



UNIVERSIDADE CATÓLICA PORTUGUESA

O impacto das intervenções
de
Mario Draghi
(Qualidade da informação)

Trabalho Final na modalidade de Dissertação
apresentado à Universidade Católica Portuguesa
para obtenção do grau de mestre em Finanças

por

Luís Miguel Couto Moreno Marinho da Cunha

sob orientação do
Professor Paulo Alves

Universidade Católica do Porto

Março 2014

Agradecimentos

Para a realização deste trabalho e com o culminar de um percurso académico que finalizo com o mestrado em finanças, gostaria de deixar apenas alguns agradecimentos às pessoas que se revelaram preponderantes para que tal fosse possível.

Agradeço sobretudo aos meus pais, pois é a eles que devo tudo aquilo que alcancei na vida. Deram-me tudo o que necessitei para chegar onde cheguei. E por isso devo-lhes tudo.

Agradeço aos meus amigos. Todo o apoio, preocupação, força, motivação, confiança e amizade foram determinantes para conseguir tudo aquilo que consegui na vida.

Agradeço a todos os professores que me incentivaram, me ajudaram e me transmitiram todos os ensinamentos que fui adquirindo ao longo de todo o meu percurso académico. Foi graças a eles que aprendi tudo aquilo que sei até agora.

Por fim, agradeço em especial, ao meu orientador, Prof. Paulo Alves, por ter permitido que a realização deste trabalho fosse possível. Transmitiu-me todo o apoio e essencialmente toda a ajuda e mais alguma que necessitei no desenrolar do trabalho para que tal fosse realizado. Obrigado Professor.

Resumo

Este trabalho tem como objectivo central, procurar analisar o impacto que as declarações e acções levadas a cabo pelo mais alto cargo de uma das instituições mais relevantes na Europa (Banco Central Europeu) – Mario Draghi têm sobre a valorização dos títulos financeiros europeus.

O estudo do impacto acerca da divulgação de um determinado evento no preço dos títulos financeiros, é feito recorrendo à metodologia de estudo de eventos (*event studies*), procurando testar a hipótese da existência de rendibilidades anormais à volta do dia do evento em análise.

Definiu-se uma amostra que inclui empresas de mercados distintos (Alemanha, Espanha, França, Grécia, Irlanda e Portugal) com o objectivo de avaliar o impacto do evento em diferentes contextos.

Posteriormente, procedeu-se à escolha dos eventos para análise e assim às datas dos acontecimentos respectivos. Por forma a captar as eventuais reacções quer antecipadas quer posteriores do mercado, utilizou-se um período temporal para análise de 3 dias antes da data do evento e de 2 dias depois do mesmo.

Deste modo, com a amostra definida, efectuou-se o cálculo das rendibilidades das empresas respectivas para posteriormente se determinar a rendibilidade anormal de cada empresa que corresponde à diferença entre a rendibilidade efectiva e a rendibilidade esperada e por sua vez, determinar-se os retornos anormais acumulados para cada situação.

Assim, com o objectivo de avaliar o impacto que as declarações de Mario Draghi exercem na valorização dos títulos financeiros europeus, concluiu-se que de um modo geral os investidores já reflectem nas suas decisões de investimento as suas expectativas acerca das possíveis intervenções do presidente do Banco Central Europeu.

Abstract

This work has as main goal, try to analyze the impact that the statements and actions taken by the highest position of one of the most important institutions in Europe (ECB) - Mario Draghi have on the valuation of European financial securities.

The study of the impact about the dissemination of a particular event in the price of financial securities is done using the famous methodology of the event study looking to test the hypothesis of the existence of abnormal returns around the day of the event.

Initially set up a sample with concern to include different markets (Greece, Ireland, Portugal, Spain, France and Germany) with the objective of evaluating the impact of the event in different contexts companies.

Subsequently proceeded to select the events for analysis and thus the timing of respective events. In order to capture any reactions either early or later, in the market was used a time period of 3 days before the event date, and after 2 days of it.

Therefore with the defined sample, was carried out the calculation of the returns of the respective companies to further determine the abnormal return of each company which is the difference between actual returns and expected returns and in turn, we determined the abnormal returns accumulated for each situation.

Thus, with the aim of evaluating the impact that the statements of Mario Draghi engaged in the valuation of European financial securities, it was concluded generally that investors already reflected in their investment decisions, their expectations about possible intervention of the President of European Central Bank.

ÍNDICE

1	Introdução	6
2	Metodologia	8
2.1	A eficiência dos mercados e o estudo de eventos	8
2.3	Modelo de Retornos ajustados ao risco de mercado	13
2.4	Modelo CAPM	14
3	Aplicação da metodologia.....	16
3.1	Definição da amostra e do evento/objecto de estudo	16
3.2	Explicação da metodologia adoptada.....	21
4	Análise dos resultados.....	22
4.1	Mercado alemão.....	23
4.2	Mercado espanhol.....	24
4.3	Mercado francês.....	26
4.4	Mercado grego	27
4.5	Mercado irlandês	29
4.6	Mercado português	31
5	Conclusão	33
6	Bibliografia	35
	Anexo	

1 - Introdução

Nos dias de hoje, em que estamos perante uma enorme turbulência no mercado de capitais fruto da crise financeira instalada, qualquer discurso ou acção tomada pelo presidente do Banco Central Europeu, tem potencialmente impacto na tomada de decisão dos investidores, tratando-se de um evento relevante e determinante para a evolução da economia e dos mercados, reflectindo dessa forma as suas expectativas actualizadas.

O intuito deste estudo centra-se em procurar analisar e quantificar o impacto das declarações do presidente do Banco Central Europeu, Mario Draghi, que têm como objectivo principal a acalmia dos mercados minimizando dessa forma os efeitos causados pela crise financeira.

Sendo os mercados financeiros caracterizados por uma enorme volatilidade, as afirmações de Mario Draghi assumem um carácter preponderante para a sua estabilidade. Deste modo, estudar o grau de eficiência das suas declarações, revela-se uma análise bastante interessante e actual.

Tendo em conta os diversos estudos já realizados acerca da qualidade da informação e o estado de crise contínua em que os mercados bolsistas se têm deparado nos últimos tempos, torna-se desafiador analisar o impacto que as acções (quer sob a forma de declarações, quer sob a forma de intervenção em instrumentos institucionais como a taxa de juro) da autoridade máxima do Banco Central Europeu têm nos resultados bolsistas das empresas.

Sendo o BCE, uma das instituições mais relevantes e com maior preponderância na sociedade europeia, todos os mecanismos que esta dispõe revelam-se determinantes para a resolução de problemas de carácter económico-financeiro que ocorram na Europa. Deste modo, o presidente do BCE assume-se como uma das pessoas mais influentes e com maior poder de

decisão quer na Europa quer no resto do mundo atendendo a que as decisões tomadas na Europa também têm enorme influência sobre o resto do mundo.

Mario Draghi, enquanto presidente do Banco Central Europeu, tem a responsabilidade directa na definição da política monetária seguida pela zona euro (por exemplo, através das taxas de juro) e na adopção de orientações necessárias para o desenvolvimento de um sistema financeiro europeu sólido e eficiente.

Este estudo está organizado em 4 partes. Inicialmente será dada ênfase à descrição da metodologia adoptada e revisão da literatura, para posteriormente abordar o evento em questão, relatando os eventos que serão objecto de estudo e descrevendo os métodos utilizados para a execução deste trabalho. A terceira parte irá focar-se na análise dos resultados obtidos, avaliando o impacto que os eventos em causa têm nas empresas europeias. Finalmente são apresentadas as minhas conclusões acerca da eficiência que as acções tomadas por Mario Draghi têm no mercado de capitais.

2 - Metodologia

2.1 –A eficiência dos mercados e o estudo de eventos

Sendo o preço das acções dependente da expectativa que os investidores têm acerca das rendibilidades futuras, qualquer informação que exerça alguma variação ou alteração nas mesmas, originará um impacto directo no preço.

Segundo Fama (1970), num mercado eficiente os preços dos activos financeiros devem reflectir na totalidade e imediatamente toda a informação disponível no mercado. Tal facto, leva a que seja impossível um investidor obter uma rendibilidade anormal sobre um determinado título financeiro.

De acordo com o tipo de informação incorporada no preço dos títulos financeiros, Fama (1970) define três níveis para a eficiência de mercado. Relativamente ao primeiro nível, este corresponde à forma fraca (*weak form*), onde os preços dos títulos financeiros reflectem toda a informação englobada, impossibilitando a obtenção de retornos anormais com base na análise histórica dos preços. No segundo nível que corresponde à forma semi-forte (*semi-strong form*), toda a informação pública relevante encontra-se reflectida na valorização dos títulos financeiros. Por sua vez, no terceiro nível que se baseia na forma forte (*strong form*) da eficiência de mercado, toda a informação quer pública quer privada já está reflectida nos preços dos activos financeiros, levando a que seja impossível a obtenção de retornos anormais.

Os estudos de evento são uma das ferramentas mais eficazes e recorrentemente utilizadas por um dos modelos mais importantes em finanças - o modelo CAPM que tem como objectivo estudar a atitude dos investidores acerca de activos financeiros em termos do risco e rendibilidade dos mesmos. O modelo CAPM permite determinar a taxa de retorno teórica apropriada de um

determinado activo em relação a uma carteira de mercado perfeitamente diversificada.

Um estudo de evento tem inúmeras aplicações em diversas áreas, com especial ênfase obviamente para as finanças e contabilidade. Alguns exemplos de maior relevo centram-se essencialmente em temas relacionados com fusões e aquisições, distribuição de dividendos, emissões de nova dívida ou capital, anúncios de determinadas variáveis macroeconómicas, entre outros. No entanto, existe aplicabilidade noutras áreas, tal como o Direito – analisando o impacto no valor das empresas decorrente de uma alteração legal específica, ou a Inovação Tecnológica, medindo o impacto nas empresas resultante do lançamento de uma determinada tecnologia.

No fundo baseia-se numa tentativa de determinar se um dado eventopúblico ou privado é capaz de afectar a performance das acções de uma determinada empresa. A metodologia do estudo de eventos ajuda a separar os eventos específicos da empresa daqueles que são riscos específicos para o mercado ou indústria, sendo frequentemente usado como evidência a favor ou contra a eficiência do mercado de capitais. Ou seja, um estudo de evento ajuda a determinar se um evento ou anúncio causa um movimento anormal no preço das acções de uma certa empresa, reflectindo assim a incorporação do evento no preço.

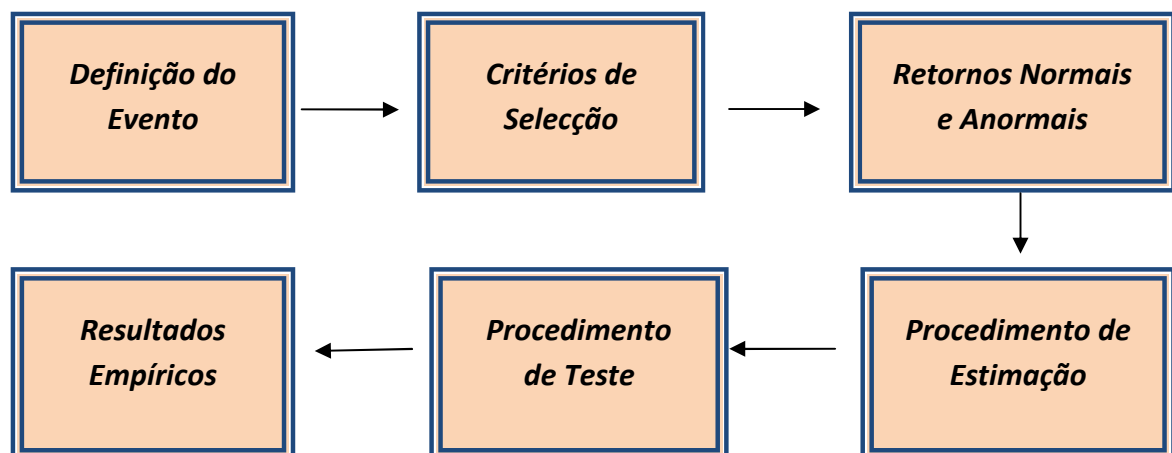
Os retornos anormais (AR) são calculados como a diferença entre o retorno actual da acção e o seu retorno esperado, onde o retorno esperado é tipicamente medido usando o modelo de mercado, que depende do índice de mercado da acção respectiva de modo a estimar o seu retorno esperado. Assim podemos medir a correlação entre o retorno individual da acção e o seu correspondente retorno de mercado.

Relativamente aos estudos e literaturas desenvolvidas sobre o tema e em termos históricos, Dolley (1933) surgiu como o primeiro a abordar tal temática, tendo posteriormente aparecido outras personalidades apresentando um nível de metodologia mais sofisticado, tendo-se destacado Myers e Bakay (1948), Ashley (1962) e Barker (1957 e 1958). No entanto, é com Fama et al. (1969) que a temática passou a ser verdadeiramente desenvolvida e com isso a ter uma maior importância. Analisou o processo pelo qual os preços das acções ordinárias se ajustam a novas informações implícitas concluindo que o mercado de acções era eficiente visto que as cotações se ajustaram rapidamente às novas informações.

Segundo Brown e Warner (1980), o grande objectivo de um Estudo de Evento baseia-se na determinação da extensão temporal em que os retornos de determinados títulos financeiros são diferentes daqueles que seriam considerados normais, tendo em conta um modelo de equilíbrio de determinação de retornos esperados.

No que diz respeito aos procedimentos de um estudo de evento, Campbell, Lo e Mackinlay (1997) descrevem as seguintes etapas:

Ilustração 1 – Etapas de um estudo de evento



Relativamente à definição do evento, o objectivo baseia-se em determinar o evento de interesse identificando a sua data de ocorrência (“dia zero”) e o período temporal durante o qual os preços das acções enquadradas no evento em questão serão analisados. A determinação da janela temporal revela alguma subjectividade dependendo por isso não só do evento em questão como também do autor do trabalho. A análise do período anterior ao dia zero visa a identificação de indícios do uso de informações privilegiadas (*inside information*), enquanto a do período posterior propõe-se a fornecer evidências da eficiência do ajuste dos preços à nova informação transmitida ao mercado.

Após a identificação do evento de interesse, deve-se definir os critérios para a inclusão de uma determinada empresa na amostra, tais como, a base de dados utilizada, o mercado bolsista, o sector de actividade entre outros elementos caracterizadores da amostra.

Por forma a determinar o efeito que um evento tem sobre os activos financeiros, a medida mais indicada baseia-se na medição do retorno anormal dos mesmos.

Se um por um lado o retorno normal é visto como o retorno esperado sem a hipótese de ocorrência do evento em questão, por outro lado o retorno anormal é definido como o retorno observado ex post de um determinado activo financeiro menos o retorno normal do mesmo durante a janela temporal do evento.

Assim, temos que o retorno anormal de um dado activo financeiro i para uma data de evento t é dado pela seguinte fórmula:

$$AR_{it} = R_{it} - E(R_{it}/X_t)$$

onde AR_{it} , R_{it} e $E(R_{it}/X_t)$ são, respectivamente o retorno anormal, retorno observado e retorno esperado do activo i para o período t .

Relativamente ao cálculo dos retornos normais, apesar de existirem duas possibilidades – Capitalização Discreta e Capitalização Contínua, a ultima

assume-se como a mais indicada para este tipo de estudo pois apresenta uma distribuição de retornos mais próxima à distribuição normal.

Por forma a determinar uma janela de estimação para o cálculo dos parâmetros do modelo de determinação dos retornos normais, geralmente utiliza-se um período anterior ao da janela do evento. Segundo Brown e Warner (1980), a inclusão de observações próximas ao evento, no caso de existirem elevados níveis de retornos anormais, tende a dar mais relevância a possíveis observações muito diferentes das restantes observações da amostra, aumentando a variância dos retornos e reduzindo o poder dos testes.

Tendo em conta que é de difícil (ou praticamente impossível) determinação do momento temporal exacto em que o mercado recebeu a informação do evento e que este geralmente tem uma reacção que se difunde nos dias posteriores ao do evento, a solução passa por acumular os retornos anormais durante esses dias por forma a avaliar a reacção das cotações no mercado ao longo da janela do evento.

Normalmente o CAR (*Cumulative Abnormal Return*) é a técnica utilizada, sendo que este se expressa através da seguinte formula:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it}$$

Uma vez que o objectivo de um estudo de evento baseia-se em medir o impacto de determinados eventos nos preços de activos financeiros no mercado de capitais, deve analisar-se um conjunto de vários títulos financeiros em vez de um caso apenas. Assim deve-se obter as médias de retornos anormais para um determinado intervalo de tempo, procedendo-se de igual modo com o CAR.

2.2 - Modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado

O modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado baseia-se num modelo estatístico que relaciona linearmente o retorno de um determinado activo financeiro com o retorno do portfólio de mercado. Assim, este modelo estabelece uma relação linear entre o retorno de uma acção e o retorno de mercado.

Segundo Brown e Warner (1980 e 1985) este é um dos modelos mais eficazes para este tipo de estudos. É um modelo que tem em consideração o risco específico de uma determinada empresa.

Relativamente ao cálculo dos retornos normais, estes apresentam-se da seguinte maneira:

$$R_{it} = \alpha_i + \beta_i R_m + \varepsilon_{it}$$

sendo que $E(\varepsilon_{it}) = 0$

Logo temos que,

$$E(R_{it}) = \alpha_i + \beta_i E(R_{mt})$$

sendo:

R_{it} – o retorno observado do activo financeiro i no período t ;

R_{mt} – o retorno observado da carteira de mercado no período t ;

ε_{it} – resíduo para o período t ;

α_i e β_i – parâmetros OLS a serem estimados.

Segundo Campbell, Lo e Mackinlay (1997), os parâmetros α e β devem ser calculados fora da janela de evento, de modo a evitar influências no seu desempenho normal.

Assumindo que R_{it} e R_{mt} têm distribuição normal, pode-se estimar β_i e α_i através das seguintes fórmulas:

$$\beta_i = \frac{\text{Cov}(R_{it}, R_{mt})}{\text{Var}(R_{mt})}$$

$$\alpha_i = E(R_i) - \beta_i E(R_m)$$

Assim o retorno anormal de um determinado activo financeiro é dado pela diferença entre a taxa de retorno do activo financeiro em questão e a taxa de retorno esperada, de acordo com o modelo de estimação de retornos normais usados.

$$AR_{it} = R_{it} - (\alpha_i + \beta_i R_{mt})$$

2.3 - Capital Asset Pricing Model (CAPM)

O modelo CAPM é dos modelos mais relevantes e com maior aplicabilidade no meio financeiro. Desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), o CAPM é um modelo que se baseia na teoria de portfólios de Markowitz (1952), que tem como objectivo encontrar as melhores combinações de activos de mercado na formação de carteiras que maximizassem o retorno para um determinado nível de risco.

Deste modo, o CAPM é um modelo que relaciona o retorno esperado de um determinado activo financeiro ou de uma carteira de activos, com o risco de mercado (não diversificável) através do parâmetro β , tal como se pode expressar da seguinte maneira:

$$E(R_i) = R_f + \beta_i [E(R_m) - R_f]$$

em que $E(R_i)$ é o retorno esperado de um dado activo financeiro i , R_f é o retorno de um activo financeiro isento de risco, β_i é o risco sistemático do activo e $E(R_m)$ é o retorno esperado do portefólio de mercado.

Assim temos que o retorno anormal (AR_{it}) pode ser obtido através da seguinte expressão:

$$AR_{it} = R_{it} - [R_{yt} (1 - \beta_i) + \beta_i R_{mt}]$$

onde R_{it} baseia-se no retorno observado do activo financeiro i no período t , R_{mt} é o retorno de um índice representativo, R_{yt} é o retorno no período t de um portefólio de variância mínima e β_i corresponde ao coeficiente beta do risco sistemático.

3 - Aplicação da metodologia

3.1 - Definição da amostra

Tendo este estudo como objectivo analisar o impacto que as acções levadas a cabo pelo presidente do BCE têm na capitalização bolsista das empresas, a amostra será constituída por empresas pertencentes a diferentes contextos. Incluí na amostra países intervencionados pela Troika como é o caso da Grécia, Irlanda e Portugal, países sob intervenção reduzida e específica como a Espanha (sujeita a intervenção no sector bancário) e países economicamente fortes, sólidos e sem a necessidade de “resgate” ou outros programas similares como a França e a Alemanha.

Para as análises efectuadas, este trabalho recorre à base de dados Datastream da Thomson Reuters. O presente estudo engloba 3 anos de observações, sendo o período temporal correspondente ao tempo do mandato de Mario Draghi no Banco Central Europeu. Por forma a obter uma amostra mais homogénea e robusta utilizei as principais empresas cotadas de cada país respectivo.

Eliminei as empresas que para o período da amostra não apresentaram dados referente ao total de activo.

Assim foi possível chegar a uma amostra final que apresenta as estatísticas descritivas referente a cinco variáveis como o valor de mercado, total do capital próprio, total do activo, resultado líquido e resultado operacional que se encontram resumidas na tabela seguinte.

Tabela 1 – Estatísticas Descritas

2010 - 2013											
	País	Nº Empresas	Média	Desvio Padrão	Mínimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Valor Mercado	Alemanha	30	24.098	19.821	0,45	4.367	8.770	15.653	38.887	58.672	86.794
	França	33	25.755	23.630	2,643	5.434	9.790	16.639	32.339	71.365	103.290
	Espanha	31	12.600	18.769	582	1.179	2.269	4.925	11.537	55.500	85.539
	Irlanda	10	2.694	1.882	158	1.028	1.403	1.944	3.362	5.925	8.566
	Portugal	15	2.890	3.463	50	154	606	1.142	4.153	9.654	11.737
	Grécia	37	653	808	1,81	84	177	352	687	2.280	5.120
Total Capital Próprio	Alemanha	29	19.301.748	15.871.235	1.746.000	2.866.120	7.887.746	14.884.650	27.104.438	46.207.725	77.515.000
	França	32	20.557.545	21.854.095	1.946.000	3.262.408	5.075.694	12.005.750	22.506.550	66.373.725	87.591.000
	Espanha	31	9.582.836	15.805.957	205.445	393.962	1.424.806	3.143.759	8.240.517	35.206.809	76.414.000
	Irlanda	10	1.994.351	2.536.662	228.439	310.650	503.584	1.270.507	1.986.782	6.159.447	10.202.000
	Portugal	16	2.158.753	2.421.038	7.186	153.036	614.993	1.169.785	2.837.622	6.766.033	8.192.000
	Grécia	36	812.369	1.483.387	-2.443.969	-77.261	141.673	356.672	757.166	3.695.983	6.769.500
Total Activo	Alemanha	29	162.739.608	342.071.580	4.685.000	7.240.930	25.260.100	43.077.750	123.652.125	603.747.125	2.155.366.000
	França	32	172.615.991	417.508.011	5.119.834	8.456.786	21.856.975	30.902.038	59.083.875	1.015.039.125	1.988.916.000
	Espanha	31	95.771.062	238.569.202	616.971	1.224.382	5.287.565	20.440.267	58.652.987	417.533.637	1.249.871.000
	Irlanda	10	18.466.449	48.221.805	392.246	545.168	1.078.659	2.117.933	7.264.360	89.305.717	166.345.000
	Portugal	16	19.988.226	29.659.604	136.828	1.063.858	2.481.808	4.464.928	24.040.318	84.733.739	99.321.109
	Grécia	36	7.909.882	21.349.696	-2.075.067	104.935	304.391	840.253	2.494.985	43.779.100	168.436.283
Resultado Líquido	Alemanha	29	2.257.685	3.173.282	-5.255.000	-984.157	493.500	1.560.453	3.252.375	6.201.475	21.717.000
	França	32	1.832.348	2.296.965	-2.173.000	-159.289	528.368	1.188.350	2.332.263	5.613.150	12.276.000
	Espanha	31	950.282	1.730.399	-2.461.023	-455.448	128.821	324.794	1.163.225	4.385.432	10.167.000
	Irlanda	10	70.397	411.949	-2.019.000	-534.212	64.546	110.327	270.197	418.953	560.400
	Portugal	16	148.319	351.043	-1.219.053	-241.821	22.605	112.430	231.738	585.536	1.124.663
	Grécia	36	-183.966	747.469	-6.614.136	-1.862.281	-16.398	8.536	35.060	171.376	575.802
EBITDA	Alemanha	29	5.881.362	6.011.583	-15.000	713.460	1.649.938	4.278.425	7.939.875	14.614.100	39.874.000
	França	32	5.427.111	7.061.134	-302.000	777.453	1.574.956	2.983.863	5.442.200	17.325.913	35.294.000
	Espanha	30	2.995.171	5.059.069	-2.673.495	25.189	275.963	1.087.217	2.854.594	13.170.123	25.718.000
	Irlanda	10	341.589	457.338	-1.636.000	-243.744	131.530	272.628	680.114	870.328	1.051.500
	Portugal	16	781.791	976.981	-468.057	-54.678	269.586	499.735	909.915	2.634.626	3.710.013
	Grécia	33	-126.262	937.757	-7.309.004	-2.197.282	-2.178	44.148	164.887	561.052	1.600.438

Após alguma pesquisa de diversas declarações proferidas pelo presidente do BCE ao longo destes últimos tempos selecionei uma serie de exemplos para serem objecto de estudo com o intuito de analisar o grau de eficiência das mesmas. Desse modo, apresentam-se para objecto de estudo os seguintes eventos:

- **8 Dezembro 2011** – O presidente do BCE anunciou duas novas operações de injeção de liquidez, com um prazo de 36 meses por forma a facilitar o crédito às famílias e empresas. Este decidiu também reduzir a taxa de juro de referência da zona euro para 1%;

- **19 Dezembro 2011** – Numa entrevista ao Financial Times, Mario Draghi afirma que o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira (FEEF) deverá estar operacional em Janeiro de 2012 - “O nosso objectivo é dar-lhe funções de agência em Janeiro do próximo ano”. O objetivo de tais afirmações é “aliviar as pressões que os bancos sentem”;
- **16 Janeiro 2012** – O presidente do BCE afirmou no parlamento europeu que é necessário aprender a funcionar sem dar tanta importância às avaliações realizadas pelas agências de notação financeira - “Reguladores, investidores e bancos têm de ser mais independentes dessas avaliações”;
- **9 Fevereiro 2012** – O BCE decidiu, segundo Mario Draghi, manter inalterada a sua taxa de juro de referência no mínimo histórico de 1%;
- **8 Março 2012** – O presidente do BCE diz que as injeções extraordinárias de liquidez aos bancos da zona euro tiveram um “efeito poderoso” em atenuar as tensões nos mercados;
- **4 Abril 2012** – Mario Draghi afirma que é prematuro abandonar as medidas anticrise. Segundo o presidente do BCE, é cedo discutir uma estratégia de saída da política anticrise adotada pela autoridade monetária da moeda única;
- **5 Julho 2012** – O presidente do BCE anuncia nova descida da taxa de juro de referência para 0,75%;
- **26 Julho 2012** – Mario Draghi afirmou que o BCE está preparado para fazer tudo o que for necessário para garantir a sobrevivência da moeda única - “Durante o nosso mandato, o BCE está preparado para fazer o que for necessário para preservar o euro e acreditem que tal será suficiente”. O presidente do BCE sublinhou ainda que a zona

euro tem meios para conseguir contrariar a especulação dos mercados, graças nomeadamente aos seus fundos de resgate;

- **6 Setembro 2012** – O Banco Central Europeu decidiu manter a taxa de juro de referência nos 0,75% (depois de muita especulação e incerteza em torno da acção que este poderia tomar sobre a mesma);
- **5 Maio 2013** – A autoridade monetária europeia decidiu baixar a sua principal taxa de refinanciamento de 0,75% para 0,5%, levando-a para um mínimo histórico. Esta descida permite fundamentalmente que os bancos da zona euro consigam obter fundos junto do banco central a um custo mais reduzido. Posteriormente a esta acção, Mario Draghi, afirmou que “o BCE está preparado para agir, caso seja necessário.”;
- **4 Julho 2013** – Mario Draghi elogiou a ministra das finanças portuguesa, Maria Luís Albuquerque, afirmando que Portugal está em boas mãos - “Sentimo-nos confiantes perante a nova ministra, devido a tudo o que conhecemos sobre ela e a sua personalidade. Ela tem sido uma presença constante nas reuniões do Eurogrupo. Deste ponto de vista, Portugal está nas boas mãos.” “Portugal conseguiu resultados notáveis. Tem sido um caminho doloroso e os resultados conseguidos têm sido importantes e notáveis, senão mesmo extraordinários.”
- **5 Setembro 2013** – O presidente do BCE reforça que, apesar de o banco central garantir taxas de juro baixas “por quanto tempo for necessário”, isso não deve ser interpretado pelos governos como algo que permita baixar os esforços de consolidação - “Os países não devem inverter os esforços de consolidação”. Em linha com a orientação futura dada nos meses anteriores, o conselho de governadores antecipa que as taxas de juro se mantenham neste nível ou em níveis mais baixos por um período de tempo alargado;

- **8 Novembro 2013** – Mario Draghi decide baixar a taxa de referência europeia para um novo mínimo histórico (0,25%) por forma a tentar travar a queda da inflação e impulsionar a recuperação económica da zona euro.

Estes eventos foram extraídos através de uma pesquisa com base em essencialmente quatro fontes jornalísticas – Jornal de Negócios, Diário Económico, Público e Expresso.

Tabela 2 - Cronologia dos eventos

DATA	NOTÍCIA
08 Dezembro 2011	Anúncio de duas novas operações de injeção de liquidez
19 Dezembro 2011	Afirmação de que o FEEF deve estar operacional em Janeiro de 2012
16 Janeiro 2012	Afirmação de que não se deve dar tanta importância às opiniões das agências de notação financeira
09 Fevereiro 2012	Manutenção da taxa de juro em 1%
08 Março 2012	Injeções extraordinárias de liquidez tiveram os resultados esperados
04 Abril 2012	Afirmação de que é cedo para se abandonar as medidas anti-crise
05 Julho 2012	Descida da taxa de juro para 0,75%
26 Julho 2012	Reforço de que tudo será feita para garantir a sobrevivência da moeda única
06 Setembro 2012	Manutenção da taxa de juro em 0,75%
05 Maio 2013	Descida da taxa de juro para 0,5%
04 Julho 2013	Elogio do trabalho e reconhecimento de resultados “notáveis” de Portugal
05 Setembro 2013	Reforço da necessidade de não baixar os esforços de consolidação
08 Novembro 2013	Descida da taxa de juro para 0,25%

3.2 - Explicação da metodologia adoptada

Como índice de referência de mercado, escolhi usar o Eurostoxx 600 visto ser um índice bolsista suficientemente agregador ao nível das empresas europeias e que traz uma serie de vantagens por comparação com o uso de um índice de mercado nacional para as empresas de cada país respectivo. Destaco apenas duas vantagens que estiveram por detrás da minha opção pela escolha daquele índice de mercado de referência, que dizem respeito uma delas ao facto de hoje em dia a maioria das empresas vivendo num mundo completamente globalizado, já se encontram internacionalizadas (e mesmo as que ainda não estão, sabem que vivem perante um contexto onde têm de competir com o exterior por forma a rentabilizarem o crescimento do seu negócio) e usando um índice europeu de referência permite-me ter resultados e análises comparativas mais coerentes e consistentes.

Inicialmente, eu comecei por calcular os retornos das cotações das empresas para cada mercado e de seguida a rendibilidade do índice de mercado de referência (Eurostoxx 600).

De seguida defini uma *event window* para cada uma das treze datas seleccionadas, sendo que utilizei uma janela temporal de 5 dias (2 dias anteriores e 3 dias posteriores à data do evento).

De modo a tirar conclusões acerca da significância dos retornos anormais, realizei para os dias considerados na *estimation window*, testes de significância individual cuja estatística de teste é:

$$ET = \frac{AR}{STEYX} \approx N$$

Para um nível de confiança de 95%, o retorno anormal é considerado significativo quando o valor da estatística de teste é superior a 1,96.

4- Análise dos resultados

De acordo com a análise efectuada acerca dos *abnormal returns* e dos *cumulative abnormal returns* para os mercados envolvidos na amostra relativamente às intervenções do presidente do Banco Central Europeu – Mario Draghi resumiu-se os resultados em termos da média dos *abnormal returns* e *cumulative abnormal returns* que se registaram no período em análise nos diferentes mercados analisados, tendo-se realizado o respectivo teste de significância às médias.

Tabela 3 – Média dos Abnormal Returns

Abnormal Return	DIA					
	-2	-1	0	1	2	3
Amostra Total	0,22%	0,20%	-0,03%	0,10%	0,21%	-0,03%
	(0,00)	(0,00)	(0,69)	(0,03)	(0,00)	(0,73)
Alemanha	-0,18%	0,15%	-0,10%	0,14%	-0,07%	0,17%
	(0,99)	(0,02)	(0,92)	(0,04)	(0,86)	(0,01)
França	-0,08%	0,05%	-0,23%	0,22%	-0,09%	0,05%
	(0,86)	(0,20)	(0,99)	(0,01)	(0,93)	(0,28)
Espanha	0,12%	-0,13%	0,16%	0,10%	-0,18%	0,09%
	(0,12)	(0,96)	(0,07)	(0,13)	(0,99)	(0,13)
Irlanda	-0,11%	0,24%	0,07%	0,04%	-0,37%	0,07%
	(0,76)	(0,12)	(0,34)	(0,40)	(0,96)	(0,35)
Portugal	0,40%	-0,26%	-0,19%	-0,15%	-0,11%	-0,22%
	(0,03)	(0,88)	(0,91)	(0,83)	(0,78)	(0,92)
Grécia	0,89%	0,84%	0,11%	0,10%	1,31%	-0,31%
	(0,00)	(0,00)	(0,26)	(0,29)	(0,00)	(0,97)

Tabela 4 – Média dos Cumulative Abnormal Returns

Cumulative Abnormal Returns	DIA					
	[-2 ; -2]	[-2 ; -1]	[-1 ; 0]	[0 ; 1]	[1 ; 2]	[2 ; 3]
Amostra Total	0,22%	0,42%	0,17%	0,09%	0,31%	0,18%
	(0,00)	(0,00)	(0,01)	(0,14)	(0,00)	(0,17)
Alemanha	-0,18%	-0,03%	0,05%	0,03%	0,06%	0,10%
	(0,99)	(0,61)	(0,32)	(0,37)	(0,27)	(0,17)
França	-0,08%	-0,02%	-0,18%	-0,02%	0,13%	-0,04%
	(0,86)	(0,58)	(0,96)	(0,57)	(0,12)	(0,65)
Espanha	0,12%	-0,01%	0,03%	0,27%	-0,07%	-0,09%
	(0,12)	(0,53)	(0,41)	(0,04)	(0,73)	(0,79)
Irlanda	-0,11%	0,14%	0,31%	0,12%	-0,32%	-0,31%
	(0,76)	(0,30)	(0,11)	(0,32)	(0,86)	(0,87)
Portugal	0,40%	0,15%	-0,46%	-0,33%	-0,27%	-0,33%
	(0,03)	(0,33)	(0,97)	(0,93)	(0,89)	(0,95)
Grécia	0,89%	1,73%	0,95%	0,24%	1,43%	1,03%
	(0,00)	(0,00)	(0,00)	(0,18)	(0,00)	(0,00)

Pela análise das tabelas é facilmente perceptível que as declarações ou acções de Mario Draghi exercem pouca influência na evolução bolsista dos principais títulos europeus, sendo poucos os valores médios significativos registados de *abnormal returns* e *cumulative abnormal returns* para os mercados analisados.

4.1 - Mercado alemão

Analisando os resultados obtidos para o caso alemão, o aspecto mais importante que é de realçar centra-se na quase estabilidade do comportamento da percentagem dos retornos anormais que são considerados significativos segundo as estatísticas de teste t, durante *osevent windows*. Ou seja, de entre os 390 casos analisados (13 eventos em 30 empresas), apenas 4,36% e 4,87% das empresas registaram retornos anormais significativos dois dias e um dia antes do evento, respectivamente. Em relação ao dia em que as declarações de Mario Draghi são proferidas, constatou-se que 4,62% das empresas registou retornos anormais significativos, sendo que tal como já seria de esperar no dia imediatamente posterior, a percentagem das empresas que apresentou retornos anormais significativos aumentou para 6,15%, tendo este indicador diluído (baixando para 3,85% dois e três dias depois das declarações) nos dois dias seguintes ao dia imediatamente posterior ao do evento.

Tabela 5 – Estimação dos parâmetros (Mercado Alemão)

	Alfa	Beta	R-squared	Steyx
Média	0,000024	1,133862	0,466136	0,014195
D.P.	0,000945	0,401954	0,175776	0,004248
Máximo	0,001461	2,134529	0,759624	0,032212
Mínimo	-0,004067	0,179741	0,014007	0,007687
Número de casos	390			

Tabela 6 – Abnormal Return e Cumulative Abnormal Return (Mercado Alemão) nos dias anteriores ao evento

Event Day -2			Event Day -1			Event Day 0		
AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant
-0,001820	-0,001820	4,36%	0,001537	-0,000300	4,87%	-0,001027	0,000498	4,62%
0,014904	0,014904		0,015324	0,020717		0,014172	0,020455	
0,081421	0,081421		0,089475	0,141603		0,061103	0,117655	
-0,091023	-0,091023		-0,041444	-0,086811		-0,075961	-0,054464	

Tabela 7 - Abnormal Return e Cumulative Abnormal Return (Mercado Alemão) nos dias posteriores ao evento

Event Day 1			Event Day 2			Event Day 3		
AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant
0,001381	0,000340	6,15%	-0,000748	0,000625	3,85%	0,001712	0,000953	3,85%
0,015313	0,020253		0,013888	0,020405		0,015189	0,020112	
0,070043	0,085301		0,082430	0,126023		0,130806	0,117181	
-0,053712	-0,085214		-0,065116	-0,084014		-0,045570	-0,084365	

4.3 - Mercado espanhol

No que diz respeito ao mercado espanhol, os resultados obtidos revelaram-se bastantes interessantes em termos de análise.

Em primeiro lugar verifica-se que os investidores do mercado bolsista espanhol (IBEX 35), nos dias que antecedem o dia do evento, incorporam nas suas decisões de investimento as expectativas acerca das afirmações e acções que Mario Draghi tomará. A comprovar tal situação está o facto de no dia -2 da estimation window, a percentagem de casos que revelam retornos anormais significativos corresponde a 9,43%.

Em relação ao dia do evento, verifica-se novamente um significativo impacto nas cotações dos títulos financeiros espanhóis. Verifica-se que a percentagem das empresas que apresentam retornos anormais significativos é de 9,93% à semelhança do dia -2.

Esta situação de se registar impactos significativos e semelhantes nos dias -2 e 0 da estimation window, pode indiciar que os investidores do mercado espanhol reflectem nas suas decisões, primeiro, as expectativas acerca das declarações de Mario Draghi e posteriormente, o efeito real das mesmas, contrário às expectativas iniciais.

Tabela 8 – Estimação dos parâmetros (Mercado Espanhol)

	Alfa	Beta	R-squared	Steyx
Média	-0,000136	1,104958	0,397604	0,016285
D.P.	0,001371	0,351085	0,158834	0,005039
Máximo	0,004601	2,241563	0,750931	0,038373
Mínimo	-0,006105	0,311975	0,072516	0,008285
Número de casos	403			

Tabela 9 - Abnormal Return e Cumulative Abnormal Return (Mercado Espanhol) nos dias anteriores ao evento

Event Day -2			Event Day -1			Event Day 0		
AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant
0,001219	0,001219	9,43%	-0,001310	-0,000087	3,47%	0,001620	0,000297	9,93%
0,020685	0,020685		0,014931	0,025805		0,022377	0,026506	
0,136458	0,136458		0,077127	0,127786		0,149447	0,126293	
-0,090669	-0,090669		-0,055974	-0,096192		-0,071115	-0,057001	

Tabela 10 - Abnormal Return e Cumulative Abnormal Return (Mercado Espanhol) nos dias posteriores ao evento

Event Day 1			Event Day 2			Event Day 3		
AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant
0,001048	0,002727	5,96%	-0,001776	-0,000726	4,47%	0,000871	-0,000888	4,47%
0,018783	0,031076		0,015047	0,024353		0,015453	0,022481	
0,095464	0,149666		0,073817	0,136953		0,056483	0,114880	
-0,076567	-0,142237		-0,057207	-0,086018		-0,083386	-0,074004	

4.2 - Mercado francês

Relativamente ao mercado francês, é notório que as declarações do presidente do Banco Central Europeu, à semelhança do que acontece no mercado alemão, não exercem, de um modo geral, um impacto significativo na cotação dos títulos financeiros franceses.

Tabela 11 – Estimação dos parâmetros (Mercado Francês)

	Alfa	Beta	R-squared	Steyx
Média	-0,000129	1,329187	0,554778	0,014058
D.P.	0,000969	0,433643	0,157443	0,005483
Máximo	0,004090	2,673915	0,832735	0,035558
Mínimo	-0,004817	0,516238	0,072445	0,007075
Número de casos	429			

Em termos numéricos, verifica-se que a percentagem dos retornos anormais significantes ocorridos nos períodos que antecedem a data do evento é de 4,90% e 4,20% para o dia -2 e -1 respectivamente.

Tabela 12 - Abnormal Return e Cumulative Abnormal Return (Mercado Francês) nos dias anteriores ao evento

Event Day -2			Event Day -1			Event Day 0		
AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant
-0,000763	-0,000763	4,90%	0,000543	-0,000205	4,20%	-0,002330	-0,001773	5,36%
0,014355	0,014355		0,013369	0,020407		0,014567	0,020509	
0,091601	0,091601		0,100331	0,124015		0,048469	0,115988	
-0,060145	-0,060145		-0,041460	-0,085282		-0,100846	-0,127462	

Tal como no caso alemão, o dia imediatamente a seguir ao do evento revela algum impacto das declarações do presidente do BCE (7,46% das empresas com retornos anormais significantes), seguindo-se uma diluição desse efeito nos dias posteriores.

Tabela 13 - Abnormal Return e Cumulative Abnormal Return (Mercado Francês) nos dias posteriores ao evento

Event Day 1			Event Day 2			Event Day 3		
AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant
0,002199	-0,000180	7,46%	-0,000887	0,001307	4,66%	0,000450	-0,000410	6,29%
0,019637	0,022572		0,012567	0,023053		0,016057	0,021714	
0,133201	0,134307		0,053027	0,103120		0,107823	0,155056	
-0,133246	-0,131754		-0,055263	-0,157555		-0,059884	-0,078793	

4.5 - Mercado grego

Em relação ao mercado grego, ao contrário do que seria de esperar dada a exposição ao exterior a que a economia grega está sujeita ultimamente, as declarações de Mario Draghi não assumem uma preponderância significativa na cotação dos títulos financeiros gregos.

Tabela 14 – Estimação dos parâmetros (Mercado Grego)

	Alfa	Beta	R-squared	Steyx
Média	-0,001302	0,605162	0,047576	0,036304
D.P.	0,002747	0,347219	0,037262	0,016644
Máximo	0,005257	1,882733	0,176499	0,102140
Mínimo	-0,011712	-0,081906	0,000008	0,009009
Número de casos	481			

Apesar dos resultados indicarem que os investidores já reflectem nas suas decisões o essencial das afirmações de Mario Draghi, tal não é expresso de modo significativo. Verifica-se que a percentagem de significância dos retornos anormais no dia do evento foi de 4,16%, um valor semelhante ao que foi obtido no mercado alemão. E nos dias que antecedem as afirmações de Mario Draghi, registou-se valores de 6,86% e 5,41% para o dia -2 e -1 respectivamente.

Tabela 15 - *Abnormal Return* e *Cumulative Abnormal Return* (Mercado Grego) nos dias anteriores ao evento

Event Day -2			Event Day -1			Event Day 0		
AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant
0,008930	0,008930	6,86%	0,008368	0,017309	5,41%	0,001054	0,009496	4,16%
0,042239	0,042239		0,032350	0,052620		0,035874	0,049945	
0,223624	0,223624		0,121707	0,228550		0,183939	0,231142	
-0,206243	-0,206243		-0,227320	-0,217832		-0,359331	-0,380309	

Apenas notar ainda, que no segundo dia imediatamente após o evento, a percentagem de retornos anormais significativa foi de 8,32%, o que demonstra algum impacto do evento em estudo, apesar de já se indiciar a incorporação das expectativas dos investidores nas cotações dos títulos financeiros gregos nos dias anteriores ao do evento.

Tabela 16 - *Abnormal Return e Cumulative Abnormal Return (Mercado Grego) nos dias posteriores ao evento*

Event Day 1			Event Day 2			Event Day 3		
AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant
0,000987	0,002406	5,20%	0,013131	0,014282	8,32%	-0,003122	0,010264	3,74%
0,039036	0,056851		0,049189	0,062725		0,036178	0,066642	
0,194564	0,414290		0,240056	0,241499		0,209416	0,356805	
-0,339843	-0,577058		-0,363778	-0,579994		-0,245715	-0,388041	

4.4 - Mercado irlandês

Relativamente ao mercado irlandês, e tendo em conta os resultados obtidos o que mais importa referir é o facto de se verificar um impacto muito pouco significativo nos títulos financeiros irlandeses, no dia do evento, perante as declarações do presidente do BCE.

Tabela 17 – Estimação dos parâmetros (Mercado Irlandês)

	Alfa	Beta	R-squared	Steyx
Média	0,000487	0,898068	0,196959	0,021922
D.P.	0,001472	0,510341	0,100367	0,011135
Máximo	0,003415	2,386214	0,418817	0,055247
Mínimo	-0,004966	0,203963	0,016387	0,010535
Número de casos	130			

Apenas 3,08% das empresas irlandesas analisadas apresentou retornos anormais significativos durante o dia do evento. No entanto no dia imediatamente anterior o efeito é distinto. A percentagem de retornos anormais significativos sobe para mais do dobro (6,92%), o que demonstra uma possível

incorporação das expectativas dos investidores acerca das acções e declarações de Mario Draghi nas suas decisões de investimento.

Tabela 18 - Abnormal Return e Cumulative Abnormal Return (Mercado Irlandês) nos dias anteriores ao evento

Event Day -2			Event Day -1			Event Day 0		
AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant
-0,001054	-0,001054	3,08%	0,002415	0,001390	6,92%	0,000737	0,003097	3,08%
0,017184	0,017184		0,023360	0,030189		0,020563	0,029096	
0,064764	0,064764		0,104829	0,110030		0,117432	0,095387	
-0,044741	-0,044741		-0,124368	-0,124151		-0,081596	-0,125226	

Nos dias que se seguem ao evento, verifica-se uma tendência crescente da percentagem dos retornos anormais significativos, o que pode induzir numa reacção não esperada pelos investidores face as afirmações do presidente do BCE.

Tabela 19 - Abnormal Return e Cumulative Abnormal Return (Mercado Irlandês) nos dias posteriores ao evento

Event Day 1			Event Day 2			Event Day 3		
AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant
0,000438	0,001226	4,62%	-0,003685	-0,003212	6,15%	0,000677	-0,003069	5,38%
0,020640	0,030792		0,024765	0,033373		0,020675	0,030563	
0,099177	0,124672		0,064976	0,126233		0,111333	0,116031	
-0,076234	-0,105872		-0,117152	-0,123132		-0,051059	-0,095485	

4.6 - Mercado português

No que diz respeito ao mercado português e de acordo com os resultados obtidos é de destacar o facto de que este de entre todos os países analisados revelou-se como o mercado mais sensível ao evento em estudo.

Tabela 20 – Estimação dos parâmetros (Mercado Português)

	Alfa	Beta	R-squared	Steyx
Média	0,000336	1,005153	0,178563	0,019539
D.P.	0,001101	0,382460	0,087378	0,007007
Máximo	0,003928	2,250414	0,470248	0,044622
Mínimo	-0,001692	0,359568	0,010260	0,009007
Número de casos	208			

As declarações do presidente do Banco Central Europeu assumem uma certa relevância no mercado bolsista português na medida em que os resultados obtidos revelaram que na data do evento em questão, 7,21% das empresas cotadas portuguesas apresentaram retornos anormais significantes.

De realçar ainda que existem indícios de que o conteúdo das declarações de Mário Draghi já produzem efeito nas cotações das empresas portuguesas do PSI 20 dias antes de estas serem proferidas.

No entanto, na minha opinião, tal facto deve-se por as empresas portuguesas ao estarem demasiado expostas ao mercado externo e com isso às decisões que o mais alto cargo do BCE possa tomar, fruto de Portugal estar sob intervenção externa, os investidores do mercado bolsista nacional já reflectem antecipadamente nas suas decisões de compra e venda de títulos financeiros os possíveis efeitos que advêm de medidas ou acções que Mário Draghi possa tomar.

Tabela 21 - Abnormal Return e Cumulative Abnormal Return (Mercado Português) nos dias anteriores ao evento

Event Day -2			Event Day -1			Event Day 0		
AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant
0,003954	0,003954	8,17%	-0,002599	0,001450	13,46%	-0,001888	-0,004612	7,21%
0,030481	0,030481		0,032254	0,047300		0,020628	0,034837	
0,192826	0,192826		0,144042	0,257899		0,084556	0,157195	
-0,127048	-0,127048		-0,139663	-0,171803		-0,065578	-0,157266	

É possível verificar-se que o efeito das declarações do presidente do Banco Central Europeu sofre uma diluição nos dias imediatamente posteriores ao evento em causa.

Tabela 22 - Abnormal Return e Cumulative Abnormal Return (Mercado Português) nos dias posteriores ao evento

Event Day 1			Event Day 2			Event Day 3		
AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant	AR	CAR	% AR Significant
-0,001520	-0,003344	6,73%	-0,001129	-0,002663	5,29%	-0,002169	-0,003319	5,77%
0,022960	0,033014		0,021256	0,031049		0,021789	0,029793	
0,106454	0,200012		0,066817	0,180384		0,175522	0,218599	
-0,125596	-0,143487		-0,124885	-0,107213		-0,076719	-0,142427	

5 - Conclusões

Perante a situação económico-financeira delicada que a Europa tem passado neste últimos anos, as acções, atitudes e declarações que os mais altos cargos europeus tomam assumem uma preponderância externa. Tornou-se por isso interessante avaliar o impacto que as acções e declarações do presidente do Banco Central Europeu têm nos mercados financeiros.

Para a elaboração deste estudo, recorri então a uma das temáticas mais desenvolvidas e apropriadas para este tipo de temáticas – o estudo de eventos.

Utilizei dados de mercados europeus distintos, por forma a avaliar o impacto das declarações e acções de Mario Draghi sob diferentes níveis. Usei dados de empresas da Alemanha e França como mercados economicamente saudáveis, de Espanha como um mercado “intermédio” ao nível da situação económico-financeira do país, e de Portugal, Irlanda e Grécia como mercados intervencionados pelo exterior.

Após a selecção da amostra e das datas dos eventos, foi necessário determinar os retornos observados de cada empresa e o retorno de mercado observado respectivo, tendo usado para tal como índice de referência o Eurostoxx 600.

Posteriormente à determinação dos retornos observados tornou-se indispensável calcular os retornos esperados de cada empresa para cada estimation window, recorrendo para tal a um dos modelos mais influentes do mundo na área das finanças – o modelo CAPM. Desse modo, foi possível chegar aos retornos anormais de cada empresa para cada dia da janela temporal do evento respectivo. Por forma a determinar a significância dos resultados obtidos para os retornos anormais, recorri à estatística de teste t. Com os retornos anormais para cada empresa, calculei então os retornos anormais acumulados para a janela temporal do evento.

Relativamente aos resultados obtidos, foi possível confirmar que de acordo com o que seria expectável, o efeito das declarações do mais alto cargo do Banco Central Europeu é maior em países com uma elevada exposição face ao exterior como são os casos de Portugal, Irlanda e Grécia que estão sob intervenção externa, do que em países económico-financeiramente saudáveis como a França e a Alemanha.

No entanto, tendo em conta a situação débil que a economia europeia tem passado, seria de esperar que o impacto das declarações de Mario Draghi exercesse um maior efeito que aquele que foi estimado neste estudo.

Desde mexidas num dos instrumentos mais importantes da política monetária, como é a taxa de juro, aos apoios e estímulos que podem ser dados pelo Banco Central Europeu, o efeito que este tipo de acções assumiram no comportamento das cotações dos activos financeiros europeus, não foi tão significativo como provavelmente seria de esperar.

Através dos resultados obtidos neste estudo, foi também possível constatar que o sector que mais impacto sofreu pelas declarações de Mario Draghi, foi o sector bancário, sendo que na maioria dos mercados, quer os retornos anormais máximos quer os CAR máximos foram maioritariamente apresentados por entidades pertencentes ao sector bancário.

Assim, isto leva-me a indiciar duas importantes preposições. Uma primeira que diz respeito ao facto de que os investidores já reflectem nas suas decisões de investimento as suas próprias expectativas acerca daquilo que pode ser anunciado pelo presidente do Banco Central Europeu. E uma segunda que está relacionada com o facto de as acções e decisões que o presidente do BCE assume não terem um impacto ou efeito significativo na evolução das cotações dos títulos financeiros europeus com a excepção do sector bancário.

6 - Bibliografia

- ASHLEY, J. (1962) Stock prices and changes in earnings and dividends: some empirical results. *Journal of Political Economy*, Chicago: University of Chicago, v. 70, n. 1, p. 82-85.

- BARKER, C. (1957) Stock splits in a bull market. *Harvard Business Review*, New York: Harvard University, v. 35, n. 3, p. 72-79.

- BROWN, S. J.; WARNER, J. B. (1980) Measuring security price performance. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 8, n. 3, p. 205-258.

- BROWN, S. J.; WARNER, J. B. (1985) Using daily Stock Returns. *Journal of Financial Economics*, Amsterdam: North Holland, v. 14, n. 1, p. 3-31.

- CAMPBELL, J. Y.; LO, A. W.; MACKINLAY, A. C. (1997) *The econometrics of financial markets*. 2. ed. New Jersey: Princeton University Press, 611 p.

- FAMA, E. F. (1991) Efficient capital markets II. *The Journal of Finance*, Chicago: University of Chicago, v. 46, n. 5, p. 1575-1617.

- LINTNER, J. (1965) The valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets. *Review of Economics and Statistics*, Amsterdam: Elsevier Science Publishers, v. 47, n. 1, p. 13-37.

- MACKINLAY, A. C. (1997) Event studies in economics and finance. *Journal of Economic Literature*, Nashville: American Economic Association, v. 35, n. 1, p. 13-39.

- MARKOWITZ, H. M. (1952) Portfolio selection. *The Journal of Finance*, Chicago: University of Chicago, v. 7, n. 1, p. 77-91.

- MOSSIN, J. (1966) Equilibrium in a capital asset market. *Econometrica*, Menasha: Econometric Society, v. 34, n. 4, p. 768-783.

- MYERS, J.; BAKAY, A. (1948) Influence of stock splitups on market price. *Harvard Business Review*, New York: Harvard University, v. 26, n. 2, p. 251-265.

- SHARPE, W. F. (1964) Capital asset prices: a theory of market equilibrium under conditions of risk. *The Journal of Finance*, Chicago: University of Chicago, v. 19, n. 3, p. 425-441.

Anexos

Tabela 23–Estatísticas Descritivas anuais (Portugal) de 2010 a 2013

Portugal - 2010									
Nº Empresas = 16	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	3.024	3.422	109	269	732	1.197	4.600	9.810	10.035
Total Equity	2.301.484	2.563.463	7.186	182.016	736.756	1.159.429	3.107.350	7.026.121	7.854.558
Total Asset	20.111.117	30.992.069	210.960	1.136.799	2.421.110	4.245.682	20.881.023	87.359.322	99.321.109
Net Income	214.428	274.039	-74.435	-14.845	40.125	147.331	228.195	627.511	1.078.925
EBITDA	847.521	908.340	11.373	32.783	279.162	537.340	1.144.302	2.277.055	3.649.340

Portugal - 2011									
Nº Empresas = 16	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	3.242	3.816	59	188	600	1.260	5.469	10.254	11.737
Total Equity	1.959.920	2.210.150	11.108	171.550	430.261	1.084.831	2.842.423	6.071.470	8.109.534
Total Asset	19.842.195	28.998.388	166.593	1.086.947	2.560.219	4.416.972	26.484.473	82.623.296	91.917.538
Net Income	129.368	345.981	-452.109	-332.108	-7.467	82.976	232.031	605.677	1.124.663
EBITDA	731.771	1.014.244	-433.384	-92.452	250.801	450.201	760.624	2.798.733	3.710.013

Portugal - 2012									
Nº Empresas = 16	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	2.488	3.334	50	83	506	737	2.923	9.231	10.125
Total Equity	2.214.855	2.489.501	13.998	105.543	677.964	1.265.095	2.563.094	7.200.508	8.192.000
Total Asset	20.011.365	28.988.355	136.828	967.828	2.464.097	4.732.129	24.755.459	84.218.599	87.988.628
Net Income	101.163	433.109	-1.219.053	-378.509	35.157	106.983	234.989	523.419	1.012.483
EBITDA	766.082	1.008.358	-468.057	-104.366	278.797	511.663	824.820	2.828.090	3.623.205

Portugal - 2013									
Nº Empresas = 16	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	2.806	3.280	54	74	585	1.376	3.622	9.321	9.811
Total Equity	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Total Asset	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Net Income	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Tabela 24 – Estatísticas Descritivas anuais (Grécia) de 2010 a 2013

Grécia - 2010									
Nº Empresas = 37	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	957	1.197	14	124	237	464	1.018	3.584	5.120
Total Equity	1.089.402	1.647.487	51.120	104.045	149.005	426.095	830.512	5.026.974	6.769.500
Total Asset	717.119	1.403.106	-2.075.067	-10.421	134.839	315.890	774.721	3.014.487	6.448.700
Net Income	-2.487	323.244	-1.681.531	-144.603	-67	9.699	60.863	255.439	575.802
EBITDA	128.095	422.560	-1.417.118	-124.465	18.569	71.678	185.527	648.687	1.600.438

Grécia - 2011									
Nº Empresas = 37	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	788	1.030	4	83	178	406	664	2.627	5.056
Total Equity	717.119	1.403.106	-2.075.067	-10.421	134.839	315.890	774.721	3.014.487	6.448.700
Total Asset	11.518.390	31.767.001	144.770	166.071	398.907	1.068.679	3.491.461	62.034.803	168.436.283
Net Income	-457.585	1.556.881	-6.614.136	-4.334.527	-19.130	10.374	22.657	121.980	537.458
EBITDA	-472.113	1.888.302	-7.309.004	-5.368.968	-2.398	32.293	166.480	547.430	847.626

Grecia - 2012									
Nº Empresas = 37	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	377	445	3	60	112	242	478	1.165	2.176
Total Equity	630.587	1.399.569	-2.443.969	-325.407	141.176	328.032	666.264	3.046.488	5.854.459
Total Asset	11.494.138	30.878.981	140.839	159.153	379.426	1.136.192	3.218.774	66.288.009	159.778.240
Net Income	-91.825	362.281	-1.295.447	-1.107.713	-29.996	5.537	21.659	136.709	505.487
EBITDA	-34.766	502.410	-1.549.000	-1.098.413	-22.705	28.474	142.654	487.038	1.077.231

Grecia - 2013									
Nº Empresas = 37	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	488	560	2	71	179	296	588	1.743	2.515
Total Equity	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Total Asset	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Net Income	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Tabela 25 – Estatísticas Descritivas anuais (Irlanda) de 2010 a 2013

Irlanda - 2010									
Nº Empresas = 10	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	1.861	1.623	158	444	957	1.178	2.370	4.707	5.155
Total Equity	1.720.199	2.152.823	228.439	273.871	381.382	1.112.714	1.728.988	5.324.920	7.351.000
Total Asset	19.302.481	51.739.276	392.246	494.368	1.058.393	1.802.594	6.791.706	95.002.900	166.345.000
Net Income	43.176	325.638	-821.000	-457.118	48.993	81.753	226.066	315.704	324.217
EBITDA	330.792	269.811	26.751	59.938	113.873	218.951	556.978	724.450	787.000

Irlanda - 2011									
Nº Empresas = 10	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	2.304	1.533	1.104	1.127	1.194	1.558	3.123	4.895	5.041
Total Equity	2.149.572	2.970.022	230.386	298.798	547.786	1.287.074	1.997.518	6.940.355	10.202.000
Total Asset	18.343.317	47.586.043	413.803	524.984	1.068.290	2.212.069	7.487.950	88.292.650	153.499.000
Net Income	168.439	180.569	-109.000	-52.319	65.301	116.833	322.025	423.731	463.929
EBITDA	450.306	346.929	47.926	74.464	143.278	402.888	761.513	873.960	942.000

Irlanda - 2012									
Nº Empresas = 10	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	2.924	1.837	1.235	1.292	1.593	1.994	3.892	5.947	6.180
Total Equity	2.113.281	2.487.141	277.656	359.280	581.586	1.411.732	2.233.841	6.213.065	8.591.000
Total Asset	17.753.550	45.340.098	505.213	616.152	1.109.293	2.339.135	7.513.425	84.621.600	146.493.000
Net Income	-425	729.641	-2.019.000	-1.093.197	79.345	132.395	262.500	517.424	560.400
EBITDA	243.667	755.275	-1.636.000	-865.634	137.440	196.045	721.851	1.012.575	1.051.500

Irlanda - 2013									
Nº Empresas = 10	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	3.687	2.536	989	1.251	1.869	3.047	4.062	8.150	8.566
Total Equity	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Total Asset	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Net Income	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Tabela 26 – Estatísticas Descritivas anuais (Espanha) de 2010 a 2013

Espanha - 2010									
Nº Empresas = 31	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	13.449	21.450	700	1.231	2.454	4.956	11.777	62.800	85.539
Total Equity	9.139.163	15.417.027	205.445	370.039	1.356.319	3.710.404	7.502.759	32.499.000	75.018.000
Total Asset	86.999.764	229.133.389	616.971	1.250.787	5.000.913	21.380.540	52.256.835	338.200.450	1.200.412.015
Net Income	1.419.577	2.418.017	7.243	60.369	152.441	380.040	1.313.456	6.436.955	10.167.000
EBITDA	3.493.039	5.969.208	95.295	161.265	280.003	1.185.968	2.761.626	15.755.051	25.718.000

Espanha - 2011									
Nº Empresas = 31	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	13.172	19.820	946	1.410	2.445	4.372	10.814	54.280	82.357
Total Equity	9.618.582	15.929.250	263.788	389.467	1.500.018	3.064.355	7.862.363	35.526.437	76.414.000
Total Asset	96.936.013	239.539.543	657.158	1.243.719	5.499.042	20.950.000	63.887.949	429.759.119	1.233.765.000
Net Income	932.412	1.486.869	-1.604.131	50.490	140.544	364.643	1.161.248	4.196.500	5.403.000
EBITDA	2.951.276	4.741.749	-1.406.144	151.144	300.685	1.132.622	3.072.542	12.819.000	19.305.000

Espanha - 2012									
Nº Empresas = 31	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	11.340	15.930	582	1.147	2.034	4.736	11.164	49.667	58.351
Total Equity	9.990.763	16.071.594	335.370	422.380	1.418.082	2.656.518	9.356.431	37.594.991	74.654.000
Total Asset	103.377.410	247.034.673	741.759	1.178.641	5.362.740	18.990.260	59.814.177	484.641.342	1.249.871.000
Net Income	498.858	1.286.312	-2.461.023	-1.477.201	93.477	229.700	1.014.971	2.522.843	3.928.000
EBITDA	2.541.197	4.466.252	-2.673.495	-236.841	247.201	943.061	2.729.613	10.936.318	19.391.000

Espanha - 2013									
Nº Empresas = 31	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	12.439	17.874	588	928	2.144	5.634	12.391	55.252	67.070
Total Equity	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Total Asset	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
Net Income	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A
EBITDA	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A	N/A

Tabela 27 – Estatísticas Descritivas anuais (França) de 2010 a 2013

França - 2010									
Nº Empresas = 33	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	26.051	23.948	2.954	5.703	8.904	15.456	33.254	71.412	99.597
Total Equity	19.050.762	19.958.718	3.000.993	3.279.460	4.549.800	10.811.300	19.415.500	61.219.500	74.632.000
Total Asset	161.595.137	403.486.977	5.119.834	8.010.288	21.382.225	28.738.000	56.490.475	901.482.800	1.988.916.000
Net Income	1.928.152	2.317.586	-347.000	-31.050	509.992	1.100.000	2.208.425	6.395.800	10.571.000
EBITDA	5.348.243	6.316.806	608.000	729.615	1.525.975	3.362.350	5.260.900	16.735.200	30.075.000

França - 2011									
Nº Empresas = 33	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	26.853	23.350	2.954	7.038	10.615	17.638	34.825	65.065	103.290
Total Equity	19.574.317	20.780.087	3.324.857	3.600.030	4.933.575	11.279.850	20.198.000	65.228.150	75.370.000
Total Asset	164.519.063	402.282.950	6.056.497	8.513.552	21.799.500	31.394.000	55.822.525	923.540.300	1.955.940.000
Net Income	1.897.749	2.512.948	-2.173.000	-433.715	506.880	1.305.900	2.499.050	5.726.750	12.276.000
EBITDA	5.437.669	6.953.897	766.000	862.845	1.434.750	3.246.000	5.599.200	15.988.750	35.294.000

França - 2012									
Nº Empresas = 33	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	23.909	22.731	2.954	4.750	9.101	16.177	29.041	70.089	99.884
Total Equity	20.227.133	21.926.360	1.946.000	3.256.843	5.746.150	11.802.400	21.839.700	65.670.150	85.886.000
Total Asset	166.832.595	401.446.374	6.790.434	8.299.405	22.151.500	31.993.000	58.932.500	972.043.850	1.899.419.000
Net Income	1.744.633	2.268.589	-1.374.000	-229.040	525.525	1.189.500	1.859.175	5.553.800	10.694.000
EBITDA	5.344.583	6.615.536	-302.000	748.700	1.947.500	3.142.500	6.288.750	14.744.550	34.105.000

França - 2013									
Nº Empresas = 33	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	26.205	24.491	2.643	4.243	10.538	17.285	32.234	78.896	99.157
Total Equity	23.377.965	24.751.214	2.539.000	2.913.300	5.073.250	14.129.450	28.573.000	73.377.100	87.591.000
Total Asset	197.517.170	462.815.744	6.912.000	9.003.900	22.094.675	31.483.150	65.090.000	1.263.089.550	1.791.091.000
Net Income	1.758.859	2.088.736	-1.304.000	56.650	571.075	1.158.000	2.762.400	4.776.250	8.440.000
EBITDA	5.577.950	8.358.295	703.000	768.650	1.391.600	2.184.600	4.619.950	21.835.150	30.499.000

Tabela 28 – Estatísticas Descritivas anuais (Alemanha) de 2010 a 2013

Alemanha - 2010									
Nº Empresas = 30	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	20.626	17.109	0	2.415	7.421	13.623	34.444	48.993	61.581
Total Equity	17.549.449	14.688.990	1.746.000	2.634.600	5.510.812	10.848.000	27.873.000	44.248.000	48.843.000
Total Asset	170.137.232	373.428.461	4.685.000	5.209.800	21.794.900	43.122.000	133.217.000	694.098.000	1.897.289.000
Net Income	2.047.982	1.852.111	318.000	357.220	619.000	1.301.000	3.218.000	5.533.000	6.835.000
EBITDA	6.027.306	5.377.730	643.200	709.600	2.085.600	3.584.700	9.410.000	16.104.200	19.306.000

Alemanha - 2011									
Nº Empresas = 30	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	25.085	20.817	0	4.366	9.410	15.374	41.767	54.529	86.794
Total Equity	18.487.462	15.631.098	2.058.000	2.973.020	6.251.000	12.617.000	27.038.000	48.226.000	57.539.000
Total Asset	182.240.955	412.979.853	5.188.000	5.767.240	22.760.000	42.663.000	145.360.000	645.076.200	2.155.366.000
Net Income	2.094.673	3.289.884	-2.219.000	-779.800	617.500	766.311	2.545.000	6.170.800	15.409.000
EBITDA	6.116.830	6.622.339	598.000	922.800	1.433.000	3.259.000	7.202.000	16.208.600	29.737.000

Alemanha - 2012									
Nº Empresas = 30	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	24.009	19.362	0	4.642	9.432	15.963	38.203	61.799	67.651
Total Equity	19.376.832	17.907.823	2.315.000	3.077.960	6.778.420	12.614.600	26.146.000	49.953.400	77.515.000
Total Asset	180.292.387	389.230.063	5.472.000	5.986.080	26.175.000	36.805.000	134.985.000	661.203.400	2.004.611.000
Net Income	2.114.635	4.504.884	-5.255.000	-2.798.400	514.000	930.000	2.823.000	5.724.600	21.717.000
EBITDA	6.498.413	7.710.978	855.000	985.040	2.238.000	4.739.000	6.957.000	16.037.400	39.874.000

Alemanha - 2013									
Nº Empresas = 30	Média	Desvio Padrão	Minimo	P5	P25	P50	P75	P95	Máximo
Market Value	26.672	21.998	0	6.043	8.819	17.651	41.135	69.368	77.236
Total Equity	21.793.250	15.257.029	2.242.000	2.778.900	13.010.750	23.459.000	27.360.750	42.403.500	50.100.000
Total Asset	118.287.857	192.647.943	5.580.000	12.000.600	30.310.500	49.721.000	81.046.500	414.610.900	550.000.000
Net Income	2.773.450	3.046.250	-1.396.000	-715.650	223.500	3.244.500	4.423.500	7.377.500	9.066.000
EBITDA	4.882.900	4.335.284	-15.000	236.400	843.150	5.531.000	8.190.500	10.106.200	10.597.000