



UNIVERSIDADE D
COIMBRA

Maria João Pereira Rodrigues

**O EFEITO DOS CICLOS POLÍTICOS NO
MERCADO DE AÇÕES DOS PAÍSES
FUNDADORES DA ZONA EURO**

**Dissertação no âmbito do Mestrado em Economia com
especialização na área financeira, orientada pelo Professor
Doutor Nuno Miguel Barateiro Gonçalves Silva e apresentada à
Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra**

Fevereiro de 2022



Maria João Pereira Rodrigues

**O EFEITO DOS CICLOS POLÍTICOS NO
MERCADO DE AÇÕES DOS PAÍSES
FUNDADORES DA ZONA EURO**

**Dissertação no âmbito do Mestrado em Economia com
especialização na área financeira, orientada pelo Professor
Doutor Nuno Miguel Barateiro Gonçalves Silva e apresentada à
Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra**

Fevereiro de 2022

Dedicatória

À minha mãe e ao meu pai.

Agradecimento

Agradeço ao meu orientador Doutor Nuno Miguel Barateiro Gonçalves Silva por todo o apoio e total disponibilidade demonstrada ao longo da realização deste trabalho e de todo o meu percurso académico.

Deixo, ainda uma palavra de reconhecimento, a todos os professores e colegas que me acompanharam durante a licenciatura e o mestrado na Faculdade de Economia da Universidade de Coimbra.

Por último, um agradecimento muito especial aos meus pais que sempre me apoiaram, especialmente nestes últimos dois anos em que iniciei a minha vida profissional, que foi extremamente complicada de conciliar com a realização deste trabalho.

RESUMO

O presente trabalho de projeto tem como objetivo a análise de influência da tendência partidária, medida através do índice RILE (Manifesto Project Dataset), no mercado de ações dos países fundadores da Zona Euro. A literatura não consegue chegar a um consenso sobre a capacidade do ciclo político influenciar o mercado de ações, uma vez que é cada vez mais complicado quantificar a inclinação partidária, seja esta mais à direita ou à esquerda, devido ao crescente número de partidos e à influência dos movimentos populistas, bem como às taxas avultadas de abstenção. O mercado de ações é extremamente volátil, sendo um dos motivos a forma como a informação influencia as decisões do investidor. Há autores que defendem que tendência partidária influencia a taxa de rentabilidade, principalmente nos Estados Unidos da América, onde a análise é feita tendo apenas em consideração duas opções: democratas e republicanos. A análise para os países europeus é um pouco mais complexa, uma vez que a variável política é considerada um espectro, devido à variedade de ideologias. Considerando uma amostra de 10 países, foram realizados dois estudos, o primeiro sendo uma análise com os dados em painel, de 1999 a 2019, e outro com as estimações OLS individuais, para cada país. Em cada um dos estudos foram considerados dois modelos econométricos, sendo um apenas com a variável política e outro onde se incluem variáveis de controlo. É possível concluir que o índice partidário apenas influencia a taxa de rentabilidade dos mercados de ações individuais, nomeadamente, na Áustria, a Bélgica, a Holanda e da Irlanda.

Palavras-chave: Ciclos políticos; Mercado de ações; Taxa de rentabilidade; Variável política.

ABSTRACT

The present project work aims to analyze the influence of the partisan tendency, measured through the RILE index (Manifesto Project Dataset), on the stock market of the founding countries of the Euro Zone. The literature fails to reach a consensus on the ability of the political cycle to influence the stock market, since it is increasingly difficult to quantify the partisan leaning, whether it is more to the right or to the left, due to the growing number of parties and influence of populist movements, as well as high rates of abstention. The stock market is extremely volatile, one of the reasons being the way information influences the investor's decision-making power. Some authors argue that the partisan tendency influences the rate of return, especially in the United States of America, where the analysis is made taking into account only two options: Democrats and Republicans. The analysis for European countries is a little more complex, since the political variable is considered a spectrum, due to the variety of ideologies. Considering a sample of 10 countries, two studies were carried out, the first being an analysis with panel data, from 1999 to 2019 and another with individual OLS estimates, for each country. In each study, two econometric models were considered, one with only the political variable and the other including control variables. It is possible to conclude that the party index only influences the rate of return of individual stock markets, namely in Austria, Belgium, Netherlands and Ireland.

Keywords: Political cycles; Stock market; Excess return; Political variable.

Introdução	7
1. Revisão da literatura	9
1.1. O Sistema político.....	9
1.2. Eleições	10
1.3. Mercado de ações	11
2. Dados e Metodologia	15
2.1. Dados.....	15
2.2. Análise preliminar dos dados	16
2.3. Metodologia.....	18
3. Resultados	20
Conclusões	25
Referências Bibliográficas	27

INTRODUÇÃO

Viver em democracia traz a segurança de que todos os cidadãos elegíveis têm uma participação igual na decisão de quem governa o País, uma vez que o direito de voto é um direito pessoal e este constitui um dever cívico assente no princípio de responsabilidade do cidadão.

Quando um determinado partido é eleito ou aumenta a sua participação no governo, os valores e ideias que estes defendem terão impacto nas medidas governativas a aplicar no futuro. O governo é responsável pela condução das políticas económicas e financeiras, e reconhece a importância do investimento para o crescimento económico das empresas e das nações.

Assim, a forma como os investidores se comportam no mercado de ações também pode sofrer alterações, uma vez que há o fator surpresa no resultado das eleições. Sendo este mercado tão volátil o preço e o retorno das ações podem sofrer variações.

A inclinação partidária, mais à Direita ou mais à Esquerda, influencia de forma diferente a intenção dos investidores, uma vez que ambas as ideologias poderão adotar medidas diferentes que promovem o crescimento económico e que se refletem positivamente no preço das ações, nomeadamente:

- A diminuição da carga fiscal;
- A atribuição de subsídios e as isenções fiscais;
- A facilitação do acesso ao crédito, o que permite o aumento da atividade económica e, conseqüentemente, origina um aumento da procura dirigida às empresas;
- O aumento da liquidez;
- A criação de medidas de estímulo à poupança que pode ser canalizada para a realização de investimentos.

Torna-se importante estudar o impacto que a tendência partidária tem no preço e no retorno das ações, uma vez que o partido do governo eleito poderá transmitir confiança aos investidores para continuar a investir, ou então poderá desincentivar a entrada de novos investidores no mercado de ações. Assim, com a realização deste trabalho, pretende-se dar resposta às seguintes questões de investigação:

- O desempenho do mercado de ações será influenciado pelo ciclo político?
- Será que os vários países da Zona Euro, veem os seus mercados de ações serem influenciados da mesma forma pelos ciclos políticos?
- A tendência política do governo em funções apresenta uma maior capacidade de previsão dos índices acionistas do que outras variáveis tradicionalmente usadas para esse efeito? (taxas de juro, *dividend yields*)

Ao longo deste trabalho de projeto será estudado o comportamento do mercado de ações, durante os diferentes ciclos eleitorais, bem como o impacto da tendência partidária no mercado de ações dos países fundadores da Zona Euro, entre 1999 e 2019, sendo usadas como variáveis de controlo as taxas de juro de curto e de longo prazo, e o *dividend yield*.

Este trabalho encontra-se estruturado em 5 secções. Na secção 2 é apresentada uma análise da literatura, com o intuito de apoiar o tema de investigação. A secção 3 contém a apresentação e análise dos dados, bem como a metodologia utilizada. Na secção 4 será feita análise dos resultados obtidos. E, por fim, na secção 5 serão expostas as principais conclusões desta investigação.

1. Revisão da literatura

A política é associada à organização, gestão e administração de uma região ou de um país, e atua em diferentes vertentes: económica, social, educacional, entre outras. Este é um conceito que está lado a lado com a democracia, pois todos os indivíduos precisam de ser representados e ver os seus direitos defendidos e, para isso, os países elegem os seus representantes.

1.1. O Sistema político

Segundo a literatura económica, a teoria dos Ciclos Político-Económicos (CPE) procura analisar o impacto que as variáveis económicas têm nos resultados políticos e vice-versa, uma vez que defende que a popularidade e a capacidade de um governo ser reeleito depende do Estado da Economia.

Os políticos têm diferentes objetivos podendo estes ser partidários e oportunistas. Se, por um lado, pretendem colocar em ação o seu programa ideológico ou partidário (Coelho, 2004), por outro, pretendem ser eleitos para um determinado cargo e manterem-no durante o máximo de tempo possível.

Ao longo do tempo, a ideologia e identidade dos partidos têm-se alterado. Inicialmente, a sociedade, no que diz respeito aos valores socioeconómicos, definia a Esquerda como sendo a favor de um mercado regulado e, conseqüentemente, a favor da intervenção do Estado na economia, bem como a ausência de propriedade privada. Em sentido oposto, a Direita é associada à liberalização do mercado, sendo a favor da desregulação dos mercados e da privatização das empresas públicas (Lukes, 2003).

Contudo, na última década tem-se verificado a ascensão de movimentos populistas que levaram à fundação de partidos políticos da extrema direita e da extrema esquerda, que embora se enquadrem em parte da ideologia fundadora, defendem outros movimentos (Baptista & Loureiro, 2018).

Assim, os novos partidos políticos, associados ao populismo de Esquerda¹ tendem a rejeitar mercados irrestritos, a apelarem ao fim da austeridade e proporem uma mudança na política económica a favor da redistribuição da riqueza pelos indivíduos com menores

¹ Syriza na Grécia, o Podemos na Espanha e o La France Insoumise na França.

rendimentos. Defendem, ainda ideais anticapitalistas e antieuropeísmo e lutam para que a Europa assuma uma direção mais social e redistributiva.

No caso dos partidos populistas de Direita², estes tendem a assumir uma posição mais extremista através do apoio às medidas anti-imigração e antissistema e dando importância às políticas protecionistas do mercado. Embora continuem a defender a menor tributação e a propriedade privada, começam a apoiar movimentos considerados tradicionalmente de esquerda, com por exemplo, as políticas verdes, bem como a responsabilidade de garantir a saúde, a educação, o acesso aos transportes e à energia (Hopkin and Blyth,2019).

1.2. Eleições

As eleições são o modo como se aprova qual será a ideologia partidária mais representado no governo que, conseqüentemente, molda o tipo de decisões e programas que serão aprovados.

O aproximar das eleições leva a que muitas universidades e empresas de sondagens credenciadas façam projeções sobre os resultados esperados. Geralmente, a informação obtida através desse mecanismo é bastante precisa, muitas vezes apenas variando as percentagens de cada partido. Contudo, o gradual aumento da abstenção e a ascensão de partidos extremistas leva a que possam existir algumas surpresas nos resultados eleitorais.

Assim, torna-se possível que os resultados esperados não se confirmem e, como tal, haja um choque eleitoral entre os investidores. Alguns dos fatores que contribuem para a magnitude dos efeitos da surpresa são: a margem estreita de vitória, a mudança na orientação política do governo, o fracasso em formar um governo com maioria parlamentar, o número de investidores que reage de forma mais volátil durante as eleições mais disputadas, os mercados com histórico mais curto de negociação que tendem a exibir reação anormal e a falta de leis de voto obrigatório (Białkowski et al., 2008).

Uma das medidas que permitiria reduzir este choque eleitoral seria a aprovação de leis de voto obrigatório, pois este tipo de leis tem o objetivo de reduzir as taxas de abstenção, o que, conseqüentemente, aumenta a participação eleitoral, melhora a precisão das pesquisas pré-eleitorais e reduz as hipóteses de que o resultado da eleição o seja influenciado por grupos políticos marginais.

² Front National na França, o Partido independente (UKIP) no Reino Unido, o Vox em Espanha e o Chega em Portugal

1.3. Mercado de ações

Quando um indivíduo decide investir, ele fá-lo com o intuito de receber um benefício futuro. Para tal, existem várias formas de o fazer, seja através da aquisição de imóveis, da compra de obrigações e de ações.

Caracterizar um investidor e aquilo que o motiva nem sempre é fácil. No entanto, alguns dos traços comuns são o status socioeconómico médio-alto, bem como um nível de rendimento e de educação elevados. Além disso, são indivíduos politicamente bem informados. Contudo, se estes possuírem informações exclusivas, ou agirem com base em informações públicas recentes, quanto mais rapidamente atuarem em relação aos outros investidores, maior é a probabilidade de ganharem dinheiro no mercado. Assim, a natureza previsional do mercado de ações incentiva os investidores a manterem-se bem informados e reagir rapidamente às notícias (Arnesen & Bergfjord, 2015).

Como o mercado de ações é extremamente volátil, é desafiante analisar os movimentos e o comportamento dos preços das ações, porque é um mercado dinâmico, de natureza não linear, não estacionária, não paramétrica e caótica (Abu-Mostafa & Atiya, 1996). Existem muitos fatores excessivamente interrelacionados que afetam o mercado de ações, de acordo com Zhong e Enke (2017): estes podem ser económicos, políticos, psicológicos ou específicos das características da empresa.

Uma vez que este trabalho se centra nos países fundadores da Zona Euro e que estes pertencem à União Económica Monetária (UEM) é esperado que a unidirecionalidade económica cause uma maior integração do mercado de ações europeu, uma vez os estados membros seguem as mesmas linhas orientadoras (Büttner & Hayo, 2011).

Os autores Kim et al. (2005) analisaram o impacto da UEM na integração dos mercados de ações, e concluíram que a criação política da união monetária europeia e estabilidade da moeda contribuem para a integração dos mercados de ações nos estados membros da UEM.

A partilha de linhas orientadoras de pensamento político e económico, leva a que quase todos os países da União Europeia e da Zona Euro apresentem uma elevada tendência de integração entre mercados de ações, mas não só, uma vez que também influenciam outros indicadores económicos, como é o caso do risco cambial e os spreads de taxas de juros e

contribuem para a sincronização dos ciclos de negócios, um dos "efeitos secundários" da integração do mercado financeiro (Büttner & Hayo, 2011).

O artigo de Santa-Clara e Valkanov (2003), tem como objetivo analisar a influência da tendência política sobre a rentabilidade do mercado de ações nos Estados Unidos (EUA). Uma das suas primeiras conclusões é que estas duas variáveis se encontram correlacionadas. Concluem, ainda, que os retornos em excesso para as carteiras ponderadas pelo valor e igualmente ponderada são de 9% e 16% maiores, respetivamente, sob governos democratas do que os republicanos. No entanto, a volatilidade é maior quando o governo eleito é republicano. Além disso, estes dois autores mostram-nos que os retornos das ações se encontram divididos em retornos esperados e retornos inesperados. Os retornos inesperados são aqueles que apresentam maior diferença dependendo do partido eleito, uma vez que os retornos esperados são impulsionados por variáveis macroeconómicas associadas ao ciclo económico e não ao ciclo político, pois não se verifica um grande ajuste nos preços quando um partido vence as eleições.

Outros autores, como é o caso de (Belo et al., 2013) mostram-nos que nos EUA as políticas sobre os gastos governamentais dos partidos eleitos têm impacto na variação dos retornos médios, e que nos governos democráticos as empresas que trabalham diretamente com o governo experienciam grande variação dos fluxos de caixa e dos retornos das ações. No entanto, quando o governo é republicano verifica-se o oposto. Isto verifica-se porque o aumento desse tipo de gastos confere uma proteção a essas empresas que transmite segurança aos investidores, diminuindo o risco de perda.

Os autores Bialkowski et al. (2008) estudaram o impacto que o “evento” eleitoral tem sobre o mercado das ações, uma vez que com o aproximar das eleições observa-se um aumento da volatilidade no preço das ações que afeta a capacidade de formular as previsões. Estes autores concluem que os preços das ações reagem fortemente em resposta à surpresa do resultado eleitoral. Temporariamente há níveis elevados de volatilidade e, com o aproximar das eleições, esse valor pode facilmente duplicar durante a semana em torno das eleições.

Através da análise de vários artigos realizados sobre a influência da ideologia partidária do governo eleito e o mercado de ações nos Estados Unidos da América, verificamos que não há consenso entre os autores, uma vez que há autores são incapazes de encontrar diferenças significativas [Huang (1985) e Gartner e Wellershoff (1995)] e outros

que descobriram que os retornos das ações são maiores sob as administrações republicanas [Riley e Luksetich (1980) e Hobbs e Riley (1984)].

Ainda centrado nos Estados Unidos, Johnson et al. (1999) dividem a sua análise sobre o mercado de ações em dois estudos, um sobre o mercado das ações de pequena capitalização³ e outro sobre o mercado das ações de grande capitalização⁴. Embora sejam incapazes de encontrar diferenças entre as administrações republicanas e democratas para um índice de ações de grande capitalização, no caso do mercado das ações de pequena capitalização descobriram que este apresenta um desempenho significativamente melhor durante governos democratas. Neste artigo, os autores também analisam o desempenho das obrigações durante diferentes administrações, onde concluem que os seus retornos são significativamente mais elevados durante governos republicanos. Além disso, mostram que os retornos reais das obrigações são negativos durante os governos democratas, mas são positivos durante os governos republicanos, isto acontece porque o retorno é ajustado pela inflação.

Na análise de Vuchelen (2003) sobre o mercado de ações belga, um país com regras eleitorais proporcionais, este demonstra que a composição ideológica do governo tem um efeito significativo no preço das ações. Quando um governo de centro-esquerda toma posse após uma eleição o aumento dos preços das ações é insignificante, enquanto que a eleição de um governo centro-direita dá um impulso considerável ao preço das ações. A eleição de um partido que não se encontre associado a ideologia de “centro” apresenta-se como uma situação negativa para os investidores.

O artigo do Füss e Bechtel (2008) centra o estudo do impacto esperado do “partidarismo” do governo no desempenho do mercado de ações nas eleições federais alemãs de 2002. Os autores concluíram que os retornos das ações de pequenas empresas estão positivamente (negativamente) ligados à probabilidade de um governo mais à direita (esquerda) vencer as eleições, assim como descobriram que a volatilidade aumentou à medida que as perspectivas dos partidos de direita serem eleitos melhoraram.

No estudo realizado por Döpke e Pierdzioch (2006) para o período de 1960 a 2002, com dados trimestrais, na Alemanha, os autores aplicaram o modelo do Ciclos Político Económicos (CPE), a fim de avaliar o efeito da ideologia do governo no mercado de ações.

³ Inclui a capitalização entre 300 milhões \$ e 2 biliões \$.

⁴ Inclui a capitalização entre 10 biliões \$ e 100 biliões \$.

Para tal, incluíram uma variável dummy na regressão com a indicação de qual é o partido que ocupa o cargo. Os resultados sugerem que os movimentos do mercado de ações afetam significativamente a popularidade do governo, medido pela taxa de aprovação, e esta tende a aumentar quando o mercado de ações está em alta e a diminuir quando o mercado de ações está em baixo. Embora os retornos do mercado afetem a popularidade dos governos alemães, o processo político tem um pequeno impacto no mercado de ações, sendo os retornos do mercado de ações maiores durante governos conservadores do que durante governos liberais.

Finalmente, Siokis e Kapopoulos (2007), usando dados compreendidos entre 1988 e 2004, descobriram que há evidências de efeitos partidários e eleitorais sobre os preços das ações e a volatilidade do índice do mercado de ações na Grécia. Assim, com base no teste de Wald, a volatilidade aumenta mais no período pré-eleitoral⁵ e quando o partido de direita está no poder. Contudo, tal não significa que a volatilidade ou o risco são compensados pelo aumento do retorno das ações. Estes autores, analisaram dois caminhos através dos quais estudam como os acontecimentos políticos afetam os mercados financeiros: os partidos que se encontram no poder podem promulgar políticas económicas com o intuito de facilitar a sua reeleição, ou com a intenção de maximizar o bem-estar dos próprios constituintes, e a incerteza eleitoral aumenta no período pré-eleitoral devido à antecipação dos investidores quanto às mudanças de política. Embora, existam algumas evidências do efeito partidário e eleitoral no preço das ações, estas não são estatisticamente significativas. O retorno é superior durante as administrações democratas, sendo que esse facto se verifica quer em pequenas quer em grandes capitalizações. Além disso, o mercado acionista exhibe um padrão de ciclo presidencial, ou seja, os retornos são significativamente maiores nos últimos dois anos do que nos primeiros dois anos do mandato presidencial.

⁵ Quando se verificou a elevada volatilidade pré-eleitoral, as duas eleições sucessivas tinham sido vencidas pela coligação, entre um partido de direita e um partido de esquerda. Além disso, o momento de transição de governos revelou-se turbulento, uma vez que o governo socialista que acabará de deixar o poder foi acusado de corrupção.

2. Dados e Metodologia

2.1. Dados

O objetivo deste trabalho de projeto é estudar o impacto da tendência partidária no mercado de ações nos países fundadores da Zona Euro, nomeadamente, a Áustria, a Alemanha, a Bélgica, a Espanha, a Finlândia, a França, a Irlanda, a Itália, o Luxemburgo, os Países Baixos e Portugal. Foi necessário excluir o Luxemburgo deste trabalho de projeto, pois as bases de dados não fornecem dados para vários anos do período amostral selecionado. Para tal, serão utilizados dados mensais em painel balanceado para o período temporal de janeiro de 1999 a janeiro de 2019, uma vez que a data de início da amostra coincide com o ano em que foi fundada a Zona Euro.

A variável dependente deste estudo, que visa avaliar o desempenho dos mercados acionistas, é a taxa de rentabilidade total simples de cada um dos mercados acionistas. Esta taxa é calculada a partir do índice MSCI Total Return.

A tendência política do partido que exerce o poder legislativo em cada país é aferida através do índice RILE. Este índice permite obter informação sobre a inclinação partidária do governo eleito, mais à direita ou mais à esquerda, nos vários países da Zona Euro. Os valores desta variável variam entre 1 e 10 pontos, onde a Esquerda compreende a pontuação de 1 a 3, o Centro-Esquerda a posição 4, o Centro a posição 5, o Centro-Direita a posição 6, e a Direita de 7 a 10.

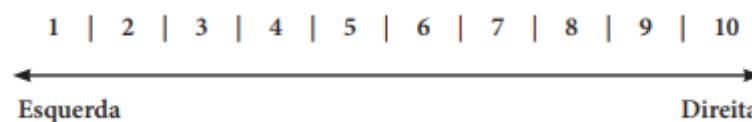


Figura 1. Escala da Tendência Partidária (Esquerda-Direita)

As variáveis de controlo utilizadas são o *dividend yield* e as taxas de juro de curto e longo prazo. A escolha das variáveis de controlo é importante uma vez que há vários critérios de seleção de modelos para verificar evidências de previsibilidade das taxas de rentabilidade, sendo que se verifica no estudo de Bossaerts e Hillion (1999) a presença de

previsibilidade para estas variáveis de controlo dentro da amostra estudada, mas não apresentam esse poder de previsão fora da amostra.

O *dividend yield* (Tdy) mede a proporção de dividendos pagos aos acionistas em relação ao valor de mercado por ação. Esta variável foi calculada com o recurso aos dados mensais do *MSCI total return* e do *MSCI price index* de todos os países alvo deste estudo, aplicando a fórmula:

$$dy_{i,t+1} = \left[\frac{MSCITR_{i,t+1}}{MSCITR_{i,t}} - \frac{MSCIPI_{i,t+1}}{MSCIPI_{i,t}} \right] * 100 \quad (1)$$

, onde $dy_{i,t+1}$ representa o *dividend yield* do país i no mês $t+1$, $MSCITR_{i,t+1}$ e $MSCIPI_{i,t+1}$ são, respetivamente, o índice *MSCI* de rentabilidade total e de preços para o país i no mês $t+1$.

As taxas de juro de curto e longo prazo foram extraídas da base de dados da OCDE. A taxa de juro de longo prazo é dada pela *yield* das obrigações do tesouro com o prazo de vencimento em dez anos. A taxa de juro de curto prazo é a taxa do mercado monetário a três meses⁶ para todos os países.

A seguinte tabela apresenta os dados utilizados para preparar as variáveis que serão incluídas no modelo a estimar:

Tabela 1. Dados

Abreviatura	Descrição	Fonte
RILE	ndice RI-LE (Esquerda-Direita)	ParlGov
TxL	Taxa de juro de longo prazo	OCDE Data
TxC	Taxa de juro de curto prazo	OCDE Data
MSCI TR	MSCI total return	Eikon
MSCI PI	MSCI price index	Eikon
MSCI TR MEU	MSCI total return (Zona Euro)	Eikon

2.2. Análise preliminar dos dados

A análise preliminar dos dados é importante para compreender as características de todas as variáveis e perceber se existem problemas que possam afetar as estimações, caso não sejam tratadas de forma adequada. Para tal, analisam-se as estatísticas descritivas das

⁶ Uma vez que o estudo se centra nos países fundadores da Zona Euro, utiliza-se a taxa da Euribor a 3 meses.

variáveis, a dependência seccional (CSD), a matriz das correlações e as estatísticas VIF (*variance inflation factor*).

Tabela 2. Estatísticas descritivas

Variável	Estatísticas descritivas				
	Obs	Média	Dsv Pad	Min	Max
RILE	2290	5,677967	1,550956	2,6216	7,8007
TxL	2290	3,341458	1,906023	-0,3304	13,84883
TxC	2290	1,784882	1,744971	-0,3304	5,1131
Dy	2290	3,264541	1,272243	0,352007	9,402263
TR	2290	0,2902702	5,893008	-30,98969	32,88108

Nota: Obs – Número de observações; Dsv Pad – Desvio Padrão; Min – Mínimo; Max - Máximo. O comando utilizado no software Stata para obter as estatísticas descritivas foi o `summarize`.

A Tabela 2 apresenta a informação relativa às estatísticas descritivas, que inclui a informações sobre a média, o desvio padrão e os valores mínimos e máximos de todas as variáveis. As 2290 observações constroem um painel diversificado, onde todas as variáveis são medidas em percentagem, exceto o índice de RILE.

A taxa de rentabilidade do mercado de ações apresenta um valor médio de 0,290 e um desvio padrão de 5,893, o que demonstra que existe uma elevada variabilidade. O seu valor mínimo é inferior a -30% e o valor máximo superior a 30%.

A tendência política, medida através do índice de RILE, é de centro-direita, uma vez que o valor médio é 5,678. Contudo, na amostra não se encontram valores de extrema-direita e extrema-esquerda, na medida em que os valores mínimo e máximo são, respetivamente, 2,612 e 7,800.

No que diz respeito à taxa de juro de longo prazo esta é, em média, mais elevada que a de curto prazo e ligeiramente mais volátil, pois o desvio-padrão é maior. Por fim, a taxa de dividendo assume um valor médio próximo da taxa de juro de longo prazo, mas é substancialmente menos volátil.

Tabela 3. Cross section dependence (CSD)

Variável	Cross section dependence (CSD)				
	Obs	CD-test	p-value	corr	Abs (corr)
RILE	2290	-2,15**	0,031	-0,021	0,374
TxL	2290	75,63***	0,000	0,745	0,745
Tdy	2290	56,54***	0,000	0,557	0,557
TR	2290	67,04***	0,000	0,660	0,660

Nota: *** e ** denotam significância de 1% e 5% respetivamente. O comando utilizado no software Stata foi o `xtcd`.

A análise da Tabela 3 demonstra que há grande dependência entre os países, uma vez que a hipótese nula de ausência de dependência seccional é rejeitada com significância entre 1% e 5%. Este resultado não é inesperado. O elevado grau de integração entre as economias destes países implica que qualquer choque que afete um país, afeta também os restantes países, quer seja forma positiva ou negativa. Não foi realizado o teste de dependência seccional para a taxa de juro de curto prazo, uma vez que esta variável é igual para todos os países (Euribor 3M).

Tabela 4. Matriz das correlações e estatísticas VIF

	TR	RILE	TxL	TxC	Tdy
TR	1,0000				
RILE	0,0083	1,0000			
TxL	- 0,0893	- 0,0232	1,0000		
TxC	- 0,1662	- 0,0574	0,6195	1,0000	
Tdy	0,2025	0,0095	- 0,0993	- 0,3179	1,0000
VIF		1,00	1,65	1,82	1,13
VIF – Média			1,40		

Nota: O comando utilizado no software Stata foi o *estat vif*.

A matriz das correlações (Tabela 4) apresenta as correlações entre as variáveis utilizadas no modelo. Contudo, podemos concluir que não se verificam problemas de multicolinearidade, uma vez que o VIF assume valores baixos para todas as variáveis, o que implica que o grau de dependência linear entre as variáveis explicativas é reduzido. A taxa de rentabilidade e as taxas de juro de curto e longo prazo estão negativamente correlacionadas. Em sentido oposto, a taxa de rentabilidade e o *dividend yield* encontram-se positivamente correlacionados, tal como ambas as taxas de juro.

2.3. Metodologia

Na estimação do modelo econométrico que melhor se adequa ao objetivo do estudo serão adotadas duas especificações para explicar a evolução da variável dependente. Começando pelo modelo mais simples, que apenas inclui como variável explicativa o índice RILE desfasado 1 período, e permite averiguar se a tendência política explica o desempenho do mercado acionista em:

$$TR_{i,t+1} = \alpha_i + \beta RILE_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (2)$$

, onde α_i é o efeito fixo correspondente ao país i , β é o coeficiente associado à variável explicativa RILE, e $\mu_{i,t}$ representa o erro idiossincrático.

A segunda estimação acrescenta ao modelo anterior as taxas de juros de curto e longo prazo e o *dividend yield*. A inclusão destas variáveis tem como objetivo avaliar se a eventual capacidade previsional do índice RILE persiste quando se incluem outras variáveis explicativas, que tradicionalmente são utilizadas na previsão da evolução dos mercados acionistas.

$$TR_{i,t+1} = \alpha_i + \beta_1 RILE_{i,t} + \beta_2 TxC_{i,t} + \beta_3 TxL_{i,t} + \beta_4 Tdy_{i,t} + \mu_{i,t} \quad (3)$$

, onde α_i é o efeito fixo correspondente ao país i , $\beta_1, \beta_2, \beta_3$ e β_4 são os coeficientes associado às variáveis explicativas, e $\mu_{i,t}$ representa o erro idiossincrático.

No processo de estimação do modelo econométrico que melhor se adequa ao objetivo do estudo, para além das estimações em painel, foram também realizadas estimações OLS individuais, para cada país e cada um dos dois modelos.

A análise do método de estimação mais adequado começa na Tabela 5, onde são apresentados os resultados do teste de Hausman. Este teste permite aferir a consistência do estimador de efeitos variáveis. A hipótese nula, segundo a qual o estimador de efeitos variáveis é consistente, não é rejeitada.

Tabela 5. Teste de Hausman

Teste		Modelo 1	Modelo 2
		Estatísticas	
Hausman (FE vs RE)	chi2	0,00	3,13
	Prob > chi2	0,9512	0,3713

Nota: O comando utilizado para o teste de Hausman foi *hausman fixed random*.

3. Resultados

Com o intuito de escolher o estimador mais adequado é necessário proceder à realização de alguns testes que permitem identificar potenciais erros ou transgressões dos pressupostos da especificação.

Inicialmente, foi analisada a dependência transversal dos erros, através dos testes Pesaran e Friedman. A hipótese nula de ausência de dependência transversal é claramente rejeitada por ambos os testes, o que implica que os desvios padrão do estimador tradicional de efeitos variáveis são enviesados. Para corrigir este enviesamento, recorreremos ao método de cálculo dos desvios padrão dos erros proposto por Driscoll e Kray (1998).

Tabela 7. Correlação Contemporânea

	Teste	Modelo 1	Modelo 2
Pesaran	Cross sectional independence	67,108	65,965
	Pr	0,000	0,000
Friedman	Cross sectional independence	1538,213	152
	Pr	0,000	0,000

Nota: No teste de Pesaran (Pesaran, 2004), o comando utilizado no software Stata para testar a correlação contemporânea foi o `xtcsd, pesaran abs`. No teste de Friedman (Friedman, 1937) o comando utilizado foi o `xtcsd, friedman`.

Através do teste de Wooldridge, aferiu-se a existência de correlação serial. Como apresentado na Tabela 8, nos dois modelos os resíduos estão correlacionados.

Tabela 8. Autocorrelação

	Teste	Modelo 1	Modelo 2
Wooldridge	F(1,9)	18,269	16,812
	Prob > F	0,0021	0,0027

Nota: No teste de Wooldridge comando utilizado no software Stata foi `xtserial`.

A estimação dos modelos por efeitos aleatórios (Tabela 9) mostra-nos que a variável que mede a tendência política não é estatisticamente significativa em qualquer das especificações.

Tabela 9. Estimação

Variável dependente: TR		
	Modelo 1	Modelo 2
Constante	0,0982285	0,8773114
I_RILE	0,0375974	0,0000645
I_TxL		0,0997922

I_TxC	- 0,6293445**	
I_Tdy	0,0699684	
Estatísticas		
N	2280	2280
R²	0,0001	0,0303
Wald chi2(1)	0,34	6,96

Nota: ** denota significância estatística de 5%. N representa o número de observações e F é o resultado do teste de significância global de Wald. O comando utilizado na estimação do modelo foi o *xtsc*.

No modelo que incluí as variáveis de controlo, apenas a taxa de juro de curto prazo variável apresenta significância estatística a 5%. O coeficiente da taxa de juro de curto prazo é negativo e é algo que era esperado, uma vez que o aumento das taxas de juro, implica um aumento dos custos para os investidores o que os deixa pouco recetivos a comprar a ações, o que leva à diminuição do preço das mesmas e consequentemente a uma diminuição na taxa de rentabilidade (Pedro, 2018).

Seguidamente, são apresentados na Tabela 10 as estimativas obtidas por mínimos quadrados ordinários para cada um dos países. Os resultados foram um pouco mais promissores, na medida em que a variável da tendência partidária apresenta significância estatística em 3 países fundadores da Zona Euro, nomeadamente a Áustria, a Irlanda, a Bélgica e a Holanda.

Tabela 10. Estimação Individual

Áustria			Espanha		
	Modelo 1	Modelo 2		Modelo 1	Modelo 2
Constante	-1,751	-1,754	Constante	0,64	2,808
I_RILE	0,47	0,835**	I_RILE	-0,033	-0,336
I_ITxL		1,604**	I_ITxL		0,752
I_ITxC		-2,375***	I_ITxC		-0,915*
I_ITdy		-0,917*	I_ITdy		-0,437
Estatísticas			Estatísticas		
N	228	228	N	228	228
R²	0,0101	0,0931	R²	0,0001	0,0225
F	2,65	0,0291	F	0,03	0,3737

Irlanda			Portugal		
	Modelo 1	Modelo 2		Modelo 1	Modelo 2
Constante	-25,416*	18,183	Constante	0,427	1,15

I_RILE	4,084*	-3,084	I_RILE	-0,081	-0,125
I_ITxL		0,127	I_ITxL		-0,137
I_ITxC		-1,124**	I_ITxC		-0,336
I_ITdy		1,107*	I_ITdy		0,199
Estatísticas			Estatísticas		
N	228	228	N	228	228
R²	0,0145	0,0747	R²	0,0003	0,0256
F	0,0552	0,024	F	0,8032	0,216

	Alemanha		Finlândia		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2	
Constante	-0,915	0,144	Constante	-4,588	0,139
I_RILE	0,242	-0,068	I_RILE	0,847	0,0458
I_ITxL		0,68	I_ITxL		-0,723**
I_ITxC		-1,118	I_ITxC		omitted
I_ITdy		0,261	I_ITdy		-0,206
Estatísticas			Estatísticas		
N	228	228	N	228	228
R²	0,0025	0,0387	R²	0,015	0,0293
F	0,44	0,0746	F	0,1796	0,1013

	Itália		Holanda		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2	
Constante	1,131	0,084	Constante	-2,369	3,289
I_RILE	-0,176	-0,254	I_RILE	0,457*	-0,516
I_ITxL		0,749	I_ITxL		0,328
I_ITxC		-0,766*	I_ITxC		-1,129**
I_ITdy		-0,033	I_ITdy		0,468
Estatísticas			Estatísticas		
N	228	228	N	228	228
R²	0,0046	0,0361	R²	0,0121	0,0583
F	0,2982	0,0941	F	0,0917	0,0489

	Bélgica		França		
	Modelo 1	Modelo 2	Modelo 1	Modelo 2	
Constante	3,066***	-3,228	Constante	0,919	1,031
I_RILE	-0,432**	0,186	I_RILE	-0,093	-0,036

I_ITxL	1,38***		I_ITxL	0,83	
I_ITxC	-1,802***		I_ITxC	-1,294*	
I_ITdy	0,367		I_ITdy	-0,221	
Estatísticas			Estatísticas		
N	228	228	N	228	228
R²	0,0125	0,0936	R²	0,0016	0,0559
F	0,0151	0,0115	F	0,532	0,0268

Nota: ***, ** e * denotam significância de 1%, 5% e 10%, respetivamente.

No caso da Áustria, da Irlanda e da Holanda o sinal da variável política é positivo, ou seja, podemos concluir que o mercado acionista em melhor desempenho com governos de direita. Já na situação da Bélgica a variável apresenta sinal negativo, o que significa que a taxa de rentabilidade é mais elevada quando se encontram no governo partidos de esquerda.

A Bélgica, a Holanda e a Irlanda apresentam significância estatística para a variável política no modelo mais simplista, o que significa que quando se acrescentam novas variáveis o índice partidário perde capacidade de estimar a taxa de rentabilidade do mercado de ações de cada um destes países.

A maioria dos países mantém a tendência verificada na análise conjunta dos países, isto é, a taxa de rentabilidade é negativamente influenciada pelo aumento da taxa de juro de curto prazo. Isto acontece, porque a taxa de juro é o preço que é pago pela utilização do dinheiro durante um curto prazo, o que implica que uma subida das taxas de juro incentive os investidores a colocarem os seus capitais em depósito, afastando-os do mercado de ações. Consequentemente, haverá menor rentabilidade das ações, o que faz preço das mesmas descer. Tendo em conta a teoria económica, grande parte dos estudos analisados concluem que a variação na taxa de juro normalmente provoca um efeito contrário no mercado de ações. (Cavaco, 2013)

No caso da Áustria, quando analisado o modelo mais completo podemos verificar que todas variáveis são significantes para a estimação da taxa de rentabilidade do mercado de ações. O sinal do dividend yield é negativo, o que significa que a proporção de dividendos pagos aos acionistas em relação ao valor de mercado por ação reduz a taxa de rentabilidade do mercado. Isto pode ser explicado através da aplicação de impostos sobre os dividendos, que fará aumentar o preço das ações e consequentemente reduzir a taxa de rentabilidade do mercado (Barros, 1999).

O R-quadrado fornece informação relativamente à capacidade das variáveis independentes para explicar o desempenho dos mercados acionistas. Nos vários países podemos concluir que o modelo mais completo apresenta valores para o R-quadrado substancialmente maiores, o que significa que a maior da taxa de rentabilidade do índice de cada país é explicada por outras variáveis para além do índice de tendência política.

Das variáveis de controlo utilizadas a única que apresentou significância para os vários países do modelo em estudo foi a taxa de juro de curto prazo, apresentando sempre sinal negativo, o que já era expectável.

Infelizmente, *o dividend yield* embora também seja considerada uma variável de controlo com capacidade de prever o comportamento do mercado de ações, neste estudo não apresenta significância estatística. A literatura mostra-nos que a capacidade preditiva das variáveis depende da amostra analisada.

CONCLUSÕES

No contexto macroeconómico, sabemos que a adoção de determinadas de medidas, ou até apenas a intenção de aplicar essas medidas, afeta o comportamento dos investidores e do mercado de ações. Embora, através deste estudo não tenha sido possível estabelecer uma relação entre a tendência partidária e a taxa de rentabilidade no contexto agregado, tal foi possível quando se realizou a análise por país. No caso da Áustria, há evidência de que esta variável tem um impacto direto na taxa de rentabilidade do mercado de ações, sendo que o sinal do coeficiente é positivo o significa que o mercado acionista apresenta um melhor desempenho com governos de direita

Na análise do modelo mais simplista a taxa de rentabilidade do mercado de ações da Bélgica, da Holanda e da Irlanda é significativamente influenciado pela variável política. Contudo, quando são incluídas as variáveis de controlo, esta perde capacidade preditiva. A Irlanda e a Holanda apresentam o coeficiente positivo, o que implica que é durante governos de direita que o mercado de ações tem melhor desempenho. Já no caso da Bélgica, o melhor desempenho do mercado de ações é durante um governo de esquerda, uma vez que o coeficiente é negativo.

A maioria dos países fundadores da Zona Euro não apresenta qualquer indício de que os seus mercados de ações sejam influenciados pela inclinação partidária no poder/eleita. Contudo, verifica-se que a conjuntura económica atravessada no momento influencia o mercado de ações. Isto acontece porque o investidor altera a sua estratégia consoante a perceção que tem do mercado, e as alterações da taxa de juro de curto prazo.

Os mercados de ações dos países fundadores da Zona Euro não são influenciados da mesma forma. Embora estes países tenham em comum serem fundadores da Zona Euro e seguirem as normas da União Europeia, quando se analisa o comportamento dos mercados sabemos que nem todos os países têm empresas igualmente atrativas, nem os investidores têm o mesmo poder para investir.

Seria de esperar que as variáveis tradicionais, como as taxas de juro de curto e longo prazo e o dividend yield, tivessem maior capacidade de prever as alterações dos índices acionistas. Contudo, neste estudo apenas a taxa de juro de curto prazo apresenta significância estatística e apresenta sinal negativo, o que é esperado.

Podemos, assim, concluir que a influência da variável política na taxa de rentabilidade do mercado de ações varia de país para país. Em alguns países, não se verifica a alteração do desempenho do mercado de ações se o governo tiver uma ideologia política de direita ou de esquerda, como é o caso de Portugal, uma vez que a variável política não tem significância. Esta conclusão seria algo de esperar, uma vez que durante grande parte dos anos analisados na amostra o partido que esteve no poder foi o partido socialista, um partido de centro-esquerda. Curiosamente, no caso dos países em que a variável política é estatisticamente significativa, também se verificou uma predominância dos partidos de centro-esquerda durante o período da amostra considerada.

Referências Bibliográficas

- Abu-Mostafa, Y. S., & Atiya, A. F. (1996). Introduction to financial forecasting. *Applied Intelligence*. <https://doi.org/10.1007/BF00126626>
- Arnesen, S., & Bergfjord, O. (2015). Prediction markets vs polls – an examination of accuracy for the 2008 and 2012 elections. *The Journal of Prediction Markets*. <https://doi.org/10.5750/jpm.v8i3.981>
- Baptista, J. P., & Loureiro, M. (2018). Ideologia Política Esquerda-Direita – Estudo Exploratório do Eleitorado Português. *Interações: Sociedade e as Novas Modernidades*, 35, 57–80. <https://doi.org/10.31211/interacoes.n35.2018.a3>
- Barros, C. P. (1999). Avaliação Financeira de Projectos de Investimento (p. 373 a 380).
- Belo, F., Gala, V. D., & Li, J. (2013). Government spending, political cycles, and the cross section of stock returns. *Journal of Financial Economics*, 107(2), 305–324. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2012.08.016>
- Białkowski, J., Gottschalk, K., & Wisniewski, T. P. (2008). Stock market volatility around national elections. *Journal of Banking and Finance*, 32(9), 1941–1953. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2007.12.021>
- Bossaerts, P., & Hillion, P. (1999). Implementing statistical criteria to select return forecasting models: What do we learn? *Review of Financial Studies*, 12(2), 405–428. <https://doi.org/10.1093/rfs/12.2.405>
- Büttner, D., & Hayo, B. (2011). Determinants of European stock market integration. *Economic Systems*, 35(4), 574–585. <https://doi.org/10.1016/j.ecosys.2010.10.004>
- Cavaco, G. (2013). Influência das variáveis macroeconómicas no mercado acionista Português. Tese em Gestão. Universidade de Évora, Évora.
- Coelho, C. A. C. (2004). Ciclos Político Económicos e o Poder Local. Tese em Economia. Universidade do Minho, Braga.
- 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>
- 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. In *Public Choice* (Vol. 135, Issues 3–4). <https://doi.org/10.1007/s11127-007-9250-1>
- Hopkin, J., & Blyth, M. (2019). The Global Economics of European Populism: Growth Regimes and Party System Change in Europe (The Government and Opposition/Leonard Schapiro Lecture 2017). *Government and Opposition*, 54(2), 193–225. <https://doi.org/10.1017/gov.2018.43>
- Johnson, R. R., Chittenden, W. T., & Jensen, G. R. (1999). Presidential Politics, Stocks, Bonds, Bills, and Inflation. *The Journal of Portfolio Management*, 26(1), 27–31. <https://doi.org/10.3905/jpm.1999.319771>
- Kim, S. J., Moshirian, F., & Wu, E. (2005). Dynamic stock market integration driven by the European Monetary Union: An empirical analysis. *Journal of Banking and Finance*. <https://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2004.09.002>

- Lukes, S. (2003). *Epilogue: The Grand Dichotomy of the Twentieth Century*. <https://doi.org/https://doi.org/10.1017/CHOL9780521563543.030>
- Pedro, M. (2019) *Impacto das taxas de juro, presentes e futuras, no retorno das ações dos bancos portugueses*. Lisboa: ISCTE-IUL, 2019. Dissertação de mestrado. Disponível em: <http://hdl.handle.net/10071/18477>
- Santa-Clara, P., & Valkanov, R. (2003). The Presidential Puzzle: Political Cycles and the Stock Market. *Journal of Finance*, 58(5), 1841–1872. <https://doi.org/10.1111/1540-6261.00590>
- Siokis, F., & Kapopoulos, P. (2007). Parties, elections and stock market volatility: Evidence from a small open economy. *Economics and Politics*, 19(1), 123–134. <https://doi.org/10.1111/j.1468-0343.2007.00305.x>
- 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>
- Zhong, X., & Enke, D. (2017). Forecasting daily stock market return using dimensionality reduction. *Expert Systems with Applications*. <https://doi.org/10.1016/j.eswa.2016.09.02>