



CLARA FILIPA O IMPACTO DOS ANÚNCIOS DO BCE NOS
FERREIRA DE SOUSA MERCADOS FINANCEIROS DA ZONA EURO



**CLARA FILIPA
FERREIRA DE SOUSA** **O IMPACTO DOS ANÚNCIOS DO BCE NOS
MERCADOS FINANCEIROS DA ZONA EURO**

Tese apresentada à Universidade de Aveiro para cumprimento dos requisitos necessários à obtenção do grau de Mestre em Economia, realizada sob a orientação científica do Doutor Joaquim Carlos da Costa Pinho, Professor Associado c/Agregação do Departamento de Economia, Gestão, Engenharia Industrial e Turismo da Universidade de Aveiro

Dedico este trabalho a toda a minha família e amigos.

o júri

Presidente

Professora Doutora Anabela Botelho Veloso
professora Catedrática, Universidade de Aveiro

Professor Doutor Ricardo André Cabral de Carvalho Bahia Machado
professor Adjunto Convidado, Instituto Superior de Contabilidade e Administração do Porto

Professor Doutor Joaquim Carlos da Costa Pinho
professor Associado C/Agregação, Universidade de Aveiro

agradecimentos

Ao Professor Joaquim Carlos da Costa Pinho, meu orientador, pelo apoio e total disponibilidade durante todas as fases de execução deste trabalho.
Aos meus pais, avós e irmã, pelo amor, incentivo e apoio incondicional.
A todos os que direta ou indiretamente fizeram parte da minha formação, o meu muito obrigado.

palavras-chave

estudo de eventos, obrigações do tesouro, ações, anúncios de política monetária, crise financeira.

resumo

Após a crise financeira que surgiu em 2007 são inúmeras as intervenções de política monetária, apoiadas por novas técnicas e instrumentos, que têm sido implementadas pelos bancos centrais. Estas intervenções têm surgido com o objetivo de restaurar a estabilidade monetária, nomeadamente a estabilidade dos sistemas financeiros e bancários.

A presente dissertação de mestrado surge com o objetivo de contribuir para a compreensão da reação dos mercados financeiros, acionista e obrigacionista da zona euro, aos anúncios de política monetária do BCE.

A investigação baseou-se na metodologia do estudo de eventos, tendo por base 91 anúncios relativos à política monetária, emitidos durante o período de 1 de janeiro de 2008 a 31 de dezembro de 2012.

Os resultados evidenciam o conteúdo informativo dos anúncios de política monetária, visto que foram encontradas evidências empíricas de rendibilidade anormal em torno do dia dos anúncios. Concluiu-se adicionalmente, que os mercados reagem de forma distinta às boas e às más notícias, encontrando-se evidências de um maior impacto das más notícias sobre o preço das ações e obrigações da zona euro. Resultado este que pode ser explicado pela especificidade do período em análise, um período de recessão económica. Esta conclusão permite-nos afirmar que a análise é sensível à distinção por tipos de notícias, sendo necessária a sua correta classificação.

Os resultados indiciam também reações distintas para os diferentes países da zona euro, não existindo uma tendência linear.

Importa ainda referir que, regra geral, na zona euro, as notícias de política monetária do BCE, apresentam de acordo com o nosso estudo um maior impacto sobre o mercado obrigacionista do que sobre o mercado acionista.

keywords

event study, treasury bonds, stocks, monetary policy announcements, financial crisis.

abstract

After the financial crisis that erupted in 2007, there are numerous interventions of monetary policy, supported by new techniques and instruments that have been implemented by the central banks. These interventions have emerged in order to restore monetary stability, including stability of financial and banking systems.

This master's thesis appears with the aim of contributing to the understanding of the reaction of financial markets, shareholders and bondholders of the euro area, to monetary policy announcements by the ECB.

The research was based on the event study methodology, based on 91 notices relating to monetary policy, issued during the period 1 January 2008 to 31 December 2012.

The results provide some evidence of the information content of monetary policy announcements, as we found evidence of abnormal returns around the announcement day. It was concluded additionally that markets react differently to good and bad news, finding evidence of a greater impact of bad news on the price of shares and bonds of the euro zone. This result can be explained by the specificity of the period, a period of economic recession. This finding allows us to state that the analysis is sensitive to the distinction by types of news, being necessary to the correct classification.

The results also indicate different reactions to the different countries of the euro zone, and there isn't a linear trend.

It should also be noted that, generally, in the euro area, the news of ECB monetary policy, have according to our study a greater impact on the bond market than on the equity market.

ÍNDICE

1.	Introdução	1
2.	Revisão de Literatura	5
2.1.	Política Monetária do Banco Central Europeu.....	5
2.2.	Instrumentos de Política Monetária Convencionais	6
2.2.1.	Operações de Mercado Aberto	7
2.2.2.	Facilidades Permanentes	8
2.2.3.	Reservas Mínimas para Instituições de Crédito	8
2.3.	Instrumentos de Política Monetária Não Convencionais	8
2.3.1.	Aumento da Maturidade das Operações de Refinanciamento.....	9
2.3.2.	<i>Qualitative Easing</i>	10
2.3.3.	<i>Quantitative Easing</i>	10
2.4.	Impacto dos Anúncios de Política Monetária sobre Mercado de Ações	11
2.5.	Impacto dos Anúncios de Política Monetária sobre o Mercado de Obrigações	15
3.	Dados.....	17
4.	Metodologia	19
4.1.	Estudo de Eventos	19
4.2.	Janela de Eventos	20
4.3.	Qualificação das Notícias.....	21
4.4.	Modelo Econométrico	22
5.	Resultados do Modelo de Retornos Ajustados ao Risco e ao Mercado	25
5.1.	Análise da Estatística Descritiva	25
5.2.	Mercado de Ações.....	26
5.3.	Mercado de Obrigações.....	35
6.	Conclusão.....	45
7.	Referências.....	49

ÍNDICE DE TABELAS

Tabela 1 - Operações de política monetária do Eurosistema	6
Tabela 2 - Janela de observação utilizada por alguns autores em casos de estudos de anúncios de política monetária.....	21
Tabela 3 - Estatística Descritiva.....	26
Tabela 4 - Retorno anormal médio e retorno anormal médio acumulado no mercado de ações (2008-2012).....	27
Tabela 5 - Retorno anormal acumulado por dia e por país no mercado de ações (2008-2012)	28
Tabela 6 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados na Áustria por tipo de notícias	30
Tabela 7 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados em Portugal por tipo de notícias.....	30
Tabela 8 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados em Espanha por tipo de notícias.....	31
Tabela 9 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados em França por tipo de notícias	31
Tabela 10 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados na Alemanha por tipo de notícias	32
Tabela 11 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados em Itália por tipo de notícias	32
Tabela 12 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados na Bélgica por tipo de notícias	33
Tabela 13 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados na Eslovénia por tipo de notícias.....	33
Tabela 14 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados no Reino Unido por tipo de notícias.....	34
Tabela 15 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados na Grécia por tipo de notícias.....	34
Tabela 16 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados na Irlanda por tipo de notícias	35
Tabela 17 - Retorno anormal médio e retorno anormal médio acumulado no mercado de obrigações (2008-2012).....	35
Tabela 18 - Retorno anormal acumulado por dia e por país no mercado de obrigações a 10 anos (2008-2012).....	36

Tabela 19 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Áustria por tipo de notícias	38
Tabela 20 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Bélgica por tipo de notícias	39
Tabela 21 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Finlândia por tipo de notícias	40
Tabela 22 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Irlanda por tipo de notícias	40
Tabela 23 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da França por tipo de notícias	41
Tabela 24 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Itália por tipo de notícias	41
Tabela 25 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Grécia por tipo de notícias	42
Tabela 26 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista de Portugal por tipo de notícias	42
Tabela 27 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Alemanha por tipo de notícias	43
Tabela 28 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista de Espanha por tipo de notícias	44
Tabela 29 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Alemanha por tipo de notícias	44

ÍNDICE DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Retornos anormais médios acumulados para os países da zona euro no mercado de ações (2008-2012)	27
Gráfico 2 - Retorno anormal médio acumulado no mercado de ações por tipo de notícias (2008-2012)	29
Gráfico 3 - Retornos anormais médios acumulados para os países da zona euro no mercado de obrigações (2008-2012)	36
Gráfico 4- Retorno anormal médio acumulado no mercado de obrigações por tipo de notícias (2008-2012)	38

ÍNDICE DE FIGURAS

Figura 1 - Metodologia do estudo de eventos	20
Figura 2 - Janela de observação do estudo de eventos	21

LISTA DE SIGLAS E ABREVIATURAS

AT	Áustria
ATX	Austrian Traded Index
BCE	Banco Central Europeu
BE	Bélgica
CAC 40	Cotation Assistée en Continu
DE	Alemanha
ES	Espanha
FI	Finlândia
FR	França
FRFA	Fixed-Rate tender with Full Allotment
FTSE 100	Financial Times Stock Exchange 100 Index
FTOs	Fine-tunnig operations
GB	Reino Unido
GR	Grécia
IBEX 35	Iberia Index
IE	Irlanda
IT	Itália
LTROs	Long Term Refinancing Operations
MROs	Main Refinancing Operations
PT	Portugal
SI	Eslovénia
SMP	Securities Markets Programme
TLTROs	Targeted Long Term Refinancing Operations

1. INTRODUÇÃO

Após a crise financeira que surgiu nos Estados Unidos da América em 2007 são inúmeras as intervenções de política monetária, apoiadas por novas técnicas e instrumentos, que têm sido implementadas pelos bancos centrais. Estas intervenções têm surgido com o objetivo de restaurar a estabilidade monetária, nomeadamente a estabilidade dos sistemas financeiros e bancários.

Na primeira fase da crise financeira as referidas intervenções dos bancos centrais aparentavam estar a funcionar, apesar das perdas no mercado de hipotecas *subprime* serem substanciais, a maioria dos estudos do setor público e privado consideravam que o pior já tinha passado, classificando as perdas como comportáveis (Mishkin, 2010). Contudo algo inesperado aconteceu, e num espaço de poucas semanas, tal como refere Mishkin (2010), tudo mudou radicalmente com a ocorrência de diversos acontecimentos, inicialmente com a falência do maior banco de investimentos, o *Lehman Brothers* a 15 de setembro de 2008, seguindo-se o colapso da *American International Group* (AIG); a corrida na *Reserve Primary Fund*; e a luta para obter o *Troubled Asset Relief Plan* (TARP). Acontecimentos estes, que transformaram a crise financeira numa crise global, o que inevitavelmente gerou uma contração económica com elevado grau de gravidade, Bernanke (2009) classificou-a como “...*the worst financial crisis in global history, including the Great Depression*”. Após estes acontecimentos a crise espalhou-se rapidamente para outras economias avançadas, empurrando a economia global para uma recessão. Deste modo a conceção de uma resposta política rápida e eficaz tornou-se urgente para os formuladores de políticas de todo o mundo.

Segundo Swagel (2009) chegar a um acordo acerca das medidas políticas a implementar de forma rápida e agressiva, tal qual como devem ser, não é algo simples, decidir sobre a sua forma específica, o peso que devem ter, sobretudo tendo em conta as várias restrições, legais e políticas, revelou-se um grande desafio.

A reação do BCE foi contudo rápida, e o Eurosistema começou por reduzir as taxas de juros para níveis nunca antes vistos nos países da área euro, pelo menos nas últimas décadas, implementando posteriormente um conjunto de políticas monetárias não convencionais. Segundo o ECB (2011) as medidas de política monetária não convencionais permitiram criar condições de financiamento e de apoio à banca, aumentando consequentemente a oferta de crédito ao setor privado, e ainda impedir o contágio nos mercados financeiros. Medidas estas, que foram fundamentais para manter a disponibilidade do crédito para as famílias e empresas, e que vão ao encontro do objetivo fundamental das intervenções de política monetária, já anteriormente referido, manter a estabilidade monetária na zona euro a médio prazo (ECB, 2010).

Apesar de serem vários os estudos que têm escrito e debatido a magnitude e as causas da referida crise financeira global, Pennathur, Smith, & Subrahmanyam (2014) afirmam que tem sido pouca a

atenção prestada ao impacto das intervenções de política monetária sobre o mercado acionista e obrigacionista. Esta falta de atenção ao impacto das intervenções de política monetária, principalmente na zona euro, é particularmente interessante de testar.

Será que as intervenções de política monetária do BCE, durante o período de crise financeira, influenciam de diferente forma o mercado dos diferentes países da zona euro?

Esta dissertação tenta responder a esta mesma questão, trata-se de um estudo empírico que tem como objetivo perceber o impacto da política monetária em dois dos mercados financeiros mais importantes, o mercado de ações e obrigações. Segundo Bernanke & Kuttner (2005) mudanças na política monetária são transmitidas através do mercado de ações mediante alterações nos seus valores. Existem também diversos estudiosos que apontam o mercado de ações como uma fonte independente de volatilidade macroeconómica, ao qual os formuladores de políticas pretendem responder. Neste sentido será útil obter resultados das estimativas quantitativas da relação entre mudanças de política monetária e os preços das ações e obrigações. Analisaremos então a referida relação durante o período de 1 de janeiro de 2008 a 31 de dezembro de 2012, para os seguintes países da zona euro, Áustria, Bélgica, Alemanha, Espanha, Finlândia, França, Reino Unido, Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Eslovénia. Adotámos uma metodologia de estudo de eventos no sentido de determinar se os índices bolsistas, assim como o mercado obrigacionista, reagem aos anúncios de política monetária, testando assim a hipótese de eficiência do mercado.

Nesta dissertação procuramos contribuir para a literatura de várias formas. A primeira contribuição é o facto de o nosso trabalho empírico considerar um período mais recente que os períodos analisados por estudos anteriores, abrangendo o período de 2008 a 2012. A segunda contribuição é que estudamos o impacto dos anúncios de política monetária sobre dois dos mercados financeiros mais importantes da zona euro, o mercado de ações e obrigações. Em terceiro lugar analisamos a diversidade de reações dos países da zona euro ao impacto dos anúncios do BCE, assim como o tipo de anúncios de política monetária que têm mais impacto sobre o mercado acionista e obrigacionista da zona euro (isto é anúncios classificados como boas notícias contra anúncios classificados como sendo más notícias).

No geral esta dissertação apresenta evidências empíricas recentes do efeito preciso dos anúncios de política monetária do BCE sobre os mercados acionistas e obrigacionistas da zona euro.

O restante trabalho está organizado da seguinte forma: a Seção 2 apresenta uma breve revisão da literatura onde são descritos os principais instrumentos de política monetária, tanto convencionais como não convencionais, assim como uma revisão histórica dos estudos publicados, que analisam o impacto dos anúncios de política monetária sobre o mercado de ações e obrigações; a Seção 3 descreve a amostra de dados utilizados na análise empírica, assim como os critérios de escolha e classificação da mesma; a Seção 4 explica a metodologia do estudo de eventos que foi utilizada a

fim de testar a hipótese de eficiência do mercado; a Seção 5 apresenta os resultados e a análise da pesquisa empírica; finalmente na seção 6 as principais conclusões são apresentadas, onde se incluem as considerações finais, principais contribuições, limitações e possíveis linhas de investigação futura.

2. REVISÃO DE LITERATURA

Os bancos centrais viram o seu papel alterar-se drasticamente após a crise financeira. No período que antecedeu a crise, intitulado “Grande Moderação”, o principal objetivo do Sistema Europeu de Bancos Centrais era, segundo o Art.º127 do Tratado de Funcionamento da União Europeia, a manutenção da estabilidade dos preços, tendo sempre por base o apoio das políticas económicas gerais na União Europeia, objetivo este que sofreu alterações, uma vez que após a crise financeira global muitos bancos centrais viram-se envolvidos num ambiente caracterizado pelo baixo crescimento do PIB e por elevados níveis de desemprego (Hayo & Neuenkirch, 2015). Nesta fase, segundo Hayo & Neuenkirch (2015) a estratégia dos bancos centrais passou por manter as taxas de política monetária em níveis extraordinariamente baixos, assim como implementar um conjunto de medidas de política monetária não convencionais.

2.1. Política Monetária do Banco Central Europeu

Para levar a cabo os seus objetivos o BCE tem à sua disposição um conjunto de instrumentos de política monetária. Instrumentos estes, que segundo Eser, Amaro, Iacobelli, & Rubens (2012) auxiliam na implementação das decisões de política monetária do BCE. Estas decisões têm como objetivo, não só controlar as taxas de juro de curto prazo, como também promover o bom funcionamento dos mercados monetários através da cedência de liquidez e da igualdade de tratamento das instituições financeiras, tentando desta forma maximizar o bem-estar social (Eser, Amaro, Iacobelli, & Rubens, 2012; Gameiro, Soares, & Sousa, 2011).

Segundo Gameiro et al. (2011) o instrumento de política monetária mais habitual são as taxas de juro de curto prazo, levadas a cabo através de operações de mercado aberto e outros procedimentos que fazem parte do quadro operacional de atuação do banco central. Segundo o mesmo autor a visão que prevalece afirma que em situações de mercado consideradas “normais” a gestão da liquidez do banco central não faz parte da orientação da política monetária, sendo a taxa de juro o único instrumento disponível. No entanto em períodos de crise, o banco central pode realizar a gestão da liquidez, ou fazer outras alterações no balanço que podem ter maiores efeitos na economia, para além dos efeitos via taxa de juro, intervenções estas denominadas de medidas de política monetária não convencionais (Gameiro et al., 2011). Ou seja, após a crise financeira os instrumentos de política monetária sofreram algumas modificações de modo a conseguirem dar resposta aos novos desafios que se ergueram após tão importante acontecimento. Diversos autores defendem que a crise financeira global não se resolve com medidas de política monetária tradicionais, daí serem instauradas um conjunto de medidas não convencionais (*quantitative easing, qualitative easing*, entre outras).

2.2. Instrumentos de Política Monetária Convencionais

No que diz respeito aos instrumentos de política monetária convencionais, são três os tipos de instrumentos que o BCE tem à sua disposição: operações de mercado aberto, facilidades permanentes e reservas mínimas, tal como se apresentam na tabela 1.

Tabela 1 - Operações de política monetária do Eurosistema

Operações de política monetária	Tipos de transações		Prazo	Frequência	Procedimento
	Cedência de liquidez	Absorção de liquidez			
Operações de mercado aberto					
Operações principais de refinanciamento	Operações reversíveis	-	Uma semana	Semanal	Leilão normal
Operações de refinanciamento de prazo alargado	Operações reversíveis	-	Três meses	Mensal	Leilão normal
Operações ocasionais de regularização	Operações reversíveis	Operações reversíveis	Não normalizado	Não regular	Leilão rápido
	Swaps cambiais	Constituição de depósitos a prazo fixo <i>Swaps</i> cambiais			Procedimentos bilaterais
	Compras definitivas	Vendas definitivas	-	Não regular	Procedimentos bilaterais
Operações estruturais	Operações reversíveis	Emissão de certificados de dívida	Normalizado/ Não normalizado	Regular e não regular	Leilão normal
	Compras definitivas	Vendas definitivas	-	Não regular	Procedimentos bilaterais
Facilidades permanentes					
Facilidade permanente de cedência de liquidez	Operações reversíveis	-	<i>Overnight</i>	Acesso por iniciativa das contrapartes	
Facilidade permanente de depósito	-	Depósitos	<i>Overnight</i>	Acesso por iniciativa das contrapartes	

Fonte: BCE (2005)

2.2.1. Operações de Mercado Aberto

Segundo o BCE as operações de mercado aberto desempenham um papel preponderante na orientação das taxas de juro, gestão da situação de liquidez do mercado, e orientação da política monetária.

São cinco os instrumentos que compõe as operações de mercado aberto, tendo o BCE à sua disposição operações inversas (o mais importante, efetuado sobre a forma de recompra ou como crédito garantido), transações definitivas, emissão de certificados de dívida, *swaps* cambiais, e por fim depósitos a prazo fixo. Contudo estes instrumentos estão incluídos em quatro tipos de operações de mercado aberto, nomeadamente operações principais de refinanciamento (MROs), operações de refinanciamento de prazo alargado (LTROs), operações ocasionais de regularização (FTOs) e operações estruturais.

As MROs são, segundo o Conselho do BCE (2015), as operações de mercado aberto mais importantes levadas a cabo pelo Eurosistema, uma vez que desempenham um importante papel no cumprimento dos objetivos relacionados com as condições de liquidez, sinalizando também a orientação da política monetária. São estas as operações responsáveis pelo fornecimento de liquidez ao setor financeiro. Trata-se de operações reversíveis e regulares, cuja frequência e maturidade têm caráter semanal, sendo realizadas através de leilões normais tendo por base o calendário do BCE (Conselho do BCE, 2015).

As LTROs são responsáveis pela cedência de liquidez, são operações reversíveis de longo prazo, cuja maturidade, como o próprio nome indica, é de longo prazo, três meses. O procedimento inerente a estas operações são os leilões normais, mais uma vez de acordo com o calendário do BCE. Contudo está ao alcance do BCE realizar estas mesmas operações com prazos mais alargados, até 48 meses (TLTROs), porém estas operações não são apresentadas no seu calendário. O objetivo das LTROs consiste em proporcionar refinanciamento adicional às contrapartes, podendo no entanto auxiliar no cumprimento de outros objetivos da política monetária (Conselho do BCE, 2015).

As FTOs têm como objetivo fazer a gestão da situação de liquidez no mercado e orientar as taxas de juro, ou seja, tem como finalidade suavizar os efeitos das taxas de juro causados pelas inesperadas flutuações de liquidez. Trata-se de operações reversíveis que podem assumir uma de duas formas, depósitos a prazo fixos ou *swaps* cambiais. A forma assumida pelas FTOs assim como o seu procedimento, está dependente dos objetivos e do tipo de transações, contudo são realizadas habitualmente através de leilões rápidos ou procedimentos bilaterais, cujos intervenientes podem ser limitados de acordo com as decisões do Eurosistema (Conselho do BCE, 2015).

Por fim apresentam-se as operações estruturais, que podem traduzir-se em operações reversíveis com emissão de certificados de dívida, ou transações definitivas realizadas por meio de procedimentos bilaterais, ambos os instrumentos são realizados através de leilões normais. Este tipo de operações são realizadas sempre que o BCE pretende alterar a posição estrutural do Eurosistema relativamente ao sistema financeiro (Conselho do BCE, 2015).

2.2.2. Facilidades Permanentes

Segundo o Conselho do BCE (2015) as facilidades permanentes têm como objetivo fazer a cedência e absorção de liquidez pelo prazo *overnight*, e assinalar a orientação da política monetária em geral e das taxas de juro *overnight* de mercado em particular. São dois os tipos de facilidade disponibilizados pelos bancos centrais.

A facilidade permanente de cedência caracteriza-se pelo facto de as contrapartes poderem obter liquidez *overnight* dos bancos centrais em contrapartida de ativos elegíveis. Facilidade esta cuja taxa de juro se traduz no limite máximo que pode ser atingido pelas taxas de juro *overnight* do mercado (Conselho do BCE, 2015).

A facilidade permanente de depósito permite a realização de depósitos *overnight* junto dos bancos centrais, acabando a taxa de juro implícita nestas operações por se traduzir no limite mínimo para as taxas de juro *overnight* do mercado (Conselho do BCE, 2015).

2.2.3. Reservas Mínimas para Instituições de Crédito

As reservas mínimas têm como objetivo estabilizar as taxas de juro do mercado monetário e criar o aumento da escassez estrutural de liquidez do sistema bancário (Conselho do BCE, 2015).

Segundo o Conselho do BCE (2015) o valor das reservas mínimas varia em função de cada instituição, estando dependente dos elementos do seu balanço.

Com a finalidade de estabilizar as taxas de juro, o regime de reservas mínimas do Eurosistema permite às instituições utilizar cláusulas de média, o que implica o cumprimento das reservas mínimas obrigatórias, que são determinadas com base na média das reservas diárias das instituições ao longo de um período de tempo de manutenção, habitualmente um mês. Estes ativos de reserva exigidos são remunerados a uma determinada taxa de juro, resultante da média durante o período de manutenção das operações principais de refinanciamento do Eurosistema (Conselho do BCE, 2015).

2.3. Instrumentos de Política Monetária Não Convencionais

Inúmeras medidas de política monetária não convencionais foram apontadas como possíveis formas de ultrapassar a crise financeira, contudo nem todas foram implementadas pelos bancos

centrais. Recentemente têm sido diversos os estudos que surgem nesta área, apontado, avaliando, e testando a eficácia de algumas destas medidas.

No início da crise financeira, de agosto de 2007 a setembro de 2008, a medida implementada pelo BCE, de acordo com Carpenter, Demiralp, & Eisenschmidt (2014) foi o aumento da maturidade das operações de refinanciamento, desta forma restringiu os empréstimos de curto prazo aumentando a oferta de empréstimos de longo prazo, não colocando contudo a oferta de empréstimos em causa, visto que esta permaneceu inalterada. Outra das medidas implementadas pelo BCE foi aumentar o fornecimento de reservas no início do período de manutenção, e diminuir este fornecimento nas últimas semanas do referido período, ocorrendo assim alterações no perfil da provisão de liquidez do BCE.

A partir de outubro de 2008, segundo os mesmos autores, a medida implementada passou pelo fornecimento de liquidez ilimitada em troca de garantias elegíveis, a determinadas taxas de juro. Em consequência dos leilões de taxa fixa com atribuição total (FRFA) o BCE perdeu o controlo sobre o montante de reservas dos bancos centrais. Passaram a ser os próprios bancos a determinar a oferta agregada de reservas fornecidas ao sistema, medida esta destinada a dar apoio aos bancos da zona euro sem contudo envolver o BCE.

Em maio de 2010 foi iniciado o programa dos mercados de valores mobiliários (SMP) com o objetivo de diminuir a pressão nalgumas secções do sistema financeiro, algo que ameaçava o funcionamento do mecanismo de transmissão da política monetária (Carpenter et al., 2014). Esta medida contribuiu para que o BCE realizasse alguns deslocamentos nalguns mercados de dívida pública da área euro através de compras diretas.

Podem então caracterizar-se as medidas de política monetária de acordo com o seu tipo nomeadamente, afetação das expectativas dos investidores acerca das taxas de juro futuras; aumento dos valores do balanço do banco central para além dos níveis necessários, a fim de definir as taxas de juro de curto prazo (*quantitative easing*); alteração da composição do balanço do banco central com o objetivo de afetar os fornecimentos relativos dos títulos em poder do público (*qualitative easing*); e aumento da maturidade das operações de refinanciamento e compra de ativos (Bernanke, Reinhart, & Sack, 2004; Eser et al., 2012; Meier, 2009)

2.3.1. Aumento da Maturidade das Operações de Refinanciamento

Os bancos centrais têm à sua disposição o poder de estender de forma direta a flexibilização da política monetária ao longo da yield curve, fornecendo financiamento aos bancos por prazos mais alargados do que o habitual, em contrapartida de uma taxa fixa. A procura dos bancos por estes financiamentos está dependente das taxas de juro futuras esperadas, e da incerteza em torno dessas expectativas, expressa em termos dos prémios.

Segundo Meier (2009) são duas as abordagens do BCE, a primeira delas consiste em proporcionar uma quantia de financiamento de longo prazo em troca de uma determinada taxa de juro, através de leilões. Medida esta que implica que um aumento da quantidade de financiamento diminuirá o prémio de risco.

A segunda abordagem consiste em oferecer financiamento de longo prazo em troca de uma determinada garantia, a uma taxa predefinida com níveis inferiores aos atuais do mercado. Ao fornecer qualquer montante de financiamento, tendo por base uma garantia, o banco central acaba por impor um limite máximo para todas as taxas de mercado durante o horizonte temporal do financiamento.

A procura dos bancos por este tipo de financiamentos está dependente do sinal de credibilidade com que o banco central implementa a operação não convencional. Isto é se os bancos acreditam na manutenção das taxas de juro de curto prazo no limite inferior durante todo o período da operação, estas operações não envolverão elevados montantes. Se em alternativa existir uma dúvida acerca da permanência das baixas taxas de juro do banco central, então a procura será muito superior (Meier, 2009).

2.3.2. *Qualitative Easing*

Buiter (2008) foi um dos primeiros autores a fazer a distinção entre *quantitative easing* e *qualitative easing*, segundo o autor o *qualitative easing* caracteriza-se pela alteração da composição dos ativos do banco central, aumentando o percentual de ativos com menor liquidez e maior risco, sem contudo, alterar a dimensão do balanço. Trata-se de uma política introduzida pelos bancos centrais e delineada para reduzir o risco através de compras dos ativos de risco privados e consequente substituição por dívida pública, com retorno garantido pelos contribuintes (Farmer, 2012).

2.3.3. *Quantitative Easing*

De acordo com Buiter (2008) o *quantitative easing* é uma política que se caracteriza pelo aumento do balanço do banco central através de aumentos nos passivos monetários, mantendo contudo a composição dos seus ativos constante, assim como o grau de liquidez e de risco.

De acordo com o Parlamento Europeu (2015) esta medida surgiu do facto de a redução das taxas de juro por parte do BCE, para níveis próximos de zero, não ter sido suficiente para dinamizar, os empréstimos por parte dos bancos, os investimentos por parte das empresas, e os gastos por parte das famílias, o que consequentemente conduziu a economia para uma conjuntura de baixa inflação com um crescimento económico praticamente inexistente. Assim, perante a impossibilidade de reduzir as suas taxas de referência o BCE optou por levar a cabo uma nova medida de política monetária, o *quantitative easing*.

O *quantitative easing* trata-se de uma medida de política monetária que tem como objetivo baixar as taxas de juro, impulsionar a inflação e o crescimento económico. Assim para a implementação desta medida, o BCE optou por comprar obrigações dos governos e do setor privado, o que contribuiu de forma eficaz para a diminuição das taxas de juro das dívidas soberanas, e posteriormente facilitou a obtenção de fundos por parte dos governos com problemas de tesouraria.

2.4. Impacto dos Anúncios de Política Monetária sobre Mercado de Ações

Apesar da sua importância, é pouca a atenção que tem sido dada à política monetária, mais especificamente à comunicação entre os bancos centrais e o mercado financeiro. Kurihara (2014) apoia esta ideia e refere que apesar de terem sido publicados recentemente alguns estudos, estes focam-se essencialmente nos Estados Unidos, e relativamente a outros países a literatura é ainda muito escassa, principalmente a que se foca no impacto dos anúncios de política monetária do BCE sobre o preço das ações.

Kurihara (2014) tentou colmatar esta ausência de estudos específicos acerca do impacto dos anúncios do BCE sobre o mercado de ações da zona euro, assim abordou o impacto dos anúncios do BCE sobre o preço de ações e as taxas de câmbio da zona euro, utilizando dados diários para o período de 2000 a 2013. Os resultados do seu estudo revelam que as taxas de juro futuras afetam os preços das ações, contudo os anúncios de política monetária do BCE não influenciam diretamente o preço das ações. Ou seja, os anúncios de política monetária influenciam as taxas de juro futuras, e estas por sua vez é que têm impacto sobre o preço das ações. No geral pode afirmar-se que a política monetária tem sido eficaz, e os anúncios de política monetária têm os efeitos desejáveis, ainda que não de forma direta.

Apesar de serem escassos os estudos a abordar o impacto das medidas de política monetária do BCE sobre o mercado de ações da zona euro de forma específica, existem alguns estudos que não abordando exatamente o mesmo tema, abordam a mesma temática no geral.

Fiordelisi, Galloppo, & Ricci (2014) por exemplo, abordam o efeito de diferentes medidas sobre o mercado de ações, concluindo que as medidas expansionistas monetárias têm um efeito positivo no mercado de ações, já a falta de ação política e as medidas restritivas apresentam um efeito negativo. Ou seja, diferentes intervenções de política monetária são fatores que se repercutem de forma distinta no mercado de ações.

Os estudos que surgem relativamente a esta temática abordam o efeito dos anúncios macroeconómicos sobre o mercado de ações de acordo diferentes perspetivas, desde o impacto em diversos setores, separação pelo tipo de eventos, impacto sobre ações de valor e de crescimento, entre outras.

Analisando medidas de política distintas, chega-se também a reações distintas por parte do mercado, por exemplo muitos estudos relatam evidências de que cortes inesperados nas taxas de juro do BCE repercutem-se em alterações nos preços das ações, como é o caso de Hayo & Niehof (2011) e Hussain (2011). Segundo Hussain (2011) as surpresas de política monetária do BCE, assim como do Banco de Inglaterra (BOE), têm influência estatisticamente significativa nos mercados de ações, e aumentos inesperados nas taxas de juro têm um impacto negativo na rendibilidade das ações, acrescentando ainda que as referidas surpresas provocam um aumento do nível de volatilidade, efeito este que persiste por muito mais tempo do que o efeito de rendibilidade. Também a análise de Hayo & Niehof (2011) vai de encontro às conclusões de Hussain (2011), uma vez que os resultados do autor levam a concluir que o BCE tem uma influência significativa nos mercados acionistas da área euro, ou seja sempre que ocorrem aumentos nas taxas de juro de curto prazo, as ações veem os seus preços diminuir. Os autores acrescentam ainda que as conferências de imprensa realizadas pelo BCE sobre as decisões de política monetária, e realizadas no mesmo dia, têm um impacto visível sobre os retornos e volatilidades dos índices europeus.

No entanto, nem todos os estudos encontraram uma relação positiva entre a flexibilização da política monetária e os preços das ações. Fiordelisi et al. (2014) verificaram que não existe qualquer tipo de efeito estatisticamente significativo sobre o mercado de ações quando existem cortes nas taxas de juro, contudo quando as taxas de juro permanecem inalteradas ou crescem é produzida uma reação do mercado estatisticamente significativa.

Relativamente a intervenções de política monetária relacionadas com a liquidez, existe um impacto fortemente positivo no mercado de ações, advindo da provisão de liquidez, tal como referem Fiordelisi et al. (2014).

O impacto dos anúncios do BCE sobre setores distintos é outra das perspetivas abordadas por alguns estudos, sendo diversos os autores que examinam se a resposta a mudanças políticas inesperadas difere entre os setores (Haitsma, Unalmis, & Haan, 2016; Jansen & Tsai, 2010). Jansen & Tsai (2010) realizaram um estudo empírico que lhes permitiu observar a referida conclusão, os autores consideraram oito categorias e perceberam que os efeitos da política monetária são claramente distintos entre categorias, sendo que são empresas do setor da comunicação e transporte as mais afetadas por surpresas de política monetária, seguindo-se empresas do setor dos serviços, manufatura, comércio, construção, agricultura, silvicultura e pesca. Relativamente ao setor do minério, também investigado pelos autores, não existe impacto estatisticamente significativo das surpresas de política monetária (Jansen & Tsai, 2010).

Enquanto alguns estudos sobre os anúncios de política monetária do BCE consideram os índices gerais do mercado de ações, outros examinam apenas partes do mercado como o setor bancário.

Fratianni & Marchionne (2013) por exemplo, focaram a sua análise no setor bancário, dividindo ainda o seu estudo em duas partes. Os autores classificaram os seus anúncios em anúncios dirigidos ao sistema bancário (classificados como anúncios em geral) e anúncios dirigidos a bancos específicos (como sendo anúncios específicos), concluindo que os anúncios em geral estão associados a retornos anormais acumulados positivos que se traduzem num risco inferior, enquanto os anúncios específicos associam-se a retornos anormais acumulados negativos e consequentemente maiores riscos. Os anúncios específicos produzem também um efeito positivo nas taxas de retorno, isto antes da crise se instalar, ou seja quando existem poucos anúncios e os mercados têm confiança no fluxo normal de informações. Quando a crise se instala ocorre exatamente o oposto, isto é os anúncios são muito mais regulares e os mercados não têm confiança nos mesmos (Fratianni & Marchionne, 2013). Segundo os autores todos os anúncios têm um impacto estatística e economicamente significativo sobre as taxas de retorno dos bancos, no entanto a reação do mercado não é igual nas diferentes áreas. Por exemplo os anúncios estrangeiros gerais exercem efeitos colaterais, sendo percebidos pelos bancos do país de origem como impulsionadores das vantagens competitivas dos bancos estrangeiros, já os anúncios específicos exercem repercussões sobre outros bancos, sendo ainda impulsionadores do aumento do risco moral dos bancos, e responsáveis pela maior fragilidade do sistema bancário a choques negativos e menos sensíveis a novas injeções de fundos públicos (Fratianni & Marchionne, 2013).

Ricci (2015) focou-se também na avaliação do impacto dos anúncios de política monetária do BCE sobre o preço das ações de alguns dos maiores bancos europeus. Os seus resultados revelaram que os bancos com menos liquidez são mais dependentes de intervenções do BCE para o seu financiamento e por isso têm uma resposta mais positiva aos anúncios, e os bancos que operam em países onde o sistema bancário é mais arriscado são de igual forma mais dependentes do financiamento do BCE, sendo os seus preços mais sensíveis às medidas expansionistas. Ou seja os bancos que apresentam balanços mais fracos e que operam com maiores níveis de risco são mais sensíveis às medidas de política monetária (Ricci, 2015). Para a autora todo o sistema bancário é dependente das intervenções de política monetária e do financiamento dos bancos centrais.

Uma outra perspetiva passa por examinar o impacto das surpresas de política monetária sobre as ações de valor e ações de crescimento e impulso, no entanto são escassos os estudos realizados neste âmbito. Haitsma, Unalmis, & De Haan (2016) estudaram o impacto das ações de política monetária, concluindo que são as políticas não convencionais as que mais afetam as ações de valor, sendo as ações de crescimento não tão afetadas por este tipo de ações. No que respeita às ações de política monetária convencionais os resultados são muito semelhantes (Haitsma, Unalmis, & Haan, 2016).

Outros estudos consideram ainda a janela temporal estudada, como um fator determinante nas reações do mercado, alguns acabam por distinguir as reações do mercado de ações às surpresas políticas no período pré-crise e no período de crise. Hayo & Niehof (2011) através do seu estudo para além de terem verificado a existência de um impacto significativo da política monetária do BCE nos vários mercados de ações europeus, verificaram que ao estender o seu período de amostragem, a fim de incluir a crise financeira os coeficientes estimados não mudaram significativamente, não encontrando assim evidências de alterações significativas entre o período pré-crise e crise financeira. Já Wang & Mayes (2012) chegaram a resultados que contrariam esta hipótese uma vez que segundo as suas pesquisas, no período pré-crise as reações dos preços das ações às surpresas de política monetária foram negativas, padrão este que não se manteve com a instalação da crise, uma vez que nesta altura as reações passam a ser positivas. Haitsma et al. (2016) concluem o mesmo facto, segundo os autores o impacto das políticas do BCE sobre o mercado de ações difere entre os períodos de crise e não crise, uma vez que durante períodos de crise as ações de política convencional estão associadas aos preços mais elevados das ações.

Outros ainda distinguem as três etapas da crise financeira, assim como as medidas mais eficazes em cada uma das etapas, como é o caso de Fiordelisi et al. (2014) que referem que as medidas expansionistas têm uma maior eficácia durante a crise *subprime* e a crise financeira global, já na crise de dívida soberana são as medidas de inação política e as medidas restritivas que se revelam mais eficazes.

Segundo Ricci (2015) existem de facto reações distintas a intervenções semelhantes no mercado, a autora refere como exemplo a provisão de liquidez, que exhibe uma reação negativa durante o período de crise mundial e uma reação positiva durante a crise da dívida soberana.

Finalmente, alguns estudos recentes têm examinado o impacto das políticas monetárias não convencionais do BCE. Apesar da dificuldade em avaliar o impacto das políticas monetárias não convencionais, Fiordelisi et al. (2014) encontraram no seu estudo evidências de uma maior eficácia das medidas não convencionais sobre o mercado de ações, ao invés das medidas convencionais, Haitsma et al. (2016) verificaram o mesmo efeito, ressalvando no entanto que ambos os tipos de políticas afetam o índice por si estudado, EURO STOXX 50. Também Rogers et al. (2014) encontraram evidências da eficácia das políticas monetárias não convencionais no alívio das condições financeiras gerais, através da redução do hiato do produto, evitando assim a queda da inflação para valores abaixo do nível exigido. Ricci (2015) tal como os autores anteriores encontrou evidências de reações mais relevantes para as medidas não convencionais.

2.5. Impacto dos Anúncios de Política Monetária sobre o Mercado de Obrigações

Se para o impacto dos anúncios macroeconómicos sobre preço dos ativos (mercado de ações, câmbio) era extensa a literatura existente, no que toca ao mercado de títulos a informação é escassa, principalmente quando nos focamos no mercado europeu, tal como refere Paiardini (2014).

Tal como em outros mercados, a resposta do mercado de títulos está condicionada por vários fatores como o tipo de anúncio, o vencimento do título, e o ciclo de negócios, tal como refere Beber & Brandt, (2010) fatores estes que foram estudados de forma independente por alguns autores tal como será descrito.

Paiardini (2014) estudou os efeitos dos anúncios macroeconómicos sobre os retornos de títulos para o mercado de títulos do governo italiano, chegando à conclusão que os anúncios dos EUA produzem um efeito muito superior sobre o retorno das obrigações, ao invés dos anúncios do BCE. Quanto às notícias do mercado italiano os autores verificaram que só as notícias relacionadas com o índice de preços do consumidor produzem efeito sobre o retorno das obrigações, e este efeito demora bastante até ser incorporado no preço dos títulos (Paiardini, 2014).

Beber & Brandt, (2010) estudaram a reação do mercado de obrigações a diferentes tipos de notícias, boas e más, durante períodos de expansão e recessão económica. Através do seu estudo empírico os autores encontraram evidências de um maior impacto das más notícias sobre o retorno das obrigações, em contexto de expansões. Já as boas notícias apresentam um impacto inferior no retorno do mercado de obrigações em períodos de recessão.

Estudos mais recentes como o de Falagiarda & Reitz (2015), estudaram em que medida os anúncios do BCE acerca dos programas específicos de política monetária não convencionais, influenciam os spreads soberanos da Grécia, Irlanda, Itália, Portugal e Espanha em oposição à Alemanha. Os autores realizaram então o primeiro estudo de eventos com o objetivo de observar os padrões de spreads de obrigações da dívida pública das economias da área euro, referidas anteriormente, dentro de um intervalo de tempo reduzido em torno de cada anúncio do BCE. Os resultados empíricos revelaram que os anúncios do BCE acerca das operações não convencionais são eficazes na redução da propagação da crise soberana dos países da zona euro estudados. Visto que os programas do BCE foram especialmente projetados para melhorar as condições nos mercados de obrigações soberanas da área do euro, o mercado de valores mobiliários e transações monetárias definitivas, revelaram-se mais eficazes em influenciar a propagação, sendo que as transações monetárias definitivas só em Itália, Espanha e em Portugal ocorreram em menor escala (Falagiarda & Reitz, 2015). Falagiarda & Reitz (2015) concluíram ainda que as notícias acerca das medidas que têm como objetivo melhorar a liquidez nos mercados bancários, afetaram o spread soberano dos países estudados, com exceção da Grécia. Ou seja existe uma evidência da redução do risco de solvência soberana dos cinco países considerados, com exceção da Grécia, uma vez que a crise

soberana grega desenvolveu um isolamento em relação aos fatores externos (González-Hermosillo e Johnson (2014) citado por Falagiarda & Reitz (2015)). Os resultados revelaram também que os eventos que ocorrem durante o período de 2010 a 2012 foram mais eficazes em diminuir a disseminação da crise relativamente aos eventos que ocorrem no início da crise de 2008 a 2009. Quando são observados os diferentes tipos de medidas, os autores concluem que as notícias sobre o programa dos mercados de títulos são as que afetaram fortemente o risco soberano percebido dos países estudados, enquanto que os anúncios das transações monetárias definitivas parecem ter um impacto significativo apenas em Itália e em Espanha.

3. DADOS

Com o objetivo de perceber qual o impacto dos anúncios macroeconómicos sobre o mercado acionista e obrigacionista foi necessário construir uma base de dados. Previamente, antes mesmo da definição do período da amostra e dos países a incluir na mesma, foi necessário ter em conta as limitações dos dados disponíveis, tanto em termos de cotações bolsistas, obrigações do tesouro a 10 anos, como também datas dos anúncios de política monetária do BCE.

Para contruir a base de dados foram recolhidos dados diários, cujo horizonte temporal inicia no dia 1 de janeiro de 2008 e termina a 31 de dezembro de 2012. Inicialmente começamos por coletar as datas dos anúncios de política monetária do BCE, datas recolhidas do estudo de Falagiarda & Reitz (2015) no que diz respeito aos anúncios de medidas de política monetária não convencionais do BCE, e do estudo de Rogers et al. (2014) relativamente às medidas de política monetária no geral, perfazendo um total de 91 anúncios de política monetária. Relativamente às cotações bolsistas, estas foram recolhidas de três fontes distintas, para os principais índices bolsistas da Áustria, Bélgica, Alemanha, Espanha, França, Itália, e Portugal os dados foram retirados da BolsaPT¹, do Investing.com² recolhemos os dados para o Reino Unido e Eslovénia, e para os restantes países da amostra, Grécia e Irlanda, recolhemos os dados do Yahoo Finance³. Já os preços das obrigações do tesouro a 10 anos foram na sua totalidade recolhidos do Investing.com.

Com o objetivo de obter uma amostra uniforme para todos os países em análise, isto é, uma amostra com a mesma dimensão, procedemos também à eliminação dos dias considerados feriados em alguns países para todos os países incluídos no estudo, de forma a termos no final uma amostra mais homogénea.

Importa notar que toda a dissertação assenta no pressuposto do ponto de vista europeu pelo que todos os resultados apresentados encontram-se na moeda utilizada na Europa, o euro (isto é foram convertidas para a moeda do euro todas as cotações com moeda distinta, tendo em conta as taxas de câmbio em vigor à data da realização da dissertação) .

¹ www.bolsapt.com

² <http://pt.investing.com/>

³ <http://finance.yahoo.com/>

4. METODOLOGIA

4.1. Estudo de Eventos

Segundo a teoria das finanças os preços das ações são o reflexo das informações e expectativas dos investidores acerca da evolução futura de uma determinada empresa, tal como defende Fama, Fisher, Jensen, & Roll (1969) "... the stock market is "efficient" in the sense that stock prices adjust very rapidly to new information". Ou seja à medida que novas informações são disponibilizadas no mercado, através de anúncios/eventos, são esperadas reações por parte dos investidores, e consequentes alterações no preço das ações, atualizando assim o valor da empresa.

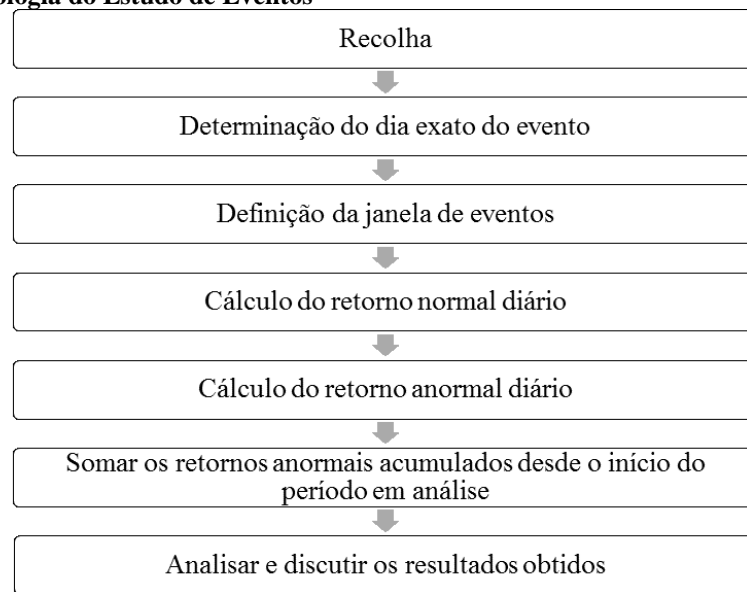
Assim é possível verificar a relevância de um determinado evento na evolução futura de determinada empresa, através do seu impacto no preço das ações da mesma. Para tal um dos métodos mais utilizados para realizar esta análise é o método do estudo de eventos.

O estudo de eventos foi introduzido por Fama, Fisher, Jensen e Roll em 1969, e de acordo com MacKinlay (1997) mede o impacto de um evento específico sobre o valor da empresa. Segundo o mesmo autor a importância de tal método, tendo por base a racionalidade do mercado, advém do facto dos efeitos de um evento serem refletidos de imediato nos preços dos títulos.

Segundo Binder (1998) são duas as razões pelas quais é utilizado o estudo de eventos, "... 1) testar a hipótese nula de que o mercado incorpora informações eficientemente; e, 2) examinar o impacto de um determinado evento na riqueza dos acionistas de uma determinada empresa, mantendo a hipótese de mercado eficiente referente à informação pública". Os eventos alvo deste tipo de teste são diversos, desde fusões e aquisições, divulgação de resultados, questões de dívida, anúncios de variáveis macroeconómicas, entre outros (MacKinlay, 1997).

De uma forma geral podemos afirmar que o estudo de eventos consiste no diferencial entre os retornos esperados (retornos normais) no caso de não ter ocorrido o evento, e os retornos que foram causados pelo respetivo evento (retornos anormais). Ou seja, trata-se de um método que tem como objetivo verificar a influência de um determinado evento na performance das empresas. De acordo com Mackinlay (1997) a metodologia do estudo de eventos pode ser subdividida em diversas etapas, tal como se apresenta na figura 1.

Figura 1 - Metodologia do Estudo de Eventos



Fonte: Adaptado Mackinlay (1997)

4.2. Janela de Eventos

O principal foco do presente estudo consiste na análise dos anúncios de política monetária do BCE. Assim definimos, para este estudo que as datas de divulgação dos anúncios do BCE serão consideradas como sendo o “dia zero”.

Relativamente à janela de estimação existe alguma divergência quanto aos dias da mesma, uma vez que os diversos estudos em análise apontam para diferentes períodos, tal como se verifica através da tabela 2.

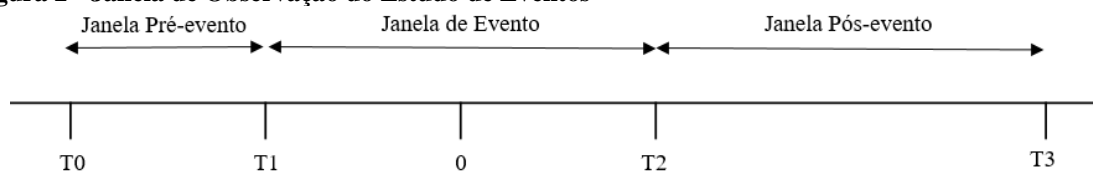
Tabela 2 - Janela de observação utilizada por alguns autores em casos de estudos de anúncios de política monetária

Autores	Janela de Pré-evento	Janela de Evento	Janela de Pós-Evento	Janela de Estimação
Aït-Sahalia et al. (2012)	[-1]	[0]	[+1;+3]	Todos os dias de negociação, excluindo os dias da janela de eventos
Rainha (2013)		[0]	[+1]	Apenas 1 dia, o dia anterior ao anúncio
Cunha (2014)	[-3;-1]	[0]	[+1;+2]	Todos os dias de negociação, excluindo os dias da janela de eventos
Kosmidou et al. (2015)	[-1]	[0]	[+1]	Todos os dias de negociação, excluindo os dias da janela de eventos
Ricci, (2015)	[-1] [-1]	[0] [0] [0]	[+1;+3] [+1]	[-272;-20]

Fonte: Elaboração própria com base na análise realizada aos artigos enunciados

Assim sendo a janela de eventos desta dissertação basear-se-á no estudo de Aït-Sahalia et al. (2012) e Ricci (2015), que consideram um janela de eventos de 5 dias (figura 2), subdividindo-se no dia anterior ao evento, dia do evento, e os três dias posteriores ao mesmo, constituindo respetivamente a janela de pré-evento, evento e pós-evento. Para a escolha anterior foi considerado o facto de a janela de eventos ter de incluir um intervalo de tempo suficiente que permita captar as reações do mercado, daí a escolha de uma janela pós-evento de três dias após o anúncio, que de acordo com Aït-Sahalia et al. (2012) e Ricci (2015) permite uma absorção adequada dos anúncios de política monetária.

Figura 2 - Janela de Observação do Estudo de Eventos



Fonte: Mackinlay (1997, p.20)

4.3. Qualificação das Notícias

Após a recolha de todas as notícias de política monetária lançadas pelo BCE, houve necessidade de identificá-las e classificá-las tendo em conta a literatura existente. Assim optámos por classificar as

notícias, e tal como Beber & Brandt (2010) identificamos boas ou más, critério este um pouco subjetivo uma vez que a classificação é feita de acordo com o conteúdo específico de cada notícia. Foram consideradas como sendo boas, as notícias que geram retornos positivos no dia do anúncio, e más as notícias que geram retornos negativos no dia do anúncio. É importante frisar que as notícias que foram emitidas em dias cujas negociações em bolsa se encontravam encerradas, foram consideradas no dia com negociação imediatamente a seguir, assumindo-se que o impacto dessa mesma notícia se sentiria nessa altura.

4.4. Modelo Econométrico

De forma a ir de encontro ao principal objetivo da presente dissertação, estudar o impacto dos anúncios do BCE sobre o mercado de ações e obrigações da zona euro, foi implementada a metodologia do estudo de eventos introduzida por Fama em 1969. Metodologia esta, bastante adequada na avaliação da resposta de curto prazo aos anúncios de política monetária, com a vantagem de ser simples, o que permite estudar uma amostra com um número reduzido de eventos (Aït-Sahalia et al., 2012). Desta forma perceber-se-á se os preços refletem ou não, a informação contida nas notícias proferidas pelo BCE.

A metodologia do estudo de eventos baseia-se na estimativa do retorno anormal (AR) que corresponde à diferença entre o retorno efetivo e o retorno esperado. O retorno anormal será calculado da seguinte forma:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}|X_t) \quad (1)$$

Onde $AR_{i,t}$, $R_{i,t}$ e $E(R_{i,t}|X_t)$ são respetivamente o retorno anormal do título i no dia t , retorno efetivo e retorno esperado do título i para o período t tendo por base as informações X_t , condicionantes do modelo de geração de retornos normais. Supondo-se que $E(R_{i,t}|X_t) = E(R_{i,t})$, então:

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - E(R_{i,t}) \quad (2)$$

De acordo com diversos autores um dos principais pontos a ter em atenção na realização do estudo de eventos, trata-se da fórmula de cálculo dos retornos normais e anormais.

Segundo Campbell, Lo, & MacKinlay (1997) são três os principais métodos para o cálculo dos retornos anormais, contudo será através do modelo de mercado que calcularemos os retornos anormais.

$$AR_{i,t} = R_{i,t} - \hat{\alpha}_i - \hat{\beta}_i R_{m,t} \quad (3)$$

Onde $AR_{i,t}$, $R_{i,t}$, $R_{m,t}$, $\hat{\alpha}_i$ e $\hat{\beta}_i$ são respetivamente o retorno anormal do título i no dia t , retorno efetivo do título i no dia t , retorno da carteira de mercado para o período t , e os parâmetros estimados OLS (mínimos quadrados ordinários) não enviesados de α_i e β_i , e que segundo

Campbell et al. (1997) devem ser estimados apenas com base nos dados fora da janela de eventos de forma a que não sejam exercidas influências por parte dos eventos no desempenho normal.

Sob a hipótese nula (H0), de que a notícia não tem qualquer tipo de impacto no comportamento das rendibilidades, as propriedades distributivas do retorno anormal podem ser utilizadas para se inferir acerca da janela de eventos. Desta forma, a distribuição do retorno anormal de uma determinada observação na janela de eventos é:

$$AR_{i,t} \sim N(0, \sigma^2(AR_{i,t})) \quad (4)$$

Onde:

$$\sigma^2(AR_{i,t}) = \sigma^2 u \quad (5)$$

Contudo de acordo com MacKinlay (1997), as observações de retornos anormais devem ser acumuladas com o objetivo de retirar conclusões gerais acerca do acontecimento em estudo. O autor refere ainda que a acumulação pode ser feita de duas formas, por via do tempo ou por via dos títulos.

Para a realização da acumulação dos retornos anormais do título i através do tempo é usado o retorno anormal acumulado (CAR) para o período compreendido entre t_1 e t_2 , em que $T_1 < t_1 \leq t_2 \leq T_2$, definido da seguinte forma:

$$CAR_i(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} AR_{it} \quad (6)$$

A distribuição do retorno anormal acumulado é definida como:

$$CAR_i(t_1, t_2) \sim N(0, \sigma^2(t_1, t_2)) \quad (7)$$

Onde:

$$\sigma^2(t_1, t_2) = (t_2 - t_1 + 1)\sigma_{\varepsilon i}^2 \quad (8)$$

De forma a englobar os retornos anormais através dos títulos são utilizados os retornos anormais médios \overline{AR} . Tendo por base N eventos, os retornos agregados anormais para o período t são definidos como:

$$\overline{AR}_t = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N AR_{it} \quad (9)$$

E a sua variância é definida como:

$$Var(\overline{AR}_t) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_{\varepsilon i}^2 \quad (10)$$

Agregando o retorno médio anormal sobre a janela do evento, o retorno anormal médio acumulado para qualquer intervalo na janela do evento é definido como:

$$\overline{CAR}(t_1, t_2) = \sum_{t=t_1}^{t_2} \overline{AR}_t \quad (11)$$

E a sua variância é definida como:

$$Var(\overline{CAR}(t_1, t_2)) = \sum_{t=t_1}^{t_2} Var(\overline{AR}_t) \quad (12)$$

O retorno anormal médio acumulado para qualquer intervalo na janela de eventos também pode ser definido como:

$$\overline{CAR}(t_1, t_2) = \frac{1}{N} \sum_{i=1}^N CAR_i(t_1, t_2) \quad (13)$$

Sendo:

$$Var(\overline{CAR}(t_1, t_2)) = \frac{1}{N^2} \sum_{i=1}^N \sigma_i^2(t_1, t_2) \quad (14)$$

Por fim são realizados testes de hipóteses de forma a validar os resultados obtidos até então. Assim para testar a hipótese nula de que os retornos anormais são zero, utiliza-se:

$$\overline{CAR}(t_1, t_2) \sim N(0, Var(\overline{CAR}(t_1, t_2))) \quad (15)$$

$$\theta_1 = \frac{\overline{AR}_t}{Var(\overline{AR}_t)^{1/2}} \sim N(0,1) \quad (16)$$

$$\theta_2 = \frac{\overline{CAR}(t_1, t_2)}{Var(\overline{CAR}(t_1, t_2))^{1/2}} \sim N(0,1) \quad (17)$$

5. RESULTADOS DO MODELO DE RETORNOS AJUSTADOS AO RISCO E AO MERCADO

No presente capítulo apresentam-se os resultados obtidos por via da aplicação da metodologia de estudo de eventos tendo por base o modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado. Desta forma foram estimadas as regressões do modelo de retornos ajustados ao risco e ao mercado, cujos resultados se apresentam nas tabelas e gráficos que se seguem, refletindo o impacto dos anúncios de política monetária no mercado de ações e obrigações da zona euro.

5.1. Análise da Estatística Descritiva

De acordo com a Tabela 3 verificamos que, tal como expectável, o retorno normal médio dos mercados acionistas apresenta para todos os países valores negativos, significando que de facto os países da zona euro viram o valor das suas ações ser afetado, de forma negativa, pela crise financeira. No que se refere ao mercado obrigacionista os retornos apresentados são também na sua maioria negativos, contudo existem algumas exceções, nomeadamente Bélgica, Espanha, Grécia, Irlanda, Itália e Portugal. Estes países apresentam retornos médios positivos que advêm do facto de a crise ter tido um maior impacto nos referidos países, o que leva a que haja uma maior desconfiança por parte do mercado nos mesmos, tendo este aumento do risco como consequência, um aumento da taxa das suas obrigações do tesouro, tal como é evidenciado na tabela 3.

Tabela 3 - Estatística Descritiva

Índice	Média	Desv. Pad	Mín	Máx	Assimetria	Curtose
Mercado Acionista						
AT	-0,00055	0,01932	-0,12141	0,09180	-0,11868	3,50206
BE	-0,00058	0,01478	-0,05650	0,06484	-0,10534	1,80582
DE	-0,00019	0,01590	-0,07164	0,10344	0,11113	4,00389
ES	-0,00110	0,01759	-0,07540	0,08129	-0,13678	1,89514
FR	-0,00052	0,01643	-0,06833	0,10095	0,18022	3,10934
GB	-0,00024	0,01367	-0,05481	0,09839	0,18707	4,88896
GR	-0,00126	0,02259	-0,07503	0,10117	0,29984	1,45003
IE	-0,00017	0,02259	-0,06867	0,06435	-0,12238	1,68004
IT	-0,00146	0,01776	-0,06146	0,07749	-0,16606	1,48578
PT	-0,00128	0,01345	-0,07151	0,04593	-0,43671	2,10690
SI	-0,00073	0,01295	-0,08085	0,06997	-0,18546	5,68654
Euro Stoxx 50	-0,00073	0,01653	-0,07312	0,09898	0,11865	3,17891
Mercado Obrigacionista						
AT	-0,00072	0,01799	-0,06687	0,12084	0,98491	5,67816
BE	0,00016	0,01595	-0,05062	0,07242	0,66755	2,95654
DE	-0,00130	0,02345	-0,08412	0,09349	0,16837	1,48082
ES	0,00074	0,01727	-0,09910	0,11450	0,23628	4,79643
FI	-0,00108	0,02012	-0,06971	0,06834	0,14925	0,79358
FR	-0,00070	0,01670	-0,07837	0,07787	0,13501	2,25361
GB	-0,00110	0,02150	-0,07632	0,12212	0,36210	2,39232
GR	0,00192	0,02424	-0,13036	0,12697	-0,04266	6,23593
IE	0,00054	0,01842	-0,08975	0,10202	0,29235	5,47788
IT	0,00032	0,01513	-0,06396	0,08633	0,27574	3,24066
PT	0,00083	0,02087	-0,10800	0,13522	0,37804	5,62176

Fonte: Elaboração própria

5.2. Mercado de Ações

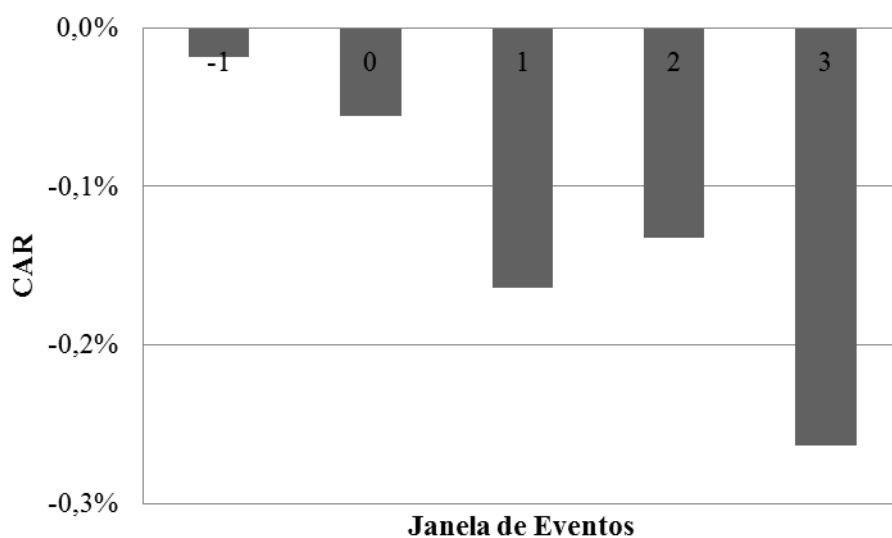
Inicialmente começamos por analisar as médias dos retornos anormais para a janela do evento em termos gerais, verificando, tal como esperado, a existência de retornos anormais no dia do anúncio e também em torno do mesmo, retornos estes maioritariamente negativos, exceto no segundo dia após o anúncio onde se verifica um retorno anormal positivo. Em termos de retorno anormal acumulado verifica-se que este apresenta consistentemente valores negativos, resultado da reação negativa aos anúncios de política monetária do BCE.

Tabela 4 - Retorno anormal médio e retorno anormal médio acumulado no mercado de ações (2008-2012)

Dia	\overline{AR}	\overline{CAR}
-1	-0,02%	-0,02%
0	-0,04%	-0,06%
1	-0,11%	-0,16%
2	0,03%	-0,13%
3	-0,13%	-0,26%

Fonte: Elaboração própria

Gráfico 1 - Retornos anormais médios acumulados para os países da zona euro no mercado de ações (2008-2012)



Fonte: Elaboração própria

Analisando os países da zona euro em termos individuais, não se verifica uma tendência linear, uma vez que as reações aos anúncios divergem bastante de país para país. Contudo existem alguns países que apresentam tendências semelhantes. Por exemplo Portugal, Espanha, Itália, apresentam maioritariamente retornos anormais acumulados positivos, que se traduzem em aumentos do preço das ações. Nos restantes países as reações aos eventos são maioritariamente negativas, uma vez que em quase todos os dias da janela de eventos são apresentados retornos anormais negativos, o que em termos do valor das ações traduz-se num decréscimo do seu preço.

Tabela 5 - Retorno anormal acumulado por dia e por país no mercado de ações (2008-2012)

Retorno Anormal Acumulado	Dia				
	-1	0	1	2	3
AT	0,03%	-0,13%	-0,40%	-0,36%	-0,67%
PT	0,14%	0,36%	0,32%	0,48%	0,45%
ES	0,07%	0,43%	0,38%	0,58%	0,61%
FR	-0,03%	0,00%	-0,07%	-0,05%	-0,14%
DE	0,02%	-0,07%	-0,19%	-0,17%	-0,20%
IT	0,15%	0,28%	0,25%	0,44%	0,63%
BE	-0,02%	-0,09%	-0,29%	-0,20%	-0,29%
SI	-0,18%	-0,32%	-0,52%	-0,78%	-1,20%
GB	-0,20%	-0,26%	-0,25%	-0,11%	-0,16%
GR	0,04%	-0,18%	-0,38%	-0,18%	-0,67%
IE	-0,21%	-0,62%	-0,67%	-1,10%	-1,27%
Amostra Total	-0,02%	-0,06%	-0,16%	-0,13%	-0,26%

Fonte: Elaboração própria

Importa também averiguar se as tendências gerais apresentadas anteriormente são lineares para todo o tipo de notícias. Assim sendo consideramos relevante analisar os retornos anormais para os diversos tipos de notícias, boas e más notícias.

Após esta análise verifica-se que, para o período de 2008 a 2012, os anúncios classificados como boas notícias apresentam uma tendência de retornos anormais positivos, ao longo da janela de evento, sendo que no dia do anúncio estes retornos aumentam consideravelmente. Relativamente às más notícias esta tendência é inversa, uma vez que tanto no dia anterior como nos 3 dias posteriores ao evento apresentam-se retornos anormais geralmente negativos, e mais uma vez é no próprio dia do evento que o retorno anormal é mais acentuado, e neste caso é negativo.

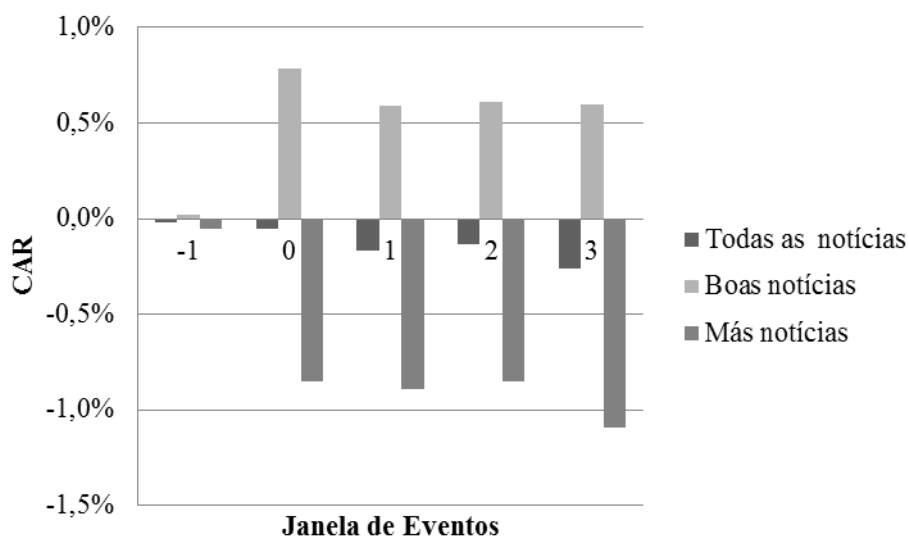
Analisando o tipo de notícias em termos de retornos anormais acumulados verifica-se relativamente às boas notícias, tal como era de esperar retornos anormais acumulados positivos, contudo no dia do anúncio os valores do retorno anormal acumulado são mais acentuados, efeito este que vai desvanecendo no período posterior. Relativamente às más notícias verificam-se também retornos anormais acumulados negativos em toda a janela de evento, contudo é no terceiro dia após o evento que são apresentados retornos anormais acumulados mais acentuados.

Estes resultados vão de encontro às conclusões retiradas por Hayo & Kutan (2005), que referem um maior impacto das más notícias sobre as boas, apoiando também os resultados de Beber & Brandt, (2010) que no seu estudo acerca da reação do mercado de obrigações a diferentes tipos de notícias, boas e más, durante períodos de expansão e recessão económica, referem a existência de evidências de um maior impacto das más notícias sobre o retorno das obrigações em períodos de recessão,

verificamos que no mercado de ações da zona euro, tal como no mercado de obrigações, o impacto das más notícias é superior ao das boas.

Contudo são vários os estudos que referem o facto da falta de uma regra explícita acerca do diferente impacto causado pelas boas e más notícias (Kutan, Muradoglu e Sudjana, 2012; Kosmidou et al., 2014).

Gráfico 2 - Retorno anormal médio acumulado no mercado de ações por tipo de notícias (2008-2012)



Fonte: Elaboração própria

Analisamos agora os países da zona euro de forma individual tendo em conta uma janela de eventos de 5 dias para a qual foram recolhidos 91 anúncios de política monetária do BCE.

Relativamente à Áustria o número de notícias boas e más foi bastante equivalente, uma vez que foram classificadas como sendo boas notícias 45 notícias e 46 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 60% dos retornos anormais médios são negativos e 40% são positivos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado acionista reagiu de forma negativa nos 3 dias seguintes à divulgação de boas notícias. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio positivo nos dois dias seguintes ao evento.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente negativos, o que demonstra que o mercado acionista reagiu de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 6 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados na Áustria por tipo de notícias

AT						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	0,1684%	0,1078	-0,1050%	-0,0672	0,0634%	0,0406
0	0,8501%	0,5443	-1,1498%	-0,7361	-0,2996%	-0,1918
1	-0,5563%	-0,3562	0,0110%	0,0071	-0,5453%	-0,3491
2	-0,1860%	-0,1191	0,2680%	0,1716	0,0820%	0,0525
3	-0,0733%	-0,0469	-0,5531%	-0,3541	-0,6264%	-0,4010

Fonte: Elaboração própria

Relativamente a Portugal o número de notícias boas foi superior às más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 51 notícias, e 40 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 70% dos retornos anormais médios são positivos e 30% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado acionista reagiu de forma positiva durante todos os dias que incorporam a janela de eventos, no que respeita às boas notícias. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio negativo no dia do evento, dia seguinte ao evento, assim como no terceiro dia após o mesmo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente positivos, o que demonstra que os mercados acionistas reagem de forma positiva às notícias.

Tabela 7 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados em Portugal por tipo de notícias

PT						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	0,1186%	0,1135	0,1676%	0,1604	0,2862%	0,2740
0	0,9390%	0,8989	-0,7083%	-0,6781	0,2307%	0,2209
1	0,0867%	0,0830	-0,1871%	-0,1791	-0,1004%	-0,0961
2	0,0144%	0,0138	0,3502%	0,3353	0,3647%	0,3491
3	0,0078%	0,0075	-0,0791%	-0,0757	-0,0713%	-0,0682

Fonte: Elaboração própria

No que respeita ao mercado acionista espanhol, verifica-se que o número de notícias boas foi superior às más, uma vez que foram classificadas como sendo boas, 54 notícias e 37 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 60% dos retornos anormais médios são positivos e 40% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, e relativamente às boas notícias, o mercado acionista reagiu de forma maioritariamente positiva nos dias que incorporam a janela de eventos, com exceção do dia imediatamente posterior ao anúncio, onde se denota uma reação negativa. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio positivo nos dois dias posteriores ao evento.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente positivos, o que demonstra que os mercados acionistas reagem de forma positiva às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 8 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados em Espanha por tipo de notícias

Dia	ES					
	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	0,1489%	0,1299	-0,0476%	-0,0416	0,1013%	0,0883
0	1,0035%	0,8754	-0,5729%	-0,4997	0,4306%	0,3756
1	-0,1523%	-0,1328	0,0960%	0,0837	-0,0563%	-0,0491
2	0,2922%	0,2549	0,0614%	0,0536	0,3536%	0,3084
3	0,0584%	0,0509	-0,0074%	-0,0065	0,0509%	0,0444

Fonte: Elaboração própria

Relativamente à França o número de notícias boas foi inferior às más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 38 notícias, e 53 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 50% dos retornos anormais médios são negativos e 50% são positivos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado acionista reagiu de forma negativa nos 2 dias seguintes à divulgação de boas notícias. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio positivo nos dois dias seguintes ao evento.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente negativos, o que demonstra que o mercado acionista reagiu de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 9 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados em França por tipo de notícias

Dia	FR					
	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	0,0951%	0,1646	-0,1163%	-0,2012	-0,0212%	-0,0366
0	0,4275%	0,7396	-0,2511%	-0,4344	0,1764%	0,3052
1	-0,2778%	-0,4807	0,0757%	0,1309	-0,2022%	-0,3498
2	-0,0670%	-0,1160	0,0779%	0,1348	0,0109%	0,0188
3	0,1408%	0,2436	-0,2469%	-0,4272	-0,1061%	-0,1836

Fonte: Elaboração própria

No caso alemão o número de notícias boas foi inferior às más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 40 notícias, e 51 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 50% dos retornos anormais médios são negativos e 50% são positivos. No entanto tal como se pode observar, o mercado acionista reagiu de forma negativa no primeiro e terceiro dia seguintes à divulgação de boas notícias. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio negativo nos dois dias seguintes ao evento.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente negativos, o que demonstra que os mercados acionistas reagem de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 10 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados na Alemanha por tipo de notícias

Dia	DE					
	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	0,0263%	0,0365	0,0167%	0,0232	0,0430%	0,0597
0	0,4828%	0,6701	-0,5479%	-0,7604	-0,0651%	-0,0904
1	-0,2381%	-0,3305	-0,0198%	-0,0274	-0,2579%	-0,3579
2	0,0803%	0,1115	-0,0293%	-0,0406	0,0510%	0,0708
3	-0,2159%	-0,2996	0,1083%	0,1503	-0,1076%	-0,1493

Fonte: Elaboração própria

No que respeita ao mercado acionista italiano, verifica-se que o número de notícias boas foi superior às más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 54 notícias, e 37 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 50% dos retornos anormais médios são positivos e 50% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, e relativamente às boas notícias, o mercado acionista reagiu de forma maioritariamente positiva nos dias que incorporam a janela de eventos, com exceção do dia imediatamente posterior ao anúncio, onde se denota uma reação negativa. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio positivo no segundo e terceiro dias posteriores ao evento, contudo no dia do anúncio e no dia imediatamente seguinte ao mesmo o retorno médio revela-se negativo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente positivos, o que demonstra que os mercados acionistas reagem de forma positiva às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 11 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados em Itália por tipo de notícias

Dia	IT					
	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	0,2679%	0,3042	-0,0306%	-0,0347	0,2373%	0,2695
0	0,6592%	0,7487	-0,6449%	-0,7325	0,0143%	0,0162
1	-0,0072%	-0,0082	-0,0499%	-0,0567	-0,0571%	-0,0649
2	0,1223%	0,1389	0,2827%	0,3211	0,4050%	0,4601
3	0,3330%	0,3782	-0,0096%	-0,0109	0,3234%	0,3673

Fonte: Elaboração própria

Relativamente à Bélgica, verifica-se que o número de notícias boas é inferior às más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 42 notícias, e 49 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 40% dos retornos anormais médios são positivos e 60% são

negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, e relativamente às boas notícias, o mercado acionista reagiu de forma maioritariamente negativa, com exceção do segundo dia imediatamente posterior ao anúncio, onde se denota uma reação positiva. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio maioritariamente negativo, contudo o segundo dia imediatamente após o evento apresenta um retorno médio positivo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente negativos, o que demonstra que os mercados acionistas reagem de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 12 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados na Bélgica por tipo de notícias

BE						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	-0,0557%	-0,0597	0,0092%	0,0098	-0,0465%	-0,0498
0	0,6011%	0,6437	-0,6468%	-0,6927	-0,0457%	-0,0489
1	-0,3652%	-0,3911	-0,0501%	-0,0537	-0,4153%	-0,4448
2	0,0604%	0,0647	0,1064%	0,1139	0,1668%	0,1786
3	-0,0230%	-0,0247	-0,1425%	-0,1526	-0,1655%	-0,1772

Fonte: Elaboração própria

Relativamente à Eslovénia, verifica-se que o número de notícias boas foi inferior às más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 44 notícias, e 47 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 30% dos retornos anormais médios são positivos e 70% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, e relativamente às boas notícias, o mercado acionista reagiu de forma maioritariamente positiva nos dias que incorporam a janela de eventos. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio maioritariamente negativo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados negativos, o que demonstra que os mercados acionistas reagem de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 13 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados na Eslovénia por tipo de notícias

SI						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	-0,0658%	-0,0481	-0,2863%	-0,2092	-0,3521%	-0,2573
0	0,8531%	0,6234	-1,0621%	-0,7762	-0,2090%	-0,1528
1	0,2354%	0,1721	-0,6075%	-0,4439	-0,3720%	-0,2719
2	0,0738%	0,0539	-0,5840%	-0,4268	-0,5102%	-0,3728
3	-0,1310%	-0,0957	-0,6801%	-0,4971	-0,8111%	-0,5928

Fonte: Elaboração própria

No Reino Unido, verifica-se que o número de notícias boas foi inferior às más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 35 notícias, e 56 foram classificadas como sendo más. Através da

tabela verifica-se que 50% dos retornos anormais médios são positivos e 50% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, e relativamente às boas notícias, o mercado acionista reagiu de forma maioritariamente positiva nos dias que incorporam a janela de eventos, com exceção do segundo dia imediatamente posterior ao anúncio, onde se denota uma reação negativa. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio positivo nos dois dias posteriores ao evento.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente positivos, o que demonstra que os mercados acionistas reagem de forma positiva às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 14 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados no Reino Unido por tipo de notícias

Dia	GB					
	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	-0,1322%	-0,1941	-0,2440%	-0,3583	-0,3762%	-0,5524
0	0,6013%	0,8828	-0,4697%	-0,6897	0,1316%	0,1932
1	0,0145%	0,0213	0,0090%	0,0133	0,0235%	0,0346
2	-0,0443%	-0,0650	0,2465%	0,3619	0,2022%	0,2969
3	0,0308%	0,0453	-0,0942%	-0,1383	-0,0633%	-0,0930

Fonte: Elaboração própria

No que respeita ao mercado acionista grego, verifica-se que o número de notícias boas foi superior às más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 43 notícias, e 48 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 50% dos retornos anormais médios são positivos e 50% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, e relativamente às boas notícias, o mercado acionista reagiu de forma positiva no dia do evento e no segundo dia posterior ao mesmo. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio maioritariamente positivo, contudo no dia do anúncio e no dia após o mesmo o retorno anormal médio é negativo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente negativos, o que demonstra que os mercados acionistas reagem de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 15 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados na Grécia por tipo de notícias

Dia	GR					
	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	-0,3217%	-0,1482	0,3588%	0,1653	0,0371%	0,0171
0	1,2345%	0,5687	-1,5218%	-0,7011	-0,2873%	-0,1323
1	-0,5541%	-0,2553	0,1162%	0,0535	-0,4379%	-0,2017
2	0,3283%	0,1512	0,0845%	0,0389	0,4128%	0,1902
3	-0,2567%	-0,1183	-0,6856%	-0,3158	-0,9423%	-0,4341

Fonte: Elaboração própria

No que respeita ao mercado acionista da Irlanda, verifica-se que o número de notícias boas foi inferior às más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 36 notícias, e 55 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 30% dos retornos anormais médios são positivos e 70% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, e relativamente às boas notícias, o mercado acionista reagiu de forma maioritariamente negativa nos dias que incorporam a janela de eventos, com exceção do dia do anúncio e do terceiro dia após o mesmo, onde se denota uma reação positiva. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio essencialmente negativo exceto no dia seguinte ao evento, que apresenta um retorno anormal médio positivo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados negativos, o que demonstra que os mercados acionistas reagem de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 16 - Resultados dos retornos anormais médio e dos retornos anormais médios acumulados na Irlanda por tipo de notícias

Dia	IE					
	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	-0,0596%	-0,0379	-0,3154%	-0,2010	-0,3749%	-0,2389
0	0,8182%	0,5214	-1,2131%	-0,7730	-0,3949%	-0,2517
1	-0,3641%	-0,2320	0,1653%	0,1053	-0,1989%	-0,1267
2	-0,4471%	-0,2849	-0,4189%	-0,2669	-0,8660%	-0,5518
3	0,0169%	0,0108	-0,2882%	-0,1836	-0,2713%	-0,1729

Fonte: Elaboração própria

5.3. Mercado de Obrigações

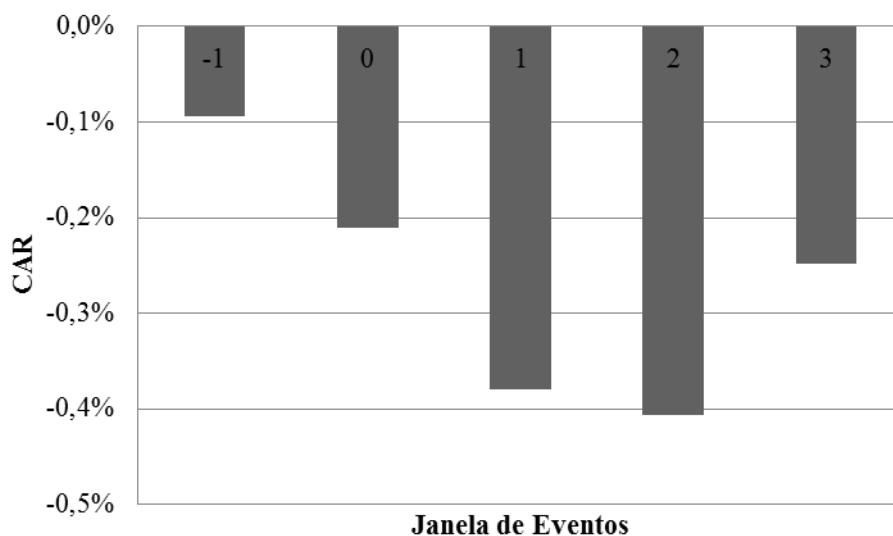
Analisando as médias dos retornos anormais para a janela de eventos em termos gerais, verifica-se que, tal como esperado apresentam-se retornos anormais no dia do anúncio e também em torno do mesmo, retornos estes maioritariamente negativos, exceto no terceiro dia após o anúncio onde de verifica um retorno anormal positivo, o que denota uma reação positiva do mercado obrigacionista em virtude dos anúncios macroeconómicos do BCE.

Tabela 17 - Retorno anormal médio e retorno anormal médio acumulado no mercado de obrigações (2008-2012)

Dia	\overline{AR}	\overline{CAR}
-1	-0,09%	-0,09%
0	-0,12%	-0,21%
1	-0,17%	-0,38%
2	-0,03%	-0,41%
3	0,16%	-0,25%

Fonte: Elaboração própria

Gráfico 3 - Retornos anormais médios acumulados para os países da zona euro no mercado de obrigações (2008-2012)



Fonte: Elaboração própria

Em termos particulares isto é olhando para os países de forma individual, não se verifica uma tendência linear, uma vez que as reações aos anúncios divergem bastante de país para país. Contudo podemos identificar comportamentos semelhantes em alguns países. Na Alemanha, Reino Unido, Finlândia existe uma reação positiva aos eventos, o que se traduz em retornos anormais positivos no próprio dia dos eventos. Nos restantes países a reação aos eventos é distinta traduzindo-se maioritariamente em retornos anormais negativos, existindo desta forma um maior risco de mercado.

Tabela 18 - Retorno anormal acumulado por dia e por país no mercado de obrigações a 10 anos (2008-2012)

Retorno Anormal Acumulado	Dia				
	-1	0	1	2	3
AT	-0,07%	-0,10%	-0,17%	-0,13%	-0,01%
BE	-0,34%	-0,82%	-1,16%	-1,16%	-1,13%
FI	0,04%	0,23%	0,23%	0,21%	0,39%
IE	-0,18%	-0,62%	-0,98%	-0,79%	-0,70%
FR	-0,03%	-0,11%	-0,15%	-0,06%	0,14%
IT	-0,46%	-0,74%	-0,93%	-0,65%	-0,54%
GR	0,27%	0,04%	-0,15%	-1,05%	-0,91%
PT	0,15%	-0,27%	-0,66%	-0,64%	-0,53%
DE	-0,01%	0,45%	0,43%	0,40%	0,73%
ES	-0,34%	-0,62%	-0,98%	-0,92%	-0,83%
GB	-0,07%	0,23%	0,36%	0,32%	0,65%
Amostra Total	-0,09%	-0,21%	-0,38%	-0,41%	-0,25%

Fonte: Elaboração própria

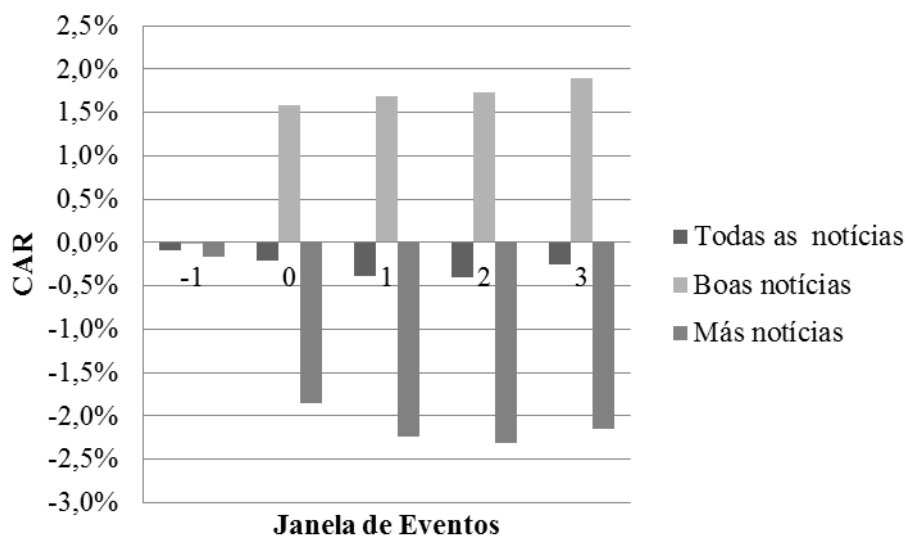
Com o objetivo de verificar se o tipo de notícias influencia a tendência geral verificada anteriormente analisamos os retornos anormais para os diversos tipos de notícias, boas e más notícias.

Após esta análise verifica-se que, para o período de 2008 a 2012, os anúncios classificados como boas notícias apresentam uma tendência de retornos anormais positivos, ao longo da janela de evento, sendo que no dia do anúncio estes retornos aumentam consideravelmente, reagindo ao evento, e depois desvanecem. Relativamente às más notícias esta tendência é inversa, uma vez que tanto no dia anterior como nos 3 dias posteriores ao evento apresentam-se retornos anormais geralmente negativos, e mais uma vez é no próprio dia do evento que o retorno anormal é mais acentuado, e neste caso negativo.

Analisando o mercado obrigacionista no que respeita ao tipo de notícias em termos de retornos anormais acumulados verifica-se relativamente às boas notícias, tal como era de esperar retornos anormais acumulados positivos, os resultados revelam uma tendência crescente dos retornos anormais acumulados ao longo de toda a janela de eventos, sendo que é no dia do evento que o crescimento é mais acentuado. Relativamente às más notícias verificam-se também retornos anormais acumulados negativos, acontecendo a situação inversa das boas notícias, ou seja, neste caso verifica-se uma tendência decrescente ao longo da janela de eventos.

Tal como Beber & Brandt (2010), que estudaram a reação do mercado de obrigações a diferentes tipos de notícias, boas e más, verificamos evidências de um maior impacto das más notícias no retorno do mercado de obrigações em períodos de recessão, conclusões estas também apoiadas por Hayo & Kutan (2005), que referem um maior impacto das más notícias ao invés das boas. Relativamente à classificação das notícias em boas e más, é importante mencionar que vários estudos referem o facto da falta de uma regra explícita acerca do diferente impacto causado pelas boas e más notícias (Kutan, Muradoglu e Sudjana, 2012; Kosmidou et al., 2014).

Gráfico 4- Retorno anormal médio acumulado no mercado de obrigações por tipo de notícias (2008-2012)



Fonte: Elaboração própria

Analizamos agora os países da zona euro de forma individual tendo em conta uma janela de eventos de 5 dias para a qual foram considerados 81 anúncios.

Relativamente à Áustria o número de notícias boas foi inferior ao número de notícias más, uma vez que foram classificadas como sendo boas notícias 38 notícias e 43 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 60% dos retornos anormais médios são positivos e 40% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado obrigacionista reagiu de forma positiva às boas notícias, assim como nos 3 dias seguintes às mesmas. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio essencialmente negativo, com exceção do terceiro dia após o anúncio.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente positivos, o que demonstra que os mercados obrigacionistas reagem de forma positiva às notícias.

Tabela 19 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Áustria por tipo de notícias

Dia	AT				\overline{CAR}	Teste θ_2
	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1		
-1	-0,2733%	-0,1519	0,1129%	0,0627	-0,1604%	-0,0891
0	1,3915%	0,7732	-1,2801%	-0,7113	0,1114%	0,0619
1	0,1681%	0,0934	-0,2934%	-0,1630	-0,1252%	-0,0696
2	0,3647%	0,2027	-0,2516%	-0,1398	0,1131%	0,0628
3	0,1159%	0,0644	0,1389%	0,0772	0,2548%	0,1416

Fonte: Elaboração própria

Relativamente à Bélgica o número de notícias boas foi inferior ao número de notícias más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 33 notícias, e 48 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 40% dos retornos anormais médios são positivos e 60% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado obrigacionista reagiu de forma positiva às notícias boas. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio negativo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente negativos, o que demonstra que os mercados obrigacionistas reagem de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 20 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Bélgica por tipo de notícias

Dia	BE					
	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	-0,3155%	-0,1791	-0,3559%	-0,2020	-0,6713%	-0,3811
0	1,1933%	0,6773	-1,6301%	-0,9252	-0,4368%	-0,2479
1	0,0412%	0,0234	-0,6106%	-0,3466	-0,5694%	-0,3232
2	0,4837%	0,2746	-0,3202%	-0,1817	0,1635%	0,0928
3	0,1226%	0,0696	-0,0449%	-0,0255	0,0777%	0,0441

Fonte: Elaboração própria

No que respeita à Finlândia o número de notícias boas foi superior ao número de notícias más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 43 notícias, e 38 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 60% dos retornos anormais médios são positivos e 40% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado obrigacionista reagiu de forma maioritariamente positiva às notícias boas, com exceção do dia após as notícias, no qual se verificam retornos anormais médios negativos. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio essencialmente negativo, contudo no primeiro e segundo dia após as notícias, o retorno anormal médio é positivo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente positivos, o que demonstra que os mercados obrigacionistas reagem de forma positiva às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 21 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Finlândia por tipo de notícias

FI						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	0,0929%	0,0386	-0,0122%	-0,0051	0,0807%	0,0335
0	1,8162%	0,7542	-0,5729%	-0,2379	1,2433%	0,5163
1	-0,1131%	-0,0470	0,0960%	0,0399	-0,0171%	-0,0071
2	0,2394%	0,0994	0,0614%	0,0255	0,3008%	0,1249
3	0,0810%	0,0337	-0,0074%	-0,0031	0,0736%	0,0306

Fonte: Elaboração própria

Relativamente ao mercado obrigacionista irlandês o número de notícias boas foi inferior ao número de notícias más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 33 notícias, e 48 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 50% dos retornos anormais médios são positivos e 50% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado obrigacionista reagiu de forma positiva às notícias boas. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio negativo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente negativos, o que demonstra que os mercados obrigacionistas reagem de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 22 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Irlanda por tipo de notícias

IE						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	0,3865%	0,1900	-0,5650%	-0,2778	-0,1785%	-0,0878
0	1,2498%	0,6145	-1,6105%	-0,7919	-0,3607%	-0,1773
1	0,2393%	0,1176	-0,7690%	-0,3781	-0,5298%	-0,2605
2	0,4936%	0,2427	-0,0251%	-0,0123	0,4686%	0,2304
3	0,5636%	0,2771	-0,2267%	-0,1115	0,3369%	0,1656

Fonte: Elaboração própria

No que respeita à França o número de notícias boas foi inferior ao número de notícias más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 33 notícias, e 48 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 60% dos retornos anormais médios são positivos e 40% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado obrigacionista reagiu de forma maioritariamente positiva às notícias boas. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio essencialmente negativo, contudo no terceiro e segundo dia após as notícias, o retorno anormal médio é positivo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente positivos, o que demonstra que os mercados obrigacionistas reagem de forma positiva às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 23 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da França por tipo de notícias

FR						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	-0,0817%	-0,0464	0,0051%	0,0029	-0,0766%	-0,0435
0	1,5916%	0,9041	-1,2326%	-0,7002	0,3590%	0,2039
1	0,2311%	0,1313	-0,2285%	-0,1298	0,0027%	0,0015
2	0,2416%	0,1372	-0,0044%	-0,0025	0,2372%	0,1347
3	0,1307%	0,0743	0,2456%	0,1395	0,3763%	0,2138

Fonte: Elaboração própria

No que respeita ao mercado obrigacionista italiano o número de notícias boas foi inferior ao número de notícias más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 39 notícias, e 42 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 60% dos retornos anormais médios são positivos e 40% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado obrigacionista reagiu de forma maioritariamente positiva às notícias boas. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio essencialmente negativo, contudo no segundo e terceiro dia após as notícias, o retorno anormal médio é positivo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente negativos, o que demonstra que os mercados obrigacionistas reagem de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 24 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Itália por tipo de notícias

IT						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	-0,2774%	-0,1452	-0,6244%	-0,3268	-0,9018%	-0,4721
0	1,4207%	0,7437	-1,8608%	-0,9740	-0,4401%	-0,2304
1	0,2435%	0,1274	-0,5911%	-0,3094	-0,3476%	-0,1820
2	0,4084%	0,2138	0,1584%	0,0829	0,5668%	0,2967
3	0,0748%	0,0392	0,1374%	0,0719	0,2122%	0,1111

Fonte: Elaboração própria

Relativamente à Grécia o número de notícias boas foi inferior ao número de notícias más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 38 notícias, e 43 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 60% dos retornos anormais médios são positivos e 40% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado obrigacionista reagiu de forma maioritariamente positiva às notícias boas, com exceção do segundo dia após as notícias, no

qual se verificam retornos anormais médios negativos. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio essencialmente negativo, contudo no segundo dia após as notícias, o retorno anormal médio é positivo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente negativos, o que demonstra que os mercados obrigacionistas reagem de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 25 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Grécia por tipo de notícias

GR						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	0,4894%	0,1150	0,0838%	0,0197	0,5732%	0,1347
0	1,8891%	0,4439	-2,1046%	-0,4945	-0,2155%	-0,0506
1	0,6209%	0,1459	-0,9090%	-0,2136	-0,2881%	-0,0677
2	-2,1045%	-0,4945	0,1600%	0,0376	-1,9445%	-0,4569
3	0,3371%	0,0792	-0,0269%	-0,0063	0,3102%	0,0729

Fonte: Elaboração própria

No que respeita a Portugal o número de notícias boas foi inferior ao número de notícias más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 38 notícias, e 43 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 50% dos retornos anormais médios são positivos e 50% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado obrigacionista reagiu de forma maioritariamente positiva às notícias boas, com exceção do dia após as notícias, no qual se verificam retornos anormais médios negativos. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio essencialmente negativo, contudo no terceiro dia após as notícias, o retorno anormal médio é positivo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente positivos, o que demonstra que os mercados obrigacionistas reagem de forma positiva às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 26 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista de Portugal por tipo de notícias

PT						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	-0,0951%	-0,0349	0,3585%	0,1316	0,2633%	0,0967
0	1,5398%	0,5654	-2,1371%	-0,7847	-0,5973%	-0,2193
1	-0,0531%	-0,0195	-0,6996%	-0,2569	-0,7528%	-0,2764
2	0,4720%	0,1733	-0,3686%	-0,1353	0,1035%	0,0380
3	0,2007%	0,0737	0,0283%	0,0104	0,2290%	0,0841

Fonte: Elaboração própria

No que respeita à Alemanha o número de notícias boas foi superior ao número de notícias más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 42 notícias, e 39 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 60% dos retornos anormais médios são positivos e 40% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado obrigacionista reagiu de forma maioritariamente positiva às notícias boas, com exceção do dia após as notícias, no qual se verificam retornos anormais médios negativos. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio essencialmente negativo, contudo no primeiro e terceiro dia após as notícias, o retorno anormal médio é positivo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente negativos, o que demonstra que os mercados obrigacionistas reagem de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 27 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Alemanha por tipo de notícias

DE						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	0,0432%	0,0187	-0,0765%	-0,0331	-0,0333%	-0,0144
0	2,0830%	0,9025	-1,2851%	-0,5568	0,7979%	0,3457
1	-0,3833%	-0,1661	0,3675%	0,1592	-0,0158%	-0,0068
2	0,0806%	0,0349	-0,1329%	-0,0576	-0,0523%	-0,0227
3	0,0016%	0,0007	0,6684%	0,2896	0,6701%	0,2903

Fonte: Elaboração própria

Relativamente ao mercado obrigacionista espanhol o número de notícias boas foi superior ao número de notícias más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 41 notícias, e 40 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 30% dos retornos anormais médios são positivos e 70% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado obrigacionista reagiu de forma maioritariamente negativa às notícias boas, com exceção do próprio dia das notícias, no qual se verificam retornos anormais médios positivos. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio essencialmente negativo, contudo no segundo e terceiro dia após as notícias, o retorno anormal médio é positivo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados maioritariamente negativos, o que demonstra que os mercados obrigacionistas reagem de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 28 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista de Espanha por tipo de notícias

ES						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	-0,0884%	-0,0407	-0,5999%	-0,2760	-0,6883%	-0,3167
0	1,7289%	0,7955	-2,3440%	-1,0785	-0,6151%	-0,2830
1	-0,0435%	-0,0200	-0,6729%	-0,3096	-0,7164%	-0,3296
2	-0,0750%	-0,0345	0,1949%	0,0897	0,1199%	0,0551
3	-0,4259%	-0,1960	0,6270%	0,2885	0,2011%	0,0925

Fonte: Elaboração própria

Relativamente ao Reino Unido o número de notícias boas foi superior ao número de notícias más, uma vez que foram classificadas como sendo boas 46 notícias, e 35 foram classificadas como sendo más. Através da tabela verifica-se que 30% dos retornos anormais médios são positivos e 70% são negativos. No entanto tal como se pode observar na tabela, o mercado obrigacionista reagiu de forma maioritariamente negativa às notícias boas, com exceção do dia do anúncio e do terceiro dia após o mesmo, no qual se verificam retornos anormais médios positivos. Para as más notícias observa-se um retorno anormal médio essencialmente negativo, contudo no dia das notícias, o retorno anormal médio é positivo.

Verificam-se ainda retornos anormais médios acumulados negativos, o que demonstra que os mercados obrigacionistas reagem de forma negativa às notícias de política monetária do BCE.

Tabela 29 - Resultados dos retornos anormais médios e dos retornos anormais médios acumulados no mercado obrigacionista da Alemanha por tipo de notícias

GB						
Dia	\overline{AR} Boas	Teste θ_1	\overline{AR} Más	Teste θ_1	\overline{CAR}	Teste θ_2
-1	-0,0596%	-0,0280	-0,3154%	-0,1484	-0,3749%	-0,1765
0	0,8182%	0,3851	-1,2131%	-0,5710	-0,3949%	-0,1859
1	-0,3641%	-0,1714	0,1653%	0,0778	-0,1989%	-0,0936
2	-0,4471%	-0,2104	-0,4189%	-0,1972	-0,8660%	-0,4076
3	0,0169%	0,0079	-0,2882%	-0,1356	-0,2713%	-0,1277

Fonte: Elaboração própria

6. CONCLUSÃO

Após a crise financeira de 2008, o BCE tentou implementar diversas medidas de política monetária, desde as mais, até às menos convencionais, como forma de ultrapassar a crise.

O principal objetivo deste trabalho de investigação consiste em avaliar o impacto dos anúncios de política monetária do BCE sobre os preços das ações de diversos países da zona euro nomeadamente, Alemanha, Áustria, Bélgica, Eslovénia, Espanha, França, Grécia, Irlanda, Itália, Portugal, e Reino Unido. Adicionalmente avaliamos também o impacto dos mesmos anúncios sobre o preço das obrigações do tesouro dos mesmos países da zona euro, obrigações estas com um prazo de 10 anos.

O principal foco desta dissertação são os países da zona euro, com especial atenção em Portugal, Irlanda, Itália, Grécia e Espanha, países estes que se encontram numa posição bastante delicada dentro da zona euro, visto que foram os países que mais sofreram com a crise.

Para a nossa análise recolhemos dados relativos ao período que vai desde 1 de janeiro de 2008 a 31 de dezembro de 2012, nomeadamente datas dos anúncios de política monetária do BCE perfazendo um total de 91 notícias, e cotações dos principais índices bolsistas da zona euro, assim como cotações diárias relativas às obrigações do tesouro a 10 anos.

Após a aplicação da metodologia de estudo de eventos, e posterior análise dos resultados relativos aos retornos anormais médios, e retornos anormais médios acumulados, constatou-se que de facto os anúncios de política monetária do BCE têm influência no mercado acionista e obrigacionista da zona euro, tal como já havia sido comprovado por Kurihara (2014), constatou-se ainda que os índices bolsistas, assim como os preços das obrigações do tesouro, reagem de forma distinta às boas e más notícias.

No que diz respeito ao mercado acionista, os nossos resultados revelam um maior impacto das más notícias sobre o preço das ações, ao invés das boas notícias. Resultados estes que vão de encontro às conclusões retiradas por Hayo & Kutan (2005), que referem um maior impacto das más notícias ao invés das boas, apoiando também os resultados de Beber & Brandt, (2010) que no seu estudo acerca da reação do mercado de obrigações a diferentes tipos de notícias, boas e más, durante períodos de expansão e recessão económica, referem a existência de evidências de um maior impacto das más notícias sobre o retorno das obrigações em períodos de recessão. Verificamos que no mercado de obrigações da zona euro, tal como no mercado de ações, o impacto das más notícias é superior ao das boas.

Relativamente à reação dos mercados de ações da zona euro às notícias de política monetária do BCE, concluímos também, através da análise do retorno anormal médio acumulado, que, não se verifica uma tendência linear em todos os países, contudo existem alguns países que apresentam

tendências semelhantes, tal como Portugal, Espanha, e Itália que apresentam maioritariamente retornos anormais acumulados positivos, que se traduzem em aumentos do preço das ações. Nos restantes países as reações aos eventos são maioritariamente negativas, uma vez que em quase todos os dias da janela de eventos são apresentados retornos anormais negativos, o que em termos do valor das ações traduz-se num decréscimo do seu preço.

Relativamente ao mercado obrigacionista chegamos de igual forma à conclusão de que as más notícias apresentam um impacto superior sobre o valor das obrigações, o que vai de encontro ao estudo de Beber & Brandt, (2010) e Hayo & Kutan (2005). Relativamente à análise em termos de países verificamos que, na Alemanha, Reino Unido, e Finlândia existe uma reação positiva aos eventos, o que se traduz em retornos anormais positivos no próprio dia dos eventos. Nos restantes países a reação aos eventos é oposta traduzindo-se maioritariamente em retornos anormais negativos, existindo desta forma um maior risco de mercado.

Apesar das evidências apresentadas relativamente à classificação das notícias em boas e más, é importante referir que são vários estudos que enunciam a falta de uma regra explícita acerca do diferente impacto causado pelas boas e más notícias (Kutan, Muradoglu e Sudjana, 2012; Kosmidou et al., 2014).

Importa ainda referir que, regra geral, na zona euro, as notícias de política monetária do BCE, apresentam de acordo com o nosso estudo um maior impacto sobre o mercado obrigacionista do que sobre o mercado acionista, o que contraria os resultados de Hayo e Kutan (2005), já que estes autores encontram evidências de impactos significativos no mercado acionista e no mercado obrigacionista encontram apenas impactos residuais.

Identificámos algumas limitações no nosso estudo que sugerem algumas direções interessantes para futuras pesquisas. Inicialmente podemos apontar a ausência de pequenas frações de dados dentro do período em análise, assim como a ausência de alguns países a zona euro. O facto de adotarmos a tradicional metodologia do estudo de eventos, que apesar de ter inerentes as vantagens da simplicidade, a hipótese da utilização de um número limitado de observações, apresenta também algumas limitações. A principal limitação da referida metodologia advém do período de tempo específico que foi utilizado, 1 de janeiro de 2008 a 31 de dezembro de 2012, uma vez que durante o mesmo ocorreu uma frequência anormal de intervenções políticas. Outra das limitações inerentes ao estudo é o facto de analisar apenas anúncios de política monetária, não considerando o efeito de outras intervenções políticas (nomeadamente, política fiscal, políticas do setor financeiro, e até mesmo programas de resgate). Os critérios de seleção e classificação limitam também o presente estudo, uma vez que a classificação utilizada é um pouco subjetiva. Além disso, seria interessante investigar se o efeito dos anúncios do BCE depende das características dos diferentes países da zona euro, identificando os determinantes das diferentes reações. Poderiam também ser realizados

estudos abordando uma metodologia distinta, de forma a comparar resultados e verificar qual o método mais correto.

Apesar de a presente dissertação se focar essencialmente no impacto das decisões de política monetária no mercado acionista e obrigacionista, o impacto das decisões de política monetária de forma individual, representa também uma importante temática de estudo que poderia ser estudada e aprofundada posteriormente, visto que são já alguns autores que se focaram no estudo de algumas dessas medidas específicas de política monetária não convencional.

Por exemplo Szczerbowicz (2015) estudou o impacto de algumas das medidas de política monetária não convencionais do BCE, sobre os custos bancários e empréstimos do governo. O autor estudou o efeito da compra de ativos, assim como os anúncios de liquidez excecionais sobre os mercados financeiros, mercados de obrigações cobertas, e os mercados de títulos soberanos. Os resultados revelaram que as medidas excecionais de liquidez reduziram significativamente as tensões no mercado monetário, perceberam também que as compras de ativos foram as mais eficazes na redução dos custos de refinanciamento dos bancos e governos, na presença de alto risco soberano, conclusão esta mais tarde apoiada por Eser & Schwaab (2016).

Eser & Schwaab (2016) foram autores que também procuraram estudar o impacto das medidas de política monetária não convencionais, focando-se essencialmente no programa dos mercados de valores mobiliários (Securities Markets Programme - SMP). Os autores avaliaram o impacto desta medida em cinco mercados de obrigações da zona euro: Grécia, Espanha, Irlanda, Itália e Portugal, abrangendo o período de 2004 a 2014. Os resultados do estudo empírico levaram os autores a concluir que a referida política tem de facto um efeito significativo sobre o rendimento dos títulos europeus contudo, segundo Eser & Schwaab (2016) apesar dos grandes efeitos evidenciados a implementação do SMP não foi suficiente para combater a crise de dívida soberana da zona euro.

7. REFERÊNCIAS

- Aït-Sahalia, Y., Andritzky, J., Jobst, A., Nowak, S., & Tamirisa, N. (2012). Market response to policy initiatives during the global financial crisis. *Journal of International Economics*, 87(1), 162–177. <http://doi.org/10.1016/j.jinteco.2011.12.001>
- BCE. (2005). A EXECUÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA NA ÁREA DO EURO.
- Beber, A., & Brandt, M. W. (2010). When it cannot get better or worse: The asymmetric impact of good and bad news on bond returns in expansions and recessions. *Review of Finance*, 14(1), 119–155. <http://doi.org/10.1093/rof/rfp006>
- Bernanke. (2009). United States of America Financial Crisis Inquiry Commission Closed Session Ben Bernanke Chairman of the Federal Reserve.
- Bernanke, B. S., & Kuttner, K. N. (2005). What explains the stock market's reaction to federal reserve policy? *Journal of Finance*, 60(3), 1221–1257. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2005.00760.x>
- Bernanke, B. S., Reinhart, V. R., & Sack, B. P. (2004). Monetary Policy Alternatives at the Zero Bound: An Empirical Assessment. *Brookings-Wharton Papers on Financial Services*, (1), 453–463. <http://doi.org/10.1353/pfs.2000.0015>
- Binder, J. (1998). The Event Study Methodology Since 1969. *Review of Quantitative Finance and Accounting*, 11(2), 111–137. <http://doi.org/10.1023/A:1008295500105>
- Buiter, W. H. (2008). Quantitative easing and qualitative easing: A terminological and taxonomic proposal. *Financial Times, Wilhelm Buiter's Mavercon Blog*. Retrieved from blogs.ft.com/maverecon/2008/12/quantitative-easing-and-qualitative-easing-a-terminological-and-taxonomic-proposal/#axzz3ZeeiqW4t
- Campbell, J. Y., Lo, A. W., & MacKinlay, A. C. (1997). The econometrics of financial markets. *Journal of Empirical Finance*, 3(1), 15–102. [http://doi.org/10.1016/0927-5398\(95\)00020-8](http://doi.org/10.1016/0927-5398(95)00020-8)
- Carpenter, S., Demiralp, S., & Eisenschmidt, J. (2014). The effectiveness of non-standard monetary policy in addressing liquidity risk during the financial crisis: The experiences of the Federal Reserve and the European Central Bank. *Journal of Economic Dynamics and Control*, 43, 107–129. <http://doi.org/10.1016/j.jedc.2014.03.005>

- Conselho do BCE. (2015). Orientação (UE) do BCE relativa ao enquadramento para a implementação da política monetária do Eurosistema, (3).
- Cunha, L. (2014). O impacto das intervenções de Mario Draghi.
- ECB. (2010). The Ecb ' S Response To the Financial Crisis. *ECB Monthly Bulletin*, (109), 59–74.
- ECB. (2011). The Ecb ' S Non-Standard Measures – Impact and Phasing-Out. *Ecb*, (July), 55–70.
- Eser, F., Amaro, M. C., Iacobelli, S., & Rubens, M. (2012). The Use of the Eurosystem's Monetary Policy Instruments and Operational Framework Since 2009, (1).
- Eser, F., & Schwaab, B. (2016). Evaluating the impact of unconventional monetary policy measures : Empirical evidence from the ECB ' s Securities Markets Programme. *Journal of Financial Economics*, 119(1), 147–167. <http://doi.org/10.1016/j.jfineco.2015.06.003>
- Falagiarda, M., & Reitz, S. (2015). Announcements of ECB unconventional programs: Implications for the sovereign spreads of stressed euro area countries. *Journal of International Money and Finance*, 53, 276–295. <http://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.02.005>
- Fama, E. (1991). Efficient Capital Markets: II. *Journal of Finance*, 46(5), 1575–1617. <http://doi.org/10.1111/j.1540-6261.1991.tb04636.x>
- Fama, E., Fisher, L., Jensen, M., & Roll, R. (1969). The Adjustment Of Stock Prices To New Information. *International Economic Review*, 10(1), 1–21. <http://doi.org/10.2307/2525569>
- Farmer, R. (2012). Qualitative Easing: How it Works and Why it Matters. *Nber.Org*, (September). <http://doi.org/10.3386/w18421>
- Fiordelisi, F., Galloppo, G., & Ricci, O. (2014). The effect of monetary policy interventions on interbank markets, equity indices and G-SIFIs during financial crisis. *Journal of Financial Stability*, 11(1), 49–61. <http://doi.org/10.1016/j.jfs.2013.12.002>
- Fратиanni, M., & Marchionne, F. (2013). The banking bailout of the subprime crisis: Was the bang worth the buck? *Journal of International Financial Markets, Institutions and Money*, 23(1), 240–264. <http://doi.org/10.1016/j.intfin.2012.08.004>
- Gameiro, I. M., Soares, C., & Sousa, J. (2011). POLÍTICA MONETÁRIA E ESTABILIDADE FINANCEIRA : UM DEBATE EM ABERTO *.

- Haitsma, R., Unalmis, D., & De Haan, J. (2016). The impact of the ECB's conventional and unconventional monetary policies on stock markets. *Journal of Macroeconomics*. <http://doi.org/10.1016/j.jmacro.2016.02.004>
- Hayo, B., & Kutan, A. M. (2005). IMF-related news and emerging financial markets. *Journal of International Money and Finance*, 24(7), 1126–1142. <http://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2005.08.007>
- Hayo, B., & Neuenkirch, M. (2015). Central bank communication in the financial crisis: Evidence from a survey of financial market participants. *Journal of International Money and Finance*, 59, 166–181. <http://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2015.09.001>
- Hayo, B., & Niehof, B. (2011). Identification Through Heteroscedasticity in a Multicountry and Multimarket Framework *.
- Hussain, S. M. (2011). Simultaneous monetary policy announcements and international stock markets response: An intraday analysis. *Journal of Banking and Finance*, 35(3), 752–764. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2010.09.002>
- Jansen, D. W., & Tsai, C. L. (2010). Monetary policy and stock returns: Financing constraints and asymmetries in bull and bear markets. *Journal of Empirical Finance*, 17(5), 981–990. <http://doi.org/10.1016/j.jempfin.2010.08.002>
- Kim, S. J., & Sheen, J. (2001). Minute-by-minute dynamics of the Australian bond futures market in response to new macroeconomic information. *Journal of Multinational Financial Management*, 11(2), 117–137. [http://doi.org/10.1016/S1042-444X\(00\)00046-3](http://doi.org/10.1016/S1042-444X(00)00046-3)
- Kosmidou, K. V., Kousenidis, D. V., & Negakis, C. I. (2015). The impact of the EU/ECB/IMF bailout programs on the financial and real sectors of the ASE during the Greek sovereign crisis. *Journal of Banking and Finance*, 50, 440–454. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.03.008>
- Kurihara, Y. (2014). Do European Central Bank Announcements Influence Stock Prices and Exchange Rates ?, 4(4), 1–14.
- Kutner, L., & Armstrong, A. (2012). Market Reaction to Information Shocks—Does the Bloomberg and Briefing.com Survey Matter? *Communications in Information Literacy*, 6(1), 24–33. <http://doi.org/10.1002/fut.21564>

- Li, W., Wong, M. C. S., & Cenev, J. (2015). High Frequency Analysis of Macro News Releases on the Foreign Exchange Market: A Survey of Literature. *Big Data Research*, 2(1), 33–48. <http://doi.org/10.1016/j.bdr.2015.02.003>
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, XXXV(March), 13–39. <http://doi.org/10.2307/2729691>
- Meier, A. (2009). Panacea, Curse, or Nonevent? Unconventional Monetary Policy in the United Kingdom. *IMF Working Papers*, 9(163), 1. <http://doi.org/10.5089/9781451873108.001>
- Mishkin, F. S. (2010). Over the Cliff: From the Subprime to the Global Financial Crisis. *Journal of Economic Perspectives*, 25(1), 49–70. <http://doi.org/10.1257/jep.25.1.49>
- Paiardini, P. (2014). The impact of economic news on bond prices: Evidence from the MTS platform. *Journal of Banking and Finance*, 49, 302–322. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.08.007>
- Parlamento Europeu. (2015). Flexibilização quantitativa: o que é e qual o objetivo? Retrieved September 28, 2016, from <http://www.europarl.europa.eu/news/pt/news-room/20150320STO36308/flexibiliza%C3%A7%C3%A3o-quantitativa-o-que-%C3%A9-e-qual-o-objetivo>
- Pennathur, A., Smith, D., & Subrahmanyam, V. (2014). The stock market impact of government interventions on financial services industry groups: Evidence from the 2007-2009 crisis. *Journal of Economics and Business*, 71, 22–44. <http://doi.org/10.1016/j.jeconbus.2013.08.002>
- Rainha, D. (2013). Política Monetária sob “ Zero Lower Bound ,” 1–69. Retrieved from <http://repositorio-aberto.up.pt/handle/10216/70255>
- Ricci, O. (2015). The impact of monetary policy announcements on the stock price of large European banks during the financial crisis. *Journal of Banking & Finance*, 52, 245–255. <http://doi.org/10.1016/j.jbankfin.2014.07.001>
- Rogers, J. H., Scotti, C., & Wright, J. H. (2014). Evaluating asset-market effects of unconventional monetary policy: a multi-country review. *Economic Policy*, 29(80), 749–799. JOUR. Retrieved from <http://economicpolicy.oxfordjournals.org/content/29/80/749.abstract>
- Swagel, P. (2009). The Financial Crisis: An Inside View. *Brookings Papers on Economic Activity*, 2009(1), 1–63. <http://doi.org/10.1353/eca.0.0044>

Szczerbowicz, U. (2015). The ECB unconventional monetary policies: Have they lowered market borrowing costs for banks and governments? *International Journal of Central Banking*, 11(4), 91–127.

Wang, S., & Mayes, D. G. (2012). North American Journal of Economics and Finance Monetary policy announcements and stock reactions: An international comparison. *North American Journal of Economics and Finance*, 23(2), 145–164.
<http://doi.org/10.1016/j.najef.2012.02.002>