apontam para um efeito estatisticamente relevante do carácter maioritário do governo sobre os excessos de retorno homólogos do índice acionista português. A variável GOV assume um coeficiente negativo e estatisticamente significativo em todas as especificações em que é incluída: ao nível de 1% quando considerada isoladamente e em conjunto com POL, e a 5% na especificação que contempla simultaneamente GOV, POL e USA. De modo consequente, o resultado suprarreferido diverge da visão tradicional segundo a qual governos maioritários, ao traduzirem maior estabilidade política e maior previsibilidade governativa, tenderiam a favorecer o desempenho do mercado acionista. Esta leitura deve ser enquadrada à luz de Vuchelen (2003), que sublinha a importância da composição política e da estabilidade governativa na formação das expectativas dos investidores.

Por outro lado, no que ao ciclo político norte-americano diz respeito, os resultados evidenciam uma relação positiva entre a variável USA e os excessos de retorno homólogos do mercado acionista português. Nas duas especificações em que é incorporada, esta variável apresenta coeficientes positivos e estatisticamente significativos ao nível de 5%, assumindo o valor de 0,059 quando considerada isoladamente e de 0,096 quando surge em conjunto com as restantes variáveis políticas. Assim, a evidência empírica sugere que os períodos associados a administrações Republicanas nos EUA tendem a corresponder a maiores excessos de retorno no mercado nacional. Esta evidência é consistente com a literatura que atribui ao ciclo político norte-americano um papel expressivo na evolução dos mercados acionistas internacionais (Brogaard et al., 2020; Foerster & Schmitz, 1997; Nippani & Arize, 2005). Tal evidência poderá refletir a posição central dos Estados Unidos na economia e nos mercados financeiros mundiais, bem como o efeito das expectativas geradas em torno da futura condução da política deste país. Não obstante, esta interpretação deve ser formulada com alguma prudência. Embora a variável USA capte a orientação partidária da presidência norte-americana, não permite identificar diretamente o mecanismo através do qual esse efeito se transmite ao mercado acionista português. De modo consequente, o coeficiente positivo estimado deve ser interpretado como evidência de associação entre o contexto político norte-americano e os excessos de retorno do mercado acionista nacional, não constituindo, por si só, prova inequívoca de uma relação de causalidade direta entre as variáveis.

Quanto às variáveis de controlo, os resultados indicam que o enquadramento macroeconómico e financeiro desempenha um papel expressivo na explicação dos excessos de

retorno homólogos do mercado acionista português, embora com distinta robustez entre as especificações.

No caso da taxa de juro, o coeficiente estimado assume sinal positivo em grande parte das especificações, ainda que apenas revele significância estatística nos modelos que incluem GOV isoladamente, GOV em conjunto com POL e no modelo que inclui as três variáveis políticas. Tal resultado diverge da expectativa teórica mais convencional, segundo a qual um aumento das taxas de juro tende a penalizar os retornos acionistas (Bernanke & Kuttner, 2005; Thorbecke, 1997). Todavia, a evidência empírica disponível para os mercados europeus sugere que esta relação está longe de ser homogénea, variando ao longo do tempo e em função do horizonte temporal considerado. Neste âmbito, Ferrer et al. (2016) demonstram que a ligação entre as *yields* soberanas a 10 anos e os retornos acionistas é mais débil em algumas economias periféricas, incluindo a portuguesa, podendo mesmo assumir sinal positivo em determinados contextos, sobretudo quando a subida desta taxa reflete perspetivas económicas mais favoráveis.

Por sua vez, o nível de produção industrial apresenta, de forma consistente, um coeficiente negativo e estatisticamente significativo em todos os modelos, contrariando também as expetativas da evidência empírica (Fama, 1990; Schwert, 1990). Não obstante, este resultado poderá ser explicado pelo carácter prospetivo dos mercados acionistas, na medida em que os preços das ações tendem a incorporar expetativas sobre a evolução futura da economia antes de estas se refletirem nos indicadores macroeconómicos. Fama (1990) conclui que os retornos acionistas estão associados ao crescimento futuro da produção, ao passo que, para Portugal, Lobão e Levi (2016) evidenciam que estes últimos ajudam a prever algumas variáveis macroeconómicas. Assim, o coeficiente negativo da produção industrial poderá ser apenas um reflexo da prévia incorporação dessa informação no preço das ações.

Já a taxa de inflação homóloga exibe, em regra, um coeficiente negativo, sendo apenas significativo em duas especificações: no modelo com POL, ao nível de 10%, e na especificação com USA, ao nível de 1%. Esta associação negativa é compatível com a literatura que relaciona a inflação a uma deterioração dos retornos do mercado acionista (Fama & Schwert, 1977; Geske & Roll, 1983). Tal relação pode ser explicada pelo facto de que um aumento na inflação tende a reduzir o valor real dos fluxos de caixa futuros das empresas, intensificar a incerteza económica e reforçar a probabilidade de uma resposta mais restritiva da política monetária (com taxas de juro mais elevadas). Consequentemente, em contextos inflacionistas, os

investidores poderão exigir maiores prémios de risco, pressionando negativamente o preço das ações e, por essa via, os retornos acionistas.

Por fim, as variáveis que captam o risco e a incerteza do mercado evidenciam, de modo geral, coeficientes negativos. A incerteza apenas revela significância estatística na especificação que inclui unicamente o GOV e na que compreende POL em conjunto com GOV, enquanto a volatilidade do mercado se destaca como a variável de controlo mais robusta, sendo sempre estatisticamente significativa ao nível de 1%. Desta forma, os resultados sugerem que períodos de maior turbulência financeira tendem a penalizar o desempenho acionista, em linha com a literatura que relaciona choques de volatilidade a descidas nos preços das ações (Campbell & Hentschel, 1992) e que documenta efeitos negativos da incerteza de política económica sobre os respetivos retornos (Pastor & Veronesi, 2012).

Adicionalmente, foram realizados testes de robustez com o propósito de avaliar a consistência dos resultados obtidos. Para tal, as especificações foram reestimadas considerando, alternativamente, 8 e 10 desfasamentos dos instrumentos do modelo com excesso de retorno homólogo, bem como uma especificação suplementar baseada no excesso de retorno linear com 9 desfasamentos. Os resultados, reportados nos Anexos C, D e E, confirmam, em termos gerais, as principais conclusões do modelo base. Ainda assim, algumas diferenças observadas na especificação linear recomendam uma interpretação prudente dos efeitos menos consistentes entre especificações, sobretudo no que à variável USA diz respeito.

Em suma, a evidência empírica relativa às variáveis políticas permite destacar três conclusões principais, designadamente, a ausência de um efeito autónomo robusto da orientação partidária do governo português, a associação negativa entre governos maioritários e o desempenho do mercado acionista nacional e que as administrações Republicanas dos EUA tendem a corresponder a maiores retornos do mercado acionista português.

7. Conclusão

A presente dissertação teve como objetivo avaliar em que medida a orientação partidária do governo português, o seu carácter maioritário ou minoritário e a orientação partidária da presidência dos EUA se relacionam com os excessos de retorno do mercado acionista português.

Os resultados obtidos permitem destacar três conclusões centrais relativamente às variáveis políticas analisadas. Desde logo, não se encontra evidência robusta de um efeito autónomo da orientação partidária do governo português sobre os retornos do mercado acionista nacional. Embora esta variável apresente uma associação positiva e marginalmente significativa quando considerada isoladamente, o respetivo efeito perde significância estatística quando incluída em conjunto com as restantes dimensões políticas, pelo que a mera identificação ideológica do executivo não parece configurar um indicador suficientemente robusto para antecipar o desempenho do mercado acionista. Tal resultado é coerente com a literatura existente, onde o sentido do efeito partidário varia conforme o país e o período temporal em análise (Döpke & Pierdzioch, 2006; Santa-Clara & Valkanov, 2003; Worthington, 2009).

Em segundo lugar, os governos maioritários apresentam um impacto negativo e estatisticamente significativo nos excessos de retorno do mercado acionista português. Este resultado contraria a hipótese inicialmente formulada, segundo a qual uma maior estabilidade parlamentar tenderia a favorecer o mercado acionista. Não obstante, importa realçar que a variável binária utilizada apenas distingue a característica maioritária ou minoritária dos governos, sem captar fatores como a natureza das políticas adotadas, a existência de acordos parlamentares ou as condições económicas associadas a cada período. Neste sentido, os resultados sugerem que a estabilidade parlamentar, por si só, não se traduz numa resposta favorável dos investidores.

Por fim, as presidências Republicanas nos Estados Unidos revelam uma influência positiva na variável dependente em estudo. Tal evidência sugere que a orientação política norte-americana pode produzir efeitos que vão além do mercado doméstico, repercutindo-se igualmente em economias pequenas, abertas e financeiramente integradas, como a portuguesa. Esta relação poderá ser explicada pela centralidade da economia norte-americana e dos seus mercados financeiros, bem como pelas expetativas formadas em torno das políticas de cada administração (Brogaard et al., 2020; Foerster & Schmitz, 1997; Nippani & Arize, 2005). Contudo, a metodologia empregue não permite identificar de forma direta os mecanismos de transmissão envolvidos nesta relação.

No seu conjunto, os resultados relativos ao contexto político nacional poderão refletir algumas características próprias do sistema eleitoral e parlamentar português. Num sistema de representação proporcional, os resultados eleitorais nem sempre permitem antecipar com clareza a orientação das políticas futuras, uma vez que a ação governativa pode depender de negociações, acordos parlamentares ou apoios de outras forças políticas (Vuchelen, 2003). Esta necessidade pode favorecer a adoção de políticas mais moderadas e reduzir as diferenças efetivas entre governos de diferentes orientações ideológicas, o que poderá explicar a ausência de um efeito partidário autónomo sobre os excessos de retorno.

Por sua vez, embora os governos maioritários beneficiem, à partida, de maior capacidade de implementação das suas políticas e proporcionem uma maior estabilidade e previsibilidade política, tal não se traduz necessariamente numa reação favorável do mercado. Esta maior autonomia parlamentar poderá facilitar a adoção de medidas económicas, fiscais ou regulatórias mais amplas, suscetíveis de gerar custos de ajustamento ou de deteriorar as expetativas dos investidores. Ora, esta interpretação poderá ajudar a enquadrar a associação negativa observada, ainda que o modelo não permita estabelecer de forma direta o respetivo mecanismo causal.

Em termos práticos, na avaliação da influência do contexto político sobre o mercado acionista, a orientação ideológica e a configuração parlamentar não devem ser consideradas de forma isolada. A sua interpretação deve ser articulada com o conteúdo das políticas anunciadas, com a capacidade efetiva de as concretizar e com o grau em que os respetivos efeitos já foram refletidos nos preços dos ativos. A análise deverá ainda integrar a conjuntura macroeconómica, as condições financeiras internacionais e os desenvolvimentos políticos externos, com particular destaque para o contexto político norte-americano. Desta forma, os indicadores políticos devem ser entendidos como uma fonte de informação complementar, e não como critérios autónomos para a definição de estratégias de investimento.

A presente dissertação encontra-se, contudo, sujeita a algumas limitações. Primeiramente, a análise incide exclusivamente sobre Portugal e sobre um índice acionista agregado, o que impede a identificação de eventuais diferenças entre empresas, setores de atividade ou níveis de capitalização. Neste contexto, é possível que empresas mais expostas aos mercados internacionais revelem maior sensibilidade a acontecimentos políticos externos, ao passo que empresas mais dependentes da procura interna poderão reagir de forma mais intensa às mudanças de políticas nacionais.

Ademais, as dimensões políticas foram representadas através de variáveis binárias, o que inevitavelmente implica alguma simplificação da realidade política em análise. A distinção

entre governos de esquerda e de direita não abrange integralmente as diferenças entre programas governativos, coligações ou medidas efetivamente aplicadas. De igual modo, a classificação entre governos maioritários e minoritários não contempla aspetos como os acordos parlamentares, o grau de fragmentação partidária ou a duração dos executivos. Também a variável referente aos EUA não permite considerar a fase do mandato presidencial e a composição do Congresso.

Assim, investigações futuras poderão, em primeiro lugar, alargar a análise a outras economias europeias de pequena dimensão e elevado grau de abertura, permitindo averiguar se a relação documentada é condicionada por características específicas do mercado nacional ou se espelha um padrão mais abrangente. Neste âmbito, seria particularmente relevante introduzir uma análise comparativa entre sistemas eleitorais proporcionais e maioritários, com o intuito de perceber se as regras institucionais influenciam o impacto que as eleições têm no desempenho do mercado.

Seria igualmente relevante desenvolver análises com recurso a dados desagregados por empresa ou setor de atividade, o que permitiria avaliar se a sensibilidade ao processo político varia em função da dimensão empresarial, do grau de internacionalização ou da exposição à regulação pública. Desta forma, seria possível captar efeitos heterogéneos que não são observáveis numa análise baseada num índice acionista agregado.

Adicionalmente, seria pertinente estender a análise da transmissão internacional dos ciclos políticos às maiores economias europeias, como a Alemanha e a França. Dado o elevado grau de integração de Portugal no mercado comunitário, este alargamento analítico permitirá comparar a magnitude da transmissão dos desenvolvimentos políticos europeus face ao ciclo político norte-americano.

No que respeita à influência dos Estados Unidos, estudos futuros poderão aprofundar os canais de transmissão dessa influência. A avaliação de variáveis como os retornos do mercado acionista dos EUA, as taxas de juro internacionais, o câmbio euro/dólar, os fluxos de capitais e as relações comerciais permitirá apurar se o efeito da presidência dos EUA é direto ou se resulta de dinâmicas indiretas do ambiente financeiro internacional.

Em conclusão, o principal contributo desta dissertação reside em suprir uma lacuna na literatura aplicada ao contexto português, fornecendo uma base empírica sólida para trabalhos futuros. A integração conjunta de fatores políticos internos e externos demonstra que a análise dos mercados acionistas exige ponderar quer o enquadramento institucional nacional, quer o grau de integração financeira internacional. Espera-se, assim, que esta investigação constitua um ponto de partida para análises mais desagregadas e comparativas, capazes de aprofundar os

mecanismos através dos quais o processo político se relaciona com o desempenho dos mercados acionistas.

Referências Bibliográficas

Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005). What Explains the Stock Market's Reaction to Federal Reserve Policy? *The Journal of Finance*, *60*(3), 1221–1257. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00760.x

Blundell, R., & Bond, S. (1998). Initial conditions and moment restrictions in dynamic panel data models. *Journal of Econometrics*, *87*(1), 115–143. https://doi.org/10.1016/S0304-4076(98)00009-8

Booth, J. R., & Booth, L. C. (2003). Is presidential cycle in security returns merely a reflection of business conditions? *Review of Financial Economics*, *12*(2), 131–159. https://doi.org/10.1016/S1058-3300(02)00061-7

Brogaard, J., Dai, L., Ngo, P. T. H., & Zhang, B. (2020). Global Political Uncertainty and Asset Prices. *The Review of Financial Studies*, *33*(4), 1737–1780. https://www.jstor.org/stable/48574327

Brooks, C. (2019). *Introductory Econometrics for Finance* (4th ed.). Cambridge University Press. https://doi.org/DOI: 10.1017/9781108524872

Cahan, J., Malone, C. B., Powell, J. G., & Choti, U. W. (2005). Stock market political cycles in a small, two-party democracy. *Applied Economics Letters*, *12*(12), 735–740. https://doi.org/10.1080/13504850500192895

Campbell, J. Y., & Cochrane, J. H. (1999). By Force of Habit: A Consumption-Based Explanation of Aggregate Stock Market Behavior. *Journal of Political Economy*, *107*(2), 205–251. https://doi.org/10.1086/250059

Campbell, J. Y., & Hentschel, L. (1992). No news is good news: An asymmetric model of changing volatility in stock returns. *Journal of Financial Economics*, *31*(3), 281–318. https://doi.org/10.1016/0304-405X(92)90037-X

Chen, N.-F., Roll, R., & Ross, S. A. (1986). Economic Forces and the Stock Market. *The Journal of Business,* 59(3), 383-403. https://doi.org/10.1086/296344

Diaconaşu, D., Mehdian, S., & Stoica, O. (2023). The Global Stock Market Reactions to the 2016 U.S. Presidential Election. *Sage Open*, *13*(2). https://doi.org/10.1177/21582440231181352

Dickey, D. A., & Fuller, W. A. (1979). Distribution of the Estimators for Autoregressive Time Series With a Unit Root. *Journal of the American Statistical Association*, *74*(366), 427–431. https://doi.org/10.2307/2286348

Döpke, J., & Pierdzioch, C. (2006). Politics and the stock market: Evidence from Germany. *European Journal of Political Economy*, *22*(4), 925–943. https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2005.11.004

Fama, E. F. (1981). *Stock Returns, Real Activity, Inflation, and Money*. *The American Economic Review, 71(4)*, 545–595.

Fama, E. F. (1990). Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity. *The Journal of Finance*, *45*(4), 1089–1108. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb02428.x

Fama, E. F., & Schwert, G. W. (1977). Asset returns and inflation. *Journal of Financial Economics*, *5*(2), 115–146. https://doi.org/10.1016/0304-405X(77)90014-9

Ferrer, R., Bolós, V. J., & Benítez, R. (2016). Interest rate changes and stock returns: A European multi-country study with wavelets. *International Review of Economics & Finance*, *44*, 1–12. https://doi.org/https://doi.org/10.1016/j.iref.2016.03.001

Foerster, S. R., & Schmitz, J. J. (1997). The Transmission of U.S. Election Cycles to International Stock Returns. *Journal of International Business Studies*, *28*(1), 1–27. http://www.jstor.org/stable/155446

Füss, R., & Bechtel, M. M. (2008). Partisan politics and stock market performance: The effect of expected government partisanship on stock returns in the 2002 German federal election. *Public Choice*, *135*(3–4), 131–150. https://doi.org/10.1007/s11127-007-9250-1

Geske, R., & Roll, R. (1983). The Fiscal and Monetary Linkage between Stock Returns and Inflation. *The Journal of Finance*, *38*(1), 1–33. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1983.tb03623.x

Greene, W. H. (2003). *Econometric Analysis* (5th ed.). Prentice Hall.

Hansen, L. P. (1982). Large Sample Properties of Generalized Method of Moments Estimators. *Econometrica*, *50*(4), 1029–1054. https://doi.org/10.2307/1912775

Hensel, C. R., & Ziemba, W. T. (1995). United States Investment Returns during Democratic and Republican Administrations, 1928-1993. *Financial Analysts Journal*, 51(2), 61–69.

Huang, R. D. (1985). Common Stock Returns and Presidential Elections. *Financial Analysts Journal*, *41*(2), 58–61. http://www.jstor.org/stable/4478822

Levine, R. (1997). Financial Development and Economic Growth: Views and Agenda. *Journal of Economic Literature*, *35*(2), 688–726. http://www.jstor.org/stable/2729790

Lobão, J., & Levi, A. (2016). The relation between mutual fund flows, stock returns and macroeconomic variables: Evidence from Portugal. *Portuguese Journal of Finance, Management and Accounting*, *2*(4), 54–75.

Mavroeidis, S. (2005). Identification Issues in Forward-Looking Models Estimated by GMM, with an Application to the Phillips Curve. *Journal of Money, Credit and Banking*, *37*(3), 421–448. http://www.jstor.org/stable/3839162

Niederhoffer, V., Gibbs, S., & Bullock, J. (1970). Presidential Elections and the Stock Market. *Financial Analysts Journal*, *26*(2), 111–113. http://www.jstor.org/stable/4470664

Nippani, S., & Arize, A. C. (2005). U.S. Presidential Election Impact on Canadian and Mexican Stock Markets. *Journal of Economics and Finance*, *29*(2), 271–279.

Pastor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about Government Policy and Stock Prices. *The Journal of Finance*, *67*(4), 1219–1264. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x

Pastor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, *110*(3), 520–545. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007

Pastor, L., & Veronesi, P. (2020). Political Cycles and Stock Returns. *Journal of Political Economy*, *128*(11), 4011–4045. https://doi.org/10.1086/710532

Phillips, P. C. B., & Perron, P. (1988). Testing for a Unit Root in Time Series Regression. *Biometrika*, *75*(2), 335–346. https://doi.org/10.2307/2336182

Ravenna, F., & Walsh, C. E. (2006). Optimal monetary policy with the cost channel. *Journal of Monetary Economics*, *53*(2), 199–216. https://doi.org/10.1016/j.jmoneco.2005.01.004

Santa-Clara, P., & Valkanov, R. (2003). The Presidential Puzzle: Political Cycles and the Stock Market. *The Journal of Finance*, 58(5), 1841–1872. https://doi.org/10.1111/1540-6261.00590

Schwert, G. W. (1990). Stock Returns and Real Activity: A Century of Evidence. *The Journal of Finance*, *45*(4), 1237–1257. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1990.tb02434.x

Studenmund, A. H. (2016). *Using Econometrics: A Practical Guide (7th ed.). Pearson*.

Thorbecke, W. (1997). On Stock Market Returns and Monetary Policy. *The Journal of Finance*, *52*(2), 635–654. https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1997.tb04816.x

Ullah, S., Akhtar, P., & Zaefarian, G. (2018). Dealing with endogeneity bias: The generalized method of moments (GMM) for panel data. *Industrial Marketing Management*, *71*, 69–78. https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2017.11.010

Ullah, S., Zaefarian, G., & Ullah, F. (2021). How to use instrumental variables in addressing endogeneity? A step-by-step procedure for non-specialists. *Industrial Marketing Management*, *96*, A1–A6. https://doi.org/10.1016/j.indmarman.2020.03.006

Vuchelen, J. (2003). Electoral systems and the effects of political events on the stock market: The Belgian case. *Economics and Politics*, *15*(1), 85–102. https://doi.org/10.1111/1468-0343.00116

Wintoki, M. B., Linck, J. S., & Netter, J. M. (2012). Endogeneity and the dynamics of internal corporate governance. *Journal of Financial Economics*, *105*(3), 581–606. https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.03.005

Worthington, A. C. (2009). Political cycles in the Australian stock market since Federation. *Australian Economic Review*, *42*(4), 397–409. https://doi.org/10.1111/j.1467-8462.2009.00558.x

Anexos

Anexo A — Teste de raiz unitária ADF das variáveis lineares

Variável	None	Constant	Constant, Linear trend
Excesso de retorno linear (ER_LIN)	0,0033*	0,0452	0,0063
Taxa de juro de curto prazo (INT)	0,0000*	0,0005	0,0603
Taxa de inflação (INF_LIN)	0,0012	0,0029*	0,0271
Produção industrial (IP_LIN)	0,0000*	0,0000	0,0000
Volatilidade do mercado (VOL_LIN)	0,0000	0,0000*	0,0000
Incerteza do mercado (UNC_LIN)	0,0000	0,0000	0,0000*

Anexo B — Teste de raiz unitária PP das variáveis lineares

Variável	None	Constant	Constant, Linear trend
Excesso de retorno linear (ER_LIN)	0,0000	0,0000	0,0000*
Taxa de juro de curto prazo (INT)	0,0000*	0,0063	0,5125
Taxa de inflação (INF_LIN)	0,0000	0,0000	0,0000*
Produção industrial (IP_LIN)	0,0000*	0,0000	0,0000
Volatilidade do mercado (VOL_LIN)	0,0000	0,0000*	0,0000
Incerteza do mercado (UNC_LIN)	0,0000	0,0000*	0,0000

Anexo C — Teste de robustez com excesso de retorno homólogo e 8 desfasamentos

Variável	GOV	POL	GOV + POL	USA	GOV + POL + USA
ER_HOM(-1)	0.930***	0.934***	0.925***	0.944***	0.928***
	(0.019)	(0.019)	(0.021)	(0.030)	(0.039)
	[48.652]	[48.823]	[44.936]	[31.707]	[23.719]
GOV	-0.046**		-0.051**		-0.065
	(0.019)		(0.021)		(0.047)
	[-2.368]		[-2.398]		[-1.361]
POL		0.016	-0.014		-0.036
		(0.019)	(0.021)		(0.040)
		[0.813]	[-0.646]		[-0.913]
USA				0.086**	0.117**
				(0.036)	(0.050)
				[2.376]	[2.323]
INT	0.284*	-0.002	0.338*	0.133	0.586
	(0.148)	(0.139)	(0.176)	(0.225)	(0.450)
	[1.920]	[-0.013]	[1.922]	[0.592]	[1.301]
INF_HOM	-0.421	-0.544**	-0.379	-0.952**	-0.698
	(0.310)	(0.233)	(0.315)	(0.427)	(0.680)
	[-1.356]	[-2.334]	[-1.205]	[-2.231]	[-1.026]
IP_HOM	-0.193***	-0.148***	-0.195***	-0.175**	-0.200**
	(0.056)	(0.054)	(0.056)	(0.082)	(0.098)
	[-3.451]	[-2.720]	[-3.453]	[-2.133]	[-2.035]
UNC_HOM	-0.011	-0.008	-0.013	0.013	0.012
	(0.011)	(0.010)	(0.011)	(0.015)	(0.018)
	[-1.063]	[-0.868]	[-1.179]	[0.834]	[0.691]
VOL_HOM	-0.029***	-0.032***	-0.031***	-0.068***	-0.075***
	(0.008)	(0.008)	(0.009)	(0.013)	(0.017)
	[-3.855]	[-3.883]	[-3.687]	[-5.135]	[-4.347]
C	0.022***	0.014*	0.027***	-0.017	-0.017
	(0.005)	(0.008)	(0.009)	(0.018)	(0.025)
	[4.059]	[1.743]	[2.917]	[-0.919]	[-0.673]
Observations	411	411	411	411	411
R-squared	0,909774	0,915665	0,909441	0,886191	0,850177
Adjusted R-squared	0,908207	0,9142	0,907639	0,884215	0,846815
S.E. of regression	0,072235	0,069837	0,072459	0,081128	0,093316
Durbin-Watson stat	1,364746	1,42201	1,346321	1,015854	0,78468
Instrument rank	49	49	49	49	49
J-statistic (p-value)	38.517 (0.582)	39.854 (0.522)	37.863 (0.567)	28.941 (0.921)	23.399 (0.977)

*Nota: Erros-padrão entre parênteses, estatísticas t entre parênteses retos; *** indica significância estatística a 1%, ** a 5% e * a 10%. Todas as especificações usam ER_HOM como variável dependente e são estimadas por GMM com matriz HAC (kernel Bartlett, Newey-West com bandwidth fixa = 6), considerando 8 desfasamentos no conjunto instrumental.*

Anexo D — Teste de robustez com excesso de retorno homólogo e 10 desfasamentos

Variável	GOV	POL	GOV + POL	USA	GOV + POL + USA
ER_HOM(-1)	0.928***	0.944***	0.933***	0.948***	0.947***
	(0.018)	(0.018)	(0.018)	(0.020)	(0.024)
	[51.955]	[52.867]	[50.583]	[47.167]	[38.774]
GOV	-0.070***		-0.060***		-0.059***
	(0.016)		(0.018)		(0.022)
	[-4.453]		[-3.392]		[-2.679]
POL		0.038**	0.010		0.012
		(0.015)	(0.017)		(0.022)
		[2.521]	[0.572]		[0.546]
USA				0.047*	0.074**
				(0.024)	(0.029)
				[1.928]	[2.554]
INT	0.355**	-0.065	0.296*	0.188	0.472**
	(0.146)	(0.136)	(0.169)	(0.142)	(0.227)
	[2.436]	[-0.475]	[1.755]	[1.327]	[2.074]
INF_HOM	-0.101	-0.475*	-0.181	-0.722***	-0.558
	(0.312)	(0.242)	(0.319)	(0.272)	(0.436)
	[-0.325]	[-1.964]	[-0.567]	[-2.653]	[-1.279]
IP_HOM	-0.217***	-0.165***	-0.204***	-0.192***	-0.233***
	(0.054)	(0.050)	(0.054)	(0.055)	(0.064)
	[-3.995]	[-3.281]	[-3.753]	[-3.483]	[-3.621]
UNC_HOM	-0.023**	-0.013	-0.022**	-0.002	-0.008
	(0.009)	(0.008)	(0.009)	(0.009)	(0.012)
	[-2.494]	[-1.506]	[-2.347]	[-0.205]	[-0.725]
VOL_HOM	-0.025***	-0.029***	-0.024***	-0.052***	-0.047***
	(0.007)	(0.007)	(0.007)	(0.009)	(0.011)
	[-3.622]	[-4.411]	[-3.221]	[-5.577]	[-4.162]
C	0.021***	0.006	0.018**	-0.003	-0.015
	(0.006)	(0.007)	(0.008)	(0.012)	(0.016)
	[3.749]	[0.821]	[2.207]	[-0.259]	[-0.978]
Observations	409	409	409	409	409
R-squared	0,902603	0,910538	0,904648	0,90922	0,885116
Adjusted R-squared	0,900903	0,908976	0,902741	0,907635	0,882524
S.E. of regression	0,074994	0,071874	0,074295	0,072402	0,081653
Durbin-Watson stat	1,297352	1,374965	1,327527	1,29856	1,072063
Instrument rank	61	61	61	61	61
J-statistic (p-value)	45.590 (0.755)	47.213 (0.698)	45.192 (0.737)	45.334 (0.764)	39.171 (0.887)

*Nota: Erros-padrão entre parênteses, estatísticas t entre parênteses retos; *** indica significância estatística a 1%, ** a 5% e * a 10%.Todas as especificações usam ER_HOM como variável dependente e são estimadas por GMM com matriz HAC (kernel Bartlett, Newey-West com bandwidth fixa = 6), considerando 10 desfasamentos no conjunto instrumental.*

Anexo E — Teste de robustez com excesso de retorno linear e 9 desfasamentos

Variável	GOV	POL	GOV + POL	USA	GOV + POL + USA
ER_LIN(-1)	0.282***	0.323***	0.281***	0.280***	0.273***
	(0.051)	(0.049)	(0.051)	(0.047)	(0.052)
	[5.475]	[6.575]	[5.508]	[5.927]	[5.278]
GOV	-0.034*		-0.047**		-0.039*
	(0.018)		(0.020)		(0.022)
	[-1.861]		[-2.386]		[-1.772]
POL		0.000	-0.024*		-0.026*
		(0.010)	(0.014)		(0.015)
		[0.044]	[-1.660]		[-1.722]
USA				-0.026**	-0.011
				(0.011)	(0.015)
				[-2.391]	[-0.752]
INT	-0.584***	-0.724***	-0.425***	-0.743***	-0.460***
	(0.121)	(0.075)	(0.151)	(0.052)	(0.148)
	[-4.835]	[-9.603]	[-2.808]	[-14.200]	[-3.114]
INF_LIN	0.693*	0.758**	0.647*	0.763**	0.630*
	(0.361)	(0.341)	(0.367)	(0.336)	(0.368)
	[1.917]	[2.225]	[1.763]	[2.272]	[1.711]
IP_LIN	0.065	0.042	0.077	0.007	0.052
	(0.098)	(0.091)	(0.099)	(0.099)	(0.102)
	[0.667]	[0.463]	[0.781]	[0.069]	[0.507]
UNC_LIN	0.017	0.017*	0.019*	0.019*	0.019*
	(0.011)	(0.010)	(0.011)	(0.010)	(0.011)
	[1.592]	[1.745]	[1.753]	[1.816]	[1.759]
VOL_LIN	-0.118***	-0.118***	-0.110***	-0.132***	-0.112***
	(0.025)	(0.021)	(0.026)	(0.024)	(0.025)
	[-4.741]	[-5.503]	[-4.299]	[-5.507]	[-4.394]
C	0.009***	0.005	0.017***	0.017***	0.021***
	(0.002)	(0.003)	(0.005)	(0.005)	(0.008)
	[3.819]	[1.353]	[3.224]	[3.442]	[2.632]
Observations	422	422	422	422	422
R-squared	0,638024	0,679324	0,598225	0,64466	0,610428
Adjusted R-squared	0,631904	0,673902	0,590442	0,638652	0,601917
S.E. of regression	0,04054	0,038157	0,042762	0,040166	0,042159
Durbin-Watson stat	1,609233	1,846201	1,486941	1,611565	1,50896
Instrument rank	55	55	55	55	55
J-statistic (p-value)	35.316 (0.895)	38.073 (0.820)	33.400 (0.917)	34.537 (0.912)	33.722 (0.891)

*Nota: Erros-padrão entre parênteses, estatísticas t entre parênteses retos; *** indica significância estatística a 1%, ** a 5% e * a 10%.Todas as especificações usam ER_LIN como variável dependente e são estimadas por GMM com matriz HAC (kernel Bartlett, Newey-West com bandwidth fixa = 6), considerando 9 desfasamentos no conjunto instrumental.*