



Instituto Superior de Economia e Gestão

UNIVERSIDADE TÉCNICA DE LISBOA

MESTRADO EM FINANÇAS

**O IMPACTO DA CRISE FINANCEIRA DE 2008 NO
SECTOR CORTICEIRO PORTUGUÊS**

CASO CORTICEIRA AMORIM

JOANA SALEMA PINTO BASTO

Orientadora: Professora Doutora Maria Amélia Filipe Branco Antunes Dias

Setembro de 2010

Abreviaturas

ABS- Asset Backed Securities

ASF- Autoridade para os Serviços Financeiros Ingleses

BP- Banco de Portugal

CA- Corticeira Amorim

CAPM- Capital Asset Pricing Model

CDO- Credit Debt Obligation

CDS- Credit Default Swap

EPS- Earning Per Share

Fannie Mae- Federal National Mortgage Association

GAF- Grau de Alavanca Financeira

Ginnie Mae- Government National Mortgage Association

Freddie Mac- Federal Home Loan Mortgage Corporation

FMI- Fundo Monetário Internacional

L.G- Liquidez Geral

MBS- Mortgage Backed Security

PORT- Portucel

PT-Portugal

ROS- Return on Sales

ROA- Return on Assets

ROE- Return on Equity

SEM-Semapa

S&P- S&P Paper and Florest Products

SPV- Special Purpose Vehicule

ZE- Zona Euro

Resumo

O presente trabalho estuda o efeito que a crise económica e financeira teve nas rendibilidades anuais da empresa Corticeira Amorim e nos seus indicadores financeiros. É feita uma análise das rendibilidades em bolsa da Corticeira Amorim e seus *benchmarks* no período pré-crise (2005-2007) e no período pós-crise (2008-2010). Considera-se ainda o estudo da influência de algumas variáveis macroeconómicas (taxa de inflação, taxa de juro, taxa de câmbio euro dólar, preço do petróleo e nível de exportações) nestas rendibilidades. De igual forma são estudados os indicadores financeiros de rendibilidade e liquidez (R.O.S, R.O.A, R.O.E e L.G), alavanca e risco (autonomia financeira, *debt to equity* e G.A.F) e mercado accionista (*price to book*, *book to market equity*, E.P.S e o coeficiente beta). Por último é feita uma análise da estatística descritiva. Os resultados confirmam que a crise afectou, de forma negativa, as rendibilidades anuais das acções da Corticeira Amorim e que os factores macroeconómicos estudados também tiveram influência não só na performance financeira da empresa como também na sua rendibilidade em bolsa.

Palavras-Chave: crise *subprime*, rendibilidades de acções, indicadores macroeconómicos, estatística descritiva, Corticeira Amorim, cortiça.

Abstract

This research work studies the effects of the subprime crisis in the annual stock returns of the company Corticeira Amorim and in its financial ratios. We do an analysis of Corticeira Amorim stock returns and also of its benchmarks, in a pre-crisis period (2005-2007) and in a post-crisis period (2008-2010). We also investigate the impact of some macroeconomic variables (inflation rate, interest rate, Eurodollar exchange rate, oil prices and exports) in this stock returns. We look at the performance of the profitability and liquidity ratios (R.O.S, R.O.A, R.O.E and Current Ratio), debt and risk ratios (assets to debt ratio, debt to equity ratio and G.A.F), and stocks market ratios (price to book ratio, book to market equity ratio, E.P.S and beta coefficient). Finally we do a descriptive statistics analysis. The results show that the subprime crisis affected, in a negative way, the annual stock returns of Corticeira Amorim and that the studied macroeconomic variables had an influence not only in the financial performance of the company but also in its behavior in the stock market.

Keywords: subprime crisis, stock returns, macroeconomic variables, descriptive statistics, Corticeira Amorim, cork.

Agradecimentos

Gostaria de deixar uma palavra de agradecimento à Professora Doutora Maria Amélia Branco Dias pela disponibilidade e pelo acompanhamento prestado ao longo da elaboração desta tese.

Índice Geral

Índice de Figuras e Tabelas	7
Índice de Anexos	8
1. Introdução	9
2. Revisão da Literatura	11
2.2. Enquadramento económico: a crise <i>subprime</i>	14
2.3. Enquadramento sectorial: o sector da cortiça em Portugal	22
3. Metodologia e Dados	29
4. Análise dos Resultados	31
5. Conclusão	40
Bibliografia	42
Anexos	46
Glossário	49

Índice de Figuras e Tabelas

Figura 1- - Evolução das taxas de juro do crédito habitação e da taxa de inflação para os E.U.A entre 1990 e 2010	16
Figura 2- Comparação entre a crise dos anos 30 e a crise actual	20
Figura 3- Evolução do número de empresas no País e no Distrito de Aveiro	25
Figura 4- Comércio Internacional de Bens	26
Figura 5- Peso das Exportações dos Produtos de Cortiça	26
Figura 6- Peso das Importações dos Produtos de Cortiça	27
Figura 7- Evolução das rendibilidades mensais antes e depois da crise	32
Figura 8- Evolução da taxa de inflação, taxa de juro e exportações	33
Figura 9- Taxa de Câmbio €/ \$	34
Figura 10- Preço do Barril de Petróleo	35
Tabela 1- Rendibilidade e risco antes e depois da crise financeira	31
Tabela 2- Rácios de rendibilidade e liquidez	36
Tabela 3- Rácios de alavanca e risco	37
Tabela 4- Rácios de mercado accionista	37
Tabela 5- Medidas de estatística descritiva da CA	38

Índice de Anexos

Anexo 1. Evolução das Vendas da Corticeira Amorim	46
Anexo 2. Cronograma da Crise <i>Subprime</i>	47
Anexo 3. Tabelas com os resultados da estatística descritiva para a Corticeira Amorim e seus <i>benchmarks</i>	48

1. Introdução

São numerosos os autores que direccionaram o seu trabalho para o estudo dos indicadores macroeconómicos e microeconómicos que têm impacto nas rendibilidades das acções de uma empresa. Constitui objectivo deste trabalho estudar esses indicadores no contexto da crise económica e financeira de 2008, investigando, em particular, a sua influência no desempenho das rendibilidades das acções da empresa Corticeira Amorim.

A mais recente crise económica e financeira causou fortes impactos e alterações nas economias soberanas. Mais acentuado ainda foi o seu efeito nas pequenas economias abertas como é o caso de Portugal, alterando não só a forma como se transacciona no mercado internacional, como também a forma como se é visto no exterior.

Neste contexto de instabilidade dos mercados e da economia, empresas como a Corticeira Amorim, que se destacam pelo seu volume de exportações, são muitas vezes aquelas que apresentam melhor desempenho. Uma vez que esta empresa desenvolve a sua actividade no sector da cortiça e sendo Portugal líder mundial neste sector, a empresa em causa continua a ter um nível de procura elevado. Este aspecto pode ser considerado como positivo pois muitos analistas defendem que exportar é um dos veículos para combater tempos de austeridade e de contenção.

Segue-se ao capítulo de introdução o capítulo 2 que procura, de forma sintética, analisar as origens e causas da actual crise económica e financeira e onde também se faz um enquadramento sectorial da empresa Corticeira Amorim, considerando as principais características e evolução do sector corticeiro português.

Para o capítulo 3, onde se faz a explicação da metodologia e dos dados usados, estabeleceu-se um período temporal de 2005 a 2010, em que foram analisadas algumas variáveis macroeconómicas, tais como: taxa de inflação, taxa de juro, taxa de câmbio euro dólar, preço do petróleo, e nível de exportações; determinados indicadores financeiros: R.O.S, R.O.A, R.O.E, L.G, autonomia financeira, rácio *debt to equity*, G.A.F, rácio *price to book*, rácio *book to market equity*, E.P.S e coeficiente beta; e foram calculadas medidas de estatística descritiva. Estes cálculos foram elaborados recorrendo às rendibilidades diárias da Corticeira Amorim e dos seus benchmarks, e usando dados contabilísticos da Corticeira Amorim.

Reserva-se a análise dos resultados para o Capítulo 4, e no capítulo 5 são efectuadas as conclusões, de onde se pode retirar que a crise afectou, de forma negativa, as rendibilidades anuais das acções da Corticeira Amorim e que os factores macroeconómicos estudados também tiveram influência não só na performance financeira da empresa como também na sua rendibilidade em bolsa.

2. Revisão da Literatura

Neste capítulo procede-se a uma breve revisão da literatura relativamente aos factores macroeconómicos e microeconómicos (indicadores financeiros das empresas) que têm influência na rendibilidade das acções. Atendendo ao facto de se pretender analisar as rendibilidades das acções da Corticeira Amorim no intervalo temporal de 2005 a 2010, procede-se ainda à abordagem da origem, principais causas e consequências da crise *subprime*, tanto a nível internacional como nacional. Ainda neste âmbito caracteriza-se o sector corticeiro e a sua evolução no período em análise.

Estão fortemente documentados os efeitos que certos factores macroeconómicos produzem sobre as rendibilidades das empresas. Nesta área, Gjerde e Sættem (1999) estudaram se a relação entre a rendibilidade das acções e alguns factores macroeconómicos existente em grandes mercados também seria válida numa pequena economia, como a Norueguesa, usando o método do VAR. Estes autores usaram um conjunto de variáveis que incluem: a rendibilidade das acções, taxas de juro, taxa de inflação, produção industrial, consumo e ainda factores internacionais como o índice de produção industrial da OCDE, a taxa de câmbio e o preço do petróleo. Das conclusões deste estudo destaca-se o facto das alterações na produção industrial doméstica apenas explicarem uma pequena parte (cerca de 8%) da variância das rendibilidades das acções.

A rendibilidade das acções é também afectada pelo preço do petróleo (uma vez que a economia Norueguesa é bastante dependente da indústria petrolífera¹) e por variações nas taxas de juro reais. Da mesma forma a taxa de câmbio do dólar demonstra ser importante para a economia Norueguesa e para a actividade internacional real.

Gjerde e Sættem (1999) com este estudo sublinham o facto dos resultados dos estudos direccionados para grandes economias também se aplicarem às economias pequenas e abertas, com mercados financeiros menos maduros que aqueles das grandes economias.

Fama (1981)² refere que a rendibilidade das acções está positivamente ligada a medidas da actividade real, tais como: despesas de capital, a taxa de rendibilidade média de capital, entre outros. Refere ainda este autor a existência, ao contrário do que se poderia equacionar, de uma relação negativa entre a taxa de inflação e a actividade real,

1 Bem como a economia Portuguesa

2 Ver também Fama (1990)

relação essa que foi interpretada pelo autor à luz da teoria da procura de moeda. Este autor conclui que as rendibilidades das acções e as taxas de inflação estão relacionadas (embora com sinais opostos) com as medidas da actividade real descritas acima.

A resultados idênticos chegou Lee (1992). Também usando a análise VAR e tendo como objectivo averiguar a relação entre a rendibilidade das acções e as taxas de juro, a actividade real e a inflação. Concluiu que a rendibilidade das acções está positivamente correlacionada e consegue explicar alterações que possam ocorrer na actividade real. Por sua vez, as taxas de juro explicam uma parte significativa da variação da inflação, mas não foi encontrada uma ligação entre a rendibilidade das acções e a oferta de moeda, logo, poderá também não existir uma ligação entre a rendibilidade das acções e a inflação.

Para além de factores macroeconómicos, também os factores microeconómicos, como é o caso dos indicadores financeiros de uma empresa, se repercutem nas rendibilidades das acções de uma empresa. Estes indicadores financeiros, são denominadores comuns de um tipo de análise, muito usada nas Finanças, que se denomina de análise fundamental. É neste contexto que se apresenta o trabalho levado a cabo por Artmann et al. (2010) cujo objecto de estudo foi o mercado Alemão no período de 1963 a 2006, e em que os autores tinham como propósito aferir quais os factores que eram determinantes para a rendibilidade esperada das acções. Estes autores demonstram que o rácio de *book to market equity* (valor contabilístico do capital próprio a dividir pelo valor de mercado do capital próprio) e o rácio de *earnings to price* (ganhos líquidos a dividir pelo valor de mercado do capital próprio), bem como o *momentum*³ explicam a rendibilidade esperada das acções.

Chan et al. (1991) estudaram o mercado Japonês e concluíram que o rácio *book to market equity* era, das quatro variáveis estudadas, aquela que era mais importante tanto estatisticamente como economicamente. As restantes três variáveis eram: o *cash flow yield*, o *earnings yield* e a dimensão (medida pela capitalização bolsista). Os resultados do estudo levado a cabo por estes autores, demonstram que o rácio *book to market equity*⁴ e o *cash flow yield* se encontram entre as variáveis que melhor explicavam a rendibilidade das acções para o mercado japonês. Os autores consideraram

3 *Momentum*: É a tendência que uma acção tem para continuar a mover-se numa única direcção.

4 Ver também Fama e French (1992)

este resultado intrigante, uma vez que estas duas variáveis têm recebido pouca atenção por parte da comunidade académica.

O rácio *book to market equity* também foi objecto de estudo por Fama e French (1995). Esta dupla de autores averiguou i) se o comportamento do preço das acções em relação à dimensão e ao rácio *book to market* (BE/ME)⁵ se reflecte no comportamento dos ganhos da empresa, uma vez que rácios BE/ME elevados significam ganhos baixos e vice-versa; ii) investigaram se existiria alguma ligação entre a rendibilidade das acções e a dimensão da empresa e entre a rendibilidade das acções e o rácio *book to market* e se os factores que causam as variações nas rendibilidades das acções são comuns aos factores que causam variações nos ganhos da empresa. A conclusão a que chegaram Fama e French (1995) foi que o factor mercado e o factor dimensão da empresa no contexto de ganhos da empresa ajudam a explicar o comportamento da rendibilidade das acções, mas o factor BE/ME não tem grande poder explanatório sobre os ganhos ou a rendibilidade.

Importa referir ainda o estudo de Liu et al. (2009). Estes autores consideram que o estudo do impacto das características financeiras de uma empresa na rendibilidade das suas acções, durante um *crash* no mercado de acções, não estava suficientemente documentado e que não existia muita investigação sobre o efeito da dimensão e do rácio *market to book* (valor de mercado do capital próprio a dividir sobre o valor contabilístico do capital próprio) nas rendibilidades das acções de um empresa, durante um *crash* no mercado accionista.

Liu et al. (2009) estudaram os efeitos de características específicas da empresa, das acções e da indústria nas rendibilidades das acções em oito grandes quedas do Mercado accionista (no período de 1963 a 2007), tendo por base dados de empresas americanas e usando uma análise de regressão multivariada.

Destacam-se algumas conclusões deste trabalho. Em primeiro lugar, as acções com um beta⁶ elevado, com uma elevada capitalização bolsista, com níveis baixos de iliquidez e elevada volatilidade antes de ocorrer a queda bolsista, apresentam rendibilidades mais baixas durante o momento em que ocorre o *crash* bolsista. Em segundo lugar, as acções de empresas que têm rácios de dívida elevados, um nível elevado de liquidez nos

⁵ BE- Book Equity (Valor Contabilístico do Capital Próprio); ME- Market Equity (Valor de mercado do Capital Próprio)

⁶ Medida de risco de um activo no modelo CAPM (Capital Asset Pricing Model)

activos, um rácio *cash flow per share* (cash flow operacional subtraído dos dividendos a dividir pelo número de acções emitidas) baixo e baixas rendibilidades, tendem a ter baixas rendibilidades de acções na altura das quedas bolsistas. Em terceiro lugar, acções de empresas com elevadas rendibilidades durante três meses seguidos e três meses antes da data do *crash* accionista tendem a ter maiores perdas no dia em que se dá a queda bolsista. Finalmente acções mais voláteis antes de acontecer a queda na bolsa de valores são, provavelmente, aquelas que irão ter descidas mais acentuadas durante o *crash* do mercado accionista.

O período sobre o qual incide análise realizada neste trabalho contém o início e as consequências da crise de 2008. Nesta medida, no ponto seguinte faz-se uma breve caracterização da crise *subprime*, da sua origem e causas que apresentou para a economia internacional e para a economia portuguesa.

2.2. Enquadramento económico: a crise *subprime*

“A economia portuguesa no período 2011-2012 será caracterizada por um quadro recessivo (...)”. Esta é a frase de abertura do capítulo de projecções para o ano 2011-2012 do Boletim de Verão.

Aiginger (2009)⁷ refere que na origem da crise financeira esteve o acesso facilitado, nos E.U.A, ao crédito imobiliário do segmento *subprime*, o que fez despoletar a vontade de muitos americanos quererem ser proprietários de um imóvel.

Bordo e Haubrich (2009), consideram que a recessão se iniciou em Dezembro de 2007, tendo esta sido precedida pelo aperto da parte do FED em Junho de 2004, seguido de 3 anos de taxas de juro excessivamente baixas. Estas políticas de baixas taxas de juro bem como excesso de poupanças a nível mundial, contribuíram para o colapso no sector imobiliário.

Contrariando as opiniões de Bordo e Haubrich, Alan Greenspan (2009) defende que na origem crise esteve uma bolha de preços do sector imobiliário sem, contudo, responsabilizar a Reserva Federal Americana por esta bolha. O antigo presidente do FED afirma que o facto das taxas de juro a longo prazo terem caído, afectou inúmeros países, provocando uma capitalização nas taxas de juro do imobiliário e quando o valor destas taxas diminuiu, deu-se então o colapso do imobiliário. Greenspan considera ainda

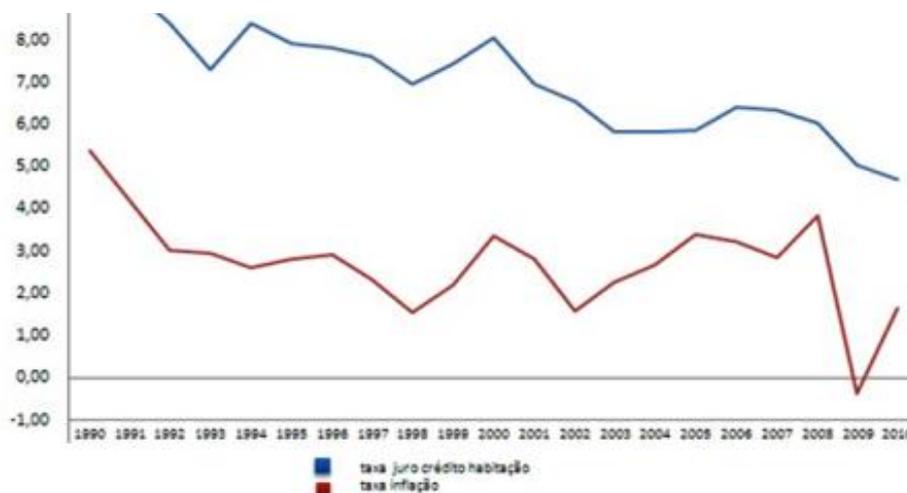
⁷ Ver também Yu, Kesler e Tessema (2009)

que a regulação pesada com o intuito de restringir a intermediação financeira não é o caminho para a saída da crise mas antes deverá ter como objectivo melhorar a gestão, por parte das instituições financeiras, das poupanças de um país, tornando-as em investimentos de capital mais produtivos. Defende ainda que a excessiva regulação iria abrandar os avanços que o mercado financeiro tem feito no sentido de melhorar as condições de vida dos seus operadores, e que o caminho para combater as falhas nos mercados financeiros passa pelo aumento dos requisitos de capital e pelo combate à fraude.

De acordo com Aiginger (2009) foram concedidos empréstimos a cidadãos americanos cuja capacidade de cumprir com as suas obrigações contratuais e nível de rendimentos, não era, em circunstâncias normais, considerada estável. O objectivo era o de cada americano, incluindo os imigrantes, fosse proprietário de um imóvel. Este autor refere também que, ao contrário do que se passa na Europa, se por alguma razão o cliente que tivesse o empréstimo, tivesse conhecimento que o valor da casa era mais baixo comparativamente ao valor de mercado da mesma, o proprietário poderia abandonar o imóvel, não pagando mais nada do empréstimo. Isto só acontecia porque as taxas de juro do crédito à habitação eram baixas e porque o reembolso só seria pago mais tarde, abrindo, desta forma, hipóteses à especulação: quanto mais cedo e mais elevados fossem feitos os pagamentos dos reembolsos devidos, mais cedo se poderia substituir esse empréstimo por outro mais barato, diminuindo o risco do crédito à habitação. Por outro lado, o risco do lado da banca era diminuído através de uma operação chamada "*bundling the loans together*" que, no fundo, consiste em agregar os empréstimos e separá-los de acordo com o seu nível de risco, titularizá-los para no final vendê-los como produtos financeiros. Desta forma o risco era transferido para SPV's e para a banca nacional e internacional (como bancos suíços e alemães). Ainda segundo este autor, outras das causas do colapso da bolha imobiliária foi o aumento das taxas de juro como consequência do aumento da inflação (como se pode observar no figura 1), a saturação do mercado imobiliário e as constantes restrições impostas através de políticas monetárias.

Fig. 1- Evolução das taxas de juro do crédito habitação e da taxa de inflação para os E.U.A entre 1990 e 2010

Fonte: World Bank e Freddie Mac



Segundo Bordo (2008), os factores despoletadores da crise no sector imobiliário foram: iniciativas por parte do governo americano para aumentar o número de pessoas proprietárias de uma casa, mudanças na regulação financeira e fraca fiscalização. Este autor refere também causas macro e microeconómicas que ajudam a aferir o porquê de toda a instabilidade nos mercados financeiros e o porquê da queda de um só segmento de mercado (o imobiliário), ter provocado a queda de um mercado mundial.

Um das razões macroeconómicas que este autor aponta são: o excesso de procura de capital a ser investido, o excesso de poupança de países emergentes e de países produtores de petróleo, e, para além de outras, as baixas taxas de juro implementadas pelo governo americano após a crise *dot.com* tardiamente corrigidas (v. figura 1). Bordo acrescenta ainda o facto de se ter observado nos E.U.A um aumento do crédito ao consumo e um aumento da construção sem que houvesse uma estrutura estável de capitais próprios a amparar.

Buiter (2007), aponta como falhas macroeconómicas que contribuíram para a crise, uma abundância da poupança global, como também referem os acima citados, uma redistribuição global da riqueza e de rendimentos por entre os exportadores de matérias-primas, a criação, por parte do FED e do Banco Central Europeu, de liquidez em excesso. Já quanto às causas microeconómicas o autor elenca o excesso de titularização, falhas nos modelos usados pelas agências de *rating* nas suas avaliações, o

comportamento cíclico de endividamento bem como os requerimentos de capital postulados pelas normas de Basileia⁸, e uma desregulação internacional competitiva.

De acordo com o autor, nos anos 70 o *Fannie Mae*, *Ginnie Mae* e *Freddie Mac* iniciaram o processo de titularização de hipotecas dos créditos habitação. Este processo implica a venda de activos financeiros, que gerem um pagamento mensal (renda) - tais como hipotecas, empréstimos para compras de carros, cartões de crédito, a um *SPV*. Por seu lado, o *SPV* comprava estes activos financiando-se através da emissão de obrigações, também elas titularizadas. Desta forma a banca conseguia tornar líquidos os seus empréstimos ilíquidos, resultando todo este processo no modelo “*originate and distribute*” tão atractivo para o sector bancário. Contudo, todos estes processos, aumentaram as possibilidades dos investidores cobrirem os seus riscos contribuindo, desta forma, para que os mesmos se expusessem a outros riscos.

O problema com as agências de *rating* é um problema real de conflito de interesses. Primeiramente porque os modelos usados por estas agências para avaliar os produtos financeiros e as dívidas soberanas de um país são vendidos por indivíduos que trabalham para as empresas que criam esses produtos financeiros; depois porque estas são a única indústria em que o avaliador é pago pelo vendedor em vez de ser pago pelo comprador; em terceiro lugar porque são empresas que vendem serviços de aconselhamento e de consultoria aos mesmos clientes a quem vendem a sua avaliação de *rating*, e por último, porque alguns produtos financeiros são tão complexos que obrigam a que o avaliador que trabalha para as agências de notação de *rating* tenha que trabalhar com quem cria esses produtos.

Outro aspecto a salientar relativamente às agências de *rating* refere-se ao facto da avaliação só recair sobre o risco de *default*, ao invés de avaliar também o risco de mercado e o risco de liquidez.

Em relação ao comportamento cíclico de endividamento o autor refere que o mesmo é reforçado devido aos requerimentos impostos pelas regras do acordo de Basileia e que não deixa de ser interessante a ausência de um comportamento dessa

⁸ As normas de Basileia são parte integrante do Acordo de Capital de Basileia (Basileia I), firmando em 1988 e ratificado por 100 países. O objectivo deste acordo é criar exigências mínimas de capital para a banca comercial, de forma a combater o risco de crédito. O acordo de 1988 foi substituído pelo Basileia II em 2004, e este foi substituído, em 2010 (após a crise), pelo Basileia III.

natureza na banca comercial, propondo desta forma que se aplicam as práticas reguladoras da banca comercial a outros bancos e a outras instituições não financeiras.

Também quanto à banca, Yu, Kesler e Tessema (2009), afirmam que esta esteve bastante vulnerável ao colapso do mercado imobiliário. Em primeiro lugar porque no passado a banca só vendia as hipotecas titularizadas a investidores institucionais pouco alavancados que podiam suportar o risco por um período de tempo maior, mas, ultimamente, existiam investidores institucionais com altos níveis de alavancagem a quem eram vendidos estes produtos. Em segundo lugar, estes bancos autofinanciavam-se, com dívida a curto prazo, para comprarem estes produtos. Quando se deu o colapso imobiliário os bancos tiveram dificuldade em fazer o *rollover* dessa dívida e viram-se obrigados a vender a preços muito baixos. Esta deterioração nos preços dos activos teve um impacto negativo nos balanços dos bancos que levou alguns à insolvência.

Será importante referir as principais conclusões do relatório final da Comissão Nacional de Inquérito sobre as causas da Crise Económica e Financeira nos E.U.A que vão ao encontro das causas supracitadas. A crise financeira poderia ter sido evitada, uma vez que esta foi resultado da acção humana. O mesmo relatório afirma que já havia sinais de alerta: houve a queda nas hipotecas titularizadas, um aumento insustentável do preço das casas, um sem fim de relatórios expondo práticas de empréstimos escandalosas, aumentos nas dívidas das hipotecas imobiliárias, entre outros. Houve um excesso de permissividade representada, em parte, pela falha do FED (uma vez que este é o único organismo com poder para tal), em não conseguir conter o fluxo de hipotecas tóxicas, algo que poderia e deveria ter feito, implementando critérios prudentes de concessão de empréstimos hipotecários.

Esta Comissão aponta também para falhas na regulação e supervisão financeira que se revelaram devastadoras para a estabilidade dos mercados financeiros americanos. A existência de desregulação durante mais de 30 anos e confiança na auto-regulação por parte das instituições financeiras - defendida pelo antigo presidente do FED, *Alan Greenspan*, e por outros, tais como sucessivas Administrações e Congressos -, despojou a economia americana de salvaguardas que, se existissem, poderiam ter ajudado a evitar a catástrofe.

São também referidas falhas sistemáticas na *Corporate Governance* e na gestão de risco de várias instituições financeiras. Muitas das instituições financeiras agiram de

forma irresponsável, expondo-se a demasiado risco para pouco capital e com demasiada dependência no financiamento a curto prazo. Como por exemplo a *AIG* que ignorou os riscos da exposição dos seus \$79 biliões em derivados a hipotecas titularizadas, ou a busca por parte do banco *Fannie Mae* de uma quota de mercado maior, de maiores lucros e de bónus, o que levou ao aumento da sua exposição a empréstimos de risco e a titularizações, enquanto o mercado imobiliário estava em alta, ou ainda quando a gestão de topo do *Merrill Lynch* viu que a empresa mantinha \$55 biliões em hipotecas titularizadas que supostamente eram super-seguras que resultaram em biliões de dólares de perdas.

A combinação de excesso de empréstimos, investimentos de risco e falta de transparência colocaram o sistema financeiro em rota de colisão com a crise. Esta vulnerabilidade está relacionada com as falhas na *corporate governance* e na regulação. Os cinco maiores bancos de investimento: *Bear Stearns*, *Goldman Sachs*, *Lehman Brothers*, *Merrill Lynch* e *Morgan Stanley* estavam a funcionar com muito pouco capital. O seu rácio de alavancagem era de 40 para 1, o que significa que por cada 40 dólares em activos, só havia 1 dólar de capital para cobrir as perdas. Se o valor dos activos descesse menos de 3% era o suficiente para a falência da empresa. A maior parte dos empréstimos destes bancos eram conseguidos no mercado *over-night*, isto é, o empréstimo tinha que ser renovado todos os dias. E a maior parte desta informação era escondida em entidades que não constavam nos balanços destas empresas (SPV's).

A Comissão salienta ainda o facto do governo americano estar mal preparado para a crise e a sua resposta inconsistente aumentou a incerteza e o pânico nos mercados financeiros. Como o relatório mostra, o Departamento do Tesouro, o FED, e o Banco da Reserva Federal de Nova Iorque, instituições em melhor posição para controlar os mercados, estavam mal preparados para os eventos de 2007 e de 2008.

Acresceu a falta de comportamento responsável e ético.

Salienta também esta Comissão a contribuição dos derivados OTC para esta crise. Esta contribuição foi feita da seguinte forma: um tipo de derivado – o CDS, aumentou o número de titularizações das hipotecas. Os CDS eram vendidos aos investidores para os proteger contra o *default* ou queda de valor das MBS.

As falhas nas agências de notação de *rating* foram peças essenciais na roda da distribuição financeira. As MBS não poderiam ter sido vendidas sem a aprovação das

agências de *rating*. Os investidores confiavam nestas agências, por vezes de forma cega. Os *ratings* destas agências ajudaram o mercado a subir.

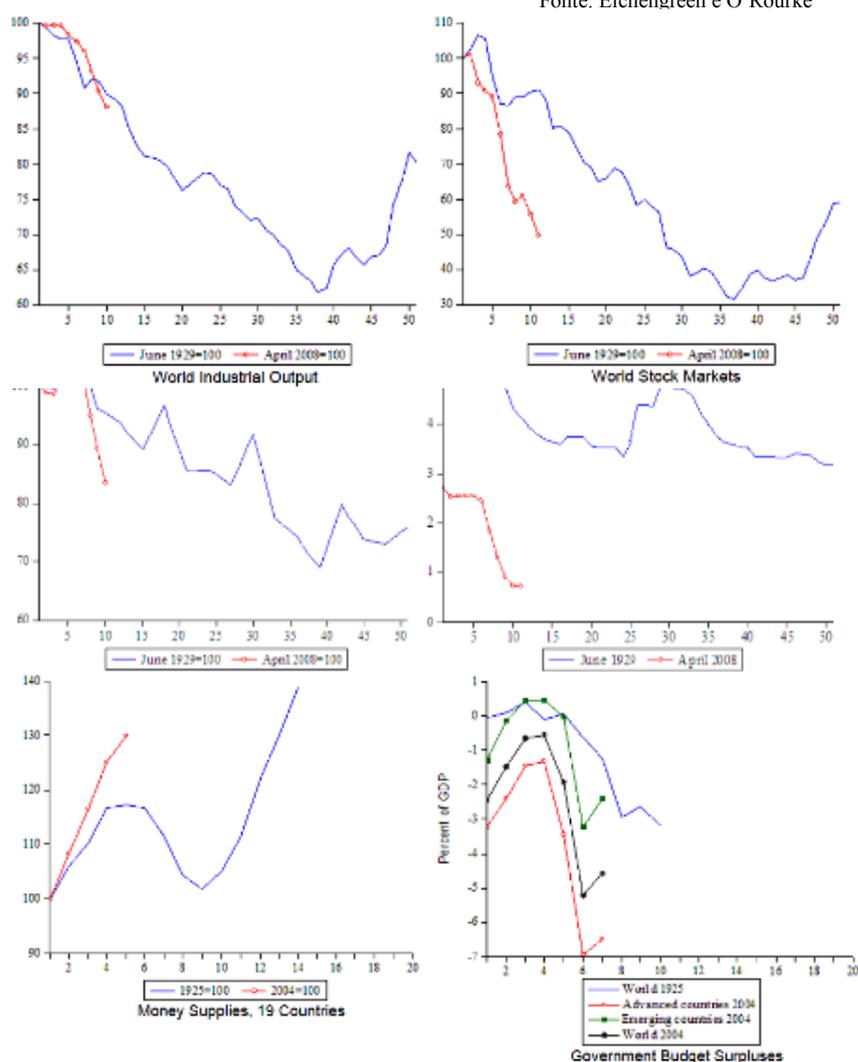
Foram vários os autores que focaram a sua investigação não só na procura de causas e respostas à crise actual mas também na análise comparativa histórica entre a crise actual e outras crises que assolaram a economia mundial, com o objectivo de retirar directrizes ou identificar padrões.

Desta forma, com o objectivo de aferir o comportamento dos mercados hoje e na Grande Depressão, Eichengreen e O'Rourke (2009) fizeram um estudo comparativo entre a Grande Depressão de 1929 e a crise actual e concluíram que actualmente se está a reagir de forma pior comparativamente com 1929, seja no campo da produção industrial ou das exportações, estando a resposta a esta crise na classe política.

Os autores comparam a situação macro económica em 1929 e em Abril de 2008, através de vários gráficos incluídos na **figura 2**.

Fig. 2- Comparação entre a crise dos anos 30 e a crise actual

Fonte: Eichengreen e O'Rourke



Da esquerda para a direita atendendo aos gráficos na figura 2, o primeiro gráfico representa a produção industrial mundial, e mostra que o seu declínio no quarto trimestre de 2008 foi mais severo que no período homólogo de 1929. O mesmo mostra o segundo gráfico, representando o mercado bolsista americano: o colapso actual é mais gravoso que o que 1929-30.

O terceiro gráfico representa o comércio mundial. Defendem os autores que estamos a conseguir “ultrapassar os nossos antepassados” ao destruímos o comércio mundial já que este está a cair mais rapidamente que em 1929-30, facto deveras alarmante na medida em que a literatura sobre esta temática aponta a destruição do comércio mundial como um dos factores que contribuiu para a Grande Depressão.

O gráfico 4 mostra o PIB médio ponderado pelas taxas de desconto do Banco Central para 7 países, e, segundo os autores, as taxas da actual crise foram diminuídas mais rapidamente e para um nível mais baixo, comparativamente ao observado na crise de 1929-30.

O gráfico 5 representa a oferta de moeda para um PIB ponderado pela média de 19 países que contribuíram mais para o PIB mundial em 2004, mostrando que a oferta de moeda permaneceu a crescer em 2008 ao contrário do sucedido nos anos 30, onde a oferta estabilizou e entrou em declínio. De acordo com os autores a expansão monetária foi mais rápida na crise de 2008 do que no período de 1925 a 1929, aspecto que lembra que os eventos que estiveram na base de ambas as crises não foram os mesmos.

O último gráfico representa o superávit fiscal em relação ao PIB de 24 países. Como se observa, os défices fiscais aumentaram após 1929 e hoje em dia, a capacidade para executar os défices é bastante maior.

Caracterizado o período no qual se pretende desenvolver a análise das rendibilidades das acções, torna-se extremamente útil proceder a uma breve caracterização evolutiva do sector corticeiro, onde está inserida a empresa Corticeira Amorim, sobre a qual incide aquela análise.

2.3. Enquadramento sectorial: o sector da cortiça em Portugal

Em Portugal, estima-se que a área total ocupada pelos montados de sobreiro alcance os 736.700 hectares (APCOR 2006), o que coloca Portugal no primeiro lugar entre os países com maior área suberícola, com uma percentagem de área de sobreiro de 32,4% no contexto mundial desta espécie florestal. Juntos, Portugal e Espanha representam mais de metade da área total de sobreiros no Mundo, contabilizando a Península Ibérica perto de 1.013.000 hectares, cerca de 56%.

As regiões de Portugal que mais contribuem para a produção da cortiça são: o Alentejo com 72% da produção nacional, em que os concelhos de Montemor-o-Novo e Alcácer do Sal são os que mais produzem nesta região; e a região de Lisboa e Vale do Tejo com 21% da produção nacional, destacando-se os concelhos de Coruche e o da Chamusca⁹.

Da tirada da casca do sobreiro podem resultar três tipos de cortiça de acordo com a sua geração (Pestana e Tinocco 2009): a cortiça virgem que, como o nome sugere, é a primeira cortiça produzida pelo sobreiro e que só é extraída após 20 a 30 anos de vida do sobreiro; a cortiça secundária, a segunda produção de cortiça retirada entre duas tiradas consecutivas com um espaço de, pelo menos, 9 anos e que ainda apresenta algumas irregularidades na sua superfície; e, por último, a cortiça amadia, produzida pelo sobreiro nos anos seguintes à cortiça secundária e que só é retirada ao fim de 40 a 50 anos de vida do sobreiro.

A rolha de cortiça natural assume-se como o principal produto produzido pela indústria corticeira portuguesa. Como refere Zapata (2010) até 1900 a indústria corticeira apenas produzia rolhas de cortiça naturais e só a partir do primeiro terço do século XX, com a adopção e difusão do aglomerado, é que ocorreu um processo de inovação e diversificação de produtos alterando a especialização da indústria corticeira tradicional. Para além das rolhas de cortiça naturais ou aglomeradas, também se produzem artigos usados para isolamento e revestimento. Porém, esta fase de diversificação durou pouco tempo, uma vez que, em meados do século XX começaram a aparecer novos materiais, sintéticos que, rapidamente, ganharam vantagem em relação ao aglomerado usado para revestimentos e isolamentos, empurrando a indústria

⁹ 5º Inventário Florestal Nacional (Florestat) (2010)

corticeira para uma monoespecialização: a produção de rolhas de cortiça natural e de aglomerado.

Segundo Zapata (2002), nos dias que correm, o negócio da cortiça é bastante distinto daquele que existia nas primeiras décadas do século XX e mesmo em épocas anteriores, pois nas últimas cinco décadas ocorreram três mudanças profundas neste negócio destacadas pelo autor: o aparecimento de novos materiais substitutos da cortiça; o abrandamento na produção da matéria-prima, em quantidade e qualidade e, por último, a existência de uma “iberização” do negócio corticeiro. Esta “iberização”, que significou a concentração de todas as vertentes do negócio das cortiças na Península Ibérica, foi acompanhada pela perda de posição hegemónica espanhola, criando-se a oportunidade para que Portugal experienciasse um rápido crescimento. Esta oportunidade foi aproveitada e Portugal é hoje o país dominante no negócio corticeiro nas suas três vertentes: a florestal, a industrial e a comercial.

Ainda de acordo com Zapata (2002), parte da explicação para a iberização reside no facto de Portugal e Espanha terem uma indústria corticeira que produz, quase exclusivamente, rolhas de cortiça, algo que foi não só potenciado pelo facto destes dois países serem grandes produtores de vinho; como também porque Espanha e Portugal, serem grandes produtores de matéria-prima a que se junta os custos mais baixos de mão-de-obra e de transporte, quando comparados com os dos países desenvolvidos que transformavam à data uma grande quantidade de cortiça oriunda dos montados de sobre do sudoeste da Península Ibérica. O autor aponta ainda as causas que estiveram na base da liderança de Portugal no sector corticeiro: o aumento e a modernização da actividade industrial, destacando-se o nascimento do “distrito industrial” corticeiro de Aveiro, acompanhado pelo aparecimento de algumas grandes empresas, onde se destaca a Corticeira Amorim. Acresce ainda o facto de Portugal ter uma grande superfície de sobre com um rendimento médio elevado.

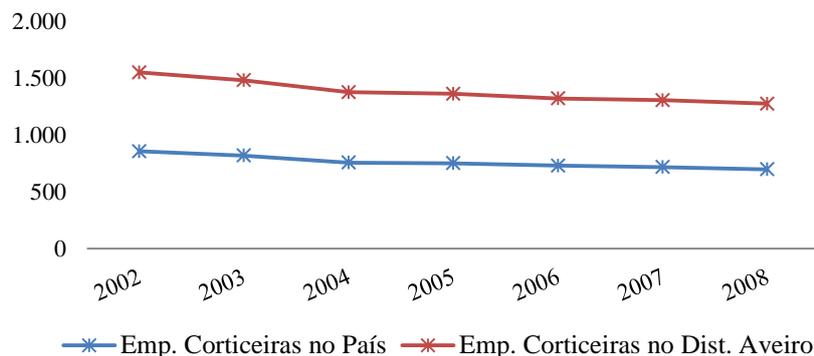
Também Branco e Parejo (2009) apontam como contribuição para a criação de vantagem competitiva de Portugal, em relação a outros países produtores e transformadores de cortiça, o aparecimento do “distrito industrial” de Aveiro, a que se junta os baixos salários. Em conjunto, todos estes factores contribuíram para uma melhor adaptação da indústria corticeira portuguesa às flutuações da procura internacional. De acordo como estes autores a denominação de “distrito industrial”

apresenta características muito próprias, entre elas a presença de um grande número de pequenos estabelecimentos industriais especializados na fabricação de rolhas de cortiça naturais. O facto de haver, durante o período do Estado Novo, políticas estatais de apoio ao sector corticeiro, também foi preponderante para a formação do distrito industrial corticeiro. Ainda segundo Branco e Parejo (2009), a Corticeira Amorim teve um papel preponderante na formação deste distrito. Em primeiro lugar, porque a empresa soube conjugar a potencialidade dos mercados com as capacidades produtivas das empresas constituintes do distrito; segundo, porque facilitaram o acesso, por parte de pequenas e médias empresas do distrito, a recursos técnicos, produtivos, financeiros, entre outros (o acesso à matéria prima, a informação sobre os mercados externos, o acesso ao crédito); e por último, porque a presença desta grande empresa contribuiu para o estabelecimento de empresas semelhantes.

Estes autores afirmam que as empresas produtoras de rolhas evidenciavam uma pequena dimensão empregadora e estavam localizadas, até à Segunda Guerra Mundial, junto à margem sul do Tejo, devido à proximidade da matéria-prima e aos portos de Lisboa e Setúbal, garantindo, desta forma, uma maior eficiência em termos de custos. Setúbal, Évora e Faro surgiram como os principais pontos de atracção e fixação da indústria corticeira em Portugal. Desta forma, o Norte do país tinha uma ténue presença no sector corticeiro, principalmente por estar afastado das fontes de matéria-prima. É na década de 1940 que se desenvolve o “distrito industrial” corticeiro de Aveiro, um distrito que, embora estivesse longe da matéria-prima, consubstanciava boas condições logísticas em termos de escoamento dos produtos corticeiros para os mercados externos, tinha mão-de-obra mais barata e, sobretudo, uma grande flexibilidade de resposta a uma procura mundial muito oscilante.

Em 2008, existiam cerca de 698 empresas a operar na indústria da cortiça, e destas, 578 localizam-se no distrito de Aveiro (v. figura 3). É também neste distrito onde tem havido, desde 2002 até 2008, mais empresas a fechar (de 2007 para 2008 encerraram 12 empresas), seguindo-se o distrito de Setúbal (entre 2007 e 2008 encerraram 5 empresas). No distrito de Aveiro, os concelhos com mais empresas no sector da cortiça em 2008 são os de Lourosa (178 empresas), e Santa Maria da Feira (80 empresas)

Fig. 3- Evolução do Núm. Emp. no País e no Dist. de Aveiro
Fonte: M.T.S.S (2008)



Grande parte das empresas na indústria corticeira são constituídas por poucos trabalhadores, entre 1 a 4 trabalhadores, contudo, esta tendência tem vindo a diminuir desde 2001, notando-se ainda que só uma empresa possui mais de 1000 trabalhadores.

As remunerações médias mensais de base¹⁰ têm vindo a aumentar desde 2002, estando hoje nos 893,53 euros e as maiores remunerações base mensais médias observam-se nas empresas com 259 a 499 trabalhadores, em que o valor médio é de 1259,96 euros. De notar que este é o único grupo de empresas em que os indivíduos do sexo feminino têm remunerações superiores ao do sexo masculino.

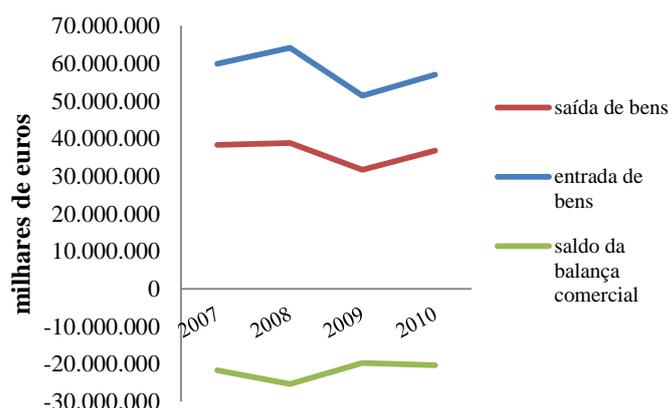
Em 2008, o distrito onde as remunerações médias mensais de base são maiores e, simultaneamente onde as mesmas diminuíram drasticamente de 2006 para 2007, é o distrito do Porto, com 994,47 euros, seguido do distrito de Setúbal com 921,60 euros e no mesmo patamar, o distrito de Aveiro com 910,22 euros.

No que concerne ao comércio internacional, Portugal possui um saldo na balança comercial de bens negativo, isto é, o valor de exportações não é suficiente para cobrir o valor de importações, como se pode observar pela evolução da taxa de cobertura presente na figura 4.

¹⁰ Remuneração de base é o montante líquido (antes da dedução de quaisquer descontos) em dinheiro e/ou géneros, pago com carácter regular (mensal) e garantido ao trabalhador no período de referência e correspondente ao período normal de trabalho. (Metainformação, INE)

Fig. 4- Comércio Internacional de Bens

Fonte: INE

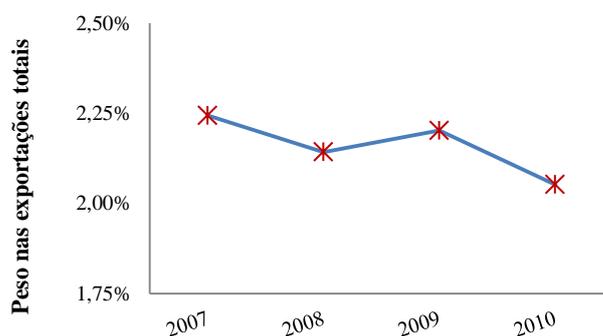


No gráfico anterior observa-se que o valor total de exportações portuguesas apresentou uma grande quebra a partir de 2008, estando neste momento a recuperar para os valores de 2007. O mesmo aconteceu para o valor total de importações de bens. De notar ainda, que os países para onde se exportam e de onde se importam mais produtos são (por ordem de milhares de euros exportados e importados): em primeiro lugar, Espanha, em segundo, Alemanha, e em terceiro, França.

Também o sector da cortiça registou uma quebra nas suas exportações a partir de 2008. Este sector é responsável por aproximadamente 2% do valor total de exportações portuguesas, exportando quase 800 milhões de euros num valor total de cerca de 37.000 milhões euros¹¹, embora esta contribuição tenha vindo a diminuir desde 2009 como se observa no gráfico em baixo.

Fig. 5- Peso das Exportações de Produtos de Cortiça

Fonte: INE



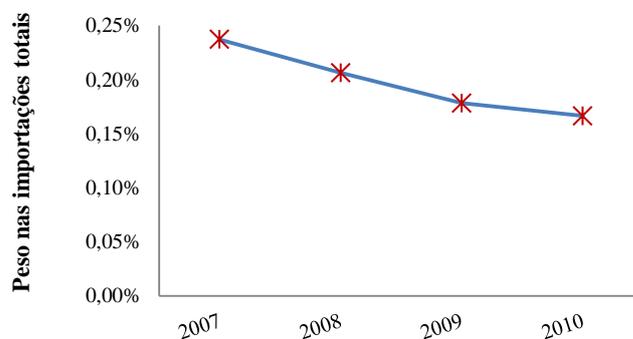
¹¹ Dados relativos a 2010

O principal destino das exportações portuguesas de cortiça é a Europa, representando em valor quase 62% das exportações, sendo os principais destinos França, E.U.A, Espanha, Alemanha e Itália. (APCOR 2009)

A rolha de cortiça permanece o principal produto exportado, representando as rolhas de cortiça mais de metade do valor total das exportações de produtos de cortiça, com um valor de 457,9 milhões de euros em 2009, valor que tem vindo a diminuir desde 2007. No âmbito deste produto, as rolhas naturais são as mais exportadas, seguidas pelas rolhas aglomeradas e por último, as rolhas de champanhe.

Portugal, para além de ser o maior exportador mundial de cortiça, é também o maior importador deste produto (grande parte proveniente de Espanha, 72% em valor tomado em euros), transformando-o para que, posteriormente, o possa exportar sob a forma de rolhas de cortiça, ou produtos de isolamento e revestimento, entre outros. Em 2010, Portugal importou quase 95 milhões de euros em produtos de cortiça, valor que tem vindo a diminuir desde 2007 (v. figura 6), num universo de cerca de 58.000 milhões de euros, representando perto de 0,2% do total das importações.

Fig.6- Peso das Importações de Produtos de Cortiça
Fonte: INE



É no distrito de Aveiro, no concelho de Santa Maria da Feira, que se localiza a sede social da Corticeira Amorim pertencente ao Grupo Amorim. Esta empresa foi constituída em 1870 como uma pequena fábrica que produzia rolhas de cortiça para a indústria vinícola. Actualmente, o Grupo Amorim diversificou e, principalmente, internacionalizou a sua actividade, fazendo parte deste Grupo unidades de negócio na área da Hotelaria e Turismo, sector imobiliário, entre outras.

Contudo, o negócio central do grupo continua a estar relacionado com a indústria da cortiça, representado pela empresa Corticeira Amorim SGPS, S.A que se afirmou como

líder mundial de produtos de cortiça. É uma das empresas mais internacionalizadas em Portugal.

A Corticeira Amorim conta já com mais de um século de actividade e de know-how contribuindo, desta forma, para a divulgação e promoção da cortiça além fronteiras. Esta empresa não se limita à produção das tradicionais rolhas de cortiça, que com tanto preceito protegem os mais valiosos vinhos, mas também a produtos que implicam uma tecnologia de fabrico muito avançada, como é o caso dos isolamentos. A Corticeira tem a maior quota de mercado (mundial e nacional) em todos os segmentos de produtos, 25% nas rolhas, 65% nos revestimentos, 55% nos aglomerados compósitos, e 80% nos isolamentos.¹²

A Amorim&Irmãos, presente em quase todos os continentes, é uma empresa pertencente à Corticeira Amorim, que produz e fornece rolhas de cortiça para todo o mundo, produzindo anualmente cerca de três mil milhões de unidades

A Corticeira Amorim obteve, nos primeiros seis meses de 2011, vendas no valor de 255 milhões de euros, ultrapassando pela primeira vez o valor homólogo de 2008, como se pode observar na figura 7 presente no Anexo 1..

Alguns dados importantes que deverão ser mencionados relativamente à Corticeira Amorim estão relacionados com a sua performance financeira: esta empresa obteve no primeiro semestre do ano corrente melhores resultados em todas as suas unidades de negócio (excepto na unidade de negócio de revestimentos) quando comparada com o período homólogo de 2010, o seu Resultado Líquido no primeiro semestre de 2011 subiu 19% face ao período comparável de 2010.

¹² Dados referentes à informação global da actividade da Corticeira Amorim, consultada no dia 28/08/2011 em http://www.amorim.com/cor_glob_actividade.php

3. Metodologia e Dados

Com o objectivo de identificar o impacto da crise financeira nas rendibilidades da empresa Corticeira Amorim, nos indicadores financeiros da mesma e nas variáveis de estatística descritiva, procedeu-se, em primeiro lugar, ao cálculo das rendibilidades diárias da empresa Corticeira Amorim (CA), do índice PSI-20 (PSI20), de um índice internacional - o *S&P Paper and Florests Products* (S&P), e de duas empresas com actividade no sector da empresa Corticeira Amorim: a Semapa (SEM) e a Portucel (POR), para o intervalo de 2005 a 2010. Escolheu-se este período de tempo com o objectivo de ter 3 anos anteriores à crise e 3 anos posteriores à crise, pois, desta forma, ter-se-ia uma melhor análise comparativa de períodos. Os benchmarks escolhidos pertencem à indústria da pasta e do papel, pois não existe outra empresa a operar no sector da cortiça, a nível mundial, com o mesmo patamar de volume de negócios, que possa ser usada como *benchmark* e também porque, o sector da cortiça está quase todo centrado no mercado Português, o que contribui para que não haja dados financeiros do sector ou da indústria que sirvam para comparar com os dados financeiros da Corticeira Amorim.

O cálculo das rendibilidades diárias foi feito tendo como base os valores diários das cotações das variáveis expostas anteriormente, retiradas do *software DataStream*, e o método de cálculo foi o seguinte:

$$Rd_t = \frac{LN_{Pt}}{LN_{Pt-1}} \times 100\%$$

em que Rd significa rendibilidade diária da cotação em t , LN_{Pt} é o logaritmo natural da cotação em t e LN_{Pt-1} é o logaritmo natural da cotação em $t-1$

Após o cálculo das rendibilidades diárias, foram calculadas medidas de estatística descritiva: média, mediana, moda, desvio-padrão, variância, curtose, *skewness*¹³ e o intervalo de confiança de 90%.¹⁴

De seguida, usando dados financeiros da empresa Corticeira Amorim (obtidos dos Relatórios e Contas desta empresa e do *software DataStream*) foram calculados rácios financeiros usados na literatura: rácios de rendibilidade e liquidez (R.O.S, R.O.A,

¹³ *Skewness*- coeficiente de assimetria

¹⁴ $\alpha=0,05$ (nível de significância)

R.O.E, Current Ratio); rácios de alavanca e risco (Autonomia Financeira, rácio *Debt to Equity*, G.A.F); e rácios do mercado accionista (rácio *Price to Book*, rácio *Book to Market Equity*, E.P.S, capitalização bolsista, beta¹⁵).

Por último, usando dados retirados do FMI, Banco de Portugal, Banco Mundial e do *Datastream* foram construídos gráficos com variáveis macroeconómicas, apontadas pela literatura revista no Capítulo 2, como as mais indicadas: inflação (PT e ZE), taxa de desemprego (PT e ZE), crescimento do PIB (PT e ZE), taxa de juro do crédito habitação (PT e ZE), taxa de câmbio euro-dólar (PT), exportações (PT e ZE) e preço do (Mundial), com o objectivo de aferir qual o impacto dessas variáveis nas rendibilidades diárias da Corticeira Amorim.

¹⁵ Retirado do software *DataStream*

4. Análise dos Resultados

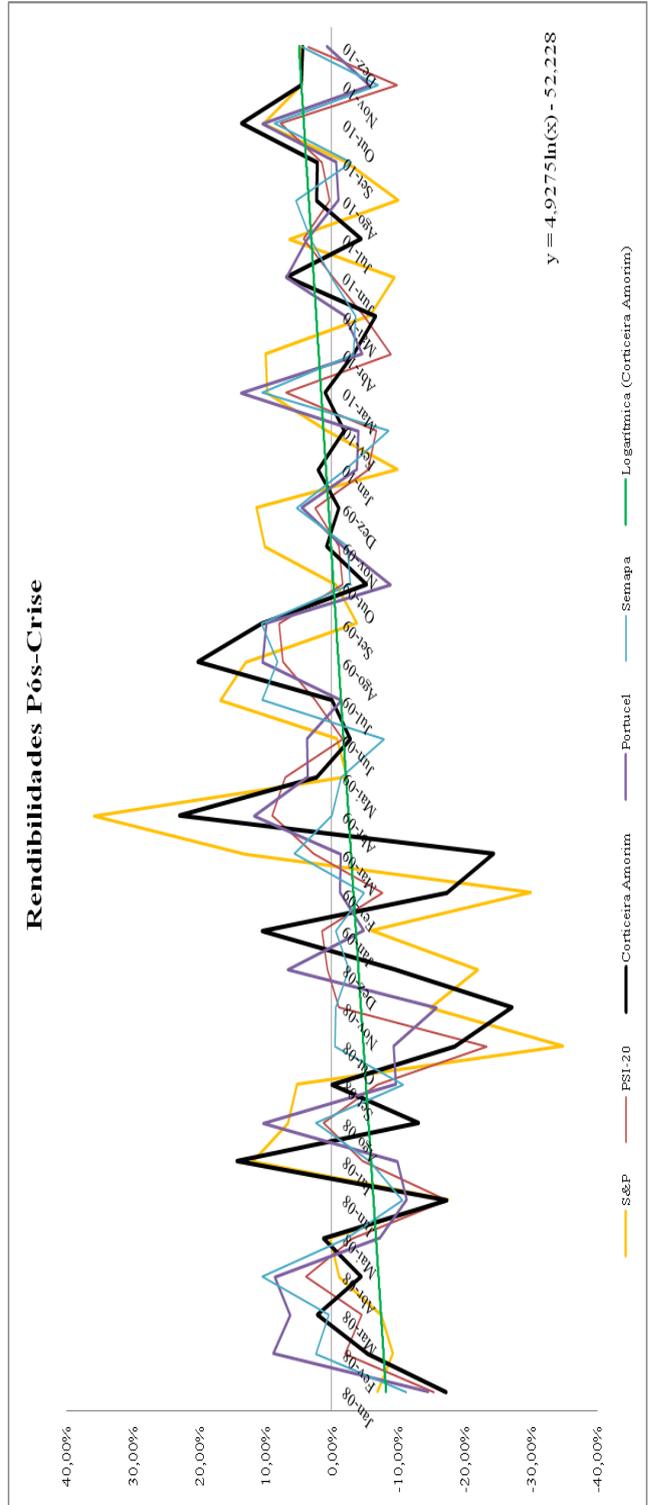
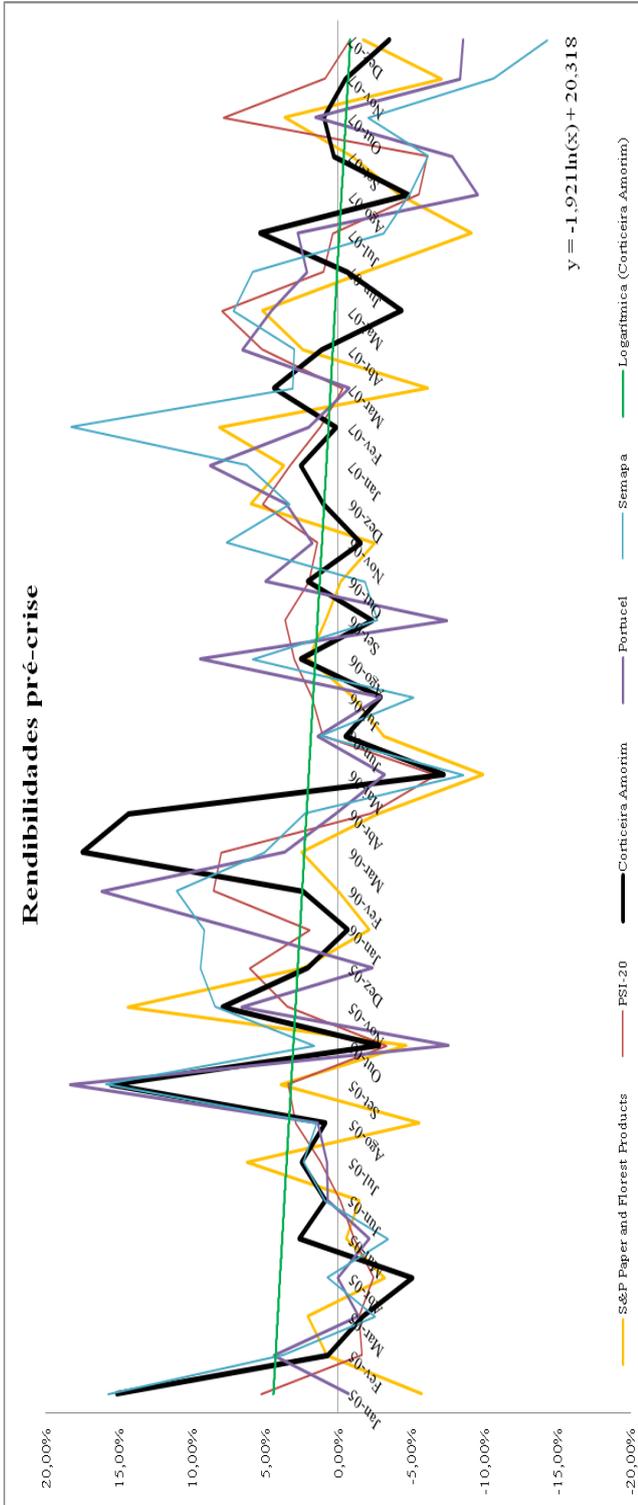
A interpretação dos resultados obtidos ir-se-á iniciar pela leitura dos valores de rendibilidade e risco da empresa Corticeira Amorim e das restantes variáveis, usadas como termo de comparação. Tal como demonstra a tabela 1 e a figura 7, a corticeira Amorim sofreu uma descida de 182% na sua rendibilidade: no período pré-crise (2005-2007) tinha uma rendibilidade média dos 3 anos de 21,38% e passou no período pós-crise (2008-2010) para uma rendibilidade média dos 3 anos de (-17,55%). Iguais descidas sofreram também a Semapa (107,43%) e a Portucel (95,38%). Existe um denominador comum a todas as empresas (CA, PORT e SEM) e índices (S&P e PSI20): as suas volatilidades¹⁶, isto é, o risco a que estas empresas e índices estão expostos aumentou. No caso da CA este aumento foi de 84,31%. Em períodos de crises financeiras e de choques nos mercados bolsistas, é comum verificar-se o aumento das volatilidades, quer seja da volatilidade do mercado accionista, como da volatilidade macroeconómica. Vários factores influenciam esta variável, um deles é o facto de os investidores estarem mais sensíveis a informações sobre os mercados e economias, gerando-se um sentimento de desconfiança e receio.

Tabela 1- Rendibilidade e risco antes e depois da crise financeira

	Pré-Crise	Pós-Crise
R S&P	-3,04%	-6,39%
σ S&P	21,45%	47,30%
R PSI20	18,06%	-18,06%
σ PSI20	10,56%	25,19%
R Amorim	21,38%	-17,55%
σ Amorim	22,22%	40,95%
R Portucel	14,79%	0,68%
σ Portucel	21,54%	28,92%
R Semapa	25,90%	-1,92%
σ Semapa	20,38%	27,06%

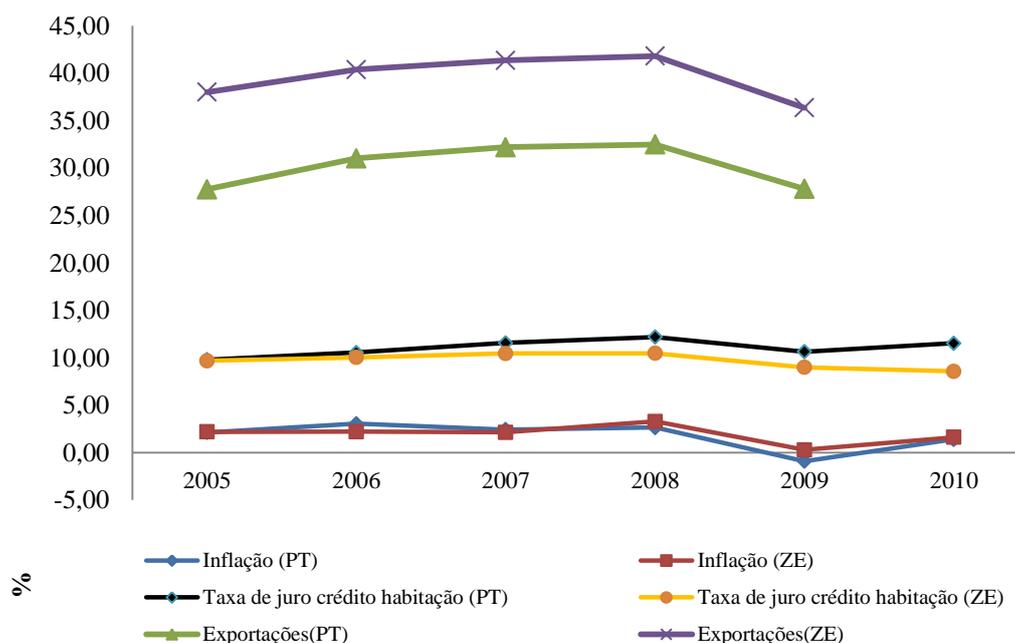
¹⁶ As volatilidades são medidas através do desvio-padrão das rendibilidades diárias.

Fig.7 – Evolução das rendibilidades mensais antes e depois da crise



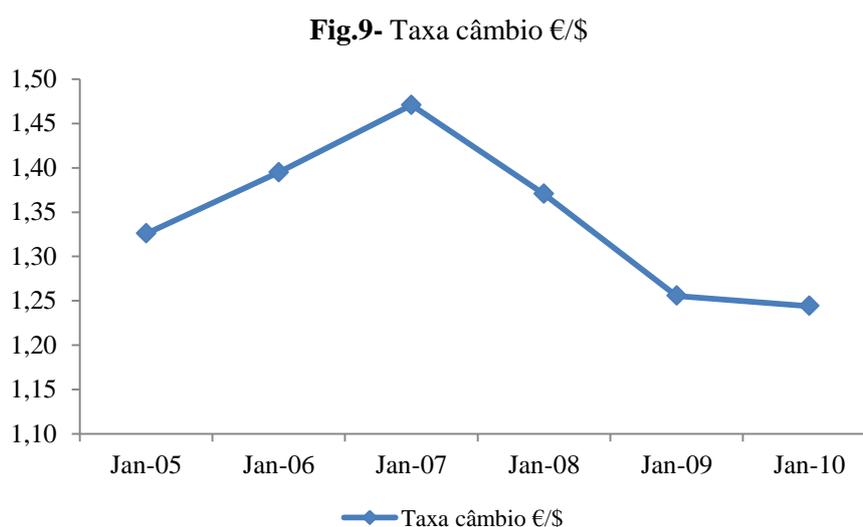
Olhando para a figura 7 tem-se uma percepção muito clara do comportamento das rendibilidades das empresas e dos índices a novas informações dos mercados e economias. E fazendo um cruzamento de dados, entre a figura 7 e o cronograma da crise financeira (Anexo 2), é possível verificar que entre Junho e Outubro de 2007 tanto as rendibilidades mensais dos índices S&P e PSI20, e das empresas CA, PORT e SEM registam uma quebra acentuada o que coincide com o colapso global do sector do crédito e com anúncio, por parte da *Merril Lynch* de perdas na ordem dos 5.5 Biliões de dólares. Já no pós-crise, observa-se que no período que se situa entre Outubro de 2008 e, sensivelmente, até Janeiro de 2009, todas as variáveis que compõem o gráfico apresentam valores negativos, o que coincide com o anúncio do FED, Banco Central Europeu, entre outros, de baixar as taxas de juro. De notar, ainda, que no período pré-crise a linha de tendência da CA é decrescente, e no período pós-crise esta linha mostra uma boa recuperação, sendo já crescente e tendo o seu declive aumentado consideravelmente. Estas descidas abruptas na rendibilidade também tiveram a sua origem, no agravamento de factores macroeconómicos que têm grande influência na rendibilidade de acções: taxa de inflação, taxa de juro, preço do petróleo, índice de produção industrial e nível de exportações, como se pode ver na figura 8.

Fig.8- Evolução da taxa de inflação, taxa de juro e exportações



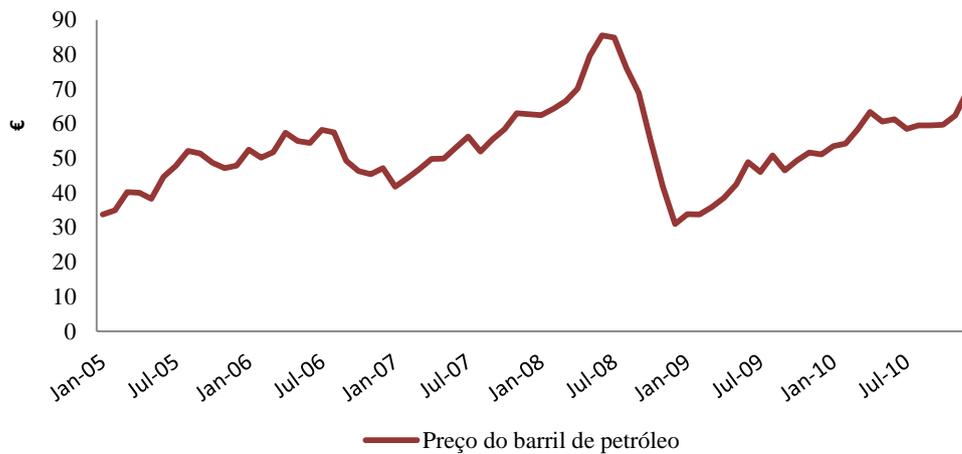
No que concerne à taxa de inflação tanto para Portugal (PT) como para a zona euro (ZE), esta registou uma queda significativa no período entre 2008 e 2009 (sendo em Portugal, em 2009, negativa), tendo a partir de 2009 aumentado para níveis de 2005. As taxas de juro do crédito habitação para PT e ZE oscilaram pouco no período de 2005 a 2010, tendo havido uma pequena descida em 2009 seguida de um progressivo aumento. Em relação às exportações, esta variável macroeconómica teve o seu pico no ano de 2009 (tanto em PT como na ZE) e a partir dessa data desceu consideravelmente. Este factor é bastante importante no universo da CA, uma vez que esta empresa é essencialmente uma empresa exportadora, sendo este factor responsável, em parte, pelo facto desta empresa ter estado a partir de Outubro de 2009 quase sempre com rendibilidades negativas. Consideram-se ainda como relevantes para as rendibilidades da CA duas variáveis macroeconómicas tendo presente o facto de grande parte da sua produção ter como destino o estrangeiro. São elas: o preço do barril de petróleo, dado que a empresa, ao ser essencialmente exportadora, está dependente desta matéria-prima para o transporte das suas mercadorias; e a taxa de câmbio euro dólar já que a empresa está constantemente a transaccionar com outros países e o dólar ser, para muitos deles, a moeda de referência. Na figura 9 está representada a taxa de câmbio euro dólar e na figura 10 o preço do barril de petróleo, em euros.

17



¹⁷ Fonte: Banco de Portugal

Fig.10- Preço do barril de petróleo



18

Como se observa na figura 9, a taxa de câmbio euro dólar, atingiu o seu pico em 2007, altura em que um euro representava quase um dólar e meio, e a partir desse ano até 2009 sofreu uma descida bastante acentuada. Esta evolução coincide com um decréscimo no valor das vendas, pois quanto mais elevada é esta taxa, mais caro se torna o euro, e, conseqüentemente, as empresas que transaccionam em dólares ficam a perder dinheiro, como aconteceu com a CA.

Na figura 10 está representada a evolução do preço, em euros, do barril de petróleo. O valor máximo atingido pelo barril de petróleo foi de quase 90 euros, no verão de 2008, altura que correspondeu a uma queda nas rendibilidades da CA.

Passando agora para a análise dos rácios financeiros da CA, na tabela 2 estão inscritos os rácios de rentabilidade e de liquidez. De destacar os rácios de rentabilidade (R.O.S, R.O.A e R.O.E) que atingiram o seu mínimo em 2009 e recuperaram de forma rápida em 2010 para valores não atingidos em anos anteriores. Quando comparada com a indústria onde a CA está inserida, esta empresa possui uma performance francamente melhor no R.O.S e situa-se um pouco abaixo neste rácio quando se compara com o sector onde opera. No rácio R.O.A a CA esteve quase sempre acima dos valores da indústria onde está inserida, excepto nos anos 2008 e 2009. Contudo quando comparado com o sector, o R.O.A da CA esteve abaixo dos valores sectoriais. Por último, analisando o rácio de liquidez geral, constata-se que o mesmo tem vindo a decrescer desde 2007, o que não é muito favorável para a empresa, uma vez que quanto maior é

¹⁸ Fonte: IndexMundi

este rácio maior será a capacidade da empresa para cumprir com as suas responsabilidades. Apesar disso, a CA manteve-se sempre acima quer da indústria, quer do sector.

Tabela 2- Rácios de rendibilidade e liquidez

	Corticeira Amorim						Indústria ¹⁹	Sector ²⁰
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Ano Corrente	Ano Corrente
R.O.S	4,876%	6,081%	6,206%	4,445%	3,418%	8,035%	1,23%	9,98%
R.O.A	7,152%	8,712%	9,473%	2,494%	2,046%	7,647%	3,65%	15,42%
R.O.E	6,264%	7,717%	8,151%	5,455%	4,320%	9,882%		
Liquidez								
Geral	1,815	2,138	2,232	1,821	1,802	1,379	0,57	1,12

No conjunto de rácios de alavanca e risco, destacam-se os três rácios presentes na tabela 3. O rácio de autonomia financeira é de fácil interpretação, ele diz-nos qual a percentagem de activo que está a ser financiada pelos capitais próprios, isto é, para o ano de 2010, 47,8% do activo da CA foi financiada pelo capital próprio. Este rácio encontra-se a crescer desde 2005, o que é um bom indicador da saúde financeira da CA. O *debt to equity ratio* é uma alternativa ao rácio da autonomia financeira já que avalia a relação entre passivo e capital próprio. Poderá parecer que este rácio assume valores elevados, mas há que salientar que estamos perante uma empresa de capital intensivo e que para este nicho de empresas, o valor de referência para este rácio é superior ao de outros tipos de indústria. No caso da CA este rácio tem vindo a diminuir desde 2005 o que é positivo, significa que a empresa se endividou menos, e que não estará tão exposta ao risco de taxas de juro: o valor do rácio da CA baixou de 1,497 (em 2005) para 1,092 (em 2010). O último rácio, o grau de alavanca financeira, permite saber se o endividamento a que a empresa se expôs é ou não positivo. Este indicador tem aumentado desde 2008, o que significa que o risco financeiro da CA aumentou, aumentando, desta forma, o risco para o accionista.

.

¹⁹ Indústria: madeiras e produtos florestais

²⁰ Sector: materiais básicos

Tabela 3- Rádios de alavanca e risco²¹

Corticeira Amorim						
	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Autonomia Financeira	40,0%	41,1%	41,2%	42,9%	47,6%	47,8%
Debt to Equity Ratio	1,497	1,434	1,429	1,329	1,100	1,092
G.A.F	0,785	0,795	0,771	0,660	0,765	0,920

Por último, ir-se-á analisar os rácios para o mercado accionista, presentes na tabela 4.

Tabela 4- Rádios de mercado accionista

	Corticeira Amorim						Indústria	Sector
	2005	2006	2007	2008	2009	2010	Ano Corrente	Ano Corrente
<i>Price to book ratio</i>	0,894	1,130	1,062	0,437	0,500	0,575	0,67	1,59
<i>Book to market equity</i>	1,119	0,885	0,941	2,290	1,998	1,741		
E.P.S	0,12 €	0,16 €	0,18 €	0,05 €	0,04 €	0,16 €		
Beta (2011)			0,69				1,04	1,27

Estes indicadores são muito importantes para investidores e para os restantes agentes dos mercados accionistas. Em primeiro lugar está o rácio *price to book value*, este rácio compara o valor da cotação da acção de uma empresa, neste caso da CA, com o valor contabilístico dessa acção. Por norma quanto mais alto for este rácio, mais os investidores estão a pagar pelos activos da empresa, o que significa que, dado este rácio ter tido uma grande quebra de 2006 para 2007, os investidores nessa altura não estavam confiantes em relação à CA. Porém essa confiança tem vindo a ser restabelecida desde 2008. O *book to market equity* é um rácio bastante referido na literatura por vários autores, alguns já mencionados no capítulo 2. Este indicador é calculado através da divisão do valor contabilístico do capital próprio pelo valor de mercado do capital próprio. O referido rácio é apontado por muitos autores como sendo um bom explicativo da rendibilidade das acções. Uma vez que o rácio leva em conta o valor das acções das empresas, o seu objectivo é aferir se as acções estão ou não sobrevalorizadas. No caso da CA este rácio atingiu o seu pico em 2008, tendo vindo a decrescer desde então. De acordo com os padrões estabelecidos pela literatura, se o rácio for superior a

²¹ A tabela não possui dados industriais e sectoriais pois não foram encontrados valores

um significa que as acções da empresa em causa estão subvalorizadas (no caso da CA as acção estão subvalorizadas de 2008 a 2010 e sobrevalorizadas em 2006 e 2007).

O rácio de EPS representa o ganho do accionista por acção e como era possível antever o EPS da CA desceu bastante em 2008 e 2009, uma vez que foram nestes anos que se registaram as maiores quedas nas cotações das CA, fazendo com a remuneração do accionista (aquilo que ele ganha por cada acção que investe) diminua.

A última variável que está incluída na tabela 4 não é um rácio, mas antes um coeficiente usado num modelo bastante conhecido, o CAPM²². O beta, para a análise em questão, será utilizado como indicador, e assim sendo a sua interpretação é a seguinte: sendo o beta da CA positivo, significa que a rendibilidade das acções da CA está em consonância com a rendibilidade do mercado onde opera. O beta também é uma medida do risco sistemático, conhecido também como risco de mercado, logo um risco que não é eliminado através da diversificação.

Este capítulo termina com uma breve análise da estatística descritiva da empresa CA, e das outras empresas e índices usados como benchmark.

Na tabela 5, estão as medidas de estatística descritiva calculadas com o auxílio do Excel.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Curtose	22,316	8,517	22,010	3,548	2,557	2,000
Skewness	3,121	1,267	-1,577	0,218	0,379	-0,189
Máximo	9,970%	8,456%	5,407%	14,660%	9,633%	6,832%
Mínimo	-3,572%	-6,220%	-11,900%	-10,354%	-6,899%	-10,064%

A primeira destas medidas, a curtose, mede o comprimento das caudas de uma distribuição e o grau de concentração de informação no centro. Dado que a curtose da CA é sempre, desde 2005 a 2010, superior a zero, conclui-se que a população em estudo, isto é, as rendibilidades diárias da CA, têm uma forma leptocúrtica, ou seja, têm caudas mais finas e uma ponta mais afiada. Quando se observa as outras empresas²³

²² CAPM- Capital Asset Pricing Model

²³ Ver no anexo 3 a tabela com todos os *benchmarks*

(PORT e SEM) e os índices (S&P e PSI20) chega-se à conclusão que também elas possuem uma forma leptocúrtica de 2005 a 2010, excepto o S&P que no ano 2010 tem uma forma platicúrtica, isto é, tem caudas mais pesadas que a forma leptocúrtica, visto ter uma curtose inferior a zero. A segunda medida de estatística descritiva é o *skewness* ou coeficiente de assimetria, esta medida dá-nos a forma da distribuição. No caso da CA o *skewness* é positivo até 2007, o que indica que a distribuição é simétrica à direita, ou seja, que a média é superior à mediana e à moda. Em 2007 e 2010 o *skewness* é negativo, de onde se conclui que a distribuição é simétrica à esquerda e que a média é menor que a mediana e que a moda.

Os últimos dois parâmetros da estatística descritiva são o máximo e o mínimo. O máximo atingiu um valor baixo, quando comparado com os anos seguintes, em 2007 e atingiu o seu valor máximo em 2008. A amplitude maior, isto é, a diferença entre máximo e mínimo é observável em 2008, em que o mínimo corresponde a uma rendibilidade de -10,34% e um máximo de 14,66%, o que corresponde a uma altura em que a CA apresentou elevada volatilidade.

5. Conclusão

Ao longo da elaboração do trabalho apresentado as limitações encontradas foram, em primeiro lugar, o facto da empresa Corticeira Amorim ser única no mercado mundial o que faz com que não exista outra empresa, com o mesmo nível de volume de negócios, que possa ser usada como *benchmark* e em segundo lugar, dado que o sector da cortiça está quase todo centrado no mercado Português, faz com que não haja dados financeiros do sector ou da indústria que sirvam para comparar com os dados financeiros da Corticeira Amorim.

Contudo, e apesar das limitações expostas, deste trabalho conclui-se o seguinte: o sector corticeiro português viu o seu volume de exportações diminuir em cerca de 5% em 2008 e quase 7% em 2010; em relação ao valor das vendas da empresa Corticeira Amorim, estas têm vindo a aumentar desde 2009, sendo o seu valor no primeiro trimestre de 2011 muito próximo do valor no primeiro trimestre de 2008. A Corticeira Amorim apresentou rendibilidades negativas entre meados de 2007 e de 2009, tendo feito, a partir do segundo semestre de 2009, uma recuperação lenta para valores positivos. A volatilidade das acções da empresa em 2008 cresceu 129% em relação ao ano de 2007, tendo descido depois de 2008 para 2009 cerca de 30% e permanecido estável desde então. No que concerne aos rácios financeiros, os indicadores de rendibilidade e liquidez – R.O.S, R.O.A e R.O.E e Liquidez Geral, apresentaram sempre comportamentos idênticos: cresceram até 2007, altura em que os seus valores diminuíram voltando a crescer novamente de 2009 para 2010. Em relação aos rácios de alavanca e risco, o rácio de autonomia financeira tem vindo a crescer desde 2005, o que denota que a parte dos activos que é financiada pelos capitais próprios da CA tem vindo a aumentar. O rácio *debt-to.equity* apresenta valores elevados, mas na sua análise há que ter em consideração que estamos perante uma empresa de capital intensivo. O GAF tem vindo a aumentar desde 2008, comportamento revelador do facto da empresa estar mais exposta a riscos financeiros o que pode, por sua vez, explicar, em parte, o elevado aumento da volatilidade da empresa, já referenciado anteriormente. Da análise dos rácios para o mercado accionista, o que importa destacar é o *book to market equity*, objecto de estudo de muitos investigadores, que indica que as acções da empresa em causa estão subvalorizadas de 2008 a 2010 e sobrevalorizadas em 2006 e 2007.

Destaque ainda para o beta que assumindo um valor positivo indica que a rendibilidade das acções da CA está em consonância com a rendibilidade do mercado onde opera.

Tendo a Corticeira Amorim total controlo do mercado da cortiça tanto em Portugal, como no Mundo, sugere-se que para investigações futuras, e embora não se consigam eliminar as limitações expostas anteriormente, se procure estudar a formação dos preços da cortiça no mercado nacional.

Bibliografía

AIGINGER, Karl. 2009. “*The Current Economic Crisis: Causes, Cures and Consequences*”. WIFO Working Paper.

ARTMANN,S. FINTER, P. KEMPF, A. 2010. “*Determinants of expected stock returns: large sample evidence from the German Market*”. Center for Financial Research. Working Paper N°10-01

Associação Portuguesa de Cortiça (APCOR). 2009. *Anuário 2009*

BLANCO, Santiago Z. 2010. “*La “Revolución Vitivinícola” y sus Efectos sobre el Negocio Corchero*”. Documentos de Trabajo N° 1002, Asociación Española de Historia Económica (AEHE)

BLANCO, Santiago Z. 2002. “*Del Suro a la Cortiça. El Ascenso de Portugal a Primera Potencia Corchera del Mundo*”. N°22, Revista de Historia Industrial

BLANCO, Santiago Z. 1996. “*Corcho Extremeño y Andaluz, Tapones Gerundenses*”. N°10, Revista de Historia Industrial

BORDO, Michael. 2008. “*An Historical Perspective on the crisis of 2007-2008.*”

BORDO, Michael. HAUBRICH, Joseph.2009. “*Credit Crisis, Money and Contractions: an Historical View.*”

BRANCO, Amélia. PAREJO, Francisco M. 2009. “*La Creación de una Ventaja Competitiva en la Industria Corchera Portuguesa: La Contribución de un Distrito Industrial*”.Documento de Trabalho n° 37, Gabinete de História Económica e Social (GHES)

BUITER, Willem H. 2007. “*Lessons from the 2007 financial crisis*”. CEPR Policy Insight No. 18.

CHAN, Louis K. C. HAMAOKI, Yasushi. LAKONISHOK, Josef.1991. “*Fundamentals and stock returns in Japan*”. The Journal of Finance, Vol.46, N°5

- Cork Information Bureau.2010. “*Cortiça em Números.*” Associação Portuguesa de Cortiça (APCOR).
- Corticeira Amorim, S.G.P.S, S.A. 2010. “*Relatório e Contas*”. Corticeira Amorim, S.G.P.S, S.A
- Corticeira Amorim, S.G.P.S, S.A. 2009. “*Relatório e Contas*”. Corticeira Amorim, S.G.P.S, S.A
- Corticeira Amorim, S.G.P.S, S.A. 2008. “*Relatório e Contas*”. Corticeira Amorim, S.G.P.S, S.A
- Corticeira Amorim, S.G.P.S, S.A. 2007. “*Relatório e Contas*”. Corticeira Amorim, S.G.P.S, S.A
- Corticeira Amorim, S.G.P.S, S.A. 2006. “*Relatório e Contas*”. Corticeira Amorim, S.G.P.S, S.A
- DOANE, David. P., SEWARD, Lori. “*Applied Statistics in Business and Economics*”. (2^a ed.). (M. G. Hill, Ed.)
- EICHENGREEN, Barry. O’ROURKE, Kevin H. 2009. “*A Tale of Two Depressions*”. Advisor Perspectives, Inc.
- FAMA, Eugene F.1990. “*Stock Returns, Expected Returns, and Real Activity*”. The Journal of Finance. Vol.45, N^o4
- FAMA, Eugene F. 1981. “*Stock Returns, Real Activity, Inflation and Money*”. The American Economic Review, Vol.71, N^o4
- FAMA, F. FRENCH, Kenneth R. 1995. “*Size and Book-to-Market Factors in Earnings and Returns*”. The Journal of Finance, Vol.50, N^o1
- FAMA, F. FRENCH, Kenneth R. 1992. “*The Cross-section of Expected Stock Returns*”. The Journal of Finance, Vol.47, N^o2
- Financial Crisis Enquiry Commission. 2011. *The Financial Crisis Inquiry Report*

GJERDE, Oystein. SAETTEM, Frode.1999. “*Causal Relations among stock returns and macroeconomic variables in a small, open economy*”. Journal of International Financial Markets.

GREENSPAN, Alan. 2009. “*The Fed Didn’t Cause the Housing Bubble*”. Wall Street Journal.11 de Março de 2009. Página consultada a 20 de Julho de 2011

Instituto para a Qualidade na Formação (IQF). 2005. “*A Indústria da Cortiça em Portugal*”. Instituto para a Qualidade na Formação (IQF), Colecção Estudos Sectoriais, nº26.

KRANTZ, M. (2010). “*Fundamental Analysis for Dummies*”. Wiley Publishing, Inc

LEE, Bong-Soo.1992. “*Causal Relations Among Stock Returns, Interest Rates, Real Activity, and Inflation*”. The Journal of Finance. Vol.47, Nº4.

LIU, Zugang. MERIC, Gulser. MERIC, Ilhan. WANG, Jia. 2009. “*Stock market crashes, firm characteristics, and stock returns*”. Journal of Banking and Finance

NEVES, J. C. (2002). “*Avaliação e Empresas e Negócios*”. Mc-Graw Hill.

PESTANA, Miguel. TINOCCO, Isabel. 2009. “*A Indústria e o Comércio da Cortiça em Portugal Durante o Século XX*”. Instituto Nacional de Investigação Agrária

YU, Wei-Choun. KESLER, David W.TESSEMA, Mussie.2009. “*The Great Destruction: Causes of the Global Financial Crisis in 2008*”. Winona State University

Páginas da Internet Consultadas:

Autoridade Florestal Nacional (A.F.N). 2010. “*5º Inventário Florestal Nacional*”. Acedido em 18/08/2011, em <http://www.afn.min-agricultura.pt/portal/ifn/relatorio-final-ifn5-florestat-1>

Corticeira Amorim SGPS, S.A (CORA.LS) Quote. (s.d.). Obtido em 25 de Setembro de 2011, de Reuters: <http://www.reuters.com/finance/stocks/overview?symbol=CORA.LS>

Direcção Nacional das Fileiras Florestais. 2011. “*Observatório para as Fileiras Florestais*”. Acedido em 12/08/2011, em <http://www.afn.min-agricultura.pt/portal/fileiras/ff>

Estatísticas do Banco de Portugal. (s.d.). Obtido em 26 de Setembro de 2011, de Banco de Portugal:<http://www.bportugal.pt/EstatisticasWEB/%28S%28xcamee45zwwg4h2y0ikeqza45%29%29/SeriesCronologicas.aspx>

Gabinete de Estratégia e Planeamento. 2011. “*Boletim Estatístico de Julho 2011*”. Acedido em 20/08/2011 em, <http://www.gep.mtss.gov.pt/estatistica/be/bejul2011.pdf>

Gabinete de Estratégia e Planeamento. 2008. “*Estatísticas em Síntese: Demografia de Empresas e Fluxos de Emprego*”. Acedido em 20/08/2011 em, <http://www.gep.mtss.gov.pt/estatistica/demografia/demo08.pdf>

Instituto Nacional de Estatística (INE). 2011. “*Estatísticas do Comércio Internacional 2010*”. Acedido em 25/08/2011, em http://www.ine.pt/xportal/xmain?xpid=INE&xpgid=ine_publicacoes&PUBLICACOESpub_boui=123086629&PUBLICACOESstema=55448&PUBLICACOESmodo=2

Instituto Nacional de Estatística (INE). “*Conceitos Estatísticos Mercado de Trabalho*”. Acedido em 11/09/2011, em <http://metaweb.ine.pt/sim/conceitos/conceitos.aspx?ID=PT#R>

OECD.Stat Extracts. (s.d.). Obtido em 25 de Setembro de 2011, de OECD Statistics: <http://stats.oecd.org/Index.aspx>

World Development Indicators and Global Development Finance. (s.d.). Obtido em 25 de Setembro de 2011, de World Bank: <http://databank.worldbank.org/ddp/home.do?Step=3&id=4>

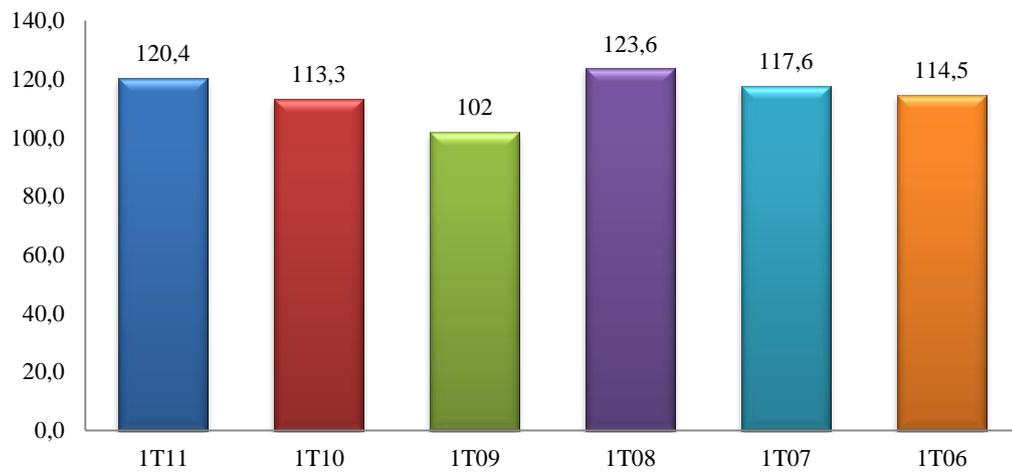
World Economic Output Database September 2011. (s.d.). Obtido em 26 de Setembro de 2011, de International Monetary Fund: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2011/02/weodata/index.aspx>

Anexos

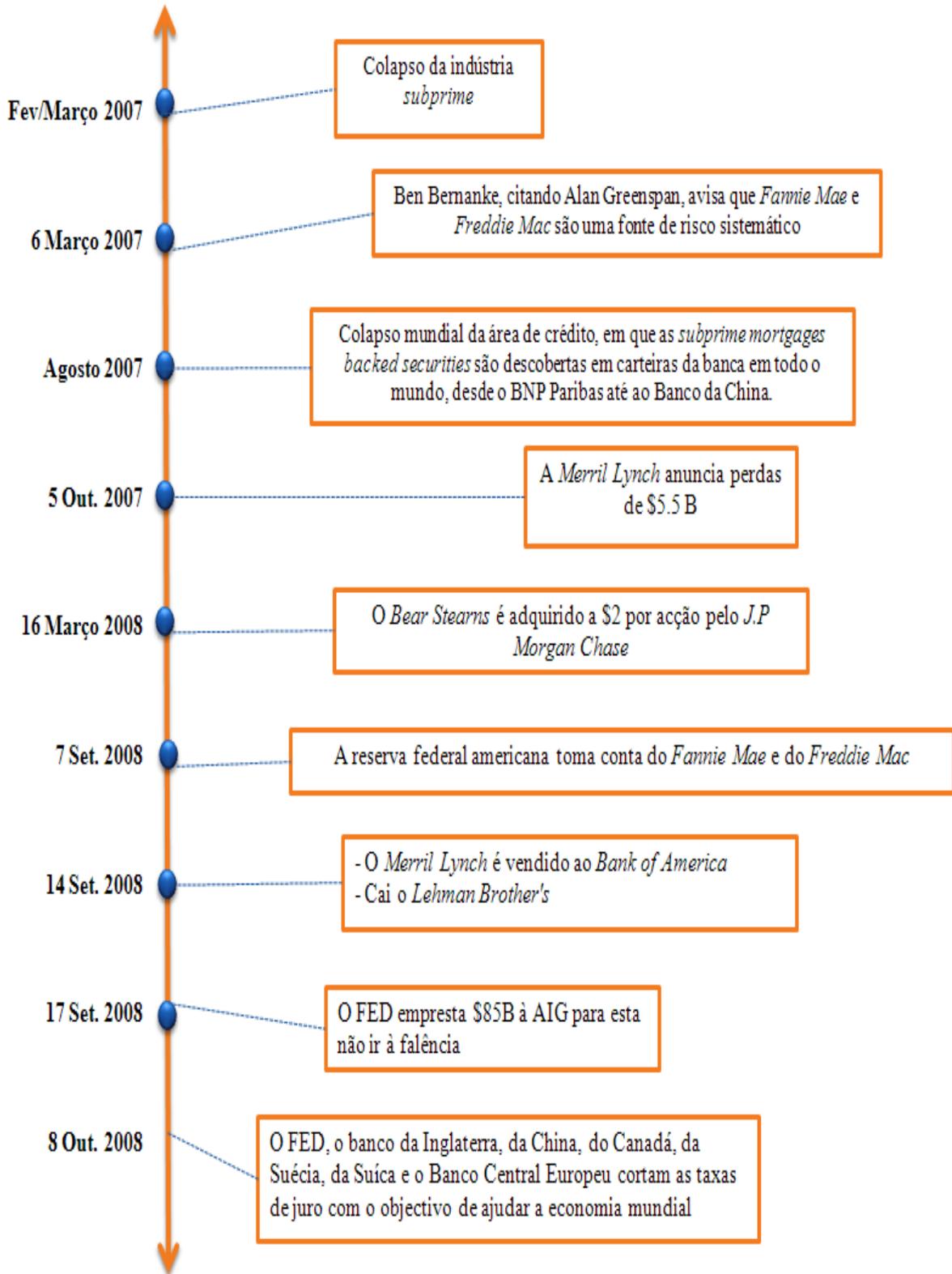
Anexo 1. Evolução das Vendas da Corticeira Amorim

Evolução Vendas da Corticeira Amorim

Fonte: Relatórios e Contas da C.A



Anexo 2. Cronograma da Crise Subprime



Fontes: Yu, Kesler, Tessema (2009) e Wikipédia

Anexo 3. Tabelas com os resultados da estatística descritiva para a Corticeira Amorim e seus *benchmarks*

	2005	2006	2007	2008	2009	2010
S&P paper and florests products						
Curtose	7,339	0,355	1,006	4,199	0,721	-0,025
Skewness	0,935	0,093	-0,262	-0,636	-0,136	-0,143
Mediana	0,000	0,000	0,001	-0,002	0,005	0,001
Moda	0	0	0	0	0	0
Intervalo confiança (alfa=0,05)	0,002	0,001	0,002	0,004	0,004	0,002
PSI 20						
Curtose	1,926	7,740	3,428	5,396	0,259	9,910
Skewness	-0,087	1,141	-0,812	0,128	-0,249	0,838
Mediana	0,000	0,000	0,001	-0,001	0,002	0,000
Moda	0	0	0	0	0	0
Intervalo confiança (alfa=0,05)	0,001	0,001	0,001	0,002	0,001	0,002
CORTICEIRA AMORIM						
Curtose	22,316	8,517	22,010	3,548	2,557	2,000
Skewness	3,121	1,267	-1,577	0,218	0,379	-0,189
Mediana	0	0	0	0	0	0
Moda	0	0	0	0	0	0
Intervalo confiança (alfa=0,05)	0,002	0,002	0,002	0,004	0,003	0,003
SEMAPA						
Curtose	1,054	3,754	4,319	1,396	1,535	1,738
Skewness	0,803	0,193	-0,049	0,298	0,141	-0,048
Mediana	0	0	0	0	0,0005	0,0013
Moda	0	0	0	0	0	0
Intervalo confiança (alfa=0,05)	0,001	0,001	0,002	0,002	0,002	0,002
PORTUCEL						
Curtose	6,733	9,728	5,154	1,794	2,624	3,011
Skewness	1,158	0,910	-0,664	0,275	0,351	0,081
Mediana	0	0	0	0	0,000702	0
Moda	0	0	0	0	0	0
Intervalo confiança (alfa=0,05)	0,001	0,002	0,002	0,003	0,002	0,002

Glossário

ABS- um ABS é basicamente o mesmo que um MBS, a única diferença é que o que se titulariza são activos como empréstimos, dívidas de cartão de crédito, royalties, etc..

Autonomia Financeira – rácio financeiro que mede a solvabilidade da empresa, obtendo-se através da divisão dos capitais próprios pelo activo líquido.

Bear Stearns- um dos cinco maiores Bancos de Investimento Americanos

BE/ME (Book-to-Market-equity) – rácio financeiro que mede a diferença entre o valor contabilístico do capital próprio de uma empresa e o valor de mercado do mesmo. Sendo que o valor contabilístico é obtido através da subtracção do activo pelo passivo, e o valor de mercado é o valor da capitalização bolsista.

Beta (β) - medida de risco sistemático, usada no modelo CAPM

CAPM- modelo que estima o custo do capital próprio, através da seguinte fórmula:

$$K = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

Capitalização Bolsista – estimativa do valor da empresa a partir da sua situação em bolsa, obtendo-se através da multiplicação do número de acções emitidas pela sua cotação.

CDO- Os CDO's são únicos na medida em que eles representam diferentes tipos de dívida e de risco de crédito. Estes diferentes tipos de dívida são normalmente referidos de tranches ou fatias. Cada fatia tem uma maturidade e um nível de risco diferente- Quanto mais alto o risco, mais o CDO paga.

CDS- é um swap construído com o intuito de transferir a exposição ao crédito, entre partes, referente a produtos que dão um rendimento fixo.

Debt-Equity Ratio – rácio financeiro que mede o nível de endividamento da empresa, obtendo-se através da divisão do passivo pelo capital próprio.

Dot.Com Crisis- bolha especulativa que atingiu o mercado americano, e não só, entre 1995 e 2000, em que os mercados accionistas nas economias industrializadas viram o valor dos seus Capitais Próprios aumentarem muito rapidamente devido ao grande

crescimento da Internet. Este período ficou conhecido pela descoberta de um grupo de empresas com negócios na Internet, chamadas de “dot-coms”. Os preços das acções destas empresas aumentaram apenas pelo facto de acrescentarem o prefixo “e” ou o sufixo “.com”.

EPS (Earnings per Share) – rácio que é obtido através da divisão do resultado líquido pelo número de acções emitidas.

Esquema Ponzi- é uma operação fraudulenta de investimento que envolve o pagamento de rendimentos anormalmente elevados aos investidores, utilizando o capital entregue pelos investidores subsequentes, em vez da receita gerada por qualquer negócio real. O esquema está condenado ao colapso, pois há pouco ou nenhum rendimento gerado pelo dinheiro recebido pelo promotor. (Esquema da Dona Branca).

GAF (Grau de Alavanca Financeira) – rácio financeiro que mede a exposição ao risco financeiro a que a empresa está submetida, obtendo-se através da divisão do resultado operacional pelo resultado corrente.

Hedge Funds- um tipo de investimentos alternativos (alternativos aos fundos de investimento tradicionais) que possuem regras específicas.

Liquidez Geral- rácio financeiro que se obtém dividindo o Activo Corrente pelo Passivo Corrente

Mortgage Backed Security- são um tipo de activo que é titularizado por uma hipoteca ou colecção de hipotecas. Costumam pagar uma renda periódica, parecida com o pagamento de cupão das obrigações

Originate and Distribute Model- é uma prática usada pelos bancos em que estes não ficam com os empréstimos que criam, ao invés, distribuem estes empréstimos por outras instituições financeiras depois de terem sido titularizados (securization).

Originate and Hold Model- é o oposto do modelo Originate and Distribute

ROA (Return on Assets) – rácio que se obtém através da divisão entre Resultado Líquido pelo valor dos Activos.

ROE (Return on Equity) - rácio que se calcula dividindo o Resultado Líquido pelo Capital Próprio

ROS (Return on Sales) - rácio que se obtém pela divisão do Resultado Operacional pelas Vendas.

Rollover- é uma operação que tem com objectivo a troca de uma posição na maturidade mais próxima, quando a maturidade actual que se aproxima do seu final, por um contrato idêntico de uma maturidade posterior.

Titularização (securitization) - usada para converter uma carteira relativamente homogénea de activos, em títulos mobiliários passíveis de negociação. É uma forma de transformar activos relativamente ilíquidos em títulos mobiliários líquidos e de transferir os riscos associados a eles para os investidores que os compram.

Special Purpose Vehicles- é uma empresa subsidiária com uma estrutura de activos/passivos e uma estrutura legal que assegura as suas obrigações, mesmo que a empresa mãe vá à falência. É usada para isolar o risco financeiro da empresa mãe, o que por si só não é mau, mas também pode ser usada para esconder dívidas da empresa mãe.

Subprime (empréstimo, crédito) - é um crédito com risco, concedido a um cliente que não oferece garantias suficientes para se beneficiar da taxa de juro mais vantajosa, chamada de prime rate.