

MESTRADO
ECONOMIA E POLÍTICAS PÚBLICAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO DA INSTABILIDADE GOVERNATIVA NOS
MERCADOS FINANCEIROS: UMA ANÁLISE CAUSAL DA CRISE
POLÍTICA DE JULHO DE 2013 EM PORTUGAL ATRAVÉS DO
*SYNTHETIC CONTROL METHOD***

TOMÁS SARAIVA PEREIRA DE OLIVEIRA PIRES

JULHO DE 2026

MESTRADO
ECONOMIA E POLÍTICAS PÚBLICAS

TRABALHO FINAL DE MESTRADO
DISSERTAÇÃO

**O IMPACTO DA INSTABILIDADE GOVERNATIVA NOS
MERCADOS FINANCEIROS: UMA ANÁLISE CAUSAL DA CRISE
POLÍTICA DE JULHO DE 2013 EM PORTUGAL ATRAVÉS DO
*SYNTHETIC CONTROL METHOD***

TOMÁS SARAIVA PEREIRA DE OLIVEIRA PIRES

ORIENTAÇÃO:

PROFESSOR DOUTOR JOÃO PEREIRA DOS SANTOS

JULHO DE 2026

Agradecimentos

Porque nada concretizamos a sós, deixo um agradecimento a todos os que me acompanharam neste percurso. À minha família, pelo apoio, pela estrutura e pelo privilégio das oportunidades que me deram e que me permitiram chegar até aqui. À Raquel, pelo amor, paciência e pela firmeza de nunca me deixar fugir dos desafios. A quem partiu, pela sabedoria e ternura que permanece em mim, na memória, como inspiração.

Ao Professor João Pereira dos Santos, um agradecimento especial pela orientação que tornou possível a realização desta dissertação, marcada pela disponibilidade constante, pela confiança e pelos conselhos valiosos que me deu ao longo de todo o processo. À Professora Elsa Fontainha, um obrigado pela crença e motivação ao longo do mestrado.

*Non quia difficilia sunt, non audemus,
sed quia non audemus, difficilia sunt.*

— Séneca, *Cartas a Lucílio*

Em memória de:

Maria Amélia de Jesus Saraiva

Maria Angélica Pacheco e Silva

Declaração sobre o uso de Inteligência Artificial

Declaro que, na elaboração da presente dissertação, utilizei ferramentas de Inteligência Artificial (SciSpace, NotebookLM, ChatGPT, Claude), principalmente como apoio à revisão linguística e gramatical, à geração e revisão de código e à pesquisa e organização inicial da literatura. A sua utilização assentou numa interpretação e revisão crítica por mim, pelo que assumo responsabilidade pelo trabalho elaborado.

Resumo

A presente dissertação examina o impacto causal da crise política portuguesa de julho de 2013, conhecida como “O Irrevogável”, sobre as *yields* das obrigações soberanas portuguesas no mercado secundário e no índice bolsista PSI-20. Este choque político súbito, desencadeado pelas demissões sucessivas do Ministro das Finanças e do Ministro dos Negócios Estrangeiros — e líder do partido minoritário, mas essencial da coligação governante — ocorreu num contexto de grave crise socioeconómica, marcado por um programa de austeridade e por intenso escrutínio internacional. Neste enquadramento, este episódio constitui-se como uma oportunidade para identificar de forma causal os efeitos do choque de incerteza política nos mercados financeiros de uma pequena economia avançada, mas fragilizada. O efeito causal é estimado através do *Synthetic Control Method (SCM)*, aplicado a dados diários das variáveis analisadas num contexto de elevada volatilidade. Os resultados indicam um aumento das *yields* soberanas no período pós-tratamento, com *gaps* médios de 38,2% na maturidade a 2 anos, 18,8% na maturidade a 5 anos e 6,0% na maturidade a 10 anos, evidenciando um impacto particularmente expressivo no curto e médio prazo e que estabiliza no pós-evento; em contraste, não se verificam efeitos estatisticamente significativos no PSI-20. Esta divergência sugere uma dissociação entre o mercado obrigacionista e acionista em resposta a choques políticos idiossincráticos e contribui para a literatura sobre a instabilidade política e os mercados financeiros.

Palavras-chave: Instabilidade Política; Incerteza Política; *Synthetic Control Method (SCM)*; *Yields*; Índice Bolsista; O Irrevogável;

Códigos JEL: C23; D81; D72; G01; G12;

Abstract

This dissertation examines the causal impact of the Portuguese political crisis of July 2013, known as "O Irrevogável", on Portuguese sovereign bond yields in the secondary market and on the PSI-20 stock index. This sudden political shock, triggered by the successive resignations of the Finance Minister and the Foreign Affairs Minister — who was also the leader of the minority but essential party in the government coalition — occurred in the context of severe socioeconomic crisis, marked by an austerity programme and intense international scrutiny. In this setting, this episode constitutes a propitious opportunity to causally identify the effects of a political uncertainty shock on the financial markets of a small advanced, but weakened, economy. The causal effect is estimated through the Synthetic Control Method (SCM), applied to daily data on the variables under analysis, in a context of high volatility. The results indicate an increase in sovereign yields in the post-treatment period, with average gaps of 38.2% for 2-year maturity, 18.8% for 5-year maturity, and 6.0% for 10-year maturity, evidencing a particularly pronounced impact in the short and medium term that stabilizes in the post-event period; in contrast, no statistically significant effects are found for the PSI-20. This divergence suggests a dissociation between bond and equity markets in response to idiosyncratic political shocks and contributes to the literature on political instability and financial markets.

Keywords: Political Instability; Political Uncertainty; Synthetic Control Method (SCM); Yields; Stock Index; O Irrevogável

JEL Codes: C23; D81; D72; G01; G12;

Glossário

2Y, 5Y, 10Y - Maturidades de 2, 5 e 10 anos

BCE – Banco Central Europeu

BdP – Banco de Portugal

CDS-PP – Partido do “Centro Democrático Social – Partido Popular”

CNE – Comissão Nacional de Eleições

EPU – *Economic Policy Uncertainty Index*

ETA - Euskadi Ta Askatasuna (Grupo terrorista do País Basco)

FMI – Fundo Monetário Internacional

LOO – *Leave-one-Out*

P.b. – Pontos Base

PCC – Partido Comunista da China

P.p. – Pontos Percentuais

PAEF- Programa de Assistência Económica e Financeira

PEV – Partido Ecologista “Os Verdes”

PS – Partido Socialista

PSD – Partido Social Democrata

PSI-20 - *Portuguese Stock Index 20*

RMSPE – *Root Mean Square Prediction Error*

SCM – *Synthetic Control Method*

SUTVA - *Stable Unit Treatment Value Assumption*

TC – Tribunal Constitucional

UE – União Europeia

Índice

1. Introdução	1
2. Contextualização Institucional.....	3
2.1. A Crise Financeira Global e Contágio	3
2.2. A assistência financeira a Portugal	3
2.3. O XIX Governo Constitucional	4
2.4. O Irrevogável	4
3. Survey de Literatura	6
3.1. Introdução conceptual – Incerteza Política, Instabilidade Governativa e Risco Político	6
3.2. Fundamentos Teóricos: a incerteza política e os preços dos ativos	8
3.2.1. <i>Economic Policy Uncertainty Index (EPU)</i>	9
3.3 Efeitos da instabilidade governativa nos mercados financeiros: abordagens <i>quasi-experimentais e event study</i>	10
3.3.1. <i>Abordagens Event Study nos mercados acionistas</i>	11
3.3.2. Abordagens <i>quasi-experimentais</i> : aplicação do <i>Synthetic Control Method</i> nos estudos de instabilidade política	13
3.4. Efeitos da Instabilidade Política nas Obrigações Soberanas	14
3.4.1. <i>Determinantes do risco soberano e o papel do risco político</i>	14
3.4.2. <i>Instabilidade governativa das coligações e seus impactos</i>	14
3.4.3. <i>Evidência Empírica: Mudanças Ministeriais e Spreads Soberanos</i>	15
3.5. Efeitos sobre a Economia e as Políticas Públicas	17
3.6. Hipóteses	18
4. Metodologia	19
4.1. Descrição do Evento	19
4.2. Dados	20
4.3. O <i>Synthetic Control Method</i> e a Estratégia de Identificação	23
4.4. Desenho formal do SCM	24
4.5. Processo Inferencial: Testes de Placebo e RMSPE	26
4.6. Análise de Robustez.....	28
5. Resultados	30
5.1. Análise Descritiva	30
5.2. Evidência Empírica – aplicação do SCM	32
5.2.1. Obrigações a 2Y.....	33

5.2.2. Obrigações a 5Y.....	35
5.2.3. Obrigações a 10Y.....	36
5.2.4. PSI-20.....	38
5.3. Análise de Robustez.....	40
5.3.1. <i>Leave-One-Out (LOO)</i>	40
5.3.2. Sensibilidade à composição do conjunto doador	41
5.3.3. Placebo Temporal (2010).....	42
5.4. Discussão.....	44
6. Conclusão	48
Bibliografia	50
Anexos.....	56
Anexo I – Cronologia da crise política de julho de 2013	56
Anexo II – Tabela Síntese dos principais artigos do <i>Survey</i> de Literatura	57
Anexo III – Conjunto doador final (após exclusão) de cada Especificação presente no corpo de texto principal	60
Anexo IV – Países Excluídos do Conjunto doador, por Especificação e Motivo	61
Anexo V – Descrição das variáveis utilizadas no modelo SCM.....	62
Anexo VI – Estatísticas Descritivas das variáveis	63
Anexo VII – Tabela de Variações Diárias das Variáveis Analisadas na Janela Temporal de 1 a 24 de julho de 2013	65
Anexo VIII – Correlações de Pearson e Spearman sobre as variações diárias das variáveis entre o período 1 e 24 de julho de 2013	67
Anexo IX – Histograma da distribuição dos rácios RMSPE na Especificação Base (ordenada por ordem de variáveis analisadas 2Y, 5Y, 10Y e PSI20)	70
Anexo X – Tabelas RMSPE das variáveis analisadas na Especificação Base.....	72
Anexo XI - Tabela de <i>Gaps</i> das variáveis analisadas na Especificação Base	73
Anexo XII – <i>Gap</i> Diário entre Portugal e Controlo Sintético	74
Anexo XIII – Gráfico das maturidades 2Y, 5Y e 10Y para todo o ano de 2013	75
Anexo XIV – Gráfico do PSI-20 para todo o ano de 2013	76
Anexo XV – Amostra Total (5 preditores).....	77
Anexo XVI - Zona Euro (com 3 preditores)	80
Anexo XVII - Especificação Conservadora (com 3 preditores).....	83
Anexo XVIII – <i>Yields</i> Soberanas e PSI-20: valores diários (8 de abril a 20 de agosto 2013)	86
Anexo XIX – Tabela do <i>EPU</i> de Portugal (Morão, 2024).....	87

Índice de Figuras

Figura 1 - Yields das Obrigações Portuguesas (2, 5 e 10 anos): abril-agosto de 2013	30
Figura 2 - Índice PSI-20: abril-agosto de 2013	30
Figura 3 -Trajetória das Yields a 2 Anos: Portugal Observado VS Controlo Sintético	33
Figura 4 - Gaps nas Yields a 2 Anos: Portugal VS Placebos	34
Figura 5 - Trajetória das Yields a 5 anos: Portugal Observado VS Controlo Sintético	35
Figura 6 - Gaps nas Yields a 5 Anos: Portugal e Placebos	36
Figura 7 - Trajetória das Yields a 10 anos: Portugal Observado VS Controlo Sintético	36
Figura 8 - Gaps nas Yields a 10 Anos: Portugal e Placebos	37
Figura 9 -Trajetória do PSI-20: Portugal Observado VS Controlo Sintético	38
Figura 10 - Gaps no PSI-20: Portugal e Placebos	39
Figura 11 - Análise de Robustez Leave-One-Out: Yields a 2Y, 5Y, 10Y e PSI-20	40
Figura 12 - Análise de Robustez Placebo Temporal 2010: Trajetória das Variáveis — Portugal Observado vs. Controlo Sintético	42
Figura 13 -Análise de Robustez Amostra Total: Trajetória das Variáveis — Portugal Observado vs. Controlo Sintético	77
Figura 14 - Análise de Robustez Zona Euro: Trajetória das Variáveis — Portugal Observado vs. Controlo Sintético	80
Figura 15 - Análise de Robustez Conservadora: Trajetória das Variáveis — Portugal Observado vs. Controlo Sintético	83

Índice de Tabelas

Tabela 1 - Especificação Base: Resultados do teste de placebo e métricas de ajuste de cada variável	32
Tabela 2 - Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — maturidade 2 anos	33
Tabela 3 - Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — maturidade 5 anos	35
Tabela 4 - Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — maturidade 10 anos	36
Tabela 5 - Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — PSI-20	38
Tabela 6 - Sensibilidade à composição do conjunto doador - resultados dos testes de robustez e métricas de ajuste de cada configuração	41
Tabela 7 - Placebo Temporal 2010 - Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — yields a 2Y, 5Y, 10Y, PSI-20	42
Tabela 8 - Placebo Temporal 2010 - Resultados do teste de robustez e métricas de ajuste para cada variável	43
Tabela 9 - Amostra Total: Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — 2Y, 5Y, 10Y, PSI-20	77
Tabela 10 - Amostra Total (5 preditores) - Resultados do teste de placebo e métricas de ajuste para cada variável	78
Tabela 11 - Zona Euro: Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — 2Y, 5Y, 10Y, PSI-20	80
Tabela 12 - Zona Euro (3 preditores) - Resultados do teste de placebo e métricas de ajuste para cada variável	80
Tabela 13 - Robustez Conservadora - Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — yields a 2Y, 5Y, 10Y, PSI-20	83
Tabela 14 - Robustez Conservadora (3 preditores) - Resultados do teste de placebo e métricas de ajuste para cada variável	84

1. Introdução

A instabilidade política constitui-se como um fator institucional relevante na formação de expectativas dos investidores sobre um país, podendo afetar as perspetivas de financiamento e investimento, e consequentemente, o crescimento económico e o bem-estar (Bernhard & Leblang, 2006; Aisen & Veiga, 2013). Porém, se em contextos de normalidade, alterações ou disputas políticas se assumem parte integrante de uma democracia, podendo ser absorvidas sem efeitos expressivos, em períodos de elevada fragilidade socioeconómica e de reputação, assumem maior importância, podendo amplificar o risco e comprometer a já frágil confiança dos agentes económicos (Moser, 2007; Pástor & Veronesi, 2013; Kelly et al., 2016).

É neste preciso contexto que ocorre a crise política portuguesa de julho de 2013. Após uma forte recessão mundial, Portugal encontrava-se à data sob um exigente programa de austeridade e assistência externa, destinado a consolidar as finanças públicas e a restaurar a credibilidade do país. Tratava-se de uma conjuntura descrita como “a mais severa e traumática crise do Portugal Democrático” (Aguiar-Conraria et al., 2023, p.63), em que a estabilidade governativa se afigurava central para a confiança dos credores e parceiros internacionais quanto ao cumprimento dos compromissos financeiros assumidos por Portugal.

Este episódio teve início a 1 de julho de 2013 com a demissão de Vítor Gaspar, Ministro das Finanças e principal responsável pela condução da política orçamental e da austeridade, e aprofundou-se no dia seguinte com a demissão de Paulo Portas, Ministro dos Negócios Estrangeiros e líder do partido indispensável à maioria absoluta do XIX Governo Constitucional português, transformando uma crise de substituição ministerial numa crise de instabilidade governativa.

Deste modo, esta dissertação procura responder à seguinte questão: “Qual o efeito causal da crise política de julho de 2013 sobre as *yields* das obrigações portuguesas no mercado secundário e sobre o índice PSI-20?”, recorrendo para este efeito ao *Synthetic Control Method* (SCM) para identificar e quantificar, de forma causal, o impacto através da construção de um controlo sintético de Portugal no período.

A relevância deste tema na literatura decorre por três motivos. Em primeiro lugar, o próprio contexto já descrito, um episódio súbito de incerteza política proveniente de uma crise

de instabilidade governativa, ocorrido numa pequena economia aberta e desenvolvida da União Europeia (UE), que se encontrava sob assistência e escrutínio externos e mergulhada numa grave crise socioeconómica. A demissão de Paulo Portas materializava um desacordo, já latente, com a política de austeridade prosseguida no seio do governo, ameaçando a continuidade do executivo responsável por um ajustamento que era objeto de contestação. Esta combinação destaca-se da generalidade da literatura equiparada analisada, que tende a centrar-se em fenómenos antecipáveis – como eleições e cimeiras – ou em ruturas mais profundas – como golpes de Estado ou revoluções – e, sobretudo, em economias emergentes.

Em segundo lugar, a utilização do SCM, que, como afirmam Athey e Imbens (2017, p.9), citados por Abadie (2021, p.392, traduzido), “é indiscutivelmente a inovação mais importante na literatura de avaliação de políticas públicas dos últimos 15 anos”. Seguindo a observação do próprio criador, segundo o qual “as aplicações potenciais de controlos sintéticos na Economia são muitas” (Abadie, 2021, p.423, traduzido), a presente dissertação insere-se num conjunto de estudos que aplicam o SCM a dados financeiros de alta frequência e volatilidade, em contraste com o seu uso em dados de baixa frequência no âmbito da avaliação de políticas públicas.

Em terceiro lugar, pela própria relevância e controvérsia do Irrevogável (nome pelo qual esta crise ficou conhecida) em Portugal, cujos efeitos, segundo a investigação efetuada, ainda não foram estudados de forma causal até à data. Assim, ao fazê-lo, este estudo contribui para uma melhor compreensão das formas como a instabilidade governativa é incorporada nos preços dos ativos, em particular, numa economia desenvolvida, mas num estado de acentuada vulnerabilidade.

Após a presente Introdução, esta dissertação prossegue com uma Contextualização Institucional (Cap.2), onde se aborda o cenário global e nacional, bem como a crise política em pormenor; seguido do *Survey* de Literatura (Cap. 3) que enquadra os principais estudos sobre a temática. O Cap. 4 apresenta a Metodologia, descrevendo os dados utilizados e o SCM; já o Cap.5 expõe os Resultados e a respetiva Discussão. Por fim, a Conclusão (Cap.6) sintetiza os resultados principais e expõe possíveis investigações futuras.

2. Contextualização Institucional

2.1. A Crise Financeira Global e Contágio

A crise económico-financeira que afetou Portugal entre 2008 e 2014 teve origem na crise financeira americana de 2007 a 2009, desencadeada pelo colapso do mercado de crédito hipotecário de alto risco (*subprime*) no setor imobiliário (Aguiar-Conraria et al., 2023). Este colapso resultou de um período prolongado de concessão de empréstimos arriscados a mutuários com reduzida capacidade de pagamento, num contexto marcado por vulnerabilidades estruturais e práticas irresponsáveis no sistema financeiro (Lourtie, 2011; Thakor, 2015).

A instabilidade alastrou-se rapidamente à escala global, tornando-se a pior crise desde a Grande Depressão e ameaçando o colapso do sistema financeiro (Thakor, 2015). Este processo, a consequente recessão económica de 2009, as respetivas medidas de incentivo e, sobretudo, as vulnerabilidades estruturais associadas aos elevados níveis de défice e dívida pública nos países periféricos da Zona Euro contribuíram, em 2010, para a eclosão da crise das dívidas soberanas, que afetou particularmente estas economias e culminou, por fim, numa profunda crise económica e social (Lourtie, 2011).

2.2. A assistência financeira a Portugal

Neste enquadramento, a conjugação de um crescimento económico persistentemente fraco, da desconfiança dos mercados após os pedidos de ajuda grego e irlandês e da instabilidade política gerada pela queda do governo minoritário de José Sócrates, conduziu ao colapso das condições de financiamento do Estado e empresas portuguesas, traduzido na descida dos *ratings* para BBB- e no aumento das taxas de juro das obrigações (Lourtie, 2011).¹ Perante esta deterioração, o governo de gestão formalizou um pedido de assistência financeira a 7 de abril de 2011, que resultou no Programa de Assistência Económica e Financeira (PAEF), assinado em período pré-eleitoral pelo PS, PSD e CDS-PP com a Comissão Europeia, o BCE² e o FMI³ (a *Troika*) (Lourtie, 2011). A este compromisso correspondeu um pacote financeiro de

¹ Segundo Lourtie (2011), entre 24 de março e 4 de abril de 2011, em reação à instabilidade política portuguesa, a Fitch reduziu o *rating* português de A+ para BBB- e a Standard & Poor's de A- para BBB-, defendendo que a instabilidade política provocaria, no curto prazo, dificuldades a Portugal no acesso a apoios atempados da UE. Adicionalmente, as taxas de juro das obrigações portuguesas a dez anos subiriam de 7,367% a 23 de março para 8,767% a 5 de abril de 2011 (Lourtie, 2011).

² BCE – Banco Central Europeu

³ FMI – Fundo Monetário Internacional

78 mil milhões de euros, em contrapartida da aplicação de um conjunto exigente de medidas e reformas estruturais e de consolidação orçamental (Lourtie, 2011; Aguiar-Conraria et al., 2023).

2.3. O XIX Governo Constitucional

Foi neste contexto conturbado que o XIX Governo Constitucional tomou posse, após as eleições de 5 de junho de 2011, resultando da coligação pós-eleitoral de centro-direita entre o PSD, que obteve 38,65% (108 mandatos), e o CDS-PP, com 11,70% (24 mandatos), que permitiu assegurar a maioria absoluta na Assembleia da República (CNE⁴, 2011). Neste governo, e no âmbito desta dissertação, destacam-se três figuras centrais: Pedro Passos Coelho, Primeiro-Ministro e líder do PSD; Paulo Portas, líder do CDS-PP e originalmente Ministro de Estado e dos Negócios Estrangeiros; e Vítor Gaspar, nomeado Ministro de Estado e das Finanças e responsável pela aplicação do PAEF, cargo que lhe conferiu o título de “número dois no governo”.

Este Executivo foi o responsável pela aplicação do PAEF num ambiente de profunda crise socioeconómica e de contestação à austeridade (Estanque, 2014). O período auge da crise, entre 2011 e 2013, ficou marcado por contrações sucessivas do PIB — -1,3% (2011), -3,2% (2012), e -1,4% (2013) — e pelo aumento contínuo da taxa de desemprego — que passou de 13,5% em 2011 para 16,3% em 2013 (ano em que cerca de 60% dos desempregados eram de longa duração (>1 ano)) (BdP⁵, 2014). Simultaneamente, verificou-se uma queda acentuada no consumo privado e no sentimento económico (Aguiar-Conraria et al., 2023). Não obstante os esforços de consolidação orçamental, a dívida pública continuou a aumentar, crescendo 35 p.p. entre 2010 e 2013 e atingindo os 130,8% do PIB em 2013 (BdP, 2026). Ainda assim, o défice orçamental registou uma melhoria significativa, passando de 11,4% (2010) para 5,2% (2013) (BdP, 2026).

2.4. O Irrevogável ⁶

Perante este ambiente de contestação social e crise económica, Vítor Gaspar apresentou a sua demissão a 1 de julho de 2013, tornada pública às 15h59 (Jornal de Negócios, 2013). Na sua carta⁷, revelou ter solicitado a sua substituição pela primeira vez a 22 de outubro de 2012,

⁴ CNE – Comissão Nacional de Eleições

⁵ BdP – Banco de Portugal

⁶ A Cronologia da crise política de julho de 2013 (O Irrevogável) encontra-se presente no Anexo I.

⁷ Carta de Vítor Gaspar disponível em: <https://www.publico.pt/2013/07/01/ficheiro/a-carta-de-demissao-de-vitor-gaspar-20130701-174006>

na sequência do chumbo do Tribunal Constitucional (TC) à suspensão de subsídios de férias e Natal aos funcionários públicos e pensionistas e à crescente erosão da opinião pública em relação à austeridade. Porém, a pedido de Passos Coelho, indica que permaneceu em funções até à conclusão do sétimo exame regular da Troika, à extensão dos empréstimos europeus e à aprovação do orçamento retificativo (Gaspar, 2013; Correia 2014).

No entanto, perante a impossibilidade de concluir atempadamente o sétimo exame face à inexistência de um mandato político que o permitisse, e após o segundo chumbo do TC em abril de 2013 sobre a mesma matéria, Vítor Gaspar formalizou a sua demissão. Na carta, invocou ainda o incumprimento das metas do programa para o défice e dívida, que considerou ter minado a sua credibilidade, e afirmou acreditar que a sua decisão reforçaria a coesão governamental (Gaspar, 2013; Avillez, 2014). O efeito, porém, foi o oposto, uma vez que a nomeação imediata de Maria Luís Albuquerque por Passos Coelho para o mesmo cargo acabaria por desencadear uma crise de maior amplitude.

Paulo Portas, crítico das políticas de austeridade de Vítor Gaspar e que via na sua saída uma oportunidade para “abrir um ciclo político e económico diferente” (Portas, 2013, p.1), classificou a nomeação como “o caminho de mera continuidade” (Portas, 2013, p.1), e apresentou a sua demissão a 2 de julho de 2013, qualificando-a como “Irrevogável” (expressão que imortalizaria este episódio).⁸ Consequentemente, como líder do segundo partido da coligação, que garantia a maioria absoluta, este ato transformou a crise ministerial numa crise governativa, comprometendo a continuidade do governo e do PAEF num contexto particularmente crítico. Em resposta às duas demissões, os *media* relatavam reações negativas dos mercados financeiros, com um aumento dos juros da dívida e uma queda acentuada do PSI-20 (Silva & Aníbal, 2013).

A crise desencadeada por ambas as demissões prolongar-se-ia por mais três semanas de elevada instabilidade política e financeira. Nos dias 3 e 4 de julho, Paulo Portas reuniu-se com Passos Coelho com o objetivo de encontrar uma solução governativa (RTP; Jornal de Negócios, 2013), em reuniões caracterizadas como construtivas, num contexto em que o CDS-PP exigia um reforço de responsabilidades (Rodrigues et al., 2013). Esta reivindicação materializou-se a 6 de julho, com a nomeação de Paulo Portas como Vice-Primeiro-Ministro – e responsável pela

⁸ Carta de Paulo Portas disponível em: <https://s3.observador.pt/wp-content/uploads/2015/05/carta-de-demissao-de-paulo-portas.pdf>

negociação com a Troika – passando a ocupar o segundo lugar da hierarquia, enquanto se confirmava a manutenção de Maria Luís Albuquerque (Botelho, 2013).

A 10 de julho, contudo, o Presidente da República, Aníbal Cavaco Silva, prolongaria a crise política ao rejeitar a remodelação governamental e ao defender a formação de um “compromisso de salvação nacional” entre PSD, CDS-PP e PS, afastando simultaneamente a convocação de eleições (Antunes & Garrido, 2013). Os onze dias seguintes foram de incerteza, com o PEV⁹ anunciando uma moção de censura a 12 de julho, que foi reprovada no dia 18 de julho (RTP, 2013; Lusa, 2013).

A 21 de julho, o Presidente da República recuou na sua posição e, numa intervenção pública, lamentou a inexistência de um acordo entre os três maiores partidos - a que chamaria de “solução ideal” - aprovando a nova configuração do Executivo (Expresso, 2013).¹⁰ Este momento assinalou o início do fim da crise política, que se encerraria formalmente a 24 de julho, com a tomada de posse de Paulo Portas nas novas funções (Abreu, 2013).¹¹

3. Survey de Literatura

3.1. Introdução conceptual – Incerteza Política, Instabilidade Governativa e Risco Político

A ligação entre a política e a economia é indiscutível, com cada uma influenciando e moldando a outra. Não surpreende, por isso, que o estudo dos efeitos da política na economia constitua um campo amplamente estudado. Dentro deste, uma área específica que ganhou particular relevância na última década, na sequência da crise financeira de 2008 e subsequentes crises das dívidas soberanas (Baker et al, 2016): a análise do impacto da incerteza política (e suas causas) na economia, e respetivamente, nos mercados financeiros (Pástor & Veronesi, 2012, 2013; Kelly et al., 2016; Handler & Jankowitsch, 2025)

No centro deste tópico encontra-se o conceito de incerteza política. Embora não exista uma definição única, com base na literatura analisada, este termo pode ser entendido como a incerteza proveniente de possíveis mudanças na liderança política de um país e das futuras ações

⁹ PEV – Partido Ecologista "Os Verdes"

¹⁰ Discurso de Cavaco Silva disponível em: <https://expresso.pt/politica/o-discurso-de-cavaco-silva-da-integra=f821927>

¹¹ Na mesma ocasião, Rui Machete (antigo presidente do PSD), assumiu o cargo de Ministro de Estado e Negócios Estrangeiros e António Pires de Lima (presidente do Conselho Nacional do CDS) substituiu Álvaro Santos Pereira na pasta da Economia (Abreu, 2013).

e políticas governamentais (Pástor & Veronesi, 2012, 2013; Kelly et al., 2016; Çolak et al., 2017). Ou seja, este conceito engloba tanto a instabilidade política e governativa, como a incerteza em torno das futuras políticas económicas, fiscais, regulatórias, entre outras.

Por sua vez, a instabilidade política é definida como a propensão para mudança no poder executivo, por meios constitucionais ou inconstitucionais (Alesina et al., 1996; Moser, 2007). Trata-se de um conceito amplo¹², que inclui tanto mecanismos próprios do processo democrático e constitucional, como eleições, quedas e crises internas de um governo, e substituições ou renúncias ministeriais; como mecanismos mais extremos e inconstitucionais, como golpes de Estado, revoluções, assassinatos e até guerras (Moser, 2007; Aisen & Veiga, 2013). Face a esta amplitude conceptual, e uma vez que diferentes fontes de instabilidade geram riscos de magnitudes e naturezas distintas (Hurwitz, 1973), a presente dissertação utilizará a expressão instabilidade governativa¹³¹⁴ para se referir à instabilidade proveniente do processo constitucional e democrático, com especial destaque para crises internas de um governo.

Consequentemente, ao colocar em causa a própria estabilidade de um executivo, a instabilidade governativa sinaliza uma possível rutura na continuidade das políticas em curso, constituindo-se ela própria uma fonte de incerteza (Alesina et al., 1996; Bernhard & Leblang, 2006). Esta ameaça à continuidade, por sua vez, configura o que Moser (2007), citando Bilson et al. (2002), designa por risco político, que surge de potenciais ações de um governo ou outras forças domésticas que ameaçam os retornos esperados de um investimento.

Por último, o mecanismo teórico pelo qual este risco é transmitido aos mercados financeiros assenta na forma semiforte da Hipótese dos Mercados Eficientes (HME) de Fama (1970), segundo a qual os preços dos ativos ajustam-se de forma eficiente à informação publicamente disponível.

¹² “O conceito de estabilidade política é um excelente exemplo da ambiguidade e confusão existentes na investigação em ciência política no que diz respeito à formação de conceitos, operacionalização e medição” (Hurwitz, 1973, p.449, traduzido).

¹³ Moser (2007) subcategoriza o conceito de instabilidade governativa aqui utilizado, indicando: que “as eleições e as crises políticas ou governamentais (refletidas na mudança do ministro das Finanças) constituem dois tipos distintos de instabilidade política” (Moser, 2007, p.11, traduzido).

¹⁴ “As mudanças de gabinete podem também ser vistas como um indicador de instabilidade dentro do regime, ou instabilidade governamental. Uma vez que a variável mudanças de gabinete está associada a duas dimensões de instabilidade política estreitamente relacionadas com a incerteza política, acreditamos que constitui o melhor *proxy* disponível para a instabilidade política” (Aisen & Veiga, 2013, p.153, traduzido).

3.2. Fundamentos Teóricos: a incerteza política e os preços dos ativos

Estabelecido o enquadramento geral definido pela HME, importa compreender através de que mecanismos económicos a incerteza política é efetivamente precificada nos ativos financeiros. A este respeito, os contributos de Pástor e Veronesi (2012, 2013) constituem-se como uma das principais bases teóricas na temática.

Recorrendo a um modelo teórico de equilíbrio geral¹⁵, em que os agentes económicos (governo e investidores) partilham crenças comuns sobre os efeitos da política em vigor e as vão atualizando à medida que observam a rentabilidade realizada, Pástor e Veronesi (2012) demonstram que a incerteza política é precificada sobretudo pelo aumento das taxas de desconto exigidas pelos investidores, cujo efeito de baixa sobre os preços supera o efeito de alta gerado pela melhoria esperada dos fluxos de caixa das empresas com a nova política. Em consequência, os preços das ações caem, em média, no momento do anúncio, ainda que a nova política melhore as perspetivas de rentabilidade, enquanto o prémio de risco e a volatilidade crescem, reforçando o efeito negativo sobre o retorno esperado.

A extensão de Pástor e Veronesi (2013), por sua vez, colmata a ausência de estudos teóricos sobre o impacto das notícias. Nesta revisão do modelo¹⁶, os agentes passam a aprender antecipadamente sobre os custos políticos das medidas através de um fluxo contínuo de sinais obtidos pelas notícias, o que desloca o foco da análise do efeito imediato do anúncio para o efeito persistente das notícias políticas. As conclusões não só reforçam as de Pástor e Veronesi (2012), como evidenciam um círculo vicioso entre incerteza política, os seus efeitos e as condições económicas. Os autores demonstram que o aumento da incerteza torna os sinais políticos mais fortes, elevando a volatilidade das ações e a correlação entre elas, uma vez que tais sinais afetam transversalmente todas as empresas. Consequentemente, por se tratar de um

¹⁵ Pástor e Veronesi (2012) procuram analisar como as mudanças nas políticas prosseguidas por um governo, e a incerteza por elas provocadas, afetam os preços das ações num ambiente teórico. Para isto, os autores recorrem a um modelo de equilíbrio geral, no qual a rentabilidade das empresas segue um processo estocástico afetado pela política em vigor. Neste modelo, o efeito da política é incerto, com o governo e os investidores aprendendo sobre os efeitos desta política e atualizando as suas estimativas e crenças com base na rentabilidade realizada. Ou seja, ambos os agentes iniciam o modelo com crenças prévias comuns quanto ao impacto da política na rentabilidade, atualizando-as à medida que recebem nova informação. Adicionalmente, o governo poderá decidir se mantém ou altera a política, sendo que, caso altere, as crenças da política anterior são substituídas pelas novas crenças prévias relativas à nova política. Para uma compreensão mais detalhada do modelo, consultar Pástor e Veronesi (2012, pp. 1220, 1224-1228).

¹⁶ As principais diferenças entre Pástor e Veronesi (2012) e Pástor e Veronesi (2013) assentam em: primeiro lugar, a nível metodológico, os agentes passam a aprender antecipadamente sobre os custos políticos das medidas através de um fluxo contínuo de sinais políticos gerados pelas notícias, o que faz com que os preços dos ativos reajam continuamente aos choques; adicionalmente o governo deixa de ter crenças prévias idênticas, passando a decidir entre um leque de medidas de crenças heterogêneas. Em segundo lugar, o foco da análise deixa de ser o efeito imediato do anúncio de mudança de política, para o efeito contínuo gerados pelas notícias nos prémios de risco, volatilidade e a correlação induzida pela incerteza política.

risco não diversificável, os investidores respondem exigindo um prémio de risco mais elevado (Pástor e Veronesi, 2013).

A intensidade destes efeitos depende, contudo, das condições económicas. Pástor e Veronesi (2013) sublinham que a incerteza política tende a ser maior precisamente quando estas são mais fracas, como em períodos de recessão, dado que aumenta a probabilidade de o governo alterar as políticas em vigor. Tal amplifica todos os efeitos mencionados, na medida em que os investidores, perante níveis mais elevados de incerteza, tendem a reagir com maior intensidade.

Para superar o desafio metodológico de isolar a incerteza política da económica, Kelly et al. (2016) estendem o modelo de 2013 ao mercado das opções de vinte países, analisando-o em torno de eleições nacionais e cimeiras internacionais. Os autores confirmam que a incerteza política é efetivamente precificada, com as opções cujo prazo abrange eventos políticos sendo mais caras, reflexo dos prémios de risco exigidos pelos investidores. Em linha com a teoria, esse prémio é maior em períodos de maior fragilidade económica ou incerteza política, momentos em que as eleições são mais prováveis, documentando-se ainda efeitos de contágio entre países, sobretudo nos de condições económicas mais frágeis.

Em conjunto, este trio de estudos fixa o mecanismo que orienta a presente dissertação, demonstrando que a incerteza política é precificada pelo canal da taxa de desconto e do prémio de risco, tendo os efeitos amplificados em contextos económicos frágeis.

3.2.1. *Economic Policy Uncertainty Index (EPU)*

Embora não seja adotado como instrumento metodológico neste estudo, o *Economic Policy Uncertainty Index* (EPU), desenvolvido por Baker et al. (2016), constitui um *proxy*¹⁷ de referência na literatura recente sobre a incerteza política. Construído a partir da frequência de artigos jornalísticos que combinam termos sobre economia (E), política (P) e incerteza (U)¹⁸, o índice transforma um conceito abstrato numa medida quantificável e comparável ao longo do tempo. Através da articulação deste índice com regressões em painel e modelos VAR, Baker et al. (2016) demonstram que níveis mais elevados de incerteza estão associados a maior

¹⁷ O índice EPU, originalmente criado por Baker et al. (2016) em 2013, é utilizado por Pástor e Veronesi (2013) como *proxy* para a incerteza política. Baker et al. (2016) em 2016 estendem o EPU para mais onze economias além dos Estados Unidos da América.

¹⁸ “O nosso índice reflete a frequência de artigos em dez dos principais jornais norte-americanos que contêm os seguintes trios: “económico” ou “economia”; “incerto” ou “incerteza”; e um ou mais dos seguintes: “congresso”, “défice”, “Reserva Federal”, “legislação”, “regulação” ou “Casa Branca” (traduzido) (Baker et al., 2016, p.2).

volatilidade dos mercados acionistas, sobretudo nas empresas mais dependentes do Estado, bem como a menor crescimento e investimento, registando ainda que o EPU aumentou 135% entre 2006 e 2012, num período condizente com a crise financeira.

Neste quadro, destaca-se o contributo de Morão (2024), que desenvolve o EPU português a partir de dados mensais de mais de vinte fontes nacionais entre 1998 e 2023, e analisa, através de um modelo SVAR, os efeitos da incerteza sobre as variáveis macroeconómicas e financeiras. Dos seus resultados, dois são particularmente importantes para a presente dissertação. Em primeiro lugar, o EPU português atinge o seu terceiro máximo precisamente na crise governativa de 2013, com 180 pontos, apenas superado pela pandemia de COVID-19 e pela crise orçamental de 2013 (Anexo XIX). Em segundo lugar, Morão (2024) mostra que a incerteza tem um impacto negativo sobre todas as variáveis, mas mais intenso nas financeiras, traduzindo-se numa queda imediata das ações e num alargamento do *spread* das taxas soberanas de curto e longo prazo, primazia que se esbate à medida que o horizonte se alarga.

Uma limitação reconhecida pelos próprios Baker et al. (2016), prende-se com a dificuldade de estabelecer causalidade através dos modelos VAR baseados no EPU. Como o índice é construído por notícias, pode reagir antecipadamente a perspetivas económicas negativas, tornando-se difícil distinguir quando a incerteza política medida no EPU causa deterioração económica ou antecipa perspetivas económicas. Esta limitação justifica o recurso a metodologias mais adequadas à identificação causal de choques específicos e inesperados, como o SCM.

3.3 Efeitos da instabilidade governativa nos mercados financeiros: abordagens *quasi-experimentais e event study*

A limitação causal apontada à abordagem anterior pode ser mitigada, em parte, por investigações empíricas de natureza quasi-experimental, que permitem identificar o impacto causal de eventos ou intervenções observáveis. Estes métodos, entre os quais se insere o SCM, procuram estimar os efeitos de tratamento comparando diferenças de resultados entre um grupo tratado e um grupo de controlo (Greenstone & Gayer, 2009). A própria designação “quasi-experimento” advém de o estado de tratamento ser exógeno à vontade do investigador

(políticas, fenómenos naturais, acidentes...), o que permite isolar o impacto de choques institucionais, como crises políticas (Greenstone & Gayer, 2009).

A par destes métodos, a literatura recorre ainda com regularidade a *event studies*, que estimam os efeitos dinâmicos em torno de um evento (Miller, 2023). Esta metodologia teve origem nas Finanças, precisamente no estudo de como os efeitos de um evento se refletem nos preços dos ativos em janelas de curta duração (MacKinlay, 1997), mas difundiu-se, sobretudo a partir de 2012, por diversos domínios da Economia, sendo amplamente utilizada para estudar os efeitos de tratamento (Miller, 2023), e estendendo-se mais recentemente à análise do impacto de fenómenos políticos (Incerti & Incerti, 2024). Embora a presente dissertação adote o SCM como método principal, a revisão de *event studies* surge como incontornável, face à sua importância nesta temática.

3.3.1. Abordagens Event Study nos mercados acionistas

A evidência dos artigos analisados que recorrem a *event studies* converge num ponto central: os choques políticos exógenos produzem efeitos imediatos e expressivos nos mercados acionistas. Esta conclusão emerge da articulação de dois estudos, Liu et al. (2017), que explora os impactos de um choque político súbito e isolado – o escândalo do alto dirigente chinês Bo Xilai em março de 2012¹⁹, cuja queda originou a maior crise interna do PCC²⁰ em décadas –, e Carnahan e Saiegh, (2021) que comparam os efeitos de múltiplas tipologias de instabilidade política sobre a volatilidade da Bolsa de Buenos Aires entre 1967 e 2020. Em conjunto, estes estudos não só demonstram a reação imediata do mercado à instabilidade política, mas também como a magnitude dessa reação depende da natureza e previsibilidade do choque.

O caso de Bo Xilai surge como particularmente relevante para a presente dissertação por duas razões. Em primeiro lugar, à semelhança de Kelly et al. (2016) e ao contrário dos artigos anteriores, mitiga o problema de endogeneidade, isolando a incerteza política e a

¹⁹ Bo Xilai, filho de Bo Yibo (um “Oito Imortais”), tinha servido como Ministro do Comércio, e era, antes da sua prisão, Secretário-Geral do PCC em Chongqing (o cargo mais importante desta região e cidade) e membro do Politburo. Considerado um dos mais influentes políticos chineses e uma estrela em ascensão, era apontado como provável membro do Comité Permanente do Politburo, o órgão político máximo chinês, no contexto de transição da quarta para a quinta geração de líderes chineses em 2012, que levou à nomeação de Xi Jinping como Secretário-Geral do PCC e Presidente da China (Liu et al., 2017). O escândalo que levou à sua queda iniciou-se a 9 de fevereiro de 2012, com a fuga de Wang Lijun, ex-chefe da polícia de Chongqing, para o consulado dos Estados Unidos da América em busca de asilo político, o qual abandonou voluntariamente mais tarde. Este evento levantou elevadas suspeitas públicas, com a crise tomando-se oficial a 14 de março de 2012, quando o então primeiro-ministro Wen Jiabao, numa conferência de imprensa no Congresso Nacional Popular Chinês, implicou diretamente Bo Xilai num caso de corrupção, abuso de poder e homicídio que envolvia também a sua esposa, Gu Kailai. O caso culminou, em 2013, na condenação à morte da sua mulher e à prisão perpétua de Bo Xilai (Liu et al., 2017).

²⁰ PCC – Partido Comunista da China

instabilidade governativa da incerteza económica geral. Em segundo lugar, constitui um choque exógeno, súbito e não antecipado, aproximando-se neste aspeto da crise política portuguesa de 2013. Empiricamente, Liu et al. (2017) documentam uma queda significativa nas bolsas de Xangai e Shenzhen, com uma descida de -5,027% no retorno bruto acumulado médio numa janela de três dias, a qual foi mais acentuada, segundo os retornos anormais, nas empresas com maior sensibilidade política²¹ ou conexão a Bo Xilai.

Mas mais do que documentar a reação negativa dos mercados, Liu et al. (2017) contribuem ainda para a literatura ao sustentar o mecanismo teórico previsto pelos artigos de Pástor e Veronesi (2012, 2013), demonstrando que a descida dos preços foi principalmente motivada pelo aumento da taxa de desconto, com os investidores a exigirem um prémio de risco mais elevado, e não por receios de um menor fluxo de caixa. Esta interpretação é sustentada pelo facto de a volatilidade das ações ter aumentado significativamente após o escândalo, sobretudo em empresas mais politicamente sensíveis, reforçando a hipótese da taxa de desconto. Em contraste, as previsões de lucros e os resultados operacionais e de vendas foram tendencialmente mais negativos para os grupos menos sensíveis, o que é inconsistente com a hipótese do fluxo de caixa (Liu et al., 2017). Por fim, embora as empresas mais diretamente ligadas a Bo Xilai tenham registado quedas mais acentuadas nas ações, o efeito geral permanece após a sua exclusão da amostra, sugerindo que a precificação do risco político afetou a generalidade do mercado²².

Carnahan e Saiegh (2021) corroboram os resultados de Liu et al. (2017), acrescentando-lhes uma dimensão hierárquica, que evidencia que os efeitos dos diferentes choques políticos não são homogéneos. Os autores demonstram, desde logo, que os eventos políticos tendem a produzir efeitos imediatos, elevando a volatilidade logo no primeiro dia da sua divulgação pública ou ocorrência. Contudo, de forma particularmente relevante, documentam que o efeito médio na volatilidade foi de 24%, com variações expressivas de acordo com a natureza do

²¹ Liu et al. (2017) medem a sensibilidade política através de três *proxies*: política monetária, calculado pela média de retornos absolutos de uma empresa em torno do momento em que o Banco Central Chinês, acumulando diretrizes do Governo Chinês, anunciou os planos de ajuste ao rácio de reservas obrigatórias; política fiscal, proporção de empresas estatais chinesas no total de despesas em investimento em ativos fixos de cada província, na qual as empresas sediadas em províncias com maior proporção são mais sensíveis politicamente; e conexões políticas, correspondendo ao número de membros do conselho de administração de uma empresa com ligações políticas. Adicionalmente, os autores estudam ainda o impacto sobre as empresas consideradas mais conectadas a Bo Xilai.

²² Fisman (2001), em “*Estimating the value of political connections*”, estima os valores das conexões políticas através da variação de preços do mercado acionista em resposta a rumores do estado de saúde do ex-presidente indonésio Hadji Suharto (1921-2008). O autor evidencia que as empresas mais conectadas tiveram em média quedas de valor mais acentuadas, indicando que uma descida de 1% no mercado induzida pelos rumores correspondia a uma desvalorização 28% mais acentuada nas empresas fortemente conectadas em comparação com aquelas sem conexões.

evento: enquanto acontecimentos irregulares ou inesperados, como *coup d'états* ou renúncias presidenciais produziram um aumento de 71,6%, eleições e mudanças nos cargos respetivos à condução económica, registam, respetivamente, apenas 40,6% e 31,7%.

3.3.2. Abordagens quasi-experimentais: aplicação do *Synthetic Control Method* nos estudos de instabilidade política

Abadie e Gardeazabal (2003) constitui-se como a referência pioneira do SCM, sendo aplicado, curiosamente, para o estudo dos impactos económicos da instabilidade política provocada pela ETA²³ na economia basca entre 1955 e 2000. Perante a dificuldade em identificar como a economia teria evoluído na ausência de conflito, e face às limitações de outras metodologias em encontrar um contrafactual credível, os autores recorrem a um “País Basco Sintético”, construído através da combinação ponderada de outras regiões espanholas no período anterior ao conflito.

Os resultados revelam uma evolução semelhante no PIB per capita entre o País Basco e o controlo sintético até 1975, que diverge após o início da atividade terrorista em larga escala. Entre 1980 e 1990, essa diferença atinge uma média de 10 p.p., acentuando-se nos períodos de maior intensidade terrorista. Adicionalmente, através de um *event study* à trégua de 1998-1999, Abadie e Gardeazabal (2003) mostram que as empresas cotadas na Bolsa de Madrid com exposição significativa ao mercado basco registaram retornos anormais compostos de 10,14% para períodos de “boas notícias” e de -11,21% em períodos de “más notícias”, face a empresas sem essa exposição.

Mais recentemente, Incerti e Incerti (2024) integram a lógica do SCM num *event study*, construindo controlos sintéticos para cada evento com o objetivo de medir os impactos de mudanças de regime irregulares nos retornos diários dos principais índices bolsistas nacionais dos países afetados, de 1970 até 2017.²⁴ Os resultados demonstram que o impacto da instabilidade política em processos irregulares depende da direção esperada do evento na política económica: com os eventos associados a maior estabilidade, democratização ou orientação pró-mercado tendendo a gerar efeitos positivos, ao contrário dos que agravam a

²³ ETA - *Euskadi Ta Askatasuna*.

²⁴ O índice PSI-20 consta da base de dados de Incerti e Incerti (2024), com cobertura entre janeiro de 1986 e janeiro de 2017, embora os autores não analisem qualquer evento político português.

instabilidade e incerteza, como assassinatos e *coup d'états* autocráticos.²⁵ A robustez desta abordagem é reforçada pelo facto de, nos setenta e um eventos analisados, os controlos sintéticos construídos nunca se tenham afastado significativamente de zero. Este dado demonstra a capacidade do SCM em isolar o efeito dos choques político locais, reduzindo o risco de os resultados serem um produto de desvios da normalidade ou de eventos internacionais (Incerti & Incerti, 2024).

3.4. Efeitos da Instabilidade Política nas Obrigações Soberanas

3.4.1. Determinantes do risco soberano e o papel do risco político

As obrigações soberanas constituem um canal particularmente adequado para analisar os efeitos da incerteza política, uma vez que, por estarem diretamente ligadas à atividade dos governos (Handler & Jankowitsch, 2025), tornam-se sensíveis à avaliação dos investidores sobre a capacidade e a vontade de pagamento do Estado, e, consequentemente, vulneráveis à perceção de risco em contextos de instabilidade política (Moser, 2007).

Esta vulnerabilidade à perceção de risco, por sua vez, materializa-se na estrutura dos *spreads* soberanos. No mercado secundário, foco desta dissertação, os *spreads* incorporam três componentes – o prémio de risco de crédito, de liquidez e de aversão global ao risco – pelo que, em períodos de incerteza, os investidores tendem a tornar-se mais avessos ao risco e a procurar refúgio em países percecionados como menos suscetíveis a entrarem em incumprimento (Bernoth & Erdogan, 2012; Beirne & Fratzscher, 2013). Neste sentido, e em linha com a HME de Fama (1970), as *yields* ajustam-se continuamente à informação disponível, incorporando o risco político como determinante do risco do país e refletindo as expectativas e receios dos investidores sobre o curso da política económica (Moser, 2007).

3.4.2. Instabilidade governativa das coligações e seus impactos

Entre os fatores que condicionam a perceção do risco político nos mercados obrigacionistas, Bernhard e Leblang (2006) destacam a importância da previsibilidade do processo político. Os autores argumentam que desfechos políticos pouco previsíveis levam os investidores a exigir taxas de retorno mais elevadas, enquanto processos políticos estáveis tendem a manter os custos de financiamento mais baixos. Esta relação é particularmente

²⁵ Incerti e Incerti (2024) documentam que os retornos anormais sobem em média 4% para demissões e -2% para assassinatos e *coup d'états*.

relevante em sistemas parlamentares, visto que “uma das principais informações políticas sobre o compromisso do governo centra-se na sua duração esperada” (Bernhard & Leblang, 2006, p. 105), pelo que quando os investidores duvidam dessa capacidade, acabam por elevar as taxas de juro (Bernhard & Leblang, 2006).

Este mecanismo intensifica-se nos governos de coligação. Segundo Bernhard e Leblang (2006), as coligações têm maior probabilidade de queda prematura, devido a incompatibilidades entre preferências políticas e menor capacidade de condução de política económica de forma decisiva, dada a dependência dos ministros de múltiplos agentes com poder de veto. Logo, numa crise política, se os investidores considerarem provável a dissolução de um governo, reconhecem o risco da alteração da sua composição, e consequentemente, da política económica e dos compromissos em curso, exigindo um prémio mais elevado para deter dívida pública (Bernhard & Leblang, 2006). Adicionalmente, os autores acrescentam que todo este efeito é mais pronunciado caso a dissolução não tenha sido antecipada pelos mercados.²⁶

Este enquadramento é especialmente relevante para a crise governativa estudada nesta dissertação, por corresponder precisamente ao cenário descrito por Bernhard e Leblang (2006): a possibilidade de dissolução de uma coligação instável face a desacordos políticos.

3.4.3. Evidência Empírica: Mudanças Ministeriais e Spreads Soberanos

A evidência empírica dos artigos analisados confirma que os mercados obrigacionistas precificam negativamente a instabilidade política, embora a intensidade do choque varie com o grau de antecipação dos eventos e a fragilidade do contexto económico. Moser (2007) analisa diretamente como as mudanças nos ministérios das finanças e economia são percebidas pelos credores, argumentando que a substituição do ministro das finanças, em particular, pode sinalizar uma alteração na vontade de pagamento do Estado por via da orientação esperada da política fiscal. Esta leitura reforça o argumento de Bernhard e Leblang (2006) e ecoa Bäcker (1999), que afirma que “mudanças de governo, ou mesmo alterações de orientação dentro do governo, podem ser suficientes para alterar a postura de um país relativamente ao serviço da dívida” (citado por Moser, 2007, p.3, traduzido).

²⁶ Bernhard e Leblang (2006) acrescentam que a própria negociação para formação de uma coligação pode constituir uma fonte adicional de incerteza, ao tornar incertas tanto a identidade do próximo governo como as suas prioridades em termos de política económica. Este processo pode prolongar-se no tempo, ocorrer fora da esfera pública e resultar em compromissos políticos e *trade-offs* de responsabilidades.

Para testar estas hipóteses, Moser (2007) recorre a regressões em painel (*pooled OLS* e *GEE*) sobre os *spreads* diários do índice EMBI²⁷ de doze países latino-americanos entre 1992 e 2007. Os resultados mostram que os investidores tendem a ver mudanças nos gabinetes negativamente, com os *spreads* subindo em média 1% no dia do anúncio, resultado que o autor considera notável dado que a amostra não distingue entre mudanças percecionadas positiva ou negativamente, com 47 dos 69 casos analisados provocando um aumento dos *spreads*. Este efeito da instabilidade política é, contudo, pouco significativo em períodos de normalidade e mais acentuado em contextos de fragilidade financeira (com *spreads* >1000 p.b.). Adicionalmente, confirma-se ainda que é a mudança do ministro das finanças, e não a do ministro da economia, a mais relevante, sugerindo que a principal preocupação dos investidores recai sobre a orientação futura da política fiscal e a vontade de pagar do Estado (Moser, 2007).

Assim, Moser (2007) mostra que os credores são especialmente sensíveis a sinais de uma possível mudança na orientação política do governo e que a instabilidade governativa é especialmente penalizada quando os mercados já percecionam a dívida soberana como vulnerável. Esta é precisamente a condição que Handler e Jankowitsch (2025) identificam nos países periféricos da Zona Euro durante as crises das dívidas soberanas, ao indicarem que o elevado risco de incumprimento tornou os preços das obrigações destes países particularmente suscetíveis a alterações no quadro político e económico.

Neste contexto, Handler e Jankowitsch (2025) analisam o impacto da incerteza associada a cimeiras e eleições no mercado obrigacionista nestes países entre 2010 e 2013, com especial foco na Itália. Os autores documentam uma queda de preços que se inicia cerca de quarenta dias antes do evento e se intensifica nos vinte dias prévios, atingindo cerca de 1%. Esta queda é parcialmente revertida nos três dias em torno do evento, com uma recuperação de 0,4%, interpretada como reflexo da diminuição da incerteza, embora os preços só regressem aos níveis iniciais sessenta dias após o evento. Adicionalmente, Handler e Jankowitsch (2025) confirmam que este padrão é semelhante nos restantes países periféricos, incluindo Portugal.

Em linha com Moser (2007), Pástor e Veronesi (2013) e Kelly et al. (2016), Handler e Jankowitsch (2025) mostram que os efeitos da incerteza política nas obrigações são mais fortes

²⁷ O índice EMBI é construído através da “diferença das *yields* entre a média ponderada das obrigações soberanas de um país e a obrigação norte-americana comparável” (traduzido) (Moser, 2007, p.10).

perante condições económico-financeiras mais frágeis. Neste mesmo contexto, os autores, por sua vez, reportam ainda que o EPU é um determinante para a queda do preço no pré-evento, mas perde relevância no pós-evento, sugerindo que a incerteza política é precificada para eventos iminentes e não de forma incondicional.

3.5. Efeitos sobre a Economia e as Políticas Públicas

Os efeitos da instabilidade governativa e da incerteza política nos mercados acionistas e obrigacionistas constituem, na sua essência, uma questão com implicações diretas na economia e na capacidade de financiamento do Estado, limitando, em última instância, a margem disponível para a condução das políticas públicas. Esta ligação decorre, em parte, do facto de a incerteza em torno de um executivo frágil poder elevar as taxas de juro exigidas pelos investidores, comprimindo o espaço orçamental que os governos têm para lançar novos programas e iniciativas (Bernhard & Leblang, 2006).

Handler e Jankowitsch (2025) complementam este argumento, indicando que os efeitos observados no mercado secundário, através do aumento das *yields*, se repercutem no mercado primário, uma vez que muitos dos investidores ativos na emissão de dívida vendem as suas posições no mercado secundário. Esta transmissão traduz-se em condições mais desfavoráveis para o Estado, provocando preços de emissão mais baixos e custos de financiamento mais elevados. Neste sentido, os autores defendem que a incerteza política deveria ser considerada na política de emissão de dívida, estimando que entre 2010 e 2013, a emissão em períodos de incerteza política gerou um custo adicional de 2,70 mil milhões de euros para o Estado italiano.

Para além das obrigações, os mercados acionistas refletem de forma imediata a perceção de risco dos investidores para uma economia, com as quedas de preços em resposta à incerteza política traduzindo o aumento da taxa de desconto e prémio de risco (Pástor & Veronesi, 2012, 2013; Liu et al., 2017). A par desta reação financeira, a incerteza propaga-se também à economia real, estando associada a contrações no investimento, produção industrial e emprego, com efeitos mais intensos nas empresas mais expostas e dependentes das relações com o Estado (Baker et al., 2016; Liu et al., 2017; Morão, 2024).²⁸

²⁸ Para leituras complementares sobre o efeito da incerteza e instabilidade política na economia, consultar: Alesina et al. (1996) e Gurgul e Lach (2013) sobre instabilidade política e crescimento económico; e Alesina e Perotti (1996) sobre instabilidade política e social, rendimento, desigualdade e investimento; Aisen e Veiga (2006) sobre a instabilidade política e inflação; Julio e Yook (2012) sobre a incerteza política e os investimentos empresariais em anos eleitorais.

Dentro deste plano destacam-se os impactos no próprio crescimento económico a longo prazo. Aisen e Veiga (2013) argumentam que o encurtamento dos horizontes temporais dos governos, fruto da instabilidade política, conduz a políticas económicas subótimas. Recorrendo a dados de painel de 169 países entre 1960 e 2004 e utilizando mudanças de gabinete²⁹ como *proxy* de instabilidade política, os autores estimam que uma mudança de gabinete adicional provoca uma redução média do crescimento anual do PIB real *per capita* em 2,39 p.p. A decomposição dos canais revela que o efeito opera sobretudo através da diminuição da produtividade total dos fatores (cerca de 56% a 64%), seguida da acumulação de capital físico, e de forma menor, do capital humano. No contexto português, esta evidência ganha contornos concretos com Manteu e Serra (2017) e Morão (2024), que convergem ao associar a incerteza à deterioração da atividade económica.

3.6. Hipóteses

Com base no enquadramento teórico elaborado, surgem duas hipóteses de investigação:

- **Hipótese 1:** A crise política de 2013 provocou um aumento causal e estatisticamente significativo nas *yields* das obrigações soberanas portuguesas no mercado secundário.
- **Hipótese 2:** A crise política de 2013 provocou uma queda causal e estatisticamente significativa no índice PSI-20.

²⁹ Aisen e Veiga (2013) definem o conceito de “mudanças de gabinete” no seu estudo como o número de vezes num ano que ocorre a substituição do primeiro-ministro e/ou 50% dos ministros de um governo num ano.

4. Metodologia

4.1. Descrição do Evento

O evento em análise, como abordado no capítulo de Contextualização Institucional, corresponde a uma crise política de natureza institucional e governativa, iniciada na tarde de 1 de julho de 2013, com a demissão de Vítor Gaspar enquanto ministro de Estado e das Finanças. Esta crise aprofundar-se-ia no dia 2 de julho com a demissão de Paulo Portas, ministro de Estado e dos Negócios Estrangeiros e líder do CDS-PP, partido minoritário da coligação governamental.

Os dois eventos consecutivos constituem, em conjunto, um choque de incerteza política com duas dimensões. Em primeiro lugar, a demissão de Vítor Gaspar representa um choque de incerteza de política económica, dada a relevância do seu cargo nesta matéria e ao facto de o ministro ser o arquiteto e principal responsável pela implementação do PAEF. A sua saída introduzia incerteza sobre a continuidade da condução do programa de ajustamento em plena crise, ainda que a substituição imediata por Maria Luís Albuquerque apontasse para uma orientação política coincidente. Este evento está em linha com Moser (2007), que argumenta que a mudança de ministro das Finanças é percecionada como um sinal negativo sobre a orientação futura da política fiscal.

Em segundo lugar, a demissão de Paulo Portas, em rejeição à nomeação de Maria Luís Albuquerque, não só reforça a dimensão da incerteza de política económica, ao expor divergências internas entre os líderes da coligação sobre a política em curso, como coloca em causa a própria sobrevivência do Executivo. Este segundo momento eleva o choque a uma crise de instabilidade governativa num período de elevada vulnerabilidade económica e social, condição teoricamente associada a um prémio de risco mais elevado (Pástor & Veronesi, 2013).

Por fim, a recusa do Presidente da República, a 10 de julho, em aceitar a remodelação governamental proposta como solução reforçou a própria instabilidade, prolongando o período de incerteza até à sua resolução a 21 de julho de 2013 e consequente tomada de posse dos ministros a 24 de julho.

4.2. Dados

Os dados utilizados na presente dissertação foram obtidos através do *Bloomberg Terminal* presente no *Bloomberg Laboratory* do ISEG. As séries recolhidas são compostas pelas observações diárias dos preços de fecho dos índices bolsistas e da taxa de rendibilidade das obrigações soberanas nos mercados secundários (*yields*).³⁰

Em termos de *software*, recorreu-se ao *Microsoft Excel* para o tratamento e estruturação das bases de dados, enquanto a análise empírica SCM foi conduzida no programa STATA através da aplicação do pacote *Allsynth* desenvolvido por Wiltshire (2025).

A janela temporal do estudo abrange o período compreendido entre 8 de abril e 20 de agosto de 2013, perfazendo um total de 97 observações por série. Este intervalo divide-se em dois subperíodos: 60 dias úteis de negociação no período pré-tratamento, de 8 de abril a 28 de junho de 2013, e 37 dias úteis no período pós-tratamento, de 1 de julho a 20 de agosto de 2013. A análise termina a 20 de agosto de 2013 por duas razões: em primeiro lugar, para evitar que os resultados fossem afetados pela atualização, por parte da Bloomberg, a 22 de agosto, das linhas de referência utilizadas para as diferentes maturidades, o que gerou um salto artificial nas séries³¹ (Veríssimo & Marques, 2013); e em segundo lugar, para excluir o chumbo do TC, a 29 de agosto de 2013, da Lei de Requalificação, que previa a possibilidade de despedimento de funcionários públicos.

As variáveis dependentes analisadas correspondem às *yields* das obrigações portuguesas de três maturidades, 2 anos (2Y), 5 anos (5Y) e 10 anos (10Y), e ao índice bolsista português, o PSI-20.³² As *yields* recolhidas têm como objetivo medir os efeitos da incerteza política na dívida soberana portuguesa em diferentes horizontes temporais, com a *yield* 2Y refletindo o curto-prazo, 5Y o médio prazo e 10Y o longo prazo. Por sua vez, o PSI-20³³, composto pelas maiores empresas cotadas em Portugal, é incluído como *proxy* do mercado acionista, com o

³⁰ As bases de dados utilizadas encontram-se disponíveis através da hiperligação indicada na Bibliografia.

³¹ Ver Bibliografia: Veríssimo e Marques (2013) em *Jornal de Negócios*, “Juros da dívida registam ganhos ligeiros em todas as maturidades”, notícia atualizada às 11h50, 22 de agosto de 2013. A notícia esclarece que a Bloomberg, fonte onde foram retirados os dados nesta dissertação, procedeu à atualização das obrigações de referência utilizadas para as diferentes maturidades das obrigações soberanas portuguesas a 22 de agosto de 2013.

³² PSI-20: *Portuguese Stock Index*

³³ À data do evento, o PSI-20 era constituído pelas vinte maiores empresas portuguesas. Contudo, desde março de 2022, o índice passou a designar-se apenas como PSI, sendo atualmente constituído apenas por 16 empresas (Euronext, 2026).

objetivo de medir o efeito da crise política nas expectativas dos investidores sobre o tecido empresarial.

O conjunto doador é composto pelos Estados-Membros da UE antes de julho de 2013³⁴, para os quais existiam dados disponíveis em cada variável. A escolha baseia-se no similar enquadramento institucional, político, económico e financeiro entre estes países, que partilham, e.g., um quadro de governação supranacional e regulatório comum, assente num mercado único e em sistemas democráticos comparáveis. Esta proximidade é particularmente relevante na correta aplicação do SCM, de forma a minimizar risco de enviesamento de interpolação, permitindo que a construção do Portugal sintético seja efetuada por uma combinação ponderada de países com fatores e características comuns (Abadie, 2021).

O SCM requer ainda um painel balanceado, no qual todas as unidades analisadas apresentam observações para os mesmos períodos temporais (Wiltshire, 2025). Para assegurar este requisito, foram excluídos os países com uma proporção de observações em falta superior a 5% dos dias úteis de negociação na janela temporal analisada.

Adicionalmente, de forma a preservar a integridade do SCM, procedeu-se à exclusão dos países que sofreram choques idiossincráticos da mesma natureza política perto e durante o pré-tratamento, designadamente quedas de governo ou fortes crises em governos de coligação, eliminando-se, nomeadamente, a Bulgária, Chéquia e Grécia. No que respeita aos restantes países numa situação financeira similar a Portugal durante o período, como a Irlanda, Espanha e Itália, a sua inclusão poderia levantar questões sobre a violação da hipótese SUTVA³⁵, na medida que os efeitos da crise política poderiam ter contaminado de forma expressiva os resultados destes países, e vice-versa. Dado que este pressuposto não é diretamente testável, a sua plausibilidade é reforçada pela análise da evolução das variáveis dependentes dos países mais sensíveis e de algumas economias mais robustas, em comparação com Portugal, nos Anexos VII e VIII.

³⁴ Croácia aderiu formalmente à UE a 1 de julho de 2013, data coincidente com o início do período de tratamento definido nesta dissertação, pelo que não foi incluída no conjunto doador.

³⁵ *Stable Unit Treatment Value Assumption* (SUTVA)

Deste modo, o painel final base, excluindo Portugal, ficou composto por 17 países na maturidade 2Y, 15 na maturidade 10Y e no PSI-20, e apenas 13 na maturidade 5Y. A composição detalhada do painel encontra-se no Anexo III.

Para os países que permaneceram no painel, as observações em falta foram preenchidas por interpolação linear, calculada pela média entre a observação imediatamente anterior e posterior ao dia omissa, como procedido por Abadie et al. (2003). A interpolação é definida por:

$$(1) \quad \widetilde{Z}_{jt} = \frac{Z_{j,t-1} + Z_{j,t+1}}{2}$$

Em que $\widetilde{Z}_{jt}$ representa o valor interpolado da série do país j no dia t , enquanto $Z_{j,t-1}$ e $Z_{j,t+1}$ correspondem, respetivamente, às observações imediatamente anterior e posterior ao valor omissa.

Por fim, todas as séries foram ainda normalizadas em base 1, tendo como referência o valor de fecho do último dia útil de negociação do período pré-tratamento, 28 de junho de 2013. Assim, cada observação da série foi expressa pelo quociente entre o valor registado no dia t e o valor da referência, expresso formalmente como:

$$(2) \quad Y_{jt} = \frac{\widetilde{Z}_{jt}}{\widetilde{Z}_{jT_0}}$$

Em que Y_{jt} representa o valor normalizado da série j no dia t ; $\widetilde{Z}_{jt}$ corresponde ao valor registado da série nesse mesmo dia; e $\widetilde{Z}_{jT_0}$ corresponde ao valor no último dia do pré-tratamento (T_0), 28 de junho de 2013.

Esta transformação fixa o valor de todas as unidades em 1 nessa data, permitindo que os efeitos estimados se meçam como desvios face a uma base comum e em unidades comparáveis, sendo interpretados como variações percentuais (Wiltshire, 2025). Ou seja, ao nivelar todas as séries num ponto de partida comum, a normalização facilita a reprodução da trajetória de Portugal pelo contrafactual ao evitar que seja impactada por diferenças de magnitude, fator relevante quando as unidades do conjunto doador têm níveis distintos.

Dentro do período de pré-tratamento, selecionaram-se cinco observações aproximadamente equidistantes da variável dependente ($t=1$, $t=15$, $t=29$, $t=43$ e $t=59$) como preditores temporais para a construção do controlo sintético. Esta escolha permite captar a trajetória pré-tratamento utilizando apenas algumas combinações lineares dos valores da variável dependente na seleção dos pesos (Abadie et al., 2010)³⁶, e promove a parcimónia e transparência do modelo, uma vez que o número de unidades com pesos positivos no controlo sintético é limitado pelo número de preditores utilizados (Abadie, 2021). Por sua vez, a escolha de cinco preditores em detrimento de um número mais elevado mitiga o risco de sobreajustamento no período pré-intervenção, particularmente relevante dada a janela de 60 dias e a volatilidade das séries analisadas.

4.3. O *Synthetic Control Method* e a Estratégia de Identificação

Considerando o objetivo central de estimar o efeito causal da crise política de julho de 2013 nas *yields* das obrigações portuguesas e no PSI-20, torna-se necessário encontrar um contrafactual credível para Portugal, capaz de aproximar a trajetória que existiria na ausência desta crise. Para que esta estratégia de identificação causal seja válida, é igualmente importante demonstrar que o evento analisado pode ser interpretado como um choque exógeno, isto é, não dependente da evolução das variáveis em análise.

No caso da exogeneidade da crise política, esta interpretação é sustentada por ambas as demissões terem resultado de decisões estritamente políticas e pessoais, e não de uma reação direta aos desenvolvimentos nos mercados financeiros. Trata-se assim de choques idiossincráticos a Portugal, enquadrados apenas no contexto político nacional e sem origem comum aos restantes países da amostra. Adicionalmente, apesar das divergências já serem publicamente conhecidas e de Vítor Gaspar ter manifestado internamente o seu desejo de sair a Passos Coelho, pela primeira vez, em outubro de 2012, nenhuma das demissões parece ter sido amplamente antecipada publicamente, reforçando a sua natureza inesperada.³⁷

³⁶ Embora os cinco preditores temporais sejam utilizados para determinar os pesos atribuídos a cada unidade do conjunto doador, a totalidade dos dias do período pré-intervenção é utilizada para calcular o RMSPE pré-tratamento, que mede a qualidade do ajustamento do controlo sintético face à unidade tratada antes do tratamento.

³⁷ Questionado por Maria João Avillez sobre se os seus colegas de Governo tinham sido informados antes de a carta se tornar conhecida, Vítor Gaspar afirma que esta “não circulou pelo Governo” (Avillez, 2014, p. 341), e que comunicou a decisão, pessoalmente ou por telefone, a cada um deles, “com uns, antes de a notícia ter sido tornada pública, com outros depois” (Avillez, 2014, p. 341). No Prefácio, a autora acrescenta que perto do início do verão, já se “murmurava” a saída do ministro, embora afirme igualmente que esta permanecia “no segredo do governo” (Avillez, 2014, p.23). Não obstante, estas afirmações não parecem suficientes para sustentar que a demissão fosse amplamente antecipada na esfera pública.

Em relação ao método empírico, o SCM demonstra-se como o mais adequado para a construção de um contrafactual credível. Este método cria um contrafactual através de uma combinação convexa das unidades de controlo, escolhendo os pesos que minimizam a distância entre a unidade tratada e o controlo sintético no período pré-tratamento. Deste modo, permite estimar a trajetória que Portugal teria na ausência da crise política (Abadie & Gardeazabal, 2003; Abadie et al., 2010). A adequação do método é, por sua vez, reforçada pela idiosincrasia do choque, que reduz os riscos de *spillover* da crise política para os países do conjunto doador e, consequentemente, o risco de contaminação do controlo sintético.

O SCM destaca-se ainda pela sua transparência e salvaguarda de extrapolação, sendo especialmente adequado quando uma unidade isolada é comparada com um número reduzido de entidades agregadas, como países e regiões, das quais nenhuma constitui, individualmente, uma boa comparação (Abadie et al., 2010; 2015). Neste contexto, o SCM fornece uma comparação mais adequada do que qualquer unidade individual (Abadie et al., 2010; Abadie, 2021).

Este último argumento pode ser estendido nesta dissertação ao método *Difference-in-Differences*, cujo uso é dificultado pela exigência do pressuposto das tendências paralelas, condição especialmente improvável face à alta volatilidade no período. Adicionalmente, Baker et al. (2016, p.24) reconhecem que a extração de inferências causais através do VAR pode ser “extremamente desafiante”, uma vez que a política e a incerteza política podem responder a condições económicas atuais e antecipadas.

4.4. Desenho formal do SCM

Seguindo o desenho formal apresentado por Abadie e Gardeazabal (2003), Abadie et al. (2010; 2015) e, principalmente, Abadie (2021)³⁸, considera-se um painel composto por $J + I$ unidades (países), observadas ao longo de T períodos temporais. A unidade $j = I$ corresponde à unidade tratada, Portugal, enquanto as unidades $j = 2, \dots, J + I$, constituem o conjunto doador. O tratamento ocorre após o período T_0 , pelo que os períodos $t = 1, \dots, T_0$ correspondem ao período pré-tratamento, enquanto os períodos $T_0 + 1, \dots, T$ correspondem ao período pós-tratamento.

³⁸ As equações apresentadas baseiam-se na formulação de Abadie (2021, pp. 394-403), adaptadas ao presente estudo.

Para cada unidade j e período t , definem-se dois resultados potenciais: Y_{jt}^N , correspondente ao valor da variável dependente na ausência de tratamento, e Y_{jt}^I , correspondente ao valor observado sob tratamento. Assim, o efeito causal da crise política de 2013 para a unidade tratada, em cada período pós-tratamento, é dado por:

$$(3) \quad \tau_{1t} = Y_{1t}^I - Y_{1t}^N, \quad t = T_0 + 1, \dots, T$$

Visto que Y_{1t}^I é observado para Portugal após a intervenção, o problema central consiste em estimar Y_{1t}^N , a trajetória que Portugal teria seguido na ausência da crise política. Para o efeito, o SCM constrói uma combinação ponderada dos países pertencentes ao conjunto doador, definindo-se formalmente um vetor de pesos:

$$(4) \quad W = (w_2, \dots, w_{J+1})'$$

sujeito às restrições:

$$w_j \geq 0 \text{ para } j = 2, \dots, J+1 \text{ e } \sum_{j=2}^{J+1} w_j = 1$$

Estas restrições asseguram que o controlo sintético é construído como uma combinação convexa dos países do conjunto doador, em que nenhum país pode receber um peso negativo e a soma dos pesos tem de ser igual a um, impedindo a extrapolação (Abadie e Gardeazabal, 2003; Abadie et al., 2010).

Os pesos ótimos, W^* , são escolhidos de modo que o controlo sintético reproduza, com a maior fidelidade possível, a unidade tratada no pré-tratamento. Para tal, o SCM minimiza a distância entre X_1 , os valores de Portugal no pré-tratamento, e $X_0 W$, os valores correspondentes dos países no conjunto doador no pré-tratamento, com base nos cinco preditores temporais definidos ($t = 1, t = 15, t = 29, t = 43$ e $t = 59$). Esta distância pode ser representada por:

$$(5) \quad \|X_1 - X_0 W\| = \left(\sum_{h=1}^k v_h (X_{h1} - w_2 X_{h2} \dots - w_{J+1} X_{hJ+1})^2 \right)^{1/2}$$

Nesta expressão, X_{h1} representa o valor da variável dependente para Portugal no momento do pré-tratamento h , enquanto $X_{h1}, \dots, X_{hJ+1}$ simbolizam os valores da mesma

variável, no mesmo momento, para os países pertencentes ao conjunto doador. Por sua vez, $w_2, \dots, w_{J+1}$ correspondem aos pesos atribuídos a cada país na construção do controlo sintético, e o coeficiente v_h representa a importância atribuída a cada valor pré-tratamento na avaliação da qualidade do ajustamento.

Assim, determinados os pesos ótimos, W^* , a trajetória do contrafactual de Portugal é estimada pela média ponderada dos valores dos países pertencentes ao conjunto doador:

$$(6) \quad \hat{Y}_{1t}^N = \sum_{j=2}^{J+1} w_j^* Y_{jt}$$

O efeito estimado da crise política de julho de 2013 para cada variável dependente é dado, em cada período pós-tratamento, pela diferença entre o valor observado em Portugal e o valor estimado no controlo sintético. Esta diferença, frequentemente designada na literatura pelo termo inglês *gap*, é dada por:

$$(7) \quad \hat{\tau}_{1t} = Y_{1t} - \hat{Y}_{1t}^N, \quad t = T_0 + 1, \dots, T$$

Deste modo, um $\hat{\tau}_{1t}$ positivo nas *yields* das obrigações portuguesas indicará um aumento dos custos de financiamento de Portugal no mercado secundário face ao seu contrafactual sintético. Já um $\hat{\tau}_{1t}$ negativo no PSI-20 indicará uma queda no mercado acionista português relativamente à trajetória esperada na ausência da crise política.

4.5. Processo Inferencial: Testes de Placebo e RMSPE

Retomando o enquadramento apresentado no subcapítulo anterior, a inferência utilizada neste SCM baseia-se no processo de permutação demonstrado em Abadie (2021). Esta abordagem surge como alternativa a técnicas inferenciais convencionais de grandes amostras, que não são adequadas para estudos comparativos com um número reduzido de unidades no conjunto doador (Abadie et al., 2010).

Este procedimento corresponde essencialmente a uma inferência por permutação, também designada por Wiltshire (2025) como placebo *in-space*, e consiste em reatribuir iterativamente o SCM a cada uma das J unidades do conjunto doador, tratando-as, separadamente, como se tivessem sido alvo do tratamento e estimando os efeitos placebo de

cada aplicação (Abadie, 2021). Os valores destes placebos, por sua vez, constituem uma distribuição de referência com a qual o efeito estimado de Portugal é comparado, sendo considerado estatisticamente significativo quando a sua magnitude é extrema face a essa distribuição (Abadie, 2021).

A estatística de teste é construída então a partir do *Root Mean Squared Prediction Error* (RMSPE ou R_j), definida como a raiz quadrada da média dos quadrados das diferenças entre os valores observados em Portugal e os valores estimados pelo contrafactual ao longo de um determinado período. Constitui, assim, uma medida de qualidade do ajustamento do controlo sintético – onde quanto menor, melhor o ajustamento. Segundo o desenho formal de Abadie (2021), o RMSPE é definido por:

$$(8) \quad R_j(t_1, t_2) = \left(\frac{1}{t_2 - t_1 + 1} \sum_{t=t_1}^{t_2} (Y_{jt} - \widehat{Y}_{jt}^N)^2 \right)^{1/2}$$

Em que $\widehat{Y}_{jt}^N$ representa o valor da variável dependente estimada para a unidade j no período t , quando é tratada no placebo como se tivesse recebido o tratamento, com as restantes unidades sendo usadas para construir o seu controlo sintético (Abadie, 2021).

Por sua vez, o rácio entre o RMSPE pós-tratamento e pré-tratamento para a unidade j , é dado por:

$$(9) \quad r_j = \frac{R_j(T_0+1, T)}{R_j(1, T_0)}$$

O rácio r_j , que mede a qualidade de ajustamento da trajetória do controlo sintético no pós-tratamento (“RMSPE pós-tratamento”) para a unidade j relativamente à qualidade do ajustamento no período pré-tratamento (“RMSPE pré-tratamento”)³⁹, é então utilizado para a inferência através da reatribuição iterativa do tratamento a cada unidade do conjunto doador, com o *p-value* sendo dado por:

³⁹ Ao longo dos Resultados e Discussão, os termos RMSPE pré-tratamento e RMSPE pós-tratamento designam os valores do RMSPE antes e após o tratamento, respetivamente, como indicado pelo nome.

(10)

$$p = \frac{1}{J+1} \sum_{j=1}^{J+1} 1(r_j \geq r_1) \quad 40$$

Segundo Abadie (2021), o *p-value* é calculado como a proporção de unidades cujo rácio r_j é igual ou superior ao rácio observado para a unidade tratada. Assim, como indicado anteriormente, o efeito estimado é considerado estatisticamente significativo quando a sua magnitude é extrema face à distribuição de permutação. Por exemplo, se Portugal se encontrar em primeiro lugar do *ranking* de r_j e existirem 20 unidades no total, o *p-value* será $1/20 = 0,05$. Este procedimento apresenta, contudo, uma limitação evidente: a significância estatística do efeito estimado depende diretamente do número de unidades disponíveis, pelo que, em estudos com um conjunto doador reduzido, poderá não ser possível obter um *p-value* estatisticamente significativo em termos convencionais.

4.6. Análise de Robustez

Para avaliar a robustez da especificação base, apresentam-se três especificações no corpo principal da dissertação, sendo os detalhes das configurações de sensibilidade do conjunto doador remetidos para o Anexo XV, XVI e XVII.

Na primeira especificação, procedeu-se à realização de um teste *Leave-one-out (LOO)*, como sugerido por Abadie et al. (2015) e Abadie (2021). Este procedimento consiste na remoção, uma a uma, das unidades com peso positivo no controlo sintético da amostra de cada variável, com o objetivo de avaliar a sensibilidade da trajetória do contrafactual e dos respetivos resultados à exclusão de cada doador.

Na segunda especificação, realizou-se uma análise de sensibilidade à composição do conjunto doador, comparando três configurações distintas. Na primeira, denominada Amostra Total, alargou-se o conjunto doador ao máximo, mantendo mesmo os países que a especificação base remove por terem sofrido choques idiossincráticos próprios, sem alterar o número de preditores. Nas duas restantes, restringiu-se o conjunto doador e o número de preditores de

⁴⁰ Esta expressão pode se escrever de forma equivalente como: $p = \frac{\text{Rank do } r_j \text{ da unidade tratada}}{\text{Número total de unidades}}$ (Cunningham, 2021)

cinco para três, fixados em $t=1$, $t=30$ e $t=59$, de forma a avaliar a sensibilidade dos resultados a uma amostra mais parcimoniosa. Esta redução é coerente com a advertência de Abadie (2021), segundo o qual a inclusão de um número de preditores próximo ou superior ao número de unidades com peso positivo no controlo sintético pode resultar em pesos W^* não únicos, comprometendo a interpretação dos resultados e aumentando o risco de *overfitting* do período pré-tratamento.

Em concreto, na configuração Zona Euro, limitou-se o conjunto doador aos Estados-Membros da Zona Euro, com o objetivo de avaliar a robustez do efeito num grupo com política monetária comum, o que significa, e.g., a mesma taxa de juro de referência, e, por isso, uma maior homogeneidade institucional. Já na configuração Conservadora, restringiu-se o conjunto doador aos países que, durante o período de análise, não sofreram choques relevantes de diversas naturezas nem estiveram particularmente expostos à crise das dívidas soberanas. Embora a plausibilidade da condição SUTVA já tenha sido discutida nos Anexos VII e VIII, esta última configuração procura avaliar de forma adicional a sensibilidade dos resultados, verificando se estes se mantêm na ausência de países mais suscetíveis a contaminação ou choques comuns. Paralelamente, permite testar a capacidade do SCM em reproduzir um contrafactual em condições especialmente exigentes, dado que a exclusão incide sobre países estruturalmente mais semelhantes a Portugal.

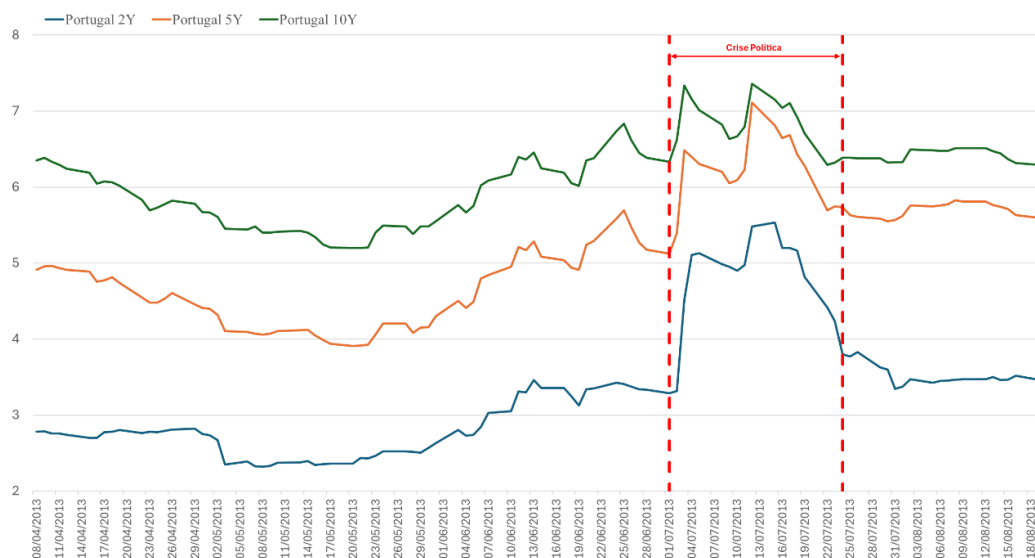
Por fim, realiza-se um Placebo temporal em que se repete o SCM para o período equivalente em 2010, com o objetivo de confirmar que uma data de tratamento fictícia não produz efeitos significativos e de magnitude semelhante à especificação base. Esta prática é suportada por Abadie et al. (2010, p. 497, traduzido), que indicam que “para casos em que o número de regiões (unidades) de comparação disponíveis é muito reduzido, é possível recorrer à dimensão longitudinal dos dados para produzir estudos placebo”. A escolha de 2010 justifica-se por anteceder o pico de instabilidade ocorrido em 2011 e 2012, anos marcados pelo aprofundamento da crise das dívidas soberanas, e, em larga medida, anteriores ao discurso “*whatever it takes*” de Mario Draghi.⁴¹

⁴¹ O discurso “*whatever it takes*” de Mario Draghi a 26 de julho de 2012 é considerado um ponto de viragem na crise das dívidas soberanas europeias. Ao afirmar o empenho do BCE em fazer “tudo o que for necessário”, Mario Draghi ajudou a reduzir a incerteza e receios dos investidores, o que teve efeitos positivos imediatos nos preços das ações e nos *spreads* soberanos e dos bancos (Alcaraz et al., 2019). Alcaraz et al. (2019) estudam como este discurso impactou as condições de empréstimo através dos efeitos em bancos presentes no México, país pouco afetado pela crise europeia, mas com uma presença significativa de bancos europeus e informação detalhada sobre as relações entre bancos e mutuários.

5. Resultados

5.1. Análise Descritiva

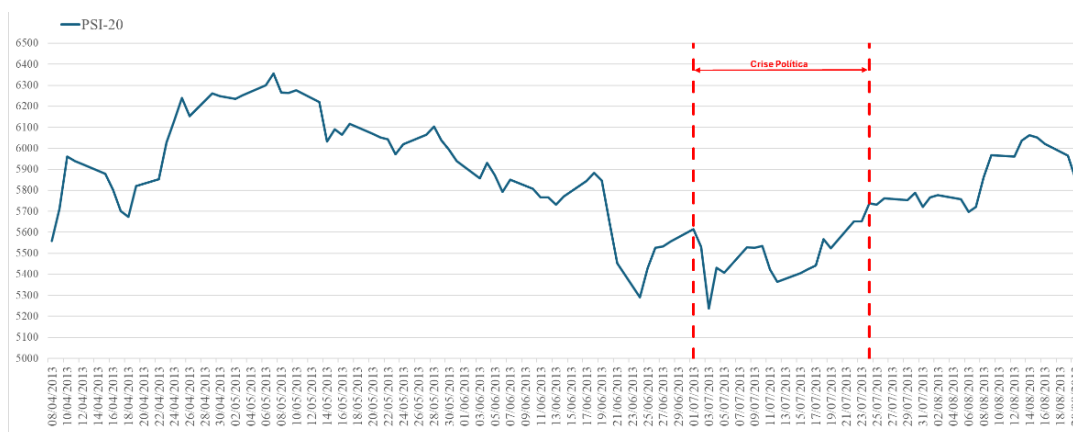
Figura 1 - Yields das Obrigações Portuguesas (2, 5 e 10 anos): abril-agosto de 2013



Nota: As linhas a tracejado vermelho delimitam o período da crise política (1 e 24 de julho de 2013). Yields em percentagem.

Fonte: Elaboração Própria

Figura 2 - Índice PSI-20: abril-agosto de 2013



Nota: As linhas a tracejado vermelho delimitam o período da crise política (1 e 24 de julho de 2013). Valores do PSI-20 em pontos.

Fonte: Elaboração Própria.

Como se observa na Figura 1, as três maturidades apresentam trajetórias semelhantes ao longo de todo o pré-tratamento. No início de abril, a maturidade 10Y situava-se em torno dos

6,4%, enquanto as 2Y e 5Y registavam valores de 2,8% e 4,9%, respetivamente. Nas semanas seguintes, as *yields* 5Y e 10Y exibiram uma tendência moderadamente decrescente, que se inverteu a meados de maio, momento a partir do qual, as três maturidades iniciaram uma tendência crescente, apresentando, à véspera da crise política, valores próximos (10Y) ou ligeiramente acima (2Y e 5Y) dos obtidos no início da janela temporal.

Em contraste, a Figura 2, relativa ao PSI-20, regista uma dinâmica inversa à observada no mercado obrigacionista, refletindo a relação natural de sentido oposto existente entre os dois mercados. Ou seja, em contextos de maior risco ou instabilidade, uma subida das *yields* tende a sinalizar uma deterioração das condições de financiamento, associada à maior desconfiança dos investidores, o que corresponde frequentemente a uma desvalorização dos índices bolsistas, e vice-versa.

Adicionalmente, e como exemplo, com exceção da maturidade 2Y, todas as variáveis analisadas apresentam uma variação pontual acentuada nos dias 24 e 25 de junho, período simultâneo às expectativas negativas dos investidores quanto ao *tapering* da Reserva Federal Americana e a quedas significativas no mercado acionista chinês (Garcia, 2013).⁴²

O início da crise política coincide com uma rutura abrupta e visualmente inequívoca, com um salto expressivo em todas as maturidades no dia 3 de julho.⁴³ Neste sentido, a demissão de Vítor Gaspar, considerada isoladamente, foi acompanhada por uma variação relativamente contida das *yields* entre 1 e 2 de julho: 0,03 p.p. (2Y), 0,27 p.p. (5Y) e 0,28 p.p. (10Y). Já entre 2 e 3 de julho, no período imediatamente após a demissão de Paulo Portas, observou-se uma variação significativamente mais expressiva, com um aumento de 1,195 p.p. (2Y), 1,084 p.p. (5Y) e 0,715 p.p. (10Y) nas *yields* e com o PSI-20 a atingir o seu mínimo absoluto de 2013 (5236,49 pontos) (Anexos VII e XIV).

Entre 4 e 10 de julho, verifica-se uma tendência de recuperação em ambos os mercados, condizente com o período de negociação entre Paulo Portas e Passos Coelho. Não obstante, esta solução seria rejeitada no discurso de Cavaco Silva na noite de 10 de julho. No mesmo período,

⁴²Ver Bibliografia: Garcia (2013), “Banca afunda bolsa para mínimos de Dezembro”, notícia publicada às 09h43 de 24 de junho de 2013.

⁴³ Na análise das demissões e nos discursos de Cavaco Silva, importa considerar que ambas ocorreram a meio da tarde ou à noite, pelo que efeitos tenderam a materializar-se apenas mais significativamente nas sessões seguintes.

os gráficos evidenciam um aumento expressivo das *yields*, com as maturidades 5Y e 10Y atingindo o seu máximo absoluto de 2013 a 12 de julho (Anexo XIII), e uma queda no PSI-20.

Na semana seguinte, entre 15 e 19 de julho, observa-se uma acalmia gradual dos mercados, seguida, no dia 22 de julho, por uma queda assinalável das *yields* e uma subida moderada do PSI-20, movimento coincidente com o discurso de aceitação da nova configuração governamental na noite anterior. Após 24 de julho, as trajetórias das *yields* estabilizam em níveis próximos aos da véspera do evento, embora acima da generalidade dos valores registados no pré-tratamento, enquanto o PSI-20 regista uma recuperação gradual.

5.2. Evidência Empírica – aplicação do SCM

Tabela 1 - Especificação Base: Resultados do teste de placebo e métricas de ajuste de cada variável

Variável	Ranking	p-value	RMSPE pré	RMSPE pós	Rácio RMSPE	Gap Médio (%)	Gap Máximo (%)
2Y	1 de 18	0,056	0,047	0,461	9,856	38,2	83,3
5Y	1 de 14	0,071	0,025	0,209	8,516	18,8	42,5
10Y	1 de 16	0,063	0,020	0,093	4,635	6,0	21,1
PSI-20	6 de 16	0,375	0,021	0,046	2,234	-4,3	-7,5

Nota: O Gap Máximo reporta o valor máximo (obrigações) ou mínimo (PSI-20) do período pós-tratamento, conforme a direção esperada do efeito. O Ranking indica a posição de Portugal na distribuição do rácio RMSPE.

Fonte: Elaboração Própria.

A Tabela 1 apresenta os principais indicadores das especificações base para as quatro variáveis dependentes, permitindo uma leitura comparada dos resultados antes de se proceder à análise detalhada de cada variável.

Nas três maturidades, Portugal ocupa o primeiro lugar no *ranking* da distribuição por permutação do rácio RMSPE⁴⁴, com *p-values* estatisticamente significativos a um limiar de 10%, correspondendo aos mínimos alcançáveis face ao reduzido tamanho da amostra, e sustentam a Hipótese 1. Por sua vez, o PSI-20 não apresenta um efeito estatisticamente significativo, pois, embora ocupe o segundo lugar no *ranking* dos gaps negativos (Anexo XI), o rácio RMSPE coloca-o apenas a meio da tabela, com um *p-value* de 0,375, pelo que não é possível rejeitar a hipótese nula de ausência de efeito (Hipótese 2).

Para além da significância estatística, os resultados evidenciam um padrão comum nas três maturidades que sugere que a incerteza associada à crise política se transmitiu com

⁴⁴ Adicionalmente, o Anexo XI detém a posição de Portugal no respetivo *ranking* do Gaps – omitido da Tabela 1 de forma a simplificar a leitura.

intensidade decrescente ao longo da curva de maturidades. Este padrão é visível nos *gaps* médios pós-tratamento, que diminuem à medida que a maturidade aumenta, passando de 38,2% (2Y) para 18,8% (5Y) e apenas 6,0% (10Y), bem como no rácio RMSPE, que decresce de 9,856 (2Y), para 8,516 (5Y) e 4,635 (10Y).

5.2.1. Obrigações a 2Y

Figura 3 - Trajetória das Yields a 2 Anos: Portugal Observado VS Controlo Sintético

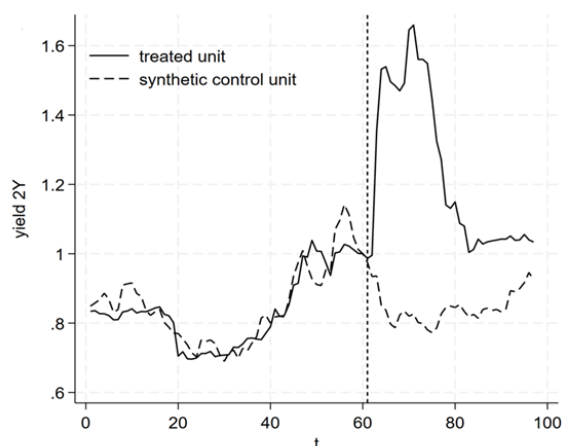


Tabela 2 - Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — maturidade 2 anos

País	Peso	País	Peso
Alemanha	—	Itália	—
Áustria	0,331	Letónia	—
Bélgica	—	Lituânia	0,550
Dinamarca	—	Países Baixos	—
Eslovénia	—	Polónia	0,073
Espanha	—	Reino Unido	—
Finlândia	0,046	Roménia	—
França	—	Suécia	—
Irlanda	—		

Fonte: Elaboração própria.

Segundo a Tabela 2, o controlo sintético é construído a partir da combinação ponderada da Lituânia (55,0%), Áustria (33,1%), Polónia (7,3%) e Finlândia (4,6%), com os restantes países a receberem peso nulo. No que respeita à credibilidade da trajetória do contrafactual, o ajustamento pré-tratamento entre Portugal e o controlo sintético revela-se adequado ao longo da generalidade do período, apesar dos desvios pontuais no início e fim da janela pré-tratamento. Esta leitura é corroborada quantitativamente pelo RMSPE pré-tratamento de 0,047, um dos seis mais reduzidos do conjunto doador nesta maturidade (Anexo X)⁴⁵⁴⁶, reforçando a validade do contrafactual.

⁴⁵ Enquanto o *ranking* do Rácio RMSPE e dos Gaps é atribuído em ordem decrescente de magnitude de efeito, ocupando a primeira posição a unidade com o valor mais elevado, o *ranking* RMSPE pré-tratamento segue a ordem inversa, sendo a primeira posição atribuída à unidade com menor valor (que indica à partida um melhor ajustamento pré-tratamento).

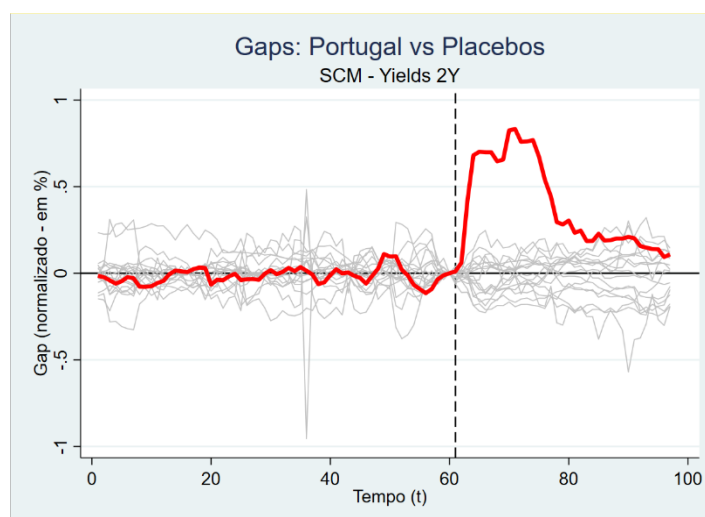
⁴⁶ Os *rankings* RMSPE pré-tratamento encontram-se presentes nos Anexos X como indicadores complementares ao ajustamento gráfico e ao valor do RMSPE pré-tratamento, pelo que não deve ser interpretado de forma isolada. Uma posição relativa desfavorável da unidade tratada não implica, por si só, um mau ajustamento, devendo a avaliação da qualidade do ajustamento do controlo sintético ser assente primariamente nos dois indicadores previamente referidos.

Entre estes desvios, destaca-se o choque global entre 24 e 25 de junho, período no qual se verifica que a *yield* portuguesa ficou abaixo do contrafactual, sugerindo que o choque externo não afetou Portugal com a mesma intensidade estimada no contrafactual para esta maturidade.

No período pós-tratamento, é apenas na primeira sessão após ambas as demissões (3/07), que se verifica um salto expressivo da *yield* de 36,0% (+1,195 p.p.), atingindo um *gap* de 41,8% face ao contrafactual. Este *gap* aumenta para um intervalo entre 64,6% e 70,2% nos dias seguintes, apesar da ligeira descida nas *yields* portuguesas entre dia 5 e 10 de julho, a qual é compensada no *gap* pela descida simultânea do contrafactual.

Por sua vez, o *gap* atinge o seu valor máximo a 15 de julho, fixando-se em 83,3%, o valor mais elevado entre todas as variáveis. Este pico é precedido pelo aumento expressivo entre 11 e 12 de julho, quando o *gap* passou de 65,7% para 82,5%, num período que coincide com o discurso do Presidente da República a 10 de julho e a apresentação da moção de censura pelo PEV a 12 de julho, posteriormente submetida ao Parlamento a 15 de julho. Após este pico, o desvio face ao contrafactual permanece elevado (~76%) nos dias seguintes, mas acaba por baixar para 67,4% após o chumbo da moção de censura e acentua-se entre 22 e 24 de julho, quando cai de 53,9% para 29,5%, em linha com o segundo discurso de Cavaco Silva e a tomada de posse ministerial.

Figura 4 - Gaps nas Yields a 2 Anos: Portugal VS Placebos



Fonte: *Elaboração própria.*

Como se observa na Figura 4, e tendo em conta os valores da Tabela 1, Portugal passa de ser praticamente indistinguível entre os placebos a divergir de forma substancial no pós-

tratamento, durante o período da crise política e nos dias subsequentes à sua resolução, sendo apenas ultrapassado perto do final da janela temporal.

5.2.2. Obrigações a 5Y

Figura 5 - Trajetória das Yields a 5 anos: Portugal Observado VS Controlo Sintético

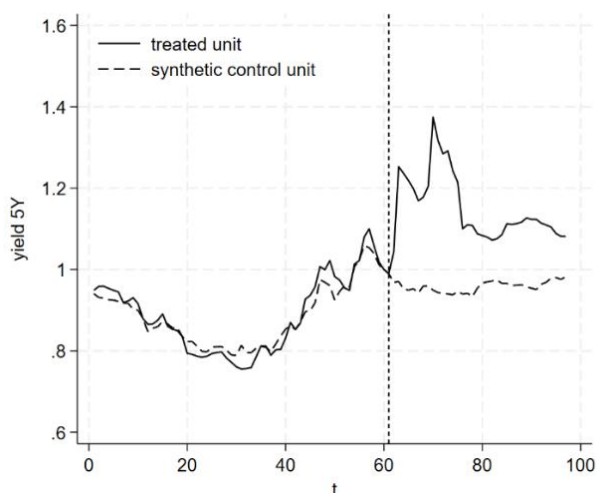


Tabela 3 - Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — maturidade 5 anos

País	Peso	País	Peso
Alemanha	—	Lituânia	0,201
Áustria	—	Países Baixos	—
Bélgica	—	Polónia	—
Espanha	—	Reino Unido	—
França	—	Suécia	—
Hungria	0,425		—
Irlanda	0,374		—
Itália	—		—

Fonte: Elaboração própria.

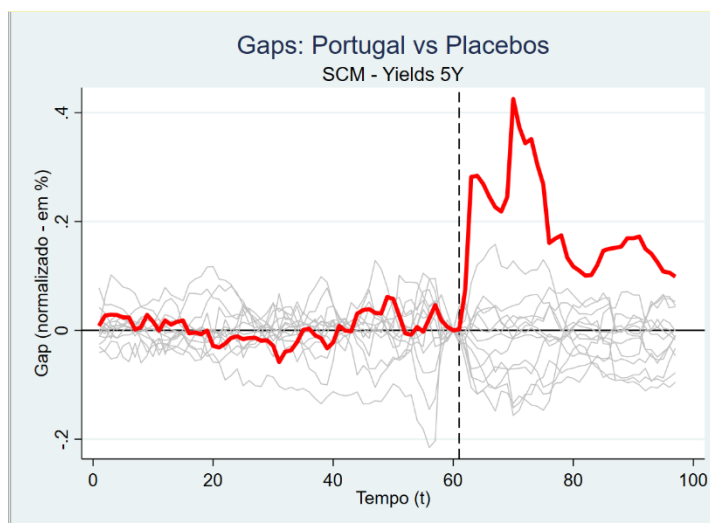
O controlo sintético da maturidade 5Y é constituído pela Hungria (42,5%), Irlanda (37,4%) e Lituânia (20,1%), sendo este último país comum ao controlo sintético da maturidade anterior. Apesar de assentar num conjunto doador mais restrito, o ajustamento pré-tratamento é forte, com um RMSPE pré-tratamento de 0,025 e uma elevada proximidade visual entre Portugal e o contrafactual (Figura 5). Em termos relativos, esta variável apresenta o sexto menor RMSPE pré-tratamento entre os placebos do conjunto doador, posição igual à verificada na maturidade 2Y, embora numa amostra mais reduzida.

Relativamente ao desvio de 24 e 25 de junho, ao contrário do observado na maturidade 2Y, aqui apresenta-se negligenciável, tendência que se verifica também na maturidade 10Y e no PSI-20, com grande proximidade entre o contrafactual e a unidade tratada.

Apesar do *gap* médio de 18,8% ser de menor magnitude do que o observado na maturidade 2Y, em linha com o gradiente já identificado, o efeito permanece expressivo, com a *yield* entre 2 e 3 de julho a registar um aumento de 20,1% (+1,084 p.p.) e o *gap* de 7,5% para 28,2%. Por sua vez, a dinâmica temporal do *gap* acompanha a evolução descrita para a maturidade 2Y, atingindo o seu valor máximo a 12 de julho, quando se fixa em 42,5% - um

salto de 18 p.p. face ao dia anterior e coincidente com o valor mais elevado da yield 5Y em 2013 (7,112%) (Anexo X). A partir desse dia, o *gap* diminui gradualmente, acabando por estabilizar entre 10,0% e 17,0% de 24 de julho até ao final da janela temporal.

Figura 6 - Gaps nas Yields a 5 Anos: Portugal e Placebos



Fonte: Elaboração própria.

A Figura 6 repete o padrão observado na maturidade 2Y, com Portugal passando de indistinguível perante os restantes placebos no pré-tratamento a uma forte rutura após 1 de julho, mantendo-se acima destes até ao final da janela, confirmando, por inferência, a excecionalidade desta maturidade.

5.2.3. Obrigações a 10Y

Figura 7 - Trajetória das Yields a 10 anos: Portugal Observado VS Controlo Sintético

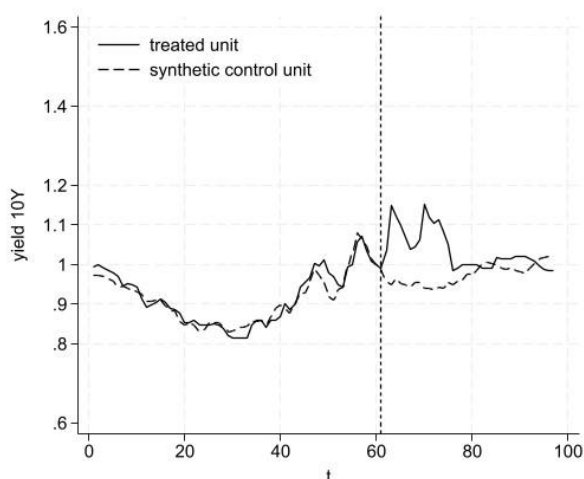


Tabela 4 - Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — maturidade 10 anos

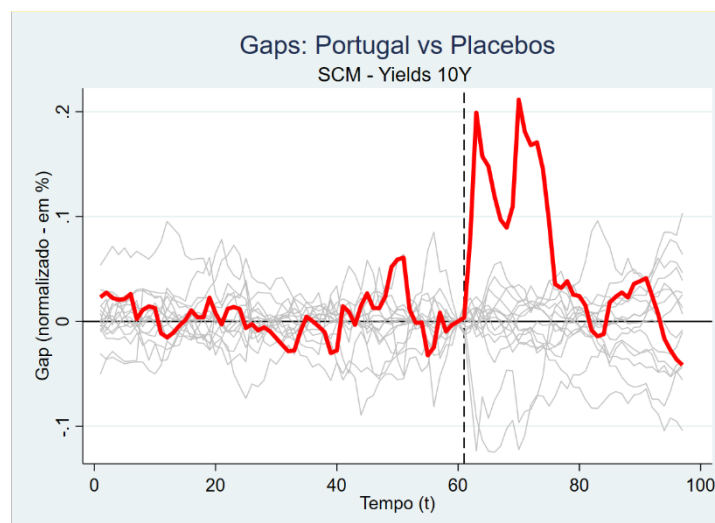
País	Peso	País	Peso
Alemanha	—	Itália	—
Áustria	—	Países Baixos	—
Bélgica	—	Polónia	0,140
Dinamarca	—	Reino Unido	—
Eslováquia	0,322	Roménia	0,024
Espanha	—	Suécia	—
Finlândia	—		—
França	—		—
Hungria	0,514		—

Fonte: Elaboração própria.

O controlo sintético da maturidade 10Y é o mais alargado das especificações base, sendo constituído pela Hungria (51,4%), comum à maturidade 5Y, Eslováquia (32,2%), Polónia (14,0%) e Roménia (2,4%). Em termos de qualidade do ajustamento, destaca-se entre todas as especificações, devido ao seu estreito alinhamento gráfico entre Portugal e o contrafactual sintético ao longo do pré-tratamento e por possuir um RMSPE pré-tratamento mais baixo (0,020). Contudo, em respeito do *ranking* RMSPE pré-tratamento, Portugal ocupa apenas a décima posição entre dezasseis países.

Não obstante, conforme a Tabela 1 e a Figura 7, a maturidade 10Y regista o menor impacto, com um *gap* médio de 6,0%. Entre 2 e 3 de julho, a *yield* aumenta apenas 10,8% (+0,715 p.p.), com o *gap* diário a crescer de 7,9% para 15,7%. A evolução posterior segue o padrão já mencionado, diminuindo entre 4 e 10 de julho e aumentando novamente no dia 12, quando atinge o maior *gap* diário (21,1%) e a *yield* o seu máximo para 2013 (7,358%). Contudo, a partir dessa data, verifica-se uma descida gradual, que estabiliza após 24 de julho perto do contrafactual, acabando mesmo por inverter momentaneamente, obtendo *gaps* marginalmente negativos entre $t=82$ a $t=84$ e de $t=94$ até ao fim da janela em análise – algo que não ocorre nas restantes maturidades.

Figura 8 - Gaps nas Yields a 10 Anos: Portugal e Placebos



Fonte: Elaboração própria.

Novamente, a Figura 8 reitera a validade observada nas restantes maturidades, evidenciando um afastamento pós-tratamento claro relativamente aos placebos no início, que é,

contudo, em linha como parágrafo anterior, ultrapassado por diversos placebos perto de $t=80$, algo que só ocorre nas Figuras 4 e 6 mais tarde.

5.2.4. PSI-20

Figura 9 - Trajetória do PSI-20: Portugal Observado VS Controlo Sintético

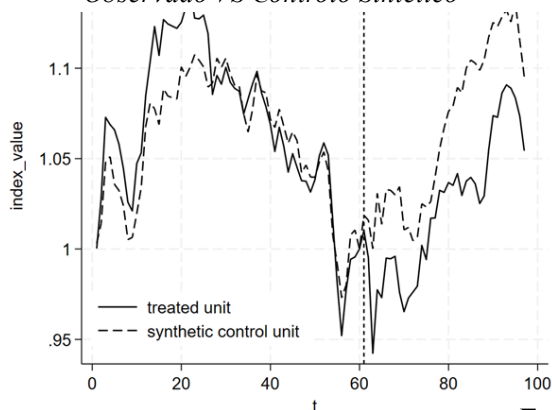


Tabela 5 - Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — PSI-20

País	Peso	País	Peso
Alemanha/DAX40	—	Itália/FTSE MIB	—
Bélgica/BEL 20	—	Lituânia/OMX Vilnius	—
Eslovénia/SBITOP	—	Malta/MSE	—
Espanha/IBEX35	1,000	Países Baixos/AEX	—
Finlândia/OMX HS25	—	Reino Unido/FTSE100	—
França/CAC40	—	Roménia/BET	—
Hungria/BUX	—	Suécia/OMX S30	—
Irlanda/ISEQ20	—		—

Fonte: Elaboração própria.

Segundo a Tabela 5, o controlo sintético do PSI-20 apresenta uma configuração particularmente interessante, sendo constituído integralmente pelo IBEX35 (Espanha), o que aproxima a análise de um *Difference-in-Differences*, cuja aplicabilidade se considerou improvável no subcapítulo 4.3. Esta possibilidade não só é permitida pelo método, como é ilustrada por Abadie et al. (2015), num teste de robustez em que os autores reduzem gradualmente o número de unidades de controlo e constroem um contrafactual para a Alemanha Ocidental exclusivamente a partir da Áustria. No entanto, Abadie et al. (2015) destacam que esta ocorrência tende a produzir ajustamentos pré-tratamento mais fracos do que aqueles produzidos por múltiplas unidades e recomendam cautela na interpretação dos resultados.

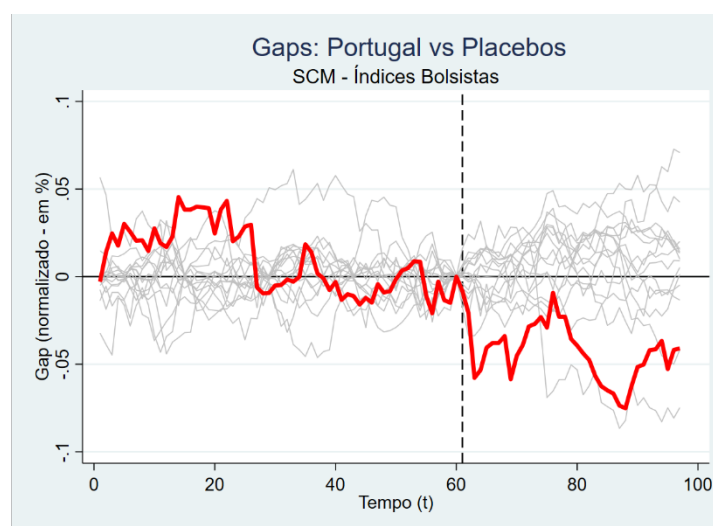
Esta ressalva aplica-se ao presente caso. Embora o RMSPE pré-tratamento seja 0,021, a Figura 9 evidencia um fraco ajuste visual entre $t=10$ e $t=30$, que, apesar de parcialmente compensando pela maior proximidade no restante período pré-tratamento, exige cuidado na interpretação, mesmo tratando-se de resultados estatisticamente não significativos. A isto acresce que Portugal ocupa apenas a décima terceira posição de dezasseis países em termos do *ranking* RMSPE pré-tratamento.

Ao longo do pós-tratamento, o PSI-20 diverge sobretudo de forma negativa face ao contrafactual, com um *gap* médio de -4,3% e *gaps* diários negativos em todos os dias, dos quais

se destacam os de 1 e 22 de julho, que obtêm valores apenas marginalmente negativos. À semelhança do observado nas *yields*, os *gaps* mais acentuados durante o período restrito à crise política ocorrem nos dias 3, 11 e 12 de julho, contudo, os desvios de maior magnitude absoluta, de -7,4% e -7,5%, surgem apenas a 6 e 7 de agosto, respetivamente, já após a resolução formal da crise. Ainda assim, em termos absolutos, apesar de manter o *gap* negativo face ao contrafactual, o PSI-20 recupera antes de $t=80$ para um nível superior ao seu valor de referência de 28 de junho de 2013, e continua a crescer de forma volátil até ao final.

No entanto, como suportado pela Tabela 1 e Anexo X, e reforçado pela cautela exigida na análise do ajuste, a inferência por permutação não permite rejeitar a hipótese nula de ausência de efeito, com Portugal a ocupar apenas o sexto lugar do rácio RMSPE entre as dezasseis unidades do conjunto doador, o que lhe auferiu um *p-value* de 0,375. Este valor decorre tanto do baixo RMSPE pós-tratamento (0,046), que traduz um fraco afastamento médio face ao contrafactual após o início da crise política, como do rácio RMSPE de apenas 2,234, que reflete um desvio relativamente moderado face ao ajustamento pré-tratamento.

Figura 10 - Gaps no PSI-20: Portugal e Placebos



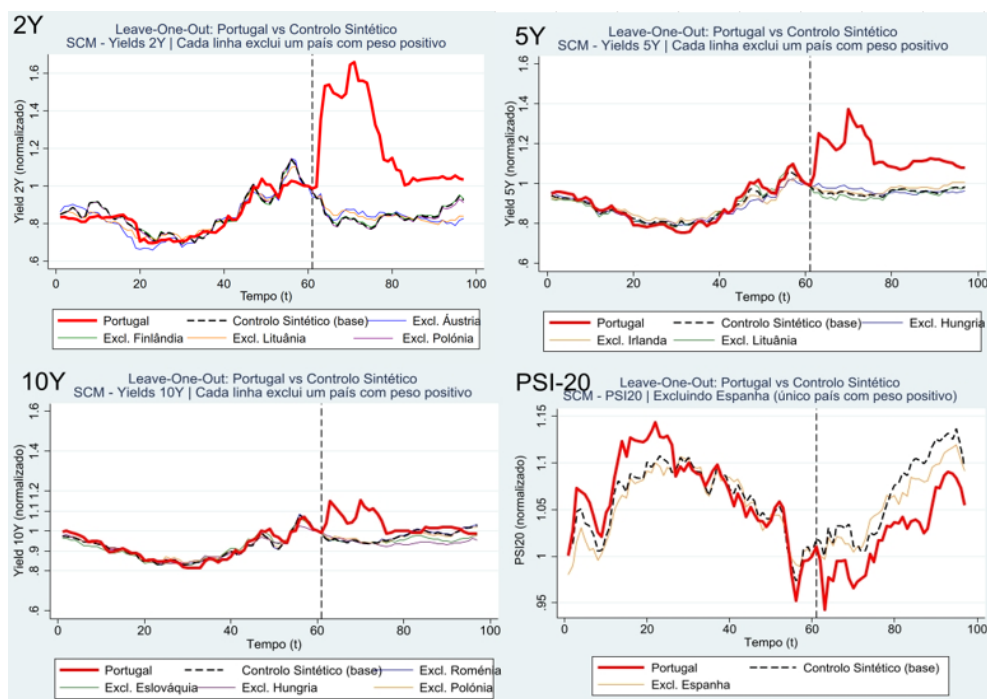
Fonte: *Elaboração própria.*

Esta leitura é reforçada pela Figura 10, na qual se observa que, apesar de Portugal se manter relativamente abaixo dos restantes placebos no início do pós-tratamento, não se destaca de forma suficientemente expressiva, sendo acompanhado por perto por várias unidades, algumas com desvios de magnitude negativa semelhante ou superior em diversos momentos antes de $t=80$.

5.3. Análise de Robustez

5.3.1. Leave-One-Out (LOO)

Figura 11 - Análise de Robustez Leave-One-Out: Yields a 2Y, 5Y, 10Y e PSI-20



Fonte: Elaboração própria.

A Figura 11 atesta a robustez dos controlos sintéticos de cada variável, apresentando, em cada linha, a recriação do SCM após a exclusão individual de cada unidade com peso positivo na especificação base, permitindo verificar se os resultados dependem exclusivamente de algum doador em particular (Abadie et al., 2015; 2021). Ao observar os gráficos das maturidades, verifica-se que os controlos sintéticos LOO continuam a acompanhar as trajetórias dos contrafactuais base sem alterações substanciais, com particular destaque para a fidelidade existente no 10Y, confirmando a solidez das especificações base.

Quanto ao PSI-20, embora o resultado seja estatisticamente não significativo, este exercício de robustez permite avaliar a sensibilidade do modelo em tecer trajetórias alternativas, mesmo quando o controlo sintético é constituído em 100% pela IBEX35. Embora a recriação do ajustamento LOO seja menos preciso do que o das maturidades e inferior ao da especificação base, o algoritmo do SCM consegue ainda construir uma trajetória contrafactual razoavelmente próxima, apesar das divergências observadas no pós-tratamento.

5.3.2. Sensibilidade à composição do conjunto doador

Tabela 6 - Sensibilidade à composição do conjunto doador - resultados dos testes de robustez e métricas de ajuste de cada configuração

Variável	Ranking	p-value	RMSPE pré	RMSPE pós	Rácio RMSPE	Gap Médio (%)	Gap Máximo (%)
Especificação Base (5 preditores)							
2Y	1 de 18	0,056	0,047	0,461	9,856	38,2	83,3
5Y	1 de 14	0,071	0,025	0,209	8,516	18,8	42,5
10Y	1 de 16	0,063	0,020	0,093	4,635	6,0	21,1
PSI-20	6 de 16	0,375	0,021	0,046	2,234	-4,3	-7,5
Configuração "Amostra Total" (5 preditores)							
2Y	1 de 19	0,053	0,047	0,461	9,788	38,1	83,2
5Y	1 de 16	0,063	0,025	0,209	8,503	18,8	42,5
10Y	1 de 18	0,056	0,018	0,099	5,388	8,7	20,9
PSI-20	10 de 18	0,555	0,020	0,035	1,782	-3,1	-6,3
Configuração "Zona Euro" (3 preditores)							
2Y	1 de 11	0,091	0,068	0,482	7,040	42,6	82,8
5Y	1 de 9	0,111	0,044	0,225	5,167	21,2	41,3
10Y	1 de 10	0,100	0,031	0,087	2,762	7,7	16,7
PSI-20	5 de 11	0,455	0,039	0,049	1,245	-4,5	-8,1
Configuração "Conservadora" (3 preditores)							
2Y	1 de 14	0,071	0,052	0,415	8,004	33,6	76,7
5Y	1 de 10	0,100	0,062	0,182	2,949	16,1	39,1
10Y	1 de 13	0,077	0,021	0,112	5,247	10,3	21,8
PSI-20	10 de 11	0,909	0,045	0,047	1,023	-3,3	-8,9

Nota: O Gap Máximo reporta o valor máximo (obrigações) ou mínimo (PSI-20) do período pós-tratamento, conforme a direção esperada do efeito. O Ranking indica a posição de Portugal na distribuição do rácio RMSPE.

Fonte: Elaboração própria.

A robustez do efeito à composição do conjunto doador foi avaliada em três configurações, sintetizadas na Tabela 6 e analisadas em detalhe nos Anexos XV, XVI e XVII. A Amostra Total readmite os países excluídos por choques idiossincráticos próprios. Nas maturidades 2Y e 5Y, os resultados mantêm-se praticamente idênticos, observando-se diferenças ínfimas no rácio RMSPE fruto dos arredondamentos. Em contrapartida, na maturidade 10Y e no PSI-20, o efeito intensifica-se face à adição dos países anteriormente excluídos do controlo sintético.

As configurações da Zona Euro e Conservadora, ambas com três preditores, restringem progressivamente o conjunto doador, com a última a excluir mesmo os países mais estruturalmente próximos a Portugal. Como esperado, o ajustamento pré-tratamento deteriora-se à medida que o conjunto se restringe, particularmente evidente na 5Y da configuração Conservadora. Ainda assim, a tendência geral dos resultados preserva-se nestas configurações,

com Portugal mantendo-se em primeiro lugar do rácio RMSPE em todas as maturidades e com um gradiente decrescente ao longo dos *gaps* médios.

5.3.3. Placebo Temporal (2010)

Figura 12 - Análise de Robustez Placebo Temporal 2010: Trajetória das Variáveis — Portugal Observado vs. Controlo Sintético

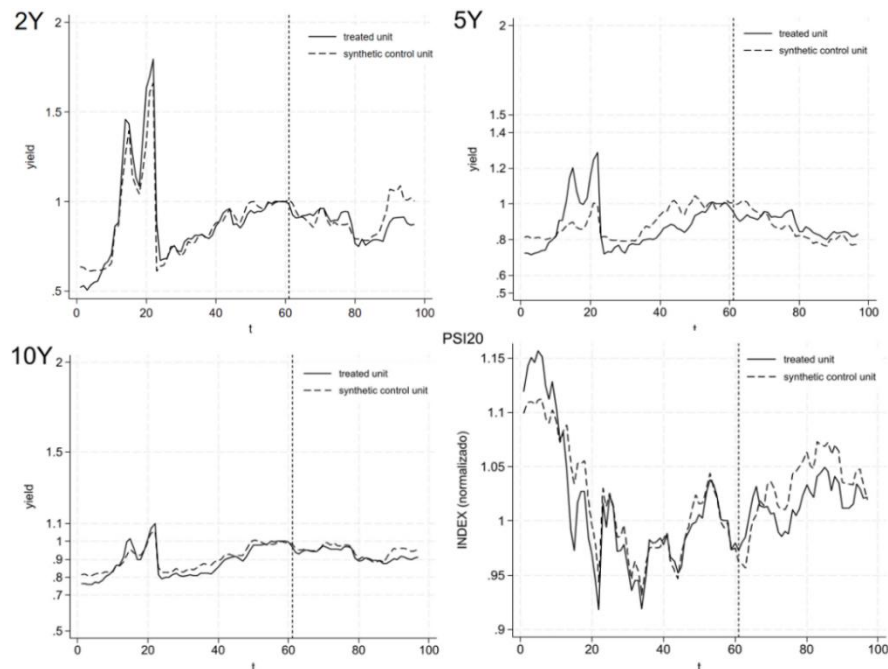


Tabela 7 - Placebo Temporal 2010 - Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — yields a 2Y, 5Y, 10Y, PSI-20

País	2Y Peso	5Y Peso	10Y Peso
Alemanha	—	—	—
Áustria	—	—	—
Chéquia	—	—	—
Dinamarca	—	(n.a)	—
Eslováquia	—	(n.a)	—
Espanha	0,099	0,884	—
Finlândia	—	—	—
França	—	0,116	—
Hungria	(n.a)	—	—
Irlanda	0,901	(n.a)	1,000
Itália	—	—	—
Países Bai	—	—	—
Polónia	—	—	—
Reino Unik	—	(n.a)	—
Suécia	—	—	—

País	Peso	País	Peso
Alemanha/DAX40	—	Hungria/HUX	—
Áustria/ATX	—	Irlanda/ISEQ20	—
Bélgica/BEL20	—	Itália/FTSE MIB	—
Bulgária/SOFIX	—	Luxemburgo/LUXXX	0,356
Chéquia/PX	—	Malta/MSE	—
Chipre/CSE	—	Países Baixos/AEX	—
Eslovénia/SBITOP	—	Reino Unido/FTSE100	—
Espanha/IBEX35	0,276	Roménia/BET	—
Finlândia/OMX HS25	0,194	Suécia/OMX	0,173
França/CAC40	—		

Tabela 8 - Placebo Temporal 2010 - Resultados do teste de robustez e métricas de ajuste para cada variável

Variável	Ranking	<i>p-value</i>	RMSPE pré	RMSPE pós	Rácio RMSPE	Gap Médio (%)	Gap Máximo (%)
2Y	8 de 11	0,727	0,079	0,081	1,024	-3,1	7,4
5Y	12 de 12	1,000	0,111	0,056	0,507	2,1	11,1
10Y	14 de 16	0,875	0,033	0,029	0,867	-2,1	1,0
PSI-20	16 de 19	0,842	0,022	0,025	1,109	-1,6	2,8

Nota: O Gap Máximo reporta o valor máximo (obrigações) ou mínimo (PSI-20) do período pós-tratamento, conforme a direção esperada do efeito. O Ranking indica a posição de Portugal na distribuição do rácio RMSPE.

Fonte: *Elaboração própria.*

De acordo com a Figura 12, verifica-se que, para a mesma janela de tratamento fictício equivalente em 2010, não se deteta qualquer efeito causal em nenhuma das variáveis. As trajetórias de Portugal e dos respetivos contrafactuais mantêm-se genericamente alinhadas ao longo de todo o período, inclusive no pós-tratamento, o que demonstra tanto a credibilidade da trajetória tecida pelo SCM como, consequentemente, da ausência de resultados. Esta leitura, particularmente clara na maturidade 2Y e 10Y, mantém-se também para a 5Y e o PSI-20, que, apesar de manterem um ajustamento menos preciso, continuam a acompanhar a mesma direção e variação geral das trajetórias observadas.

Este dado é reforçado pela análise da Tabela 8, na qual os *p-values* variam entre 0,727 (2Y) e 1,000 (5Y), valores claramente superiores a qualquer limite de significância estatística. Adicionalmente, os respetivos rácios RMSPE são substancialmente menores aos obtidos em 2013, o que reflete a elevada proximidade entre o RMSPE pré e pós-tratamento e evidencia a ausência de efeitos.

A análise dos *gaps* aponta no mesmo sentido. Tanto os *gaps* médios como os máximos são muito inferiores aos obtidos nas especificações anteriores. Aqui, destaca-se a maturidade 5Y como a única variável com um *gap* médio positivo, de 2,1%, e um *gap* máximo de 11,1%. Este resultado, porém, parece traduzir um efeito da menor qualidade do ajuste nesta maturidade e, possivelmente, da forte dependência dos contrafactuais à Irlanda, que assume pesos particularmente elevados nas maturidades 2Y e 10Y, de 90,1% e 100%, respetivamente, mas se encontra ausente na construção do controlo sintético da 5Y.

Um aspeto relevante deste placebo temporal é o salto expressivo observado nas *yields* entre $t=10$ e $t=25$, correspondente ao fim de abril e início de maio, período coincidente com o

corte do *rating* da Grécia para “lixo” e de Portugal para A- (Papadimas & Graham, 2010). Contudo, esta volatilidade não compromete a validade do placebo, uma vez que ocorre no início do pré-tratamento e parece refletir um choque comum a Portugal e ao respetivo controlo sintético, como demonstrado pela proximidade das trajetórias.

Sendo assim, no seu conjunto, pode-se afirmar que estes resultados são consistentes com a hipótese nula de ausência de efeito, reforçando a credibilidade do método e resultados obtidos para as especificações base e de robustez para o mesmo período em 2013.

5.4. Discussão

Os resultados obtidos nos subcapítulos anteriores evidenciam, de forma causal, os efeitos da instabilidade provocada pela crise política de julho de 2013 nas obrigações soberanas portuguesas, com um aumento estatisticamente significativo nas três maturidades analisadas, confirmando a Hipótese 1. Este efeito, contudo, não se reproduz de forma equivalente no mercado acionista, uma vez que não se identificou um impacto estatisticamente significativo no PSI-20, pelo que não se encontra suporte empírico para a Hipótese 2. Este resultado aponta assim para uma dissociação relevante entre a reação do mercado obrigacionista e acionista.

O efeito observado nas obrigações soberanas é teoricamente consistente com a natureza destes ativos. Por estarem diretamente expostos ao risco de crédito do Estado emissor, as obrigações constituem um canal particularmente sensível à instabilidade política, a qual, por si só, gera incerteza política e económica, refletindo-se no financiamento público (Handler & Jankowitsch, 2025). Esta interpretação encontra paralelos na literatura analisada, em particular em Moser (2007) e Bernhard e Leblang (2006).

Adicionalmente, o próprio contexto macroeconómico português em julho de 2013 poderá ter amplificado estes efeitos. Portugal encontrava-se ainda sob o PAEF e num enquadramento socioeconómico adverso e de elevado descontentamento social, o que tornava a estabilidade política particularmente relevante para a credibilidade dos compromissos nacionais perante os mercados. Esta leitura é consistente com as afirmações de Handler e Jankowitsch (2025, p.1), que caracterizam a crise das dívidas públicas como o “laboratório ideal para tal análise”, e é diretamente suportada por Moser (2007), Pástor e Veronesi (2013) e Kelly et al. (2016), ao indicarem que o prémio de risco político é mais acentuado em economias ou contextos económicos frágeis, as quais têm maior probabilidade de mudança de políticas. Neste

contexto, os receios dos investidores e credores estariam associados tanto a uma eventual reversão nos compromissos com o PAEF como à própria sobrevivência do Executivo.

Esta interpretação é sustentada na análise dos *gaps* diários. A demissão de Vítor Gaspar traduziu-se, num primeiro momento, numa variação contida nas *yields*, ao passo que o salto mais expressivo ocorreu apenas a 3 de julho, na primeira sessão após ambas as demissões. Embora Moser (2007) argumente que a mudança de um ministro das finanças tende a ser interpretada pelos mercados como sinal para a mudança na vontade de pagamento e da orientação da política fiscal (produzindo efeitos significativos nos *spreads*), o caso português parece ser colmatado no dia pela nomeação de Maria Luís Albuquerque, percecionada como garante da continuidade da mesma política. Contudo, foi a demissão de Paulo Portas, líder do partido minoritário, mas essencial à coligação governante, que parece constituir o choque determinante.⁴⁷

Como observado a 3 de julho, ao sinalizar divergências internas face às medidas de austeridade em curso e constituindo-se uma ameaça à sobrevivência do governo que as punha em prática, eleva o choque a uma crise de instabilidade governativa num período de elevada vulnerabilidade económica e social. Este argumento encontra suporte em Bernhard e Leblang (2006), segundo os quais a duração esperada de um governo constitui informação central sobre o seu compromisso com os investidores, os quais exigirão prémios de risco mais elevados para deter dívida pública quando este compromisso é posto em causa. Para os autores, este mecanismo é particularmente relevante em governos de coligação, os quais têm maior probabilidade de queda prematura face a preferências políticas incompatíveis e aos ministros a estarem dependentes de múltiplos agentes com poder de veto.

Isto é adicionalmente suportado pelo acompanhamento fiel dos *gaps* à volatilidade produzida pelos eventos diários da crise política, com os picos mais expressivos coincidindo com os momentos maior incerteza. Os *gaps* diminuía à medida que surgiam sinais favoráveis a um entendimento, como no período entre 4 e 9 de julho, e aumentavam perante eventos negativos à sobrevivência do governo, destacando-se o pico ocorrido nas sessões após o

⁴⁷ Vítor Gaspar parece reconhecer este ponto. Em Avillez (2014, p.40) sustenta que a sua saída foi preparada com o objetivo de minimizar os efeitos (nos mercados), indicando que a continuidade da política “do ponto de vista externo” (Avillez, 2014, p.40) foi assegurada pelo Primeiro-Ministro e por Maria Luís de Albuquerque. O próprio invoca a contida reação dos mercados à sua carta de demissão como corroboração deste argumento, em contraste com a acentuada reação dos mercados obrigacionistas à reação de Paulo Portas (em Avillez (2014, pp. 341-342)).

discurso de Cavaco Silva a 10 de julho e o anúncio de apresentação da moção de censura a 12 de julho. Em sentido inverso, o chumbo desta moção e o segundo discurso do Presidente da República, parecem ter reforçado o otimismo dos investidores, com os mercados a estabilizarem após o discurso e a respetiva tomada de posse, ainda que as maturidades 2Y e 5Y, em particular, se tenham fixado num patamar superior ao observado na generalidade do período pré-tratamento.

Um dos resultados mais relevantes prende-se com a diferença da magnitude dos efeitos entre as maturidades, nos quais se observa um padrão decrescente dos *gaps* médios e máximos, bem como do rácio RMSPE, à medida que aumenta o prazo das obrigações. Estes resultados sugerem que a crise foi interpretada pelos investidores sobretudo como um choque no curto e médio prazo, associado à continuidade do Executivo, da sua política e à execução das metas do PAEF (que terminava em 2014). Ainda assim, o efeito na maturidade 10Y não é ignorável, pois apesar de mais reduzido, é estatisticamente significativo e acompanha paralelamente a dinâmica das maturidades mais curtas.

Em sentido inverso, observou-se uma melhoria da qualidade do ajustamento visual à medida que se avançava nas maturidades, não obstante os episódios de deterioração ocorridos nas análises de robustez para a maturidade 5Y. Esta diferença é compatível com a própria estrutura e natureza das maturidades, com as mais longas sendo primordialmente mais estáveis (e assim mais facilmente reproduzíveis pelo controlo sintético), enquanto as *yields* a curto prazo são mais voláteis e instáveis (Ang & Piazzesi, 2003)⁴⁸, o que, simultaneamente, as torna mais difíceis de ajustar no SCM.

Outro aspeto relevante prende-se com a relativa estabilização e convergência gradual dos efeitos das várias maturidades após a resolução da crise política, sugerindo que o choque se concentrou sobretudo no período entre 1 e 24 de julho. Esta interpretação deve, contudo, ser lida com cautela, uma vez que as *yields* portuguesas voltariam a registar novos aumentos expressivos após a decisão do TC a 29 de agosto e a posterior visita da Troika no final de setembro. Estes eventos poderão ter absorvido parte da incerteza gerada em julho, mas, por

⁴⁸ Ang e Piazzesi (2003) ao estudar as *yields* norte-americanas de 1, 3, 6, 36 e 60 meses entre 1952 e 2000, indicam o seguinte: “os desvios-padrão das *yields* diminuem geralmente com a maturidade; e as *yields* apresentam uma elevada autocorrelação, que aumenta com maturidades mais longas. Os níveis das *yields* evidenciam uma ligeira curtosse excessiva nas maturidades curtas, que diminui com o aumento da maturidade” (Ang & Piazzesi, 2003, p. 749, traduzido).

constituírem choques externos ao presente estudo, não podem ser isolados através do método utilizado.

No caso do PSI-20, a ausência de efeito estatisticamente significativo poderá ser explicada pela distinta natureza face às obrigações. Embora o índice tenha apresentado reações negativas e evoluído inversamente, como esperado, à dinâmica apresentada pelas obrigações soberanas, esta evolução não foi suficientemente distinta dos restantes placebos para permitir identificar um efeito estatisticamente significativo. Esta dissociação entre obrigações e ações sugere que a crise política foi incorporada de forma mais clara no mercado da dívida soberana do que no mercado acionista. Não obstante, a elevada volatilidade do PSI-20 poderá ter contribuído também para este resultado, argumento que encontra suporte em Abadie (2021), segundo o qual os efeitos de intervenções “pequenas”, ou mesmo com efeitos mais expressivos, podem ser difíceis de detetar caso a variável do resultado seja igualmente volátil.

Em termos de robustez, destaca-se a consistência dos resultados das obrigações aos vários testes adicionais realizados. Enquanto o teste LOO demonstrou que o sintético das maturidades, e os respetivos resultados, não dependem excessivamente de nenhum país da especificação base, o placebo temporal de 2010 não identificou efeitos equivalentes, reforçando a interpretação dos resultados de 2013. No mesmo sentido, a configuração da Amostra Total não só aumentou a transparência da metodologia ao adicionar os países anteriormente eliminados, como confirmou que este alargamento não alterou as conclusões.

Nas configurações mais exigentes, com conjuntos de doadores mais restritos e menor número de preditores, observa-se, como seria expectável, uma diminuição visível da qualidade do ajustamento pré-tratamento. Esta deterioração não deve, contudo, ser interpretada necessariamente como uma fragilidade central dos resultados, visto que o método conseguiu ainda assim reproduzir a direção geral das trajetórias com relativa fidelidade, mesmo tendo em conta o grau de exigência destas configurações e a exclusão de vários países estruturalmente semelhantes a Portugal.

Do ponto de vista metodológico, os resultados obtidos ilustram a aplicabilidade do SCM, habitualmente utilizado na avaliação de políticas públicas e em dados de baixa frequência, a dados de alta frequência e substancialmente mais voláteis, em linha com a literatura precedente, inclusive Incerti e Incerti (2024). Por outro lado, a própria convergência

do SCM em atribuir a maioria dos pesos a países do leste e sul da Europa demonstrou a sua capacidade em identificar os Estados cujas trajetórias mais se aproximavam às portuguesas.

Por fim, apesar dos resultados obtidos e da adequação geral do método, importa reconhecer algumas limitações do estudo. Em primeiro lugar, pela própria natureza do SCM, a inferência por permutação implica que o *p-value* mínimo dependa diretamente da dimensão do conjunto doador (limitação identificada por Abadie (2021)), o que se torna particularmente relevante nas especificações de robustez com amostras mais reduzidas.

Em segundo lugar, embora o SCM elaborado nesta dissertação permita captar o efeito causal da crise política, não possibilitou decompor este impacto nas suas diferentes componentes (e.g. prémio de risco), o que poderia oferecer uma perspetiva mais profunda sobre os efeitos da crise política. Em terceiro lugar, a própria janela temporal necessária para captar a evolução completa dos efeitos pós-tratamento provoca uma subestimação dos impactos mais agudos ocorridos entre 1 e 24 de julho, tornando-se importante utilizar na interpretação indicadores complementares, como o *gap* diário e máximo, tornando por vezes a análise densa.

Por fim, embora não seja possível excluir formalmente a existência de efeitos marginais do choque português nas variáveis dos países de controlo sintético (e vice-versa), a análise apresentada na metodologia e nos Anexos VII e VIII não evidencia contágio significativo nos países mais expostos, mitigando as preocupações relativas ao SUTVA. Esta conclusão é reforçada pela própria configuração Conservadora, que apresenta efeitos e trajetórias gerais consistentes com a especificação base, constituindo uma salvaguarda adicional à credibilidade do método e resultados.

No mesmo sentido, importa ressaltar que o choque global de 24 e 25 de junho, coincidente com o *tapering* da Reserva Federal Americana e a queda do mercado acionista chinês (Garcia, 2013), revelou-se não idiossincrático a Portugal, sendo acompanhado na generalidade das variáveis tanto por Portugal como pelo contrafactual, com exceção da maturidade 2Y, onde se verifica um desvio pontual sem consequência para a sua validade.

6. Conclusão

A presente dissertação procurou estudar os impactos da instabilidade governativa nos mercados financeiros, aplicando o SCM à análise dos efeitos causais da crise política

portuguesa de julho de 2013 sobre as *yields* das obrigações portuguesas no mercado secundário e no PSI-20.

Os resultados confirmaram parcialmente o impacto. O episódio gerou um aumento causal e estatisticamente significativo a 10% (o máximo possibilitado pelo método dada a dimensão do conjunto doador) nas três maturidades analisadas, com *gaps* médios pós-tratamento de 38,2% na maturidade 2Y, 18,8% na 5Y e 6,0% na 10Y. O padrão decrescente de magnitude à medida que aumenta a maturidade sugere que a crise foi lida pelos investidores sobretudo como um choque a curto e médio prazo. No PSI-20, apesar da queda expectável em sentido contrário em relação às obrigações soberanas e de os *gaps* serem tendencialmente inferiores aos dos placebos entre 1 e 24 de julho, não se identificou um efeito estatisticamente significativo. Este contraste sugere uma dissociação entre as respostas do mercado obrigacionista e acionista à crise política de julho de 2013.

Do ponto de vista da literatura, estes resultados contribuem para o aumento dos estudos causais na Economia e Ciência Política sobre os impactos da instabilidade e incerteza política (e governativa) na economia, nomeadamente nos mercados financeiros. Esta contribuição revela-se particularmente relevante ao incidir sobre uma economia desenvolvida num contexto de crise socioeconómica e de assistência externa.

Neste sentido, a dissertação corrobora, embora parcialmente, os mecanismos teóricos expostos por Pástor e Veronesi (2012, 2013) e Bernhard e Leblang (2006), como os resultados empíricos de Moser (2007) e Handler e Jankowitsch (2025). Por outro lado, do ponto de vista metodológico, alinha-se com a aplicabilidade já documentada do SCM no estudo de dados de alta frequência e volatilidade, ilustrando a sua utilidade na identificação de efeitos causais em mercados financeiros. Esta aplicação exige, contudo, cautela, tendo em conta as limitações expostas na Discussão.

Para investigação futura dentro deste tópico poder-se-á 1) procurar decompor os efeitos causais totais do presente estudo em diversas componentes, como o prémio de risco; 2) aplicar o presente método a setores potencialmente mais vulneráveis, como a banca; e 3) estender o mesmo estudo a episódios comparáveis de instabilidade governativa, em Portugal ou noutros países.

Bibliografia

- Abadie, A. (2021). Using synthetic controls: Feasibility, data requirements, and methodological aspects. *Journal of Economic Literature*, 59(2), 391–425. <https://doi.org/10.1257/jel.20191450>
- Abadie, A., & Gardeazabal, J. (2003). The economic costs of conflict: A case study of the Basque Country. *American Economic Review*, 93(1), 113–132. <https://doi.org/10.1257/000282803321455188>
- Abadie, A., Diamond, A., & Hainmueller, J. (2010). Synthetic control methods for comparative case studies: Estimating the effect of California's tobacco control program. *Journal of the American Statistical Association*, 105(490), 493–505. <https://doi.org/10.1198/jasa.2009.ap08746>
- Abadie, A., Diamond, A., & Hainmueller, J. (2015). Comparative politics and the synthetic control method. *American Journal of Political Science*, 59(2), 495–510. <https://doi.org/10.1111/ajps.12116>
- Aguiar-Conraria, L., Bação, P., Horta Correia, I., Ferreira, J. A., Reis, R., Tavares, J., Valério, N., & Varejão, J. (2023). *Crises na economia portuguesa: De 1910 a 2022*. Fundação Francisco Manuel dos Santos. <https://personal.lse.ac.uk/reisr/papers/23-CrisesEconomiaPortuguesa.pdf>
- Aisen, A., & Veiga, F. J. (2008). Political instability and inflation volatility. *Public Choice*, 135(3–4), 207–223. <https://doi.org/10.1007/s11127-007-9254-x>
- Aisen, A., & Veiga, F. J. (2013). How does political instability affect economic growth? *European Journal of Political Economy*, 29, 151–167. <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2012.11.001>
- Alcaraz, C., Claessens, S., Cuadra, G., Marqués-Ibáñez, D., & Sapriza, H. (2019). *Whatever it takes: What's the impact of a major nonconventional monetary policy intervention?* (ECB Working Paper Series No. 2249). European Central Bank. <https://doi.org/10.2866/312461>
- Alesina, A., & Perotti, R. (1996). Income distribution, political instability, and investment. *European Economic Review*, 40(6), 1203–1228. [https://doi.org/10.1016/0014-2921\(95\)00030-5](https://doi.org/10.1016/0014-2921(95)00030-5)
- Alesina, A., Özler, S., Roubini, N., & Swagel, P. (1996). Political instability and economic growth. *Journal of Economic Growth*, 1(2), 189–211. <https://doi.org/10.1007/BF00138862>
- Ang, A., & Piazzesi, M. (2003). A no-arbitrage vector autoregression of term structure dynamics with macroeconomic and latent variables. *Journal of Monetary Economics*, 50(4), 745–787. [https://doi.org/10.1016/S0304-3932\(03\)00032-1](https://doi.org/10.1016/S0304-3932(03)00032-1)
- Athey, S., & Imbens, G. W. (2017). The state of applied econometrics: Causality and policy evaluation. *Journal of Economic Perspectives*, 31(2), 3–32. <https://doi.org/10.1257/jep.31.2.3>

- Avillez, M. J. (2014). *Vítor Gaspar* (2.^a ed.). Dom Quixote.
- Bäcker, A. (1999). Countries' repayment performance vis-à-vis the IMF: A comment on Aylward and Thorne. *IMF Staff Papers*, 46(2), 238–241. <https://www.imf.org/external/pubs/ft/staffp/1999/06-99/pdf/comment.pdf>
- Baker, S. R., Bloom, N., & Davis, S. J. (2016). Measuring economic policy uncertainty. *Quarterly Journal of Economics*, 131(4), 1593–1636. <https://doi.org/10.1093/qje/qjw024>
- Banco de Portugal (2014). *Boletim Económico: Abril 2014*. Banco de Portugal. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/pdf-boletim/bol_econ_abril2014_p.pdf
- Banco de Portugal (2026). *A dívida pública portuguesa nos últimos 25 anos*. Banco de Portugal. https://bpstat.bportugal.pt/conteudos/paginas/2869/?utm_source=bportugal.pt&utm_medium=referral
- Banco de Portugal. (2026). *Défice orçamental (simétrico do saldo) das administrações públicas em % do PIB - transações anuais*. Banco de Portugal. <https://bpstat.bportugal.pt/serie/12582097>
- Beirne, J., & Fratzscher, M. (2013). The pricing of sovereign risk and contagion during the European sovereign debt crisis. *Journal of International Money and Finance*, 34, 60–82. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2012.11.004>
- Bernhard, W. & Leblang, D. (2006). *Democratic processes and financial markets: pricing politics*. Cambridge University Press.
- Bernoth, K., & Erdogan, B. (2012). Sovereign bond yield spreads: A time-varying coefficient approach. *Journal of International Money and Finance*, 31(3), 639–656. <https://doi.org/10.1016/j.jimonfin.2011.10.009>
- Bilson, C. M., Brailsford, T. J., & Hooper, V. J. (2002). The explanatory power of political risk in emerging markets. *International Review of Financial Analysis*, 11(1), 1–27. [https://doi.org/10.1016/S1057-5219\(01\)00067-9](https://doi.org/10.1016/S1057-5219(01)00067-9)
- Carnahan, M., & Saiegh, S. M. (2021). Political shocks and asset prices. *Political Science Research and Methods*, 10(1), 97–113. <https://doi.org/10.1017/psrm.2021.58>
- CNE. (2011). *Resultados Globais (Eleições 2011)*. <https://www.eleicoes.mai.gov.pt/legislativas2011/resultados-globais.html>
- Çolak, G., Durnev, A., & Qian, Y. (2017). Political Uncertainty and IPO Activity: Evidence from U.S. Gubernatorial Elections. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 52(6), 2523–2564. <https://doi.org/10.1017/S0022109017000862>
- Cunningham, S. (2021). *Synthetic control*. Em *Causal inference: The mixtape*. Yale University Press. https://mixtape.scunning.com/10-synthetic_control

- Estanque, E. (2014). Rebeliões de classe média? Precariedade e movimentos sociais em Portugal e no Brasil (2011–2013). *Revista Crítica de Ciências Sociais*, 103, 53–80. <https://doi.org/10.4000/rccs.5540>
- Euronext. (s.d.). PSI. Consultado a 11 de abril de 2026. <https://live.euronext.com/pt/product/indices/PTING0200002-XLIS#index-composition>
- Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *Journal of Finance*, 25(2), 383–417. <https://doi.org/10.2307/2325486>
- Fisman, R. (2001). Estimating the value of political connections. *American Economic Review*, 91(4), 1095–1102. <https://doi.org/10.1257/aer.91.4.1095>
- Greenstone, M., & Gayer, T. (2009). Quasi-experimental and experimental approaches to environmental economics. *Journal of Environmental Economics and Management*, 57(1), 21–44. <https://doi.org/10.1016/j.jeem.2008.02.004>
- Gurgul, H., & Lach, Ł. (2013). Political instability and economic growth: Evidence from two decades of transition in CEE. *Communist and Post-Communist Studies*, 46(2), 189–202. <https://doi.org/10.1016/j.postcomstud.2013.03.008>
- Handler, L., & Jankowitsch, R. (2025). Political uncertainty and sovereign bond markets. *Journal of Financial Economics*, 161. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2024.103934>
- Hurwitz, L. (1973). Contemporary approaches to political stability. *Comparative Politics*, 5(3), 449–463. <https://doi.org/10.2307/421273>
- Incerti, D., & Incerti, T. (2024). Are regime changes always bad economics? Evidence from daily financial data. *Business and Politics*, 26(4), 505–528. <https://doi.org/10.1017/bap.2024.7>
- Julio, B., & Yook, Y. (2012). Political uncertainty and corporate investment cycles. *The Journal of Finance*, 67(1), 45–83. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2011.01707.x>
- Kelly, B., Pástor, L., & Veronesi, P. (2016). The price of political uncertainty: Theory and evidence from the option market. *Journal of Finance*, 71(5), 2417–2480. <https://doi.org/10.1111/jofi.12406>
- Liu, L. X., Shu, H., & Wei, K. C. J. (2017). The impacts of political uncertainty on asset prices: Evidence from the Bo scandal in China. *Journal of Financial Economics*, 125(2), 286–310. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2017.05.003>
- Lourtie, Pedro. (2011). Portugal no contexto da crise do euro. *Relações Internacionais (R:I)*, (32), 061–105. http://scielo.pt/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S1645-91992011000400005&lng=pt&tlng=pt.
- MacKinlay, A. C. (1997). Event Studies in Economics and Finance. *Journal of Economic Literature*, 35(1), 13–39. <http://www.jstor.org/stable/2729691>

- Manteu, C., & Serra, S. (2017). Medidas de incerteza e o seu impacto na economia portuguesa. *Revista de Estudos Económicos do Banco de Portugal*, 3(2), 29–52. https://www.bportugal.pt/sites/default/files/anexos/papers/ree201706_p.pdf
- Marôco, J. (2011). *Análise estatística com o SPSS Statistics* (5.^a ed.). ReportNumber.
- Miller, Douglas L. 2023. "An Introductory Guide to Event Study Models." *Journal of Economic Perspectives* 37 (2): 203–30. <https://doi.org/10.1257/jep.37.2.203>
- Morão, H. (2024). An economic policy uncertainty index for Portugal. *International Economics*, 178, 1-8. <https://doi.org/10.1016/j.inteco.2024.100481>
- Moser, C. (2007). The impact of political risk on sovereign bond spreads: Evidence from Latin America., Proceedings of the German Development Economics Conference, Göttingen 2007, 24. <https://hdl.handle.net/10419/19887>
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2012). Uncertainty about government policy and stock prices. *Journal of Finance*, 67(4), 1219–1264. <https://doi.org/10.1111/j.1540-6261.2012.01746.x>
- Pástor, L., & Veronesi, P. (2013). Political uncertainty and risk premia. *Journal of Financial Economics*, 110(3), 520–545. <https://doi.org/10.1016/j.jfineco.2013.08.007>
- Thakor, A. V. (2015). The financial crisis of 2007–2009: Why did it happen and what did we learn? *The Review of Corporate Finance Studies*, 4(2), 155–205. <https://doi.org/10.1093/rcfs/cfv001>
- Wiltshire, J. C. (2025). *allsynth: (Stacked) synthetic control bias-correction utilities for Stata*. https://justinwiltshire.com/s/allsynth_Wiltshire.pdf

Notícias:

- Abreu, C. (2013, 24 de julho). *Novos ministros já tomaram posse*. *Expresso* <https://expresso.pt/politica/novos-ministros-ja-tomaram-posse=f822532>
- Antunes, S., & Garrido, H. (2013, 10 de julho). *Cavaco Silva rejeita remodelação do Governo e quer “compromisso de salvação nacional” para eleições em 2014*. *Jornal de Negócios*. https://www.jornaldenegocios.pt/economia/politica/detalhe/cavaco_apela_a_compromisso_de_salvacao_nacional_para_eleicoes_antecipadas_em_junho_de_2014
- Bilefsky, D. (2013, 26 de outubro). *Czech election reflects dissatisfaction of voters*. *The New York Times*. <https://www.nytimes.com/2013/10/27/world/europe/czech-election-reflects-dissatisfaction-of-voters.html>
- Botelho, L. (2013, 6 de julho). *Portas é vice-primeiro-ministro com coordenação económica, troika e reforma do Estado*. *Público* <https://www.publico.pt/2013/07/06/politica/noticia/portas-e-viceprimeiroministro-com-coordenacao-economica-troika-e-reforma-do-estado-1599494>

Comissão Europeia. (2013, 12 de abril). *The European Commission reiterates its serious concerns over the Fourth Amendment to the Constitution of Hungary* (IP/13/327). https://ec.europa.eu/commission/presscorner/detail/en/ip_13_327

Conceição, R. (2013, 19 de julho). *Cavaco de regresso aos dias difíceis do Continente*. Renascença. https://rr.pt/informacao_detalhe.aspx?fid=25&did=115274

Correia, R.A. (2014, 30 de maio). *Os chumbos mais marcantes do Tribunal Constitucional*. Público. <https://www.publico.pt/2014/05/30/politica/noticia/os-chumbos-mais-marcantes-do-tribunal-constitucional-1638127>

Expresso. (2013, 21 de julho). *O discurso de Cavaco Silva da íntegra*. Expresso. <https://expresso.pt/politica/o-discurso-de-cavaco-silva-da-integra=f821927>

Garcia, J. (2013, 24 de junho). *Banca afunda bolsa para mínimos de Dezembro*. Jornal de Negócios. https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/bolsa/detalhe/banca_afunda_bolsa_nacional_que_perde_mais_de_2

Gaspar, V. (2013, 1 de julho). *A carta de demissão de Vítor Gaspar*. Público. <https://www.publico.pt/2013/07/01/ficheiro/a-carta-de-demissao-de-vitor-gaspar-20130701-174006>

Jornal de Negócios. (2013, 10 de julho). *Crise política dura há mais de uma semana*. Jornal de Negócios. https://www.jornaldenegocios.pt/economia/politica/detalhe/crise_politica_dura_ha_mais_de_uma_semana

Lusa. (2013, 18 de julho). *Maioria “chumba” moção de censura ao Governo*. RTP Notícias. https://www.rtp.pt/noticias/politica/maioria-chumba-mocao-de-censura-ao-governo_n667633

Maltezou, R. (2013, 21 de junho). *Greek party quits coalition over state TV debacle*. Reuters. <https://www.reuters.com/article/world/greek-party-quits-coalition-over-state-tv-debacle-idUSDEE95K0BD/>

Mlcochova, J., & Muller, R. (2013, 16 de junho). *Czech prime minister steps down after graft scandal*. Reuters. <https://www.reuters.com/article/world/czech-prime-minister-steps-down-after-graft-scandal-idUSBRE95F0GP/>

Papadimas, L., & Graham, D. (28 de abril de 2010). *S&P cuts Greek debt to junk, downgrades Portugal*. Reuters. <https://www.reuters.com/article/world/sp-cuts-greek-debt-to-junk-downgrades-portugal-idUSLDE63P0LU/>

Portas, P. (2013, 2 de julho). *Carta de demissão de Paulo Portas*. Observador. <https://s3.observador.pt/wp-content/uploads/2015/05/carta-de-demissao-de-paulo-portas.pdf>

Reuters. (2013, 11 de julho). *Luxembourg's Juncker resigns as spy scandal fells government*. Reuters. <https://www.reuters.com/article/world/luxembourg-s-juncker-resigns-as-spy-scandal-fells-government-idUSBRE96A0ND/>

Rodrigues S., Gomes, M., Almeida, S.J. (2013, 4 de julho). *CDS exige mais poder para segurar Governo*. Público. <https://www.publico.pt/2013/07/04/politica/noticia/cds-exige-mais-poder-para-segurar-governo-1599216>

RTP. (2013, 12 de julho). *“Os Verdes” apresentam moção de censura ao Governo na segunda-feira*. RTP Notícias. https://www.rtp.pt/noticias/politica/os-verdes-apresentam-mocao-de-censura-ao-governo-na-segunda-feira_v666092

RTP. (2013, 3 de julho). *Paulo Portas reuniu-se com Pedro Passos Coelho*. RTP Notícias. https://www.rtp.pt/noticias/politica/paulo-portas-reuniu-se-com-pedro-passos-coelho_n663982

Silva, A. R. & Aníbal, S. (2013, 3 de julho). *Bolsa afunda e juros da dívida a 10 anos disparam mais de 7%*. Público. <https://www.publico.pt/2013/07/03/economia/noticia/bolsa-afunda-e-juros-da-divida-a-10-anos-disparam-mais-de-7-1599094>

Than, K., & Dunai, M. (2013, 11 de março). *Hungary's ruling party to change constitution despite protests*. Reuters. <https://www.reuters.com/article/world/hungary-s-ruling-party-to-change-constitution-despite-protests-idUSBRE92A0D3/>

Tsolova, T., & Cage, S. (2013, 28 de fevereiro). *Bulgaria president calls May election after protests*. Reuters. <https://www.reuters.com/article/world/bulgaria-president-calls-may-election-after-protests-idUSBRE91R0BM/>

Veríssimo, A., & Marques, A. L. (2013, 22 de agosto). *Juros da dívida registam ganhos ligeiros em todas as maturidades*. Jornal de Negócios. https://www.jornaldenegocios.pt/mercados/taxas-de-juro/detalhe/juros_da_divida_registam_ganhos_ligeiros_em_todas_as_maturidades

Anexos

Anexo I – Cronologia da crise política de julho de 2013

Data	Evento
1 de julho de 2013 (Segunda-feira)	Vitor Gaspar formaliza a sua demissão, tornada pública às 15h59. Maria Luís Albuquerque é indicada para cargo de Ministra das Finanças (Gaspar, 2013; Jornal de Negócios, 2013).
2 de julho de 2013 (Terça-feira)	Paulo Portas apresenta a sua demissão, tornada pública às 16h18. Maria Luís Albuquerque toma posse (Portas, 2013; Jornal de Negócios, 2013).
3 e 4 de julho de 2013 (Quarta-feira e Quinta-feira)	Paulo Portas reúne-se com Pedro Passos Coelho com o objetivo de encontrar uma solução governativa (RTP, 2013; Jornal de Negócios, 2013).
6 de julho de 2013 (Sexta-feira)	Paulo Portas é indicado para vice-primeiro-ministro e responsável pela negociação com a Troika, passando a ocupar o segundo lugar da hierarquia do Executivo, após negociações com Pedro Passos Coelho. Confirma-se a manutenção de Maria Luís Albuquerque como Ministra das Finanças (Botelho, 2013; Jornal de Negócios, 2013).
8 de julho de 2013 (Segunda-feira)	Maria Luís Albuquerque reúne-se com os restantes ministros das Finanças da zona euro. O Presidente da República, Aníbal Cavaco Silva, reúne-se com líderes do PEV ("Os Verdes"), Bloco de Esquerda e PCP (Jornal de Negócios, 2013).
9 de julho de 2013 (Terça-feira)	O Presidente da República reúne-se com os líderes do CDS-PP, PS e PSD (Jornal de Negócios, 2013).
10 de julho de 2013 (Quarta-feira)	O Presidente da República rejeita a remodelação governamental e defende a formação de um "compromisso de salvação nacional" entre PSD, CDS-PP e PS, afastando a convocação de eleições antecipadas (Antunes & Garrido, 2013).
12 de julho de 2013 (Sexta-feira)	O PEV anuncia a apresentação de uma moção de censura ao governo para dia 15 de julho de 2013 (RTP, 2013).
15 de julho de 2013 (Segunda-feira)	O PEV entrega o texto da moção de censura na Assembleia da República (RTP, 2013).
18 de julho de 2013 (Quinta-feira)	A moção de censura apresentada pelo PEV é chumbada pela maioria do PSD e CDS-PP (Lusa, 2013).
19 de julho de 2013 (Sexta-feira)	Cavaco Silva regressa da visita oficial às ilhas Selvagens (ocorrida a 18 de julho de 2013), retomando o processo de resolução da crise política (Conceição, 2013).
21 de julho de 2013 (Domingo)	Em intervenção pública, Cavaco Silva recua na sua posição inicial, lamentando a ausência de um acordo entre os três maiores partidos e aprova a nova configuração do Executivo, marcando o início do fim da crise política (Expresso, 2013).
24 de julho de 2013 (Quarta-feira)	Tomada de posse de Paulo Portas como vice-primeiro-ministro, formalizando a resolução da crise política. Rui Machete e António Pires de Lima assumem, respetivamente, as pastas dos Negócios Estrangeiros e Economia (Abreu, 2013).

Fonte: Elaboração própria com base nas fontes citadas em cada evento.

Anexo II – Tabela Síntese dos principais artigos do *Survey* de Literatura

Artigo	Questão Central	Contexto/ Amostra	Metodologia	Principais Conclusões	Relevância para o presente Estudo
Fundamentos Teóricos: A incerteza política e os preços dos ativos					
Pástor e Veronesi (2012)	Como as mudanças da política governamental/económica, e a incerteza política associada, afetam os preços de ações?	Modelo teórico	Modelo teórico de equilíbrio geral com aprendizagem Bayesiana	Mudanças de política aumentam a incerteza, elevam a taxa de desconto dos investidores e provocam quedas nos mercados bolsistas, mesmo que melhorem expectativas de rentabilidade	Base teórica para a hipótese que a crise política de 2013 poderia provocar um efeito negativo nos ativos através do aumento do prêmio de risco
Pástor e Veronesi (2013)	Como é que a incerteza política é precificada como prêmio de risco pelos mercados financeiros?	Modelo teórico; S&P 500 1985-2010	Extensão do modelo de 2012 com aprendizagem dos agentes através de notícias	A incerteza política aumenta a volatilidade e correção das ações; aumenta o prêmio de risco; os efeitos da incerteza política são amplificados em contextos económicos frágeis	Base teórica de como a incerteza política afeta os mercados e sustenta que choques políticos em contextos de crise económica são amplificados.
Kelly, Pástor e Veronesi (2016)	Quais os impactos da incerteza política, gerada por eleições e cimeiras internacionais, nos preços das opções sobre índices acionistas?	Opções dos mercados acionistas de 20 países	Extensão do modelo de Pástor & Veronesi (2012; 2013) com comparação entre opções tratadas e “vizinhas”	A incerteza política é precificada, com as opções cujo prazo abrange eventos políticos sendo mais caras; os efeitos são amplificados em países com maior fragilidade económica	Reforça os resultados obtidos por Pástor e Veronesi (2012 e 2013) e as suas contribuições para a presente dissertação.
Baker, Bloom e Davis (2016)	Como medir a incerteza de política económica através de notícias e quais os seus efeitos sobre investimento, produção e mercado acionista?	Construção de um Índice de Incerteza de Política Económica baseado em notícias; Dados das 12 maiores economias	VAR e EPU (<i>proxy</i>)	Maior incerteza política associa-se a maior volatilidade bolsista, especialmente em empresas com maior exposição a Estado, e a menor investimento e emprego; um aumento de 1% no EPU eleva a volatilidade das ações em 0,11% para empresas com 50% de negócios com o Estado	Constrói uma referência na literatura para se medir a incerteza política; estuda os impactos da incerteza (ligada ao EPU) no mercado acionista e na economia
Morão (2024)	Qual o impacto da incerteza política (EPU) nas diversas variáveis macroeconómicas e financeiras em Portugal?	Portugal; 1998-2023; dados de 20 fontes de média;	SVAR e EPU (<i>proxy</i>)	A incerteza política tem efeitos políticos negativos nas diversas variáveis macroeconómicas, sobretudo nas financeiras, registando-se quedas das ações e aumento dos spreads soberanos	Centra-se diretamente nos diversos episódios de incerteza política em Portugal e nos seus impactos financeiros; O índice EPU construído evidencia a relevância e destaque da crise política de 2013

Parte I

Efeitos da instabilidade governativa nos mercados financeiros: abordagens quasi-experimentais e event study					
Liu, Shu e Wei (2017)	Qual o efeito do escândalo de Bo Xilai nos preços das ações?	Escândalo Bo Xilai e China; Bolsa de Xangai e Shenzhen 14 de março 2012	<i>Event study</i> sobre os retornos anormais acumulados	Choque político provocou uma queda média de 5,027% nas ações, mais acentuada em empresas politicamente conectadas – provocada sobretudo por queda na taxa de desconto	Constitui um estudo dos efeitos causais no mercado acionista de um choque político inesperado
Carnahan e Saiegh (2025)	Como diferentes tipos de instabilidade política afetaram a volatilidade do mercado acionista argentino?	Bolsa de Buenos Aires 1967-2020; 125 eventos analisados	<i>Event Study</i> sobre volatilidade diária	Os eventos políticos analisados tenderam a aumentar a volatilidade em média 24%; Os efeitos são imediatos e mais expressivos em eventos irregulares/inesperados.	Ajuda a clarificar como diferentes tipologias de instabilidade têm diferentes magnitudes, sendo as crises inesperadas as mais expressivas
Abadie e Gardeazabal (2003)	Qual o impacto económico da instabilidade política provocada pela ETA no País Basco	Espanha; 1955-1997; dados regionais do PIB per capita; Bolsa de Madrid 1998-1999; outras...	SCM para avaliação dos impactos do terrorismo basco no desenvolvimento da região; Event Study para impacto da trégua 98-99 nas empresas com exposição significativa no País Basco	O controlo sintético apresenta uma diferença do PIB per capita de menos 10p.p; Notícias negativas relativas à trégua provocaram uma queda no retorno anormal composto de -11,21%	Aplicação fundadora do SCM que demonstra como choques políticos podem ser estudados causalmente pelo método; analisa também os efeitos da instabilidade política nos mercados financeiros
Incerti e Incerti (2024)	Quais os impactos de mudanças de regime irregulares afetam os mercados acionistas nacionais?	71 eventos de mudanças irregulares de regime entre 1970-2017; índices bolsistas	<i>Event Study</i> integrado com controlos sintéticos (SCM) para cada evento	Os resultados dependem da direção esperada, com eventos vistos como associados a maior estabilidade tendo efeitos positivos e eventos ligados à incerteza e instabilidade tendo efeitos negativos.	Primeiro artigo analisado que simultaneamente utiliza o SCM para reproduzir a evolução de um ativo financeiro (índices bolsistas) face a choques políticos – abordagem alinhada com a presente dissertação

Parte II

Efeitos da Instabilidade Políticas nas Obrigações Soberanas					
Bernhard e Leblang (2006)	Como a instabilidade governativa, especialmente em coligações instáveis, pode afetar a perceção dos investidores e a dívida pública	Sistemas parlamentares, governos e coligação e dívida pública	Enquadramento teórico sobre o compromisso político, duração esperada e mercados de dívida	Quando os investidores duvidam da continuidade do governo ou sua capacidade de manter compromissos, exigem prémios mais altos para deter dívida pública	É diretamente aplicável à crise política portuguesa de 2013, ao estabelecer o mecanismo teórico que liga a instabilidade de governos de coligação ao aumento do risco percebido pelos investidores em dívida pública, sobretudo quando a possibilidade de dissolução não é antecipada
Moser (2007)	Como a instabilidade governativa proveniente das mudanças de ministros afeta o mercado obrigacionista	12 países da América Latina; 1992-2007; mudanças ministeriais e <i>spreads</i>	Regressões em painel estimadas por pool OLS; Modelo GEE para janelas de 40 dias antes e depois do evento	Mudanças de gabinete tendem a ser vistas negativamente: os <i>spreads</i> sobem 1% em média no dia de anúncio; a mudança do ministro das finanças é mais relevante que da economia; países financeiramente mais frágeis são mais afetados	Liga diretamente a instabilidade decorrente de mudanças ministeriais ao comportamento das obrigações, evidenciando que alterações no ministro das Finanças são particularmente relevantes para os investidores e que os efeitos tendem a ser mais intensos em economias financeiramente frágeis
Handler e Jankowitsch (2025)	Quais os efeitos da incerteza política nos preços e liquidez das obrigações soberanas?	Itália (e outros países periféricos da zona euro, incluindo Portugal), 2010-2013	<i>Event study</i> ; regressões em painel; EPU	Os preços das obrigações caem antes dos eventos políticos (cimeiras e eleições), com recuperação em torno do evento; A incerteza política é precificada em eventos iminentes e não de forma incondicional; condições económicas frágeis lida a quedas mais fortes; A emissão de dívida durante períodos de incerteza gerou um custo de 2.70 mil milhões ao Estado Italiano	Constitui-se como o estudo mais próximo desta dissertação, tendo o mesmo tema (incerteza política), objeto e período e contexto (crise das dívidas soberanas em contexto dos países periféricos da zona euro. Adicionalmente, precifica os impactos monetários diretos sobre o Estado

Parte III

Fonte: Elaboração própria com base nos autores.

Anexo III – Conjunto doador final (após exclusão) de cada Especificação presente no corpo de texto principal

Especificação base			
Maturidade 2Y	Maturidade 5Y	Maturidade 10Y	Índice Bolsista
Alemanha	Alemanha	Alemanha	Alemanha/DAX40
Áustria	Áustria	Áustria	Bélgica/BEL 20
Bélgica	Bélgica	Bélgica	Eslovénia/SBITOP
Dinamarca	Espanha	Dinamarca	Espanha/IBEX35
Eslovénia	França	Eslováquia	Finlândia/OMX HS25
Espanha	Hungria	Espanha	França/CAC40
Finlândia	Irlanda	Finlândia	Hungria/BUX
França	Itália	França	Irlanda/ISEQ20
Irlanda	Lituânia	Hungria	Itália/FTSE MIB
Itália	Países Baixos	Itália	Lituânia/OMX Vilnius
Letónia	Polónia	Países Baixos	Malta/MSE
Lituânia	Portugal	Polónia	Países Baixos/AEX
Países Baixos	Reino Unido	Portugal	Portugal/PSI-20
Polónia	Suécia	Reino Unido	Reino Unido/FTSE100
Portugal		Roménia	Roménia/BET
Reino Unido		Suécia	Suécia/OMX S30
Roménia			
Suécia			

Configuração "Amostra Total"			
Maturidade 2Y	Maturidade 5Y	Maturidade 10Y	Índice Bolsista
Alemanha	Alemanha	Alemanha	Alemanha/DAX40
Áustria	Áustria	Áustria	Bélgica/BEL 20
Bélgica	Bélgica	Bélgica	Chéquia/PX
Bulgária	Bulgária	Chéquia	Eslovénia/SBITOP
Dinamarca	Chéquia	Dinamarca	Espanha/IBEX35
Eslovénia	Espanha	Eslováquia	Finlândia/OMX HS25
Espanha	França	Espanha	França/CAC40
Finlândia	Hungria	Finlândia	Hungria/BUX
França	Irlanda	França	Irlanda/ISEQ20
Irlanda	Itália	Grécia	Itália/FTSE MIB
Itália	Lituânia	Hungria	Lituânia/OMX Vilnius
Letónia	Países Baixos	Itália	Luxemburgo/LUXXX
Lituânia	Polónia	Países Baixos	Malta/MSE
Países Baixos	Portugal	Polónia	Países Baixos/AEX
Polónia	Reino Unido	Portugal	Portugal/PSI-20
Portugal	Suécia	Reino Unido	Reino Unido/FTSE100
Reino Unido		Roménia	Roménia/BET
Roménia		Suécia	Suécia/OMX S30
Suécia			

Configuração Zona Euro			
Maturidade 2Y	Maturidade 5Y	Maturidade 10Y	Índice Bolsista
Alemanha	Alemanha	Alemanha	Alemanha/DAX40
Áustria	Áustria	Áustria	Bélgica/BEL 20
Bélgica	Bélgica	Bélgica	Eslovénia/SBITOP
Eslovénia	Espanha	Eslováquia	Espanha/IBEX35
Espanha	França	Espanha	Finlândia/OMX HS25
Finlândia	Irlanda	Finlândia	França/CAC40
França	Itália	Irlanda/ISEQ20	Itália/FTSE MIB
Irlanda	Países Baixos	Itália	Itália/FTSE MIB
Itália	Portugal	Países Baixos	Malta/MSE
Países Baixos		Portugal	Países Baixos/AEX
Portugal			Portugal/PSI-20

Configuração "Conservadora"			
Maturidade 2Y	Maturidade 5Y	Maturidade 10Y	Índice Bolsista
Alemanha	Alemanha	Alemanha	Alemanha/DAX40
Áustria	Áustria	Áustria	Bélgica/BEL 20
Bélgica	Bélgica	Bélgica	Finlândia/OMX HS25
Dinamarca	França	Dinamarca	França/CAC40
Finlândia	Lituânia	Eslováquia	Lituânia/OMX Vilnius
França	Países Baixos	Finlândia	Malta/MSE
Letónia	Polónia	França	Países Baixos/AEX
Lituânia	Portugal	Países Baixos	Portugal/PSI-20
Países Baixos	Reino Unido	Polónia	Reino Unido/FTSE100
Polónia	Suécia	Portugal	Roménia/BET
Portugal		Reino Unido	Suécia/OMXS30
Reino Unido		Roménia	
Roménia		Suécia	
Suécia			

Especificação Placebo 2010			
Maturidade 2Y	Maturidade 5Y	Maturidade 10Y	Índice Bolsista
Alemanha	Alemanha	Alemanha	Alemanha/DAX40
Áustria	Áustria	Áustria	Áustria/ATX
Chéquia	Chéquia	Chéquia	Bélgica/BEL 20
Dinamarca	Espanha	Dinamarca	Bulgária/SOFIX
Eslováquia	Finlândia	Eslováquia	Chéquia/PX
Espanha	França	Espanha	Chipre/CSE
Finlândia	Irlanda	Finlândia	Eslovénia/SBITOP
França	Itália	França	Espanha/IBEX35
Irlanda	Países Baixos	Hungria	Finlândia/OMX HS25
Itália	Polónia	Irlanda	França/CAC40
Países Baixos	Portugal	Itália	Hungria/BUX
Polónia	Suécia	Países Baixos	Irlanda/ISEQ20
Portugal		Polónia	Itália/FTSE MIB
Reino Unido		Portugal	Luxemburgo/LUXXX
Suécia		Reino Unido	Malta/MSE
		Suécia	Países Baixos/AEX
			Portugal/PSI-20
			Reino Unido/FTSE100
			Roménia/BET
			Suécia/OMX S30

Fonte: Elaboração própria.

Anexo IV – Países Excluídos do Conjunto doador, por Especificação e Motivo

País	Excluído em*	Justificação da exclusão
Bulgária	Todas, exceto placebo temporal e configuração "Amostra Total"	Instabilidade política interna em 2013, com a demissão do governo de Boris Borisov em fevereiro e eleições antecipadas em maio de 2013 (Tsolova & Cage, 2013).
Chéquia	Todas, exceto placebo temporal e configuração "Amostra Total"	Crise governativa em junho 2013, com a queda do governo de Petr Nečas, prosseguida por eleições antecipadas em outubro de 2013 (Mlcochova & Muller, 2013; Bilefsky, 2013).
Chipre	Todas, exceto placebo temporal e configuração "Amostra Total"	Crise bancária a março de 2013.
Croácia	Todas	Entrada na UE a 1 de julho de 2013
Espanha	"Conservadora"	Sensível enquadramento económico-financeiro em 2013 face à crise das dívidas soberanas.
Grécia	Todas, exceto placebo temporal e configuração "Amostra Total"	Crise governativa em junho de 2013, com a saída do partido <i>Dimokratiki Aristera</i> (DIMAR) ("Esquerda Democrática") a 21 de junho de 2013 da coligação de Antonis Samaras. Sensível enquadramento económico-financeiro em 2013 face à crise das dívidas soberanas (sob programa de assistência financeira) (Maltezou, 2013).
Hungria	"Conservadora" e Zona Euro	Forte contestação popular e institucional face à Quarta Emenda da Constituição húngara pelo governo de Viktor Órban (Than & Dunai, 2013; Comissão Europeia, 2013)
Irlanda	"Conservadora"	Sensível enquadramento económico-financeiro em 2013 face à crise das dívidas soberanas (sob programa de assistência financeira).
Itália	"Conservadora"	Sensível enquadramento económico-financeiro em 2013 face à crise das dívidas soberanas.
Luxemburgo	Todas, exceto placebo temporal e configuração "Amostra Total"	Crise governativa em julho de 2013, com a demissão de Jean-Claude Juncker do cargo de primeiro-ministro a 11 de julho de 2013 (Reuters, 2013).

Nota: Esta tabela reúne os países excluídos por motivos substantivos relacionados com o respetivo contexto político ou económico-financeiro em 2013. Os países ausentes de determinadas especificações por critérios estritamente técnicos, designadamente a não pertença à Zona Euro nas configurações que a exigem ou a existência de mais de 5% de observações em falta, não constam desta tabela. Adicionalmente, a eventual ausência dos países aqui assinalados em especificações ou variáveis nas quais não foram objeto de exclusão decorre da indisponibilidade integral da respetiva série no conjunto doador para essas variáveis. A título ilustrativo, a Grécia dispõe de dados apenas na maturidade 10Y e no índice bolsista, ao passo que o Luxemburgo apenas se encontra representado no índice bolsista.

Fonte: Elaboração própria com base nas fontes citadas ou informação pública.

Anexo V – Descrição das variáveis utilizadas no modelo SCM

Variável	Descrição	Unidade	Frequência	Fonte	Papel no modelo
Yield 2Y - PT	Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas portuguesas com maturidade de 2 anos.	% ao ano	Diária	Bloomberg	Variável-resultado
Yield 5Y - PT	Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas portuguesas com maturidade de 5 anos.	% ao ano	Diária	Bloomberg	Variável-resultado
Yield 10Y - PT	Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas portuguesas com maturidade de 10 anos.	% ao ano	Diária	Bloomberg	Variável-resultado
PSI-20	Índice de cotações da bolsa portuguesa	Pontos de índice	Diária	Bloomberg	Variável-resultado
Yields soberanas dos doadores	Taxas de rendibilidade das obrigações soberanas dos países do conjunto doador, nas maturidades correspondentes	% ao ano	Diária	Bloomberg	Unidades de controlo
Índices bolsistas dos doadores	Índices de cotações dos países do conjunto doador	Pontos de índice	Diária	Bloomberg	Unidades de controlo

Nota: Os preditores utilizados correspondem a valores da variável-resultado em pontos selecionados da série.

Fonte: Elaboração própria.

Anexo VI – Estatísticas Descritivas das variáveis

Maturidade 2Y					
País	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	N
Alemanha	0,099	0,081	-0,032	0,268	97
Áustria	0,183	0,086	0,059	0,431	97
Bulgária	0,973	0,214	0,719	1,588	94
Bélgica	0,231	0,098	0,070	0,498	97
Dinamarca	0,269	0,143	0,042	0,564	97
Eslovénia	3,507	0,533	2,584	5,095	97
Espanha	1,921	0,205	1,513	2,521	97
Finlândia	0,130	0,093	-0,027	0,326	97
França	0,290	0,152	0,054	0,630	97
Irlanda	1,263	0,454	0,689	2,101	97
Itália	1,530	0,248	1,012	2,279	97
Letónia	0,463	0,148	-0,340	0,831	97
Lituânia	1,183	0,125	1,024	1,513	95
Países Baixos	0,160	0,077	0,025	0,352	97
Polónia	2,800	0,175	2,476	3,150	97
Portugal	3,289	0,844	2,321	5,532	97
Roménia	4,747	0,305	4,202	5,337	96
Suécia	0,964	0,128	0,756	1,198	97
Reino Unido	0,337	0,077	0,196	0,537	97

Maturidade 5Y					
País	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	N
Alemanha	0,535	0,162	0,281	0,863	97
Áustria	0,753	0,163	0,489	1,173	97
Bulgária	2,150	0,258	1,783	2,714	93
Bélgica	1,146	0,234	0,795	1,712	97
Chéquia	1,213	0,256	0,780	1,840	97
Espanha	3,281	0,226	2,781	3,884	97
Finlândia	0,453	0,045	0,364	0,546	25
França	0,992	0,229	0,657	1,504	97
Hungria	5,099	0,331	4,524	6,089	97
Irlanda	2,632	0,327	2,114	3,231	97
Itália	3,090	0,248	2,515	3,834	97
Lituânia	2,581	0,151	2,343	2,799	95
Países Baixos	0,886	0,273	0,499	1,342	97
Polónia	3,212	0,336	2,615	4,008	97
Portugal	5,108	0,798	3,910	7,112	97
Roménia	4,885	0,304	4,434	5,526	73
Suécia	1,474	0,197	1,152	1,852	97
Reino Unido	1,094	0,317	0,625	1,659	97

Maturidade 10Y					
País	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	N
Alemanha	1,514	0,197	1,165	1,896	97
Áustria	1,916	0,210	1,497	2,304	97
Bélgica	2,326	0,269	1,911	2,845	97
Chéquia	1,917	0,287	1,447	2,465	97
Dinamarca	1,636	0,200	1,285	2,039	97
Eslováquia	2,582	0,128	2,365	2,856	97
Espanha	4,514	0,229	4,029	5,106	97
Finlândia	1,748	0,235	1,325	2,151	97
França	2,080	0,219	1,659	2,451	97
Grécia	10,071	0,909	8,042	11,596	97
Hungria	5,689	0,463	4,861	6,784	97
Itália	4,238	0,226	3,759	4,852	97
Países Baixos	1,889	0,210	1,528	2,299	97
Polónia	3,749	0,393	3,056	4,549	97
Portugal	6,146	0,538	5,199	7,358	97
Roménia	5,198	0,255	4,718	5,678	96
Suécia	1,961	0,243	1,549	2,433	97
Reino Unido	2,121	0,319	1,621	2,744	97

Índices Bolsistas					
País	Média	Desvio-padrão	Mínimo	Máximo	N
Alemanha/DAX	8129,775	267,601	7459,960	8530,890	96
Áustria/ATX	2375,765	83,842	2170,860	2535,050	92
Bulgária/SOFIX	428,118	23,195	382,870	462,040	92
Bélgica/BEL20	2650,951	86,422	2453,110	2832,320	96
Chipre/CSE	96,462	1,831	93,140	101,710	91
Chéquia/PX	938,474	39,442	852,900	989,390	94
Dinamarca/OMX	583,715	18,274	540,295	624,096	92
Eslovénia/SBITOP	618,436	16,226	579,560	649,820	93
Espanha/IBEX35	8236,826	309,771	7553,200	8821,300	96
Finlândia/HEX25	2332,750	73,362	2172,410	2455,900	94
França/CAC40	3883,006	133,001	3595,630	4123,890	96
Grécia/ASE	930,293	86,180	800,320	1152,600	91
Hungria/HUX	18703,281	519,232	17815,690	19743,650	93
Irlanda/ISEQ20	651,725	20,578	616,140	696,150	95
Itália/FTSEMIB	16426,910	740,314	15056,570	17677,770	95
Luxemburgo/LUXXX	1189,128	33,134	1104,870	1257,580	93
Malta/MSE	3396,020	56,392	3260,410	3518,920	94
Lituânia/OMX	1389,279	30,853	1341,758	1439,714	93
Países Baixos/AEX	358,734	11,479	332,250	379,620	96
Polónia/WIG20	2353,951	78,293	2177,020	2503,410	92
Portugal/PSI20	5833,966	263,754	5236,490	6356,560	96
Reino Unido/FTSE100	6478,148	167,519	6029,100	6840,270	95
Roménia/BET	5433,084	152,816	5223,360	5933,730	93
Suécia/OMX	1204,842	34,804	1112,140	1262,480	93

Fonte: Elaboração própria.

Anexo VII – Tabela de Variações Diárias das Variáveis Analisadas na Janela Temporal de 1 a 24 de julho de 2013

Maturidade 2Y							
Data	Portugal2Y	Espanha2Y	Itália2Y	Irlanda2Y	Alemanha2Y	França2Y	PaísesBaixos2Y
28/06/2013	-	-	-	-	-	-	-
01/07/2013	-0,045	-0,162	-0,126	-0,033	0,008	-0,016	0,005
02/07/2013	0,03	0,002	-0,013	-0,059	-0,022	-0,019	-0,031
03/07/2013	1,195	0,075	0,023	0,043	-0,007	0,001	0,001
04/07/2013	0,594	-0,175	-0,19	-0,083	-0,055	-0,096	-0,075
05/07/2013	0,024	-0,051	-0,035	-0,065	0	-0,001	-0,005
08/07/2013	-0,145	-0,031	-0,069	-0,021	-0,021	-0,018	-0,024
09/07/2013	-0,037	0,053	0,012	-0,024	-0,01	-0,018	0,002
10/07/2013	-0,05	0,082	0,046	0,04	0,024	0,021	0,028
11/07/2013	0,073	0,027	0,077	0,015	0,013	0,026	0,019
12/07/2013	0,512	-0,002	0,067	-0,087	-0,016	-0,005	-0,002
15/07/2013	0,047	-0,018	-0,031	0,038	0,016	0,006	0,019
16/07/2013	-0,33	-0,049	0,003	-0,022	-0,029	-0,022	-0,028
17/07/2013	0	0,042	0,034	-0,005	-0,002	0,009	-0,004
18/07/2013	-0,038	-0,071	-0,085	-0,016	-0,013	-0,015	-0,014
19/07/2013	-0,342	-0,034	-0,041	-0,037	0,011	-0,001	0,002
22/07/2013	-0,404	-0,06	-0,088	0,01	0,016	0,02	0,022
23/07/2013	-0,18	0,051	0,063	-0,002	0,033	0,037	0,037
24/07/2013	-0,435	-0,032	-0,038	0,007	0,026	0,023	0,013

Maturidade 5Y								
Data	Portugal5Y	Espanha5Y	Italia5Y	Irlanda5Y	Hungria5Y	Alemanha5Y	França5Y	PaísesBaixos5Y
28/06/2013	-	-	-	-	-	-	-	-
01/07/2013	-0,048	-0,13	-0,131	-0,045	-0,11	-0,01	-0,032	-0,029
02/07/2013	0,272	-0,028	-0,01	-0,045	-0,205	-0,027	-0,021	-0,031
03/07/2013	1,084	0,122	0,055	0,056	-0,056	-0,037	-0,005	-0,016
04/07/2013	-0,086	-0,129	-0,16	-0,067	-0,134	-0,056	-0,074	-0,053
05/07/2013	-0,091	-0,024	-0,003	-0,022	0,004	0,033	0,006	0,02
08/07/2013	-0,104	-0,02	-0,056	-0,011	0,061	-0,027	-0,051	-0,041
09/07/2013	-0,152	0,05	0,051	-0,011	-0,111	-0,043	-0,02	-0,04
10/07/2013	0,045	0,087	0,034	0,022	0,19	0,037	0,036	0,038
11/07/2013	0,138	0,032	0,034	0,022	-0,033	-0,015	0,006	-0,005
12/07/2013	0,879	-0,035	0,051	-0,071	-0,019	-0,031	-0,025	-0,036
15/07/2013	-0,297	-0,059	-0,018	-0,011	-0,063	0,017	0,017	0,028
16/07/2013	-0,168	-0,021	0,007	-0,008	-0,018	-0,04	-0,021	-0,032
17/07/2013	0,037	0,047	0,032	0	-0,01	-0,012	-0,007	-0,011
18/07/2013	-0,253	-0,086	-0,097	-0,012	0,013	-0,023	-0,045	-0,04
19/07/2013	-0,146	-0,017	-0,036	-0,026	0,16	0,006	0,002	-0,014
22/07/2013	-0,591	-0,087	-0,09	-0,022	-0,035	0,01	0,003	0,013
23/07/2013	0,051	0,045	0,049	0,009	0,01	0,06	0,021	0,03
24/07/2013	-0,01	-0,061	-0,037	-0,006	-0,09	0,072	0,038	0,06

Maturidade 10Y							
Data	Portugal10Y	Espanha10Y	Itália10Y	Hungria10Y	Alemanha10Y	França10Y	PaísesBaixos10Y
28/06/2013	-	-	-	-	-	-	-
01/07/2013	-0,048	-0,163	-0,128	-0,096	-0,009	-0,024	-0,015
02/07/2013	0,285	0,022	0,022	-0,277	-0,016	-0,01	-0,012
03/07/2013	0,715	0,141	0,06	-0,105	-0,044	-0,024	-0,022
04/07/2013	-0,177	-0,125	-0,104	0,222	-0,012	-0,027	-0,022
05/07/2013	-0,142	0,015	0,028	-0,171	0,071	0,036	0,054
08/07/2013	-0,194	0,022	-0,044	0,02	-0,021	-0,04	-0,027
09/07/2013	-0,189	0,056	0,032	-0,025	-0,044	-0,017	-0,041
10/07/2013	0,033	0,073	0,039	0,118	0,004	0,006	0,004
11/07/2013	0,126	0,012	0,018	0,007	-0,035	-0,017	-0,015
12/07/2013	0,565	-0,039	0,016	-0,11	-0,063	-0,037	-0,055
15/07/2013	-0,203	-0,053	-0,015	-0,022	0,018	0,019	0,024
16/07/2013	-0,112	-0,039	-0,004	-0,04	-0,027	-0,02	-0,016
17/07/2013	0,064	0,044	0,031	0,086	-0,008	0,008	0
18/07/2013	-0,186	-0,076	-0,084	0,046	-0,024	-0,027	-0,028
19/07/2013	-0,212	0,021	-0,006	0,212	0	0,016	-0,005
22/07/2013	-0,415	-0,069	-0,094	-0,045	-0,004	0,002	0,005
23/07/2013	0,027	0,079	0,056	0,044	0,036	0,025	0,019
24/07/2013	0,067	-0,01	0,002	-0,037	0,095	0,054	0,066

Índices Bolsistas								
Data	Portugal_PSI20	Espanha_IBEX	Itália_FTSE_MIB	Irlanda_ISEQ20	Hungria_HUX	Alemanha_DAX	França_CAC40	PaísesBaixos_AEX
28/06/2013	-	-	-	-	-	-	-	-
01/07/2013	1,036	1,860	1,446	1,611	-0,602	0,310	0,764	0,807
02/07/2013	-1,497	-0,259	-0,607	-0,069	-1,552	-0,916	-0,661	0,124
03/07/2013	-5,315	-1,557	-0,540	-0,823	-0,706	-1,030	-1,084	-0,569
04/07/2013	3,726	3,068	3,437	2,075	2,005	2,107	2,898	2,513
05/07/2013	-0,447	-1,670	-1,736	-1,682	0,204	-2,356	-1,456	-0,559
08/07/2013	2,251	1,896	1,712	0,493	1,393	2,082	1,864	1,311
09/07/2013	-0,039	-0,035	-0,057	0,742	1,391	1,120	0,516	0,829
10/07/2013	0,141	-0,247	-0,717	-0,254	0,639	0,108	-0,079	0,536
11/07/2013	-2,011	0,447	0,000	-0,076	-1,781	1,144	0,741	0,555
12/07/2013	-1,086	-2,316	-1,574	0,420	1,732	0,661	-0,359	0,247
15/07/2013	0,779	0,133	1,081	0,045	0,947	0,268	0,609	0,499
16/07/2013	0,339	-0,724	-0,432	-1,514	0,004	-0,410	-0,710	-0,723
17/07/2013	0,336	0,186	1,063	0,485	-1,506	0,654	0,545	0,533
18/07/2013	2,301	1,851	2,285	2,081	-2,323	0,998	1,440	0,738
19/07/2013	-0,781	-0,177	0,441	-0,440	-3,807	-0,066	-0,063	0,271
22/07/2013	2,298	0,287	0,677	-0,201	-0,015	-0,006	0,372	0,170
23/07/2013	0,018	1,352	0,031	-0,650	0,444	-0,202	-0,427	-0,451
24/07/2013	1,501	1,471	1,257	1,818	1,065	0,780	1,011	0,879

Fonte: Elaboração própria.

Anexo VIII – Correlações de Pearson e Spearman sobre as variações diárias das variáveis entre o período 1 e 24 de julho de 2013

Maturidade 2Y					
País doador	Pearson (r)	p-value	Spearman (ρ)	p-value	N
Espanha	0,122	0,630	0,203	0,415	18
Itália	0,066	0,794	0,282	0,255	18
Irlanda	-0,067	0,792	-0,131	0,601	18
Alemanha	-0,417	0,085	-0,412	0,090	18
França	-0,348	0,156	-0,215	0,388	18
Países Baixos	-0,297	0,231	-0,319	0,195	18

Maturidade 5Y					
País doador	Pearson (r)	p-value	Spearman (ρ)	p-value	N
Espanha	0,483	0,042	0,391	0,108	18
Itália	0,514	0,029	0,554	0,018	18
Irlanda	0,170	0,501	0,227	0,361	18
Hungria	-0,111	0,661	-0,100	0,690	18
Alemanha	-0,238	0,341	-0,043	0,863	18
França	-0,007	0,978	0,107	0,669	18
Países Baixos	-0,159	0,528	0,123	0,624	18

Maturidade 10Y					
País doador	Pearson (r)	p-value	Spearman (ρ)	p-value	N
Espanha	0,439	0,068	0,348	0,156	18
Itália	0,535	0,022	0,552	0,019	18
Hungria	-0,404	0,096	-0,364	0,136	18
Alemanha	-0,307	0,216	-0,273	0,271	18
França	-0,212	0,398	-0,068	0,786	18
Países Baixos	-0,244	0,330	-0,092	0,715	18

Índice Bolsista					
País doador	Pearson (r)	p-value	Spearman (ρ)	p-value	N
Espanha	0,717	0,001	0,719	0,001	18
Itália	0,704	0,001	0,789	0,000	18
Irlanda	0,562	0,015	0,579	0,013	18
Hungria	0,327	0,186	0,313	0,205	18
Alemanha	0,547	0,019	0,459	0,056	18
França	0,729	0,001	0,686	0,002	18
Países Baixos	0,639	0,004	0,536	0,022	18

Nota: As variações diárias dos índices bolsistas assentam em valores normalizados a 28 de junho.

Fonte: Elaboração própria.

A presente análise procura avaliar, segundo os Anexos VII e VIII, se a crise política portuguesa de julho de 2013 impactou de forma significativa os restantes países, colocando em causa a plausibilidade do SUTVA. Para este efeito, são analisados os países periféricos em condições financeiras similares a Portugal, pelo seu maior potencial de contágio, bem como a Alemanha, França e os Países Baixos, que funcionam como economias de referência da Zona Euro, com *yields* estruturalmente mais baixas e estáveis, expetáveis a serem neutras perante os movimentos portugueses. Inclui-se ainda a Hungria, face à sua relevância no controlo sintético.

Os coeficientes de correlação Pearson e de Spearman das variações diárias de Portugal e dos restantes países, apresentados no Anexo VI, fornecem uma primeira leitura sobre as *yields*. Privilegiando o coeficiente de Spearman, por ser menos sensível a observações extremas associadas aos dias do evento (Marôco, 2011), não se observa nas obrigações uma correlação sistemática entre Portugal e os países do conjunto doador, com exceção da Itália nas maturidades 5Y e 10Y. De acordo com a escala presente em Marôco (2011), na maturidade 2Y nenhum país se destaca com uma correlação simultaneamente forte, positiva e significativa. Por sua vez, nas maturidades 5Y e 10Y, a Itália é o único caso com valores fortes e significativos para o coeficiente de Spearman. Ainda assim, este país não integra com peso positivo nenhum dos controlos sintéticos da especificação base, pelo que não condiciona o contrafactual estimado.

Esta leitura é reforçada pela análise das variações diárias. No dia 3 de julho de 2013, as *yields* portuguesas destacam-se claramente pela sua magnitude, num contexto em que os países periféricos apenas registam aumentos marginais e as economias mais robustas apresentam, na sua maioria, variações negativas. Entre os países com maior relevância nos controlos sintéticos, a Irlanda apresenta apenas variações marginais, enquanto a Hungria, quando presente, move-se em sentido inverso neste dia. No dia 12 de julho, quando se regista um novo aumento expressivo das *yields* portuguesas, todos os restantes países se movem em sentido contrário, com exceção da Itália, cuja variação positiva é apenas marginal. Já no dia 22 de julho, observa-se uma queda generalizada das *yields* periféricas, mas novamente mais acentuada em Portugal. No âmbito das variações diárias, e em articulação com os valores apresentados no parágrafo anterior, importa notar que, embora a Itália acompanhe a maioria das variações portuguesas, este movimento

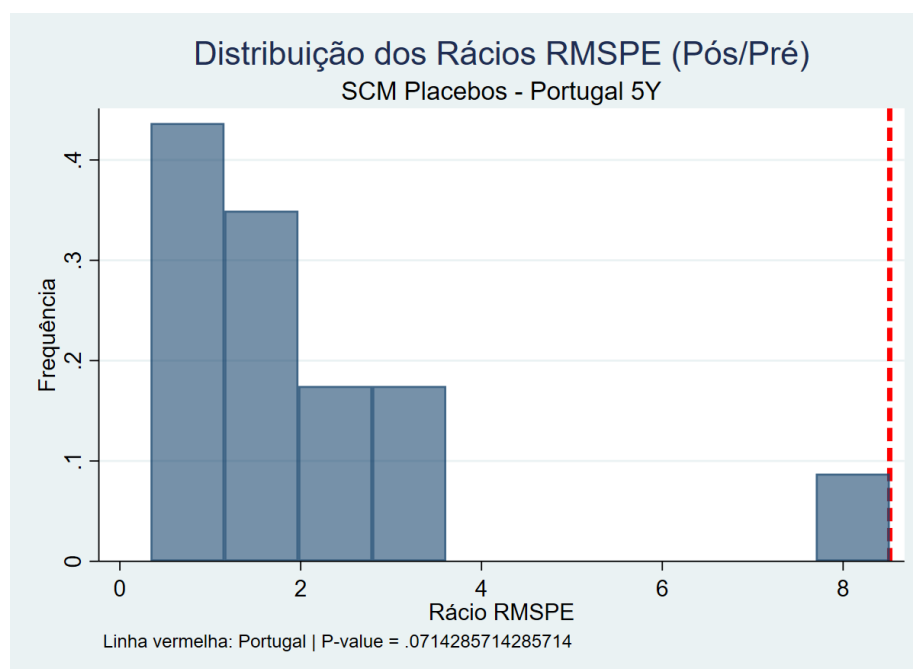
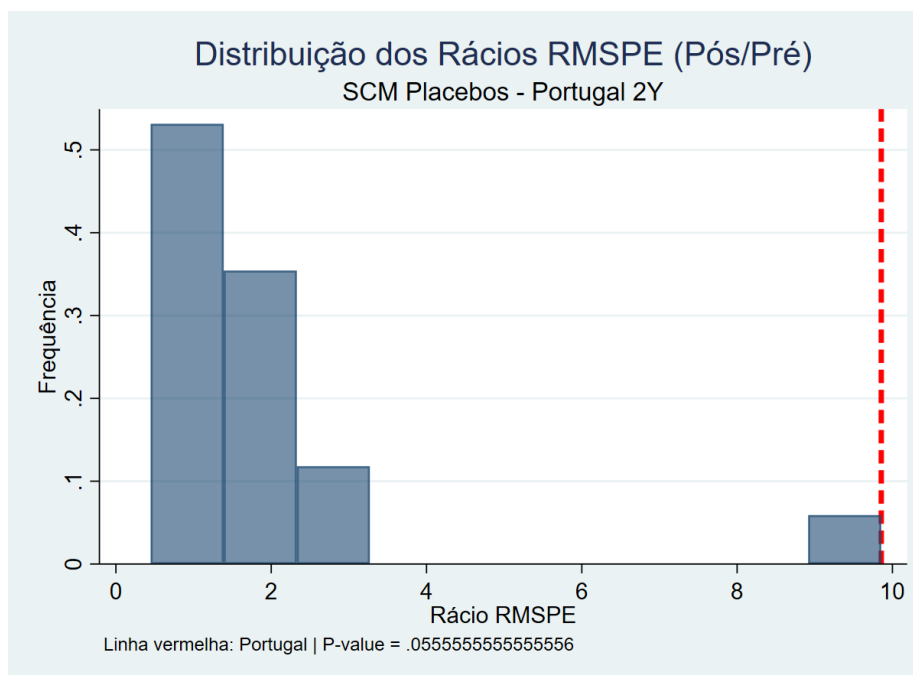
ocorre com uma magnitude muito inferior, o que mitiga parcialmente a relevância da correlação identificada e reforça o destaque de Portugal face ao conjunto doador.

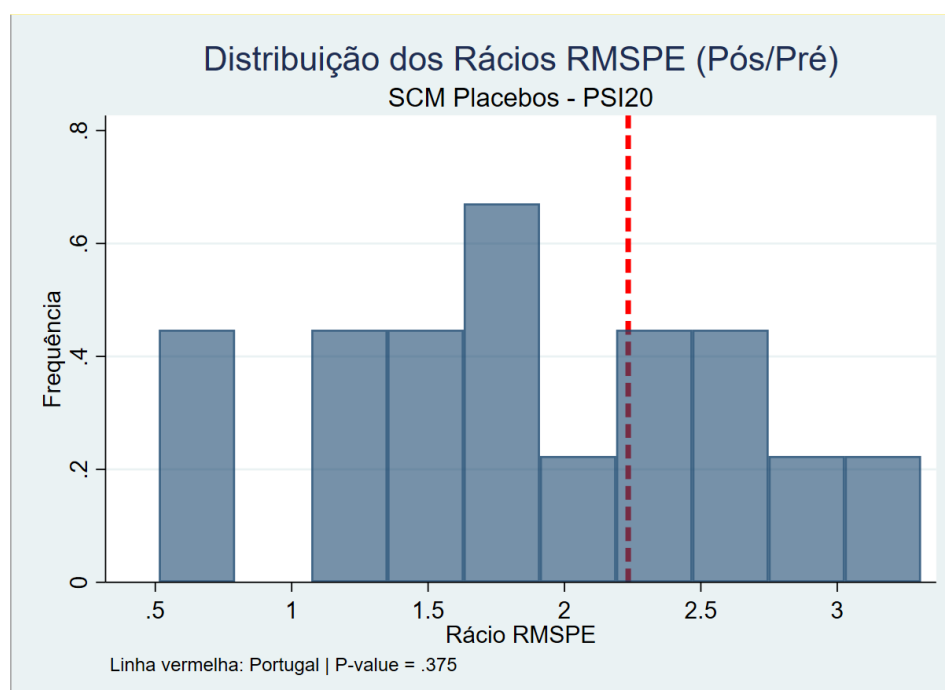
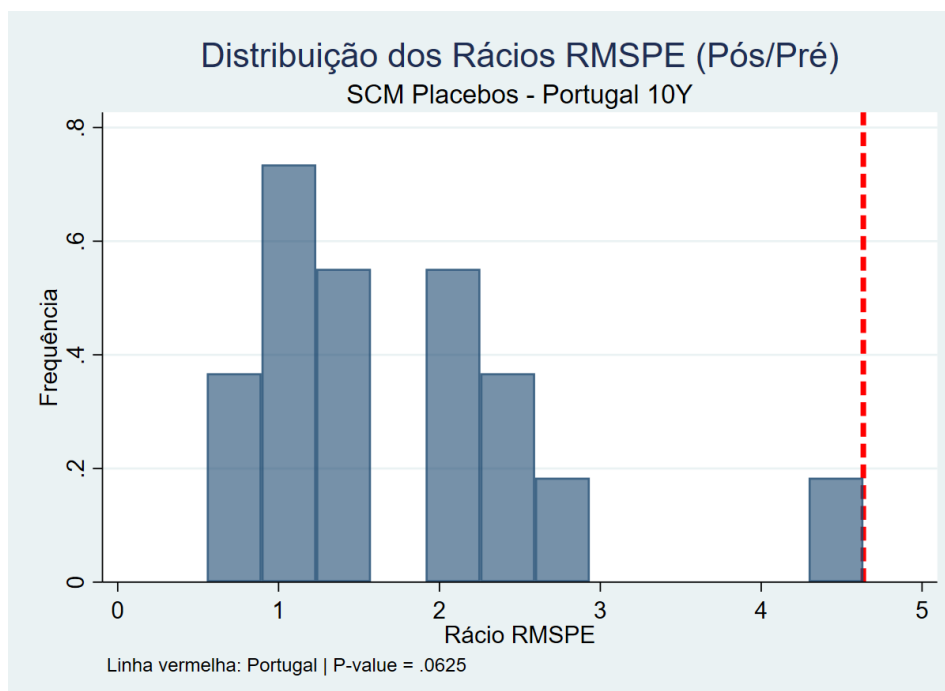
Por sua vez, a análise do PSI-20 exige maior cautela. As correlações mostram um co-movimento forte e estatisticamente significativo entre Portugal e os restantes países, em particular com a Espanha, Itália e a França. No entanto, este padrão pode refletir a elevada integração dos mercados acionistas, pelo que não constitui por si só uma evidência da violação do SUTVA – acrescentando ainda o facto de o efeito estimado sobre o PSI-20 ser nulo.

A análise diária do PSI-20 confirma este co-movimento na generalidade do período, ainda que com clara diferenciação para Portugal. No dia 3 de julho, observa-se uma queda transversal a todos os países analisados, contudo substancialmente mais pronunciada em Portugal (cerca de cinco a seis vezes maior em relação aos restantes países periféricos). Nos dias seguintes, o PSI-20 acompanha a tendência geral dos mercados, com exceção do dia 11 de julho, após o discurso do Presidente da República, em que se regista uma queda substancial sem correspondência nos restantes países, salvo a Hungria. Já no primeiro dia útil após o discurso que viabilizou a continuidade do Executivo, o PSI-20 regista uma subida de 2,298%, consideravelmente superior à de qualquer dos mercados analisados.

Em suma, perante a presente análise, e não constituindo o SUTVA uma condição possível de teste formal, a evidência apresentada revela-se coerente com a sua plausibilidade, especialmente para os países que mais contribuem para a construção do controlo sintético das especificações base. O padrão dominante nos dias mais sensíveis da crise é a de divergência expressiva dos valores portugueses face aos restantes países, sobretudo naqueles que apresentam valores positivos nos contrafactuais, cujos valores são marginais ou de sentido inverso. Já a Itália, o único co-movimento relevante nas obrigações mais longas, apresenta uma magnitude muito inferior à portuguesa e não condiciona o contrafactual base, dado que o seu peso é nulo. Quanto ao PSI-20, verifica-se que a correlação é moderada/forte e significativa na maioria dos países, à exceção da Hungria, o que sugere uma reflexão da integração e co-movimentação comum entre os mercados acionistas europeus e não um efeito fortemente propagado por Portugal.

Anexo IX – Histograma da distribuição dos rácios RMSPE na Especificação Base (ordenada por ordem de variáveis analisadas 2Y, 5Y, 10Y e PSI20)





Fonte: *Elaboração própria.*

Anexo X – Tabelas RMSPE das variáveis analisadas na Especificação Base

Maturidade 2Y				
País	RMSPE Pré	RMSPE Pós	Rácio RMSPE	Ranking
Portugal	0,047	0,461	9,856	1
Espanha	0,049	0,149	3,062	2
Bélgica	0,041	0,101	2,446	3
Polónia	0,033	0,075	2,277	4
Áustria	0,081	0,142	1,758	5
Eslovénia	0,091	0,157	1,729	6
Suécia	0,043	0,062	1,459	7
Finlândia	0,108	0,155	1,439	8
Itália	0,071	0,101	1,423	9
França	0,079	0,104	1,313	10
Reino Unido	0,145	0,176	1,218	11
Letónia	0,188	0,227	1,207	12
Países Baixos	0,060	0,070	1,157	13
Roménia	0,038	0,042	1,099	14
Irlanda	0,142	0,128	0,907	15
Alemanha	0,128	0,110	0,861	16
Dinamarca	0,065	0,049	0,751	17
Lituânia	0,159	0,071	0,448	18

Maturidade 5Y				
País	RMSPE Pré	RMSPE Pós	Rácio RMSPE	Ranking
Portugal	0,025	0,209	8,516	1
Polónia	0,024	0,087	3,591	2
Itália	0,018	0,052	2,927	3
Irlanda	0,033	0,089	2,649	4
Reino Unido	0,038	0,083	2,197	5
Alemanha	0,043	0,081	1,863	6
Áustria	0,040	0,073	1,820	7
Bélgica	0,016	0,023	1,457	8
Espanha	0,022	0,026	1,173	9
Suécia	0,041	0,047	1,145	10
Hungria	0,046	0,050	1,086	11
França	0,013	0,014	1,050	12
Lituânia	0,064	0,030	0,462	13
Países Baixos	0,097	0,033	0,339	14

Maturidade 10Y				
País	RMSPE Pré	RMSPE Pós	Rácio RMSPE	Ranking
Portugal	0,020	0,093	4,635	1
Hungria	0,026	0,067	2,607	2
Polónia	0,029	0,075	2,591	3
Bélgica	0,011	0,026	2,421	4
Itália	0,012	0,026	2,182	5
França	0,011	0,024	2,108	6
Roménia	0,031	0,060	1,944	7
Dinamarca	0,012	0,018	1,491	8
Países Baixos	0,007	0,009	1,235	9
Alemanha	0,012	0,015	1,234	10
Reino Unido	0,032	0,036	1,150	11
Suécia	0,026	0,029	1,127	12
Espanha	0,016	0,018	1,107	13
Finlândia	0,014	0,014	1,025	14
Áustria	0,017	0,015	0,834	15
Eslováquia	0,053	0,029	0,554	16

Índices Bolsistas				
País	RMSPE Pré	RMSPE Pós	Rácio RMSPE	Ranking
Países Baixos	0,009	0,030	3,307	1
Reino Unido	0,008	0,024	2,795	2
Espanha	0,007	0,019	2,648	3
Hungria	0,021	0,057	2,642	4
Irlanda	0,014	0,034	2,415	5
Portugal	0,021	0,046	2,234	6
Suécia	0,007	0,015	2,088	7
França	0,009	0,017	1,820	8
Malta	0,007	0,013	1,761	9
Lituânia	0,009	0,015	1,701	10
Roménia	0,019	0,031	1,613	11
Alemanha	0,012	0,017	1,395	12
Bélgica	0,012	0,015	1,305	13
Finlândia	0,014	0,018	1,289	14
Eslovénia	0,023	0,013	0,594	15
Itália	0,030	0,015	0,513	16

Fonte: *Elaboração própria.*

Anexo XI - Tabela de Gaps das variáveis analisadas na Especificação Base

Maturidade 2Y					
País	Gap médio	Gap min	Gap máx	Gap Final	Ranking
Portugal	38,2%	1,1%	83,3%	10,9%	1
Reino Unido	16,1%	-2,7%	32,1%	9,4%	2
Irlanda	10,7%	-3,8%	30,3%	2,2%	3
Lituânia	6,6%	0,0%	10,9%	9,2%	4
Polónia	6,4%	0,1%	14,1%	11,2%	5
Suécia	5,9%	2,2%	10,2%	4,7%	6
Itália	5,6%	-11,3%	27,5%	12,5%	7
Alemanha	4,8%	-13,4%	21,3%	14,5%	8
Roménia	2,2%	-6,5%	7,6%	-5,5%	9
Dinamarca	0,8%	-5,8%	15,0%	1,0%	10
França	-0,5%	-21,7%	18,1%	-9,3%	11
Países Baixos	-1,0%	-18,7%	10,9%	8,5%	12
Bélgica	-8,6%	-17,8%	3,9%	-12,3%	13
Áustria	-13,1%	-21,0%	1,9%	1,6%	14
Finlândia	-13,8%	-23,2%	-1,3%	-17,6%	15
Espanha	-13,8%	-24,6%	-4,3%	-19,0%	16
Eslovénia	-14,4%	-24,1%	0,5%	-7,6%	17
Letónia	-17,3%	-56,9%	10,0%	-19,1%	18

Maturidade 5Y					
País	Gap médio	Gap min	Gap máx	Gap Final	Ranking
Portugal	18,8%	0,2%	42,5%	9,9%	1
Reino Unido	6,3%	-4,4%	15,8%	5,3%	2
Suécia	4,1%	-0,4%	7,9%	4,5%	3
Lituânia	2,4%	-1,6%	5,4%	-0,1%	4
Países Baixos	1,3%	-4,9%	6,6%	-0,9%	5
Bélgica	-0,1%	-5,4%	4,5%	-1,0%	6
Hungria	-0,6%	-8,0%	6,9%	4,4%	7
Espanha	-0,8%	-5,2%	3,0%	0,0%	8
França	-1,2%	-2,9%	0,6%	-1,7%	9
Itália	-3,5%	-9,6%	1,6%	-7,8%	10
Alemanha	-5,4%	-14,8%	2,5%	-1,4%	11
Áustria	-6,9%	-10,6%	-2,3%	-3,3%	12
Polónia	-8,1%	-15,6%	-1,3%	-4,7%	13
Irlanda	-8,5%	-14,2%	-1,1%	-9,5%	14

Maturidade 10Y					
País	Gap médio	Gap min	Gap máx	Gap Final	Ranking
Portugal	6,0%	-4,2%	21,1%	-4,2%	1
Reino Unido	3,0%	-1,5%	6,0%	4,6%	2
Suécia	2,7%	-0,3%	5,1%	3,9%	3
Eslováquia	1,4%	-2,1%	7,8%	6,4%	4
Espanha	1,3%	-1,6%	3,4%	-0,8%	5
Hungria	0,7%	-12,3%	10,3%	10,3%	6
Países Baixos	0,6%	-0,6%	2,6%	2,6%	7
Dinamarca	0,2%	-3,0%	3,6%	1,3%	8
Áustria	0,1%	-3,4%	2,9%	2,7%	9
Alemanha	-0,1%	-2,5%	3,1%	0,7%	10
Finlândia	-0,2%	-3,1%	1,9%	-1,0%	11
Bélgica	-0,6%	-5,3%	3,9%	-4,1%	12
Itália	-1,9%	-5,3%	1,5%	-3,9%	13
França	-2,0%	-4,9%	0,0%	-4,4%	14
Roménia	-4,8%	-10,4%	2,2%	-10,4%	15
Polónia	-6,9%	-12,5%	0,1%	-5,6%	16

Índices Bolsistas					
País	Gap médio	Gap min	Gap máx	Gap Final	Ranking
Irlanda	2,9%	-0,9%	5,8%	4,3%	1
Países Baixos	2,8%	0,0%	4,9%	1,5%	2
França	1,5%	-0,4%	2,9%	1,4%	3
Lituânia	1,4%	0,2%	2,8%	1,6%	4
Espanha	1,1%	-2,0%	3,1%	1,0%	5
Suécia	1,0%	-1,1%	2,7%	0,1%	6
Alemanha	0,9%	-2,1%	3,7%	0,9%	7
Itália	0,9%	-1,1%	3,9%	2,0%	8
Bélgica	0,7%	-1,0%	3,3%	1,3%	9
Roménia	0,4%	-3,0%	7,3%	7,1%	10
Reino Unido	0,2%	-5,0%	3,0%	-4,2%	11
Finlândia	0,0%	-3,2%	2,9%	-0,5%	12
Eslovénia	-0,5%	-2,9%	1,6%	0,5%	13
Malta	-1,1%	-2,3%	0,0%	-1,3%	14
Portugal	-4,3%	-7,5%	-0,8%	-4,1%	15
Hungria	-4,7%	-8,7%	2,1%	-7,5%	16

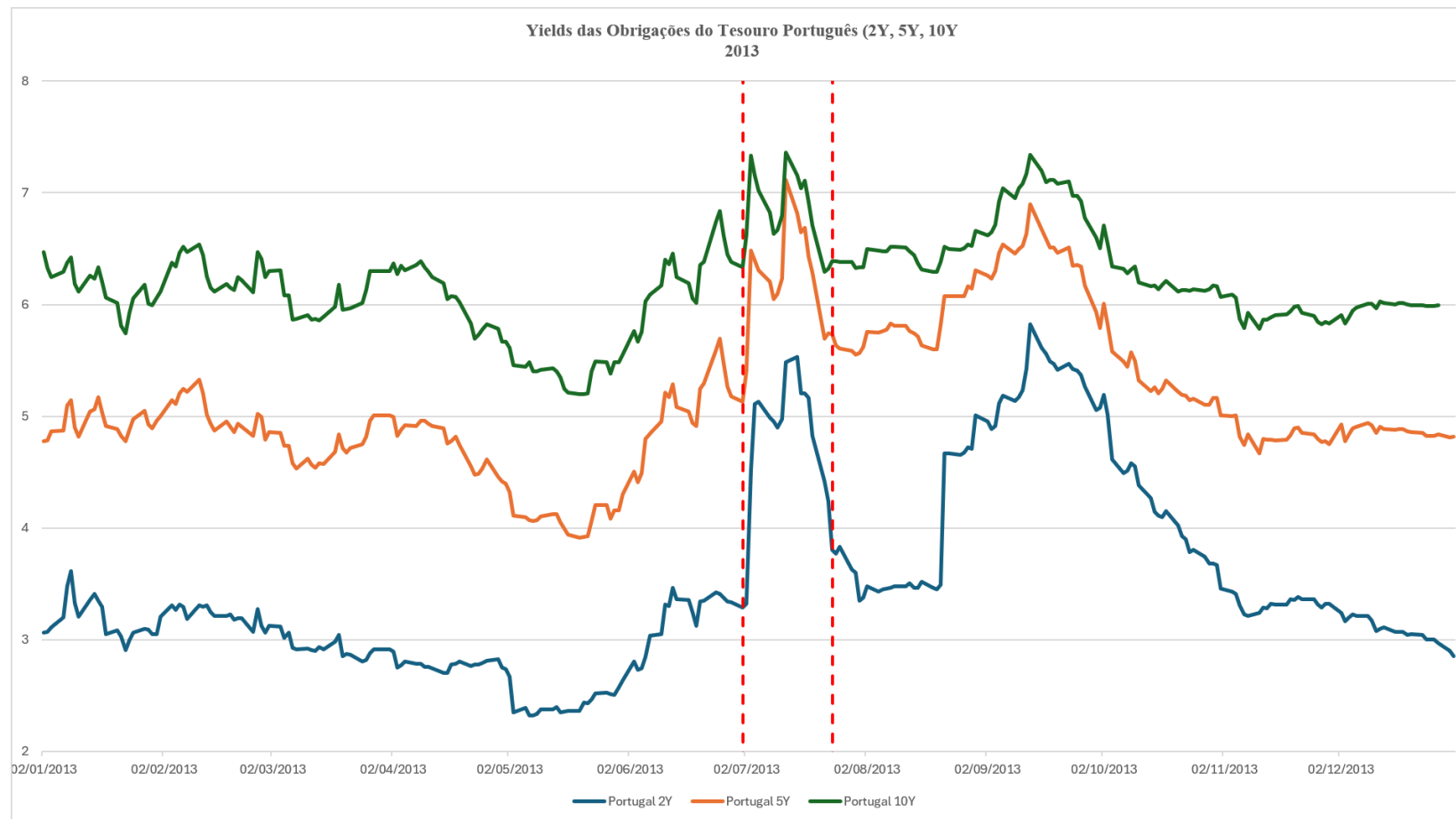
Fonte: Elaboração própria.

Anexo XII – Gap Diário entre Portugal e Controlo Sintético

Data	2Y	5Y	10Y	PSI-20
01/07/2013	1,1	0,2	0,4	-0,8
02/07/2013	6,1	7,5	7,9	-2,1
03/07/2013	41,8	28,2	19,9	-5,8
04/07/2013	68,1	28,4	15,7	-5,3
05/07/2013	70,2	26,9	14,8	-4,1
08/07/2013	69,8	24,6	12,0	-3,8
09/07/2013	69,8	22,6	9,7	-3,8
10/07/2013	64,6	21,8	8,9	-3,4
11/07/2013	65,7	24,5	11,0	-5,9
12/07/2013	82,5	42,5	21,1	-4,5
15/07/2013	83,3	37,4	18,1	-3,9
16/07/2013	75,9	34,4	16,8	-2,8
17/07/2013	76,1	35,1	17,1	-2,7
18/07/2013	76,8	30,5	14,5	-2,3
19/07/2013	67,4	26,8	9,5	-2,9
22/07/2013	53,9	16,1	3,5	-0,9
23/07/2013	44,4	16,9	3,2	-2,3
24/07/2013	29,5	17,4	3,8	-2,3
25/07/2013	28,2	13,4	2,5	-3,6
26/07/2013	30,4	11,7	2,4	-3,9
29/07/2013	23,4	11,0	1,5	-4,4
30/07/2013	24,6	10,1	-0,8	-4,8
31/07/2013	18,6	10,2	-1,4	-5,7
01/08/2013	18,7	12,0	-1,2	-6,3
02/08/2013	22,8	14,6	1,8	-6,5
05/08/2013	18,9	15,0	2,4	-6,7
06/08/2013	19,1	15,2	2,8	-7,4
07/08/2013	20,1	15,4	2,3	-7,5
08/08/2013	20,0	16,9	3,6	-6,3
09/08/2013	21,0	16,9	3,8	-5,2
12/08/2013	20,2	17,2	4,1	-5,0
13/08/2013	15,7	15,0	2,4	-4,2
14/08/2013	14,8	14,1	0,7	-4,1
15/08/2013	14,0	12,5	-1,6	-3,7
16/08/2013	13,9	10,8	-2,7	-5,3
19/08/2013	9,4	10,6	-3,6	-4,2
20/08/2013	10,9	9,9	-4,2	-4,1

Fonte: *Elaboração própria.*

Anexo XIII – Gráfico das maturidades 2Y, 5Y e 10Y para todo o ano de 2013



Fonte: Elaboração própria.

Anexo XIV – Gráfico do PSI-20 para todo o ano de 2013



Fonte: Elaboração própria.

Anexo XV – Amostra Total (5 preditores)

Figura 13 -Análise de Robustez Amostra Total: Trajetória das Variáveis — Portugal Observado vs. Controlo Sintético

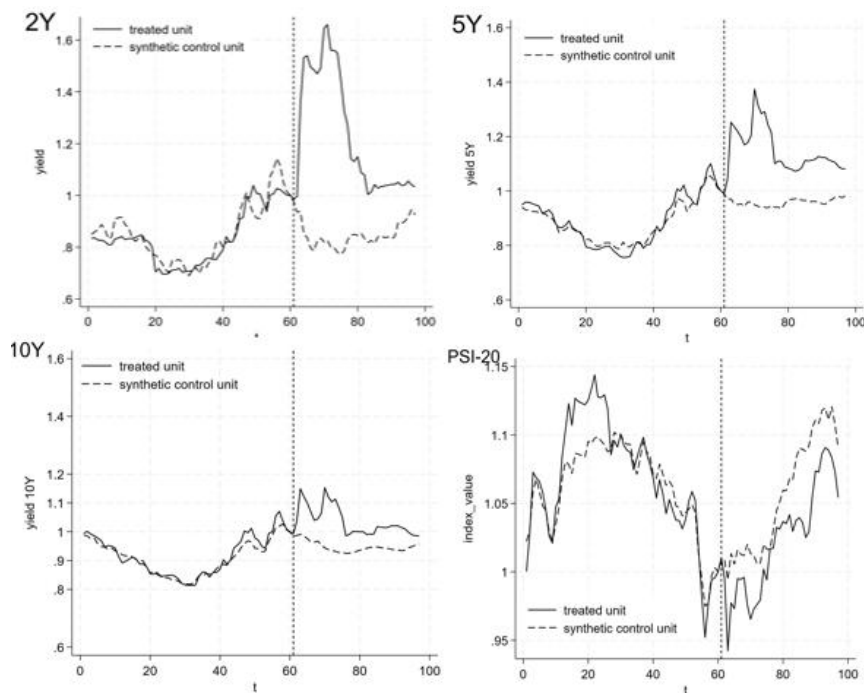


Tabela 9 - Amostra Total: Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — 2Y, 5Y, 10Y, PSI-20

País	2Y Peso	5Y Peso	10Y Peso
Alemanha	—	—	—
Áustria	0,328	—	—
Bélgica	—	—	—
Bulgária	—	—	(n.a)
Chéquia	(n.a)	—	0,169
Dinamarca	—	(n.a)	—
Eslováquia	(n.a)	(n.a)	0,236
Eslovénia	—	(n.a)	(n.a)
Espanha	—	—	—
Finlândia	0,052	(n.a)	—
França	—	—	—
Grécia	(n.a)	(n.a)	0,093
Hungria	(n.a)	0,419	0,101
Irlanda	—	0,379	(n.a)
Itália	—	—	—
Letónia	—	(n.a)	(n.a)
Lituânia	0,56	0,202	(n.a)
Países Baixos	—	—	—
Polónia	0,061	—	—
Reino Unido	—	—	—
Roménia	—	—	0,4
Suécia	—	—	—

País	Peso
Alemanha/DAX	—
Bélgica/BEL20	—
Chéquia/PX	0,356
Eslovénia/SBITOP	0,091
Espanha/IBEX35	0,553
Finlândia/HEX25	—
França/CAC40	—
Hungria/HUX	—
Irlanda/ISEQ20	—
Itália/FTSEMIB	—
Lituânia/OMX	—
Luxemburgo/LUXXX	—
Malta/MSE	—
Países Baixos/AEX	—
Reino Unido/FTSE100	—
Roménia/BET	—
Suécia/OMX	—

Tabela 10 - Amostra Total (5 preditores) - Resultados do teste de placebo e métricas de ajuste para cada variável

Variável	Ranking	p-value	RMSPE pré	RMSPE pós	Rácio RMSPE	Gap Médio (%)	Gap Máximo (%)
2Y	1 de 19	0,053	0,047	0,461	9,788	38,1	83,2
5Y	1 de 16	0,063	0,025	0,209	8,503	18,8	42,5
10Y	1 de 18	0,056	0,018	0,099	5,388	8,7	20,9
PSI-20	10 de 18	0,555	0,020	0,035	1,782	-3,1	-6,3

Nota: O Gap Máximo reporta o valor máximo (obrigações) ou mínimo (PSI-20) do período pós-tratamento, conforme a direção esperada do efeito. O Ranking indica a posição de Portugal na distribuição do rácio RMSPE.

Fonte: Elaboração própria.

Por razões de transparência metodológica, a presente configuração de robustez reintegra no conjunto doador todos os países excluídos da especificação base por terem registado choques idiossincráticos próprios. Ao expor o controlo sintético ao conjunto total de unidades disponíveis, sem restrições anteriores, esta configuração torna explícito o efeito que essas exclusões têm, ou não, sobre os resultados principais, mantendo, de resto, o número de preditores.

Os ajustamentos e resultados das maturidades 2Y e 5Y conservam-se praticamente iguais aos observados na especificação base, com diferenças meramente residuais e, por isso, por vezes não perceptíveis na tabela face ao arredondamento. Tal advém de os países que constituem o controlo sintético permanecerem os mesmos da especificação base para ambas as maturidades, com proporções praticamente equivalentes e com diferenças apenas a nível das milésimas. Estas reduzidas diferenças decorrem essencialmente da reestimação provocada pelo aumento do conjunto doador e reforçam a credibilidade dos resultados da especificação base.

A maturidade 10Y e o PSI-20 revelam igualmente um comportamento próximo do observado na especificação base, ainda que com variações mais perceptíveis. Na 10Y ocorre uma ligeira intensificação do efeito, visível no aumento do rácio RMSPE (de 4,635 para 5,388), enquanto o *gap* médio aumenta (de 6,0% para 8,7%). Já no PSI-20 ocorre o inverso, com uma atenuação dos efeitos, traduzida na descida do rácio RMSPE (de 2,234 para 1,782) e a redução do *gap* médio em valor absoluto (de -4,3% para -3,1%).

Ambas as alterações encontram explicação nas mudanças de composição e peso dos respetivos controlos sintéticos, tornadas claras com a leitura dos pesos e nas pequenas diferenças que se constatarem face à especificação base. No PSI-20, o controlo sintético deixa de ser constituído unicamente pela Espanha (55,3%), para incorporar a Chéquia (35,6%) – país

excluído da especificação base – e a Eslovénia (9,1%), o que dilui o efeito estimado. Na 10Y, o controlo sintético conserva a Hungria (10,1%), a Roménia (40%) e a Eslováquia (23,6%), mas redistribui os pesos para as unidades previamente excluídas da análise, nomeadamente a Chéquia (16,9%) e a Grécia (9,3%).

Em síntese, a análise da Amostra Total reforça a robustez dos resultados principais. Apesar das pequenas diferenças numéricas e de reajustamento de pesos, a estabilidade das maturidades 2Y e 5Y e a proximidade da 10Y e do PSI-20 mantêm-se em linha com a especificação base e evidenciam que os resultados não dependem criticamente da exclusão dos países com choques idiossincráticos no período.

Anexo XVI - Zona Euro (com 3 preditores)

Figura 14 - Análise de Robustez Zona Euro: Trajetória das Variáveis — Portugal Observado vs. Controlo Sintético

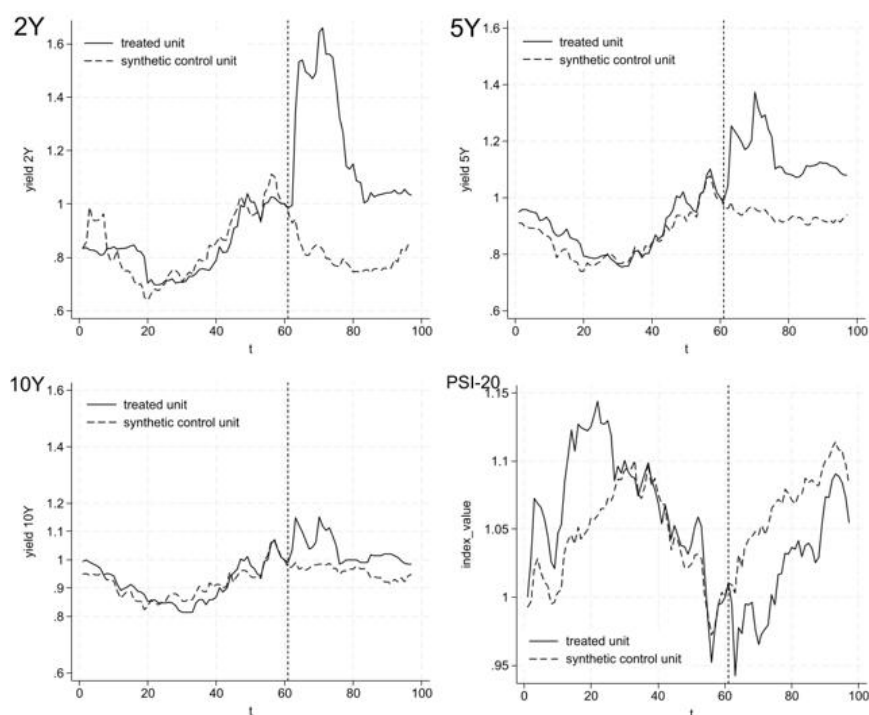


Tabela 11 – Zona Euro: Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — 2Y, 5Y, 10Y, PSI-20

País	2Y Peso*	5Y Peso	10Y Peso	País	Peso
Alemanha	0,090	—	—	Alemanha/DAX40	—
Áustria	0,019	—	—	Bélgica/BEL 20	—
Bélgica	0,024	—	0,260	Eslovénia/SBITOP	—
Eslováquia	(n.a)	(n.a)	—	Espanha/IBEX35	—
Eslovénia	0,474	(n.a)	(n.a)	Finlândia/OMX HS25	—
Espanha	0,249	0,346	—	França/CAC40	—
Finlândia	0,066	(n.a)	—	Irlanda/ISEQ20	—
França	0,018	—	—	Itália/FTSE MIB	0,285
Irlanda	0,041	0,348	(n.a)	Malta/MSE	—
Itália	0,078	0,306	0,974	Países Baixos/AEX	0,715
Países Baixos	0,023	—	—		

Tabela 12 – Zona Euro (3 preditores) - Resultados do teste de placebo e métricas de ajuste para cada variável

Variável	Ranking	p-value	RMSPE pré	RMSPE pós	Rácio RMSPE	Gap Médio (%)	Gap Máximo (%)
2Y	1 de 11	0,091	0,068	0,482	7,040	42,6	82,8
5Y	1 de 9	0,111	0,044	0,225	5,167	21,2	41,3
10Y	1 de 10	0,100	0,031	0,087	2,762	7,7	16,7
PSI-20	5 de 11	0,455	0,039	0,049	1,245	-4,5	-8,1

Nota: O Gap Máximo reporta o valor máximo (obrigações) ou mínimo (PSI-20) do período pós-tratamento, conforme a direção esperada do efeito. O Ranking indica a posição de Portugal na distribuição do rácio RMSPE.

Fonte: Elaboração própria.

Ao avaliar os pesos constituintes das várias variáveis em análise, observa-se um padrão recorrente: a maioria das unidades dos controlos sintéticos são países da Europa do Leste, que apesar de reproduzirem bem a trajetória pré-tratamento de Portugal, não eram membros da Zona Euro. Face a isto, a configuração de robustez com o conjunto doador restrito à Zona Euro permite testar se a trajetória do contrafactual e os seus efeitos se mantêm com países de enquadramento institucional e monetário semelhante, à custa de um conjunto doador mais restrito. Sem alterar o período de análise, a redução do número de preditores de cinco para três permite ainda mitigar o risco de sobreajustamento e simplificar a configuração.

A análise da Figura 14 e Tabela 12 demonstra o que seria de esperar. Esta configuração produz uma diminuição no ajustamento pré-tratamento do contrafactual em todas as variáveis, traduzida num ligeiro aumento do RMSPE pré-tratamento e num menor ajuste visual em todas as figuras. Adicionalmente, a alteração da configuração traduz-se em mudanças especialmente relevantes na composição dos controlos sintéticos da maturidade 2Y e PSI-20. Na maturidade 2Y, todos os países passam a receber pesos positivos, com destaque para a Eslovénia (47,4%) e Espanha (24,9%)⁴⁹. Já no PSI-20, o controlo sintético deixa de ser constituído exclusivamente pela Espanha para assentar nos Países Baixos (71,5%) e Itália (28,5%) – uma mudança provavelmente ocorrida devido à diminuição no número de preditores.

Não obstante, o ajuste e resultados mantêm-se qualitativamente robustos, consistentes na trajetória e na direção geral do ajuste visual, bem como na magnitude dos efeitos. Comparativamente à especificação base, verifica-se uma diminuição geral do rácio RMSPE resultante sobretudo do aumento do RMSPE pré-tratamento, enquanto o RMSPE pós-tratamento se mantém relativamente próximo aos valores anteriores. Esta queda acentua-se à medida que se avança nas variáveis, passando de 9,856 para 7,040 na maturidade 2Y (-28,6%), de 8,502 para 5,167 na maturidade 5Y (-39,2%), de 4,630 para 2,762 na maturidade 10Y (-40,3%) e de 2,233 para 1,245 para o PSI-20 (-44,2%).

⁴⁹ Segundo Wiltshire (2025), isto ocorre quando número de unidades com peso positivo ultrapassa o número de preditores, podendo ser resolvido através de uma restrição do conjunto doador ou pelo aumento de preditores. Contudo, mantêm-se esta especificação a título ilustrativo dos efeitos do um menor uso de preditores, pelo que os resultados devem ser interpretados com cautela pelo facto de existirem múltiplas outras combinações de pesos com igual minimização do ajustamento pré-tratamento.

Ao mesmo tempo, observa-se um aumento do *gap* médio em todas as variáveis e do *gap* máximo absoluto na maturidade 2Y e no PSI-20, com o 5Y e 10Y a diminuir ligeiramente. Estas variações decorrem das ligeiras alterações na trajetória do controlo sintético desta especificação face à anterior.

Por último, a nível do *ranking*, Portugal mantém o primeiro lugar no rácio RMSPE nas três maturidades, contudo observa-se um aumento no *p-value* de todas as variáveis, provocado pela diminuição no número de unidades do conjunto de controlo. Este facto induz a maturidade 5Y a tornar-se estatisticamente não significativa a “nível tradicional”, com um *p-value* de 0,111. Tal decorre da própria forma de construção da inferência do SCM, pelo que não invalida a relevância dos resultados, visto que as maturidades portuguesas continuam a apresentar-se extremas em relação aos placebos.

Anexo XVII - Especificação Conservadora (com 3 preditores)

Figura 15 - Análise de Robustez Conservadora: Trajetória das Variáveis — Portugal Observado vs. Controlo Sintético

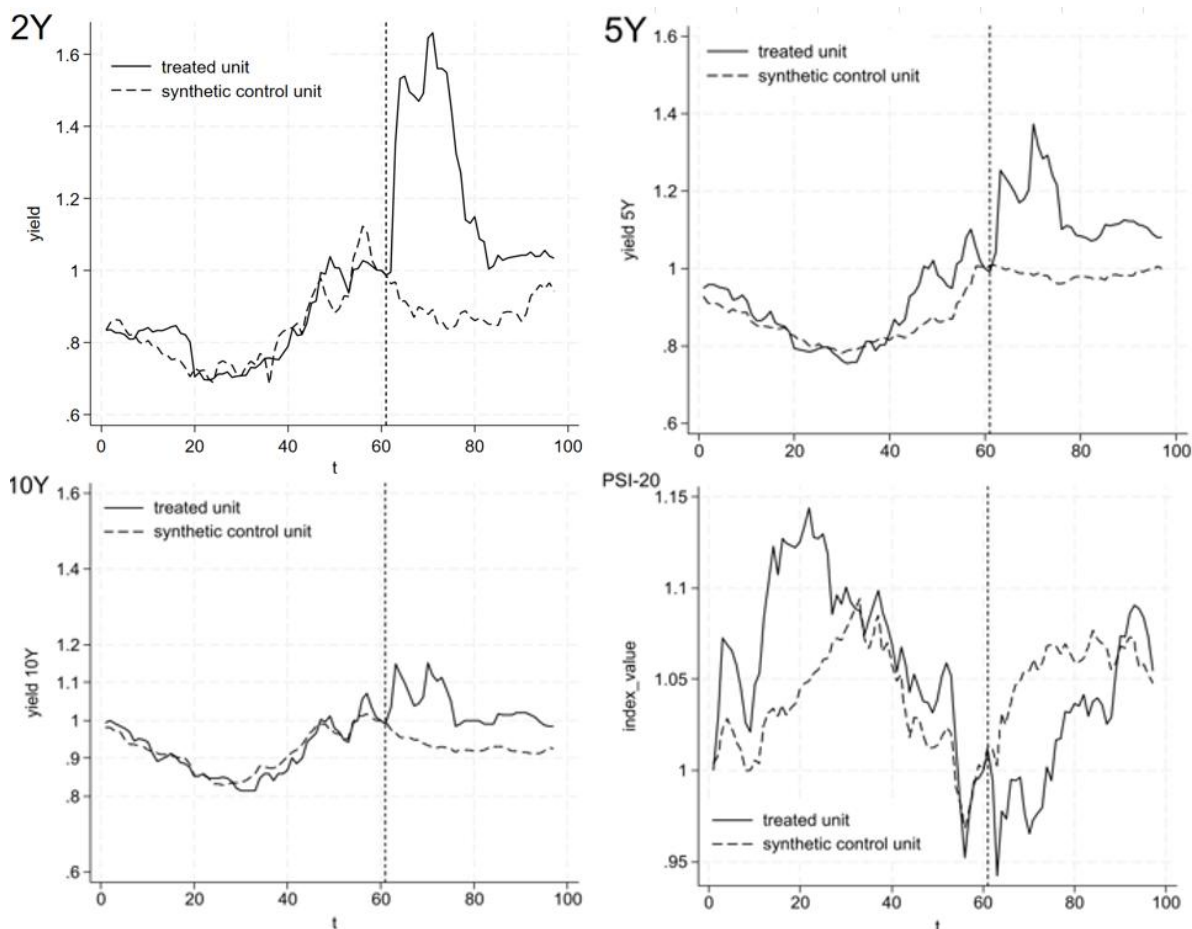


Tabela 13 - Robustez Conservadora - Pesos do conjunto doador na construção do controlo sintético — yields a 2Y, 5Y, 10Y, PSI-20

País	2Y Peso*	5Y Peso	10Y Peso	País	Peso
Alemanha	0,016	—	—	Alemanha/DAX40	—
Áustria	0,028	—	—	Bélgica/BEL 20	—
Bélgica	0,029	—	0,011	Finlândia/OMX HS25	—
Dinamarca	0,025	(n.a)	—	França/CAC40	—
Eslováquia	(n.a)	(n.a)	—	Lituânia/OMX Vilnius	—
Finlândia	0,024	(n.a)	—	Malta/MSE	—
França	0,024	—	—	Países Baixos/AEX	0,295
Letónia	0,072	(n.a)	(n.a)	Reino Unido/ FTSE100	0,705
Lituânia	0,192	0,815	(n.a)	Roménia/BET	—
Países Baixos	0,027	0,185	—	Suécia/OMX S30	—
Polónia	0,252	—	0,195		
Reino Unido	0,110	—	—		
Roménia	0,095	(n.a)	0,794		
Suécia	0,107	—	—		

Tabela 14 - Robustez Conservadora (3 preditores) - Resultados do teste de placebo e métricas de ajuste para cada variável

Variável	Ranking	p-value	RMSPE pré	RMSPE pós	Rácio RMSPE	Gap Médio (%)	Gap Máximo (%)
2Y	1 de 14	0,071	0,052	0,415	8,004	33,6	76,7
5Y	1 de 10	0,100	0,062	0,182	2,949	16,1	39,1
10Y	1 de 13	0,077	0,021	0,112	5,247	10,3	21,8
PSI-20	10 de 11	0,909	0,045	0,047	1,023	-3,3	-8,9

Nota: O Gap Máximo reporta o valor máximo (obrigações) ou mínimo (PSI-20) do período pós-tratamento, conforme a direção esperada do efeito. O Ranking indica a posição de Portugal na distribuição do rácio RMSPE.

Fonte: Elaboração própria.

Como explicado no subcapítulo 4.6, esta terceira configuração centra-se na restrição mais conservadora do conjunto doador, que exclui os países que registaram choques idiossincráticos próprios, de diferentes magnitudes e naturezas, bem como aqueles que se encontravam num contexto económico-financeiro semelhante a Portugal durante o período em estudo. Através de uma simples análise dos pesos da especificação base e Zona Euro, verificar-se-á que esta redução seria provavelmente substancial para a qualidade do SCM de Portugal, visto que muitas das unidades excluídas, e.g. a Espanha ou a Irlanda, eram países europeus periféricos com características estruturais e de conjuntura comparáveis a Portugal à data. Simultaneamente, à semelhança da configuração da Zona Euro, diminuiu-se o número de preditores para três, dificultando ainda mais o ajustamento pré-tratamento.

Ao analisar a Figura 15 e Tabela 14, confirma-se a diminuição da qualidade do ajustamento pré-tratamento. Os RMSPE pré-tratamento aumentam face à especificação base, embora permaneçam inferiores ao observado para o teste de robustez da Zona Euro, enquanto em termos gráficos os controlos sintéticos continuam a acompanhar a trajetória e variações gerais das unidades tratadas, mas com menor proximidade e rigor, o que impõe especial cautela na interpretação dos resultados.

O maior destaque é a maturidade 5Y, que regista uma deterioração acentuada no ajustamento gráfico, sendo apenas capaz de acompanhar a direção geral da trajetória da série tratada, mas não a maioria das suas oscilações no período pré-tratamento, o que exige reservas adicionais na sua análise. Esta fragilidade reflete-se também a nível quantitativo, com esta maturidade a registar o valor mais alto do RMSPE pré-tratamento para as variáveis desta especificação e apresentar um rácio RMSPE de apenas 2,949, muito inferior ao obtido na

especificação base (8,516) e Zona Euro (5,167). Ainda assim, Portugal ocupa o primeiro lugar do *ranking* de rácios RMSPE entre as dez unidades, conferindo-lhe um *p-value* estatisticamente significativo, embora com uma margem face às restantes unidades do conjunto doador muito inferior à das duas especificações anteriores.

Em sentido contrário, o rácio RMSPE da maturidade 10Y (5,247) é mais alto que os da especificação Base e da Zona Euro, destacando-se a manutenção do RMSPE pré-tratamento quase idêntico ao da especificação base. Face a estes resultados, verifica-se assim que existe uma inversão ao padrão de ordenação gradual observado nas especificações anteriores a nível do RMSPE pré-tratamento e respetivo rácio, com o 5Y tendo um rácio inferior a 10Y e um pré-ajustamento superior a 2Y.

Na comparação dos *gaps* das maturidades com as especificações passadas, observa-se uma ligeira redução nos *gaps* médio e máximo para a maturidade 2Y e 5Y, ao passo que na 10Y ambos aumentam. Estas variações refletem as alterações das trajetórias dos contrafactuais, decorrentes da mudança na sua construção.

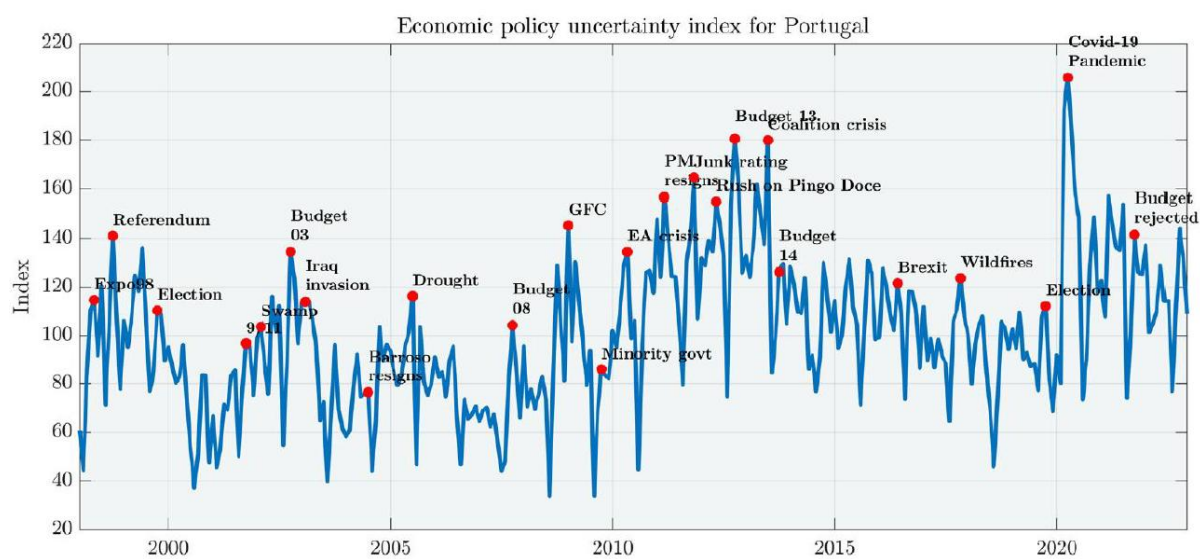
Em suma, apesar da diminuição visível da qualidade dos ajustes, os resultados e ajustamentos obtidos permitem atestar a consistência desta análise e do respetivo método para o presente estudo, o qual se mantém estável mesmo perante uma especificação tão fortemente restritiva.

Anexo XVIII – Yields Soberanas e PSI-20: valores diários (8 de abril a 20 de agosto 2013)

Data	2Y - PT	5Y - PT	10Y - PT	PSI-20	Data	2Y - PT	5Y - PT	10Y - PT	PSI-20
08/04/2013	2,781	4,91	6,351	5558,37	14/06/2013	3,36	5,085	6,246	5769,51
09/04/2013	2,786	4,96	6,389	5712,88	17/06/2013	3,356	5,04	6,193	5843,71
10/04/2013	2,758	4,962	6,335	5961,57	18/06/2013	3,246	4,94	6,055	5883,12
11/04/2013	2,757	4,935	6,294	5939,17	19/06/2013	3,126	4,911	6,017	5845,89
12/04/2013	2,74	4,911	6,243	5923,09	20/06/2013	3,342	5,242	6,355	5646,66
15/04/2013	2,699	4,89	6,189	5878,99	21/06/2013	3,351	5,29	6,38	5451,82
16/04/2013	2,701	4,756	6,047	5803,91	24/06/2013	3,424	5,589	6,741	5290,84
17/04/2013	2,775	4,775	6,077	5700,96	25/06/2013	3,408	5,694	6,834	5429,98
18/04/2013	2,784	4,816	6,066	5673,76	26/06/2013	3,373	5,474	6,619	5525,23
19/04/2013	2,805	4,74	6,021	5819,56	27/06/2013	3,338	5,269	6,449	5532,48
22/04/2013	2,765	4,551	5,833	5852,53	28/06/2013	3,334	5,175	6,384	5556,88
23/04/2013	2,779	4,479	5,694	6027,66	01/07/2013	3,289	5,127	6,336	5614,46
24/04/2013	2,777	4,482	5,729	6132,36	02/07/2013	3,319	5,399	6,621	5530,42
25/04/2013	2,793	4,53	5,779	6240,59	03/07/2013	4,514	6,483	7,336	5236,49
26/04/2013	2,813	4,61	5,824	6151,98	04/07/2013	5,108	6,397	7,159	5431,6
29/04/2013	2,823	4,455	5,782	6262,02	05/07/2013	5,132	6,306	7,017	5407,32
30/04/2013	2,752	4,414	5,67	6248,52	08/07/2013	4,987	6,202	6,823	5529,02
01/05/2013	2,738	4,398	5,668		09/07/2013	4,95	6,05	6,634	5526,84
02/05/2013	2,671	4,32	5,61	6235,09	10/07/2013	4,9	6,095	6,667	5534,61
03/05/2013	2,35	4,108	5,454	6253,54	11/07/2013	4,973	6,233	6,793	5423,29
06/05/2013	2,392	4,096	5,445	6299,71	12/07/2013	5,485	7,112	7,358	5364,4
07/05/2013	2,324	4,072	5,481	6356,56	15/07/2013	5,532	6,815	7,155	5406,18
08/05/2013	2,321	4,061	5,402	6266,33	16/07/2013	5,202	6,647	7,043	5424,49
09/05/2013	2,333	4,072	5,404	6264,25	17/07/2013	5,202	6,684	7,107	5442,7
10/05/2013	2,375	4,105	5,416	6275,6	18/07/2013	5,164	6,431	6,921	5567,96
13/05/2013	2,376	4,12	5,427	6219,09	19/07/2013	4,822	6,285	6,709	5524,47
14/05/2013	2,395	4,125	5,404	6032,07	22/07/2013	4,418	5,694	6,294	5651,4
15/05/2013	2,345	4,048	5,345	6090,49	23/07/2013	4,238	5,745	6,321	5652,41
16/05/2013	2,356	3,993	5,244	6063,45	24/07/2013	3,803	5,735	6,388	5737,25
17/05/2013	2,36	3,937	5,208	6115,53	25/07/2013	3,771	5,63	6,389	5730,86
20/05/2013	2,364	3,91	5,199	6069,12	26/07/2013	3,832	5,608	6,381	5761,17
21/05/2013	2,436	3,916	5,2	6050,42	29/07/2013	3,626	5,587	6,382	5752,59
22/05/2013	2,433	3,928	5,206	6041,82	30/07/2013	3,6	5,549	6,324	5788,83
23/05/2013	2,467	4,063	5,404	5971,64	31/07/2013	3,347	5,567	6,332	5721,46
24/05/2013	2,52	4,203	5,492	6018,65	01/08/2013	3,375	5,619	6,331	5765,74
27/05/2013	2,524	4,202	5,482	6064,66	02/08/2013	3,474	5,757	6,496	5776,94
28/05/2013	2,514	4,084	5,382	6103,12	05/08/2013	3,428	5,748	6,485	5757,19
29/05/2013	2,508	4,154	5,482	6037,44	06/08/2013	3,448	5,76	6,477	5696,64
30/05/2013	2,571	4,159	5,484	5994,17	07/08/2013	3,458	5,778	6,477	5720,1
31/05/2013	2,632	4,302	5,554	5939,43	08/08/2013	3,466	5,831	6,514	5860,24
03/06/2013	2,803	4,502	5,762	5856,74	09/08/2013	3,475	5,813	6,515	5966,69
04/06/2013	2,732	4,411	5,668	5930,99	12/08/2013	3,475	5,812	6,512	5961,75
05/06/2013	2,742	4,492	5,754	5873,11	13/08/2013	3,504	5,765	6,476	6036,43
06/06/2013	2,844	4,798	6,026	5793,19	14/08/2013	3,463	5,741	6,445	6061,3
07/06/2013	3,032	4,845	6,089	5850,07	15/08/2013	3,467	5,715	6,369	6051,17
10/06/2013	3,05	4,954	6,169	5807,24	16/08/2013	3,519	5,633	6,315	6021,28
11/06/2013	3,314	5,212	6,399	5766,9	19/08/2013	3,467	5,598	6,294	5964,66
12/06/2013	3,301	5,172	6,363	5765,21	20/08/2013	3,447	5,596	6,291	5858,85
13/06/2013	3,462	5,288	6,458	5731,84	-	-	-	-	-

Fonte: Elaboração própria (dados: Bloomberg).

Anexo XIX – Tabela do EPU de Portugal (Morão, 2024)



Fonte: Morão (2024).