Insper Instituto de Ensino e Pesquisa
Faculdade de Economia e Administração

Diego Costa Fernandes

Como a Eleição de Donald Trump Afetou o Mercado Acionário Norte Americano e as Expectativas dos Analistas de Mercado

São Paulo
2017

Diego Costa Fernandes

Como a Eleição de Donald Trump Afetou o Mercado Acionário Norte Americano e as Expectativas dos Analistas de Mercado

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora:
Profª. Andrea Fonseca Minardi – Insper

São Paulo
2017

Costa Fernandes, Diego
Como a Eleição de Donald Trump Afetou o Mercado Acionário Norte Americano e as Expectativas dos Analistas de Mercado – São Paulo: Insper, 2017.

Monografia: Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora: Profª. Andrea Fonseca Minardi

Diego Costa Fernandes

Como a Eleição de Donald Trump Afetou o Mercado Acionário Norte Americano e as Expectativas dos Analistas de Mercado

Monografia apresentada ao curso de Ciências Econômicas, como requisito parcial para obtenção do grau de Bacharel do Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Orientadora:
Profª. Andrea Fonseca Minardi – Insper

Data de aprovação: __/__/___

BANCA EXAMINADORA

_____

Andrea Fonseca Minardi
Professora da Graduação de Ciências Econômicas
Insper

_____

Adalto Barbaceia Gonçalvez
Professor da Graduação de Ciências Econômicas
Insper

_____

Leonardo Pagano
Professor da Graduação de Ciências Econômicas
Insper

DEDICATÓRIA

Gostaria de dedicar essa dissertação, principalmente, aos meus pais e meus avós, que me apoiaram durante toda a minha trajetória da graduação, sempre me incentivando a perseguir cada um dos meus sonhos.

Dedico este trabalho também aos professores que tive durante a graduação, que me deram auxílio e base para a construção de tal trabalho.

Dedico, também, ao meu primeiro companheiro de carreira profissional, Paulo Geraldo Oliveira Filho, que confiou em meu trabalho e me proporcionou diversos conhecimentos práticos do mercado financeiro que foram tratados neste estudo.

Dedico, por fim, a todo aqueles com quem construí fortes vínculos de amizade ao longo dos oito semestres da graduação, a quem tenho muita gratidão, por estarem sempre presentes ao meu lado me dando grande suporte e apoio.

AGRADECIMENTOS

Gostaria de agradecer, primeiramente, a minha professora orientadora Andrea Minardi, por me auxiliar no presente trabalho em diversos momentos e de diversas formas com imensa atenção.

Agradeço também a Daniela Menza, da Biblioteca Telles, que me deu grande assessoria com a obtenção da base de dados.

Resumo

Costa Fernandes, Diego. Como a Eleição de Donald Trump Afetou o Mercado Acionário Norte Americano e as Expectativas dos Analistas de Mercado. São Paulo, 2017. Monografia – Faculdade de Economia e Administração. Insper Instituto de Ensino e Pesquisa.

Este estudo tem como objetivo investigar como a eleição de Donald Trump impactou o mercado acionário Norte Americano e as expectativas dos analistas de mercado.

O estudo analisa o comportamento de 3.370 ações ao redor do dia 28 de fevereiro, em que Donald Trump, 45º Presidente dos Estados Unidos da América, fez seu primeiro discurso ao Senado, esclarecendo brevemente alguns temas como políticas de comércio, defesa, imigração e outros, com uma postura mais unificadora em seu discurso, divergindo do tom inicialmente abordado em sua campanha.

Em conclusão, pode-se dizer que, inicialmente, o mercado acionário como um todo teve uma pequena reação negativa em relação ao discurso de Trump ao senado, mas após 5 dias, em média, a reação foi positiva, aumentando até o 30º dia. Isso pode ser interpretado como o mercado digerindo as informações em relação ao discurso de Donald Trump ao Senado e, por fim, reagindo positivamente em média.

Este trabalho utiliza como metodologia um estudo de eventos e calcula os retornos anormais acumulados, com dados desde o ano de novembro de 2016 até abril de 2017.

Palavras-chave: Retornos Anormais, Eficiência de Mercado, Estudo de Evento, Recomendação de Analistas, Eleição de Donald Trump.

Abstract

Costa Fernandes, Diego. How the Donald Trump Election Affected the North American Stock Market and the Market Analyst Expectations. São Paulo, 2016. Monograph – Faculdade de Economia e Admninstração. Insper.

This study aims to investigate how the election of Donald Trump impacted the North American stock market and the expectations of market analysts.
The study analyzes the behavior of 3,370 actions around February 28, when Donald Trump, 45th President of the United States of America, made his first speech to the Senate, clarifying briefly some issues such as trade, defense, immigration and other policies, with a more unifying stance in his speech, diverging from the tone initially addressed in his campaign.
In conclusion, it can be said that initially the stock market had a small negative reaction to Trump's speech to the Senate, but after 5 days, on average, the reaction was positive, increasing until the 30th day. This can be interpreted as the market digesting information in relation to Donald Trump's speech to the Senate, and finally reacting positively on average.
This work uses as methodology a study of events and calculates accumulated abnormal returns, with data from the year of November 2016 until April 2017.

Keywords: Abnormal Returns, Market Efficiency, Event Study, Analysts Recommendation, Donald Trump Election.

Lista de Tabelas

Tabela 1 - Quantidade de Empresas por Setor..... 20

Tabela 2 – Quantidade de Empresas por Grupo de Recomendações Após o Evento..... 21

Tabela 3 – Quantidade de Empresas por Grupo de Variações de Graduação na Recomendação dos Analistas..... 21

Tabela 4 – Informações Estatísticas do Grupo Total de Ativos da Base de Dados, Sem Discriminação..... 26

Tabela 5 – Testes de Significância Para o Grupo Total de Ativos da Base de Dados Sem Discriminação, em Diferentes Níveis de Confiança..... 26

Tabela 6 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Sofreram Downgrade na Recomendação dos Analistas..... 29

Tabela 7 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Sofreram Downgrade na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança..... 29

Tabela 8 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Sofreram Hold na Recomendação dos Analistas..... 30

Tabela 9 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Sofreram Hold na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança..... 30

Tabela 10 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Sofreram Upgrade na Recomendação dos Analistas..... 31

Tabela 11 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Sofreram Upgrade na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança..... 32

Tabela 12 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Foram de Hold Para Sell na Recomendação dos Analistas Após o Evento..... 34

Tabela 13 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Foram de Hold Para Sell na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança..... 34

Tabela 14 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Sofreram Foram de Buy Para Hold na Recomendação dos Analistas..... 35

Tabela 15 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Foram de Buy Para Hold na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança..... 35

Tabela 16 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Sofreram Foram de Sell Para Hold na Recomendação dos Analistas..... 36

Tabela 17 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Foram de Sell Para Hold na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança..... 36

Tabela 18 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Foram de Hold Para Buy na Recomendação dos Analistas..... 37

Tabela 19 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Foram de Hold Para Buy na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança..... 37

Lista de Figuras

Figura 1 – CAR Médio Acumulado de Todos os Ativos da Base, Sem Discriminação..... 25

Figura 2 – CAR Médio Acumulado Para Grupos de Ativos Que Sofreram Downgrade, Hold e Upgrade..... 28

Figura 3 – CAR Médio Acumulado Para Grupos de Ativos Que Foram de Hold Para Sell; Buy Para Hold; Sell Para Hold e Hold Para Buy Após o Evento..... 33

SUMÁRIO

1. Introdução..... 13

2. Revisão da Literatura..... 15

3. Metodologia e Base de Dados..... 19

4. Análise dos Resultados..... 25

4.1 Análise de Resultados para os Grupos de Ativos que Sofreram Downgrade, Hold ou Upgrade Após o Evento..... 28

4.2 Análise de Resultados para o grupo de Ativos que Foram de Hold para Sell; Buy para Hold; Sell para Hold e Hold para Buy Após o Evento..... 33

5. Referências Bibliográficas..... 40

Introdução

Um dos temas mais intrigantes do mercado financeiro, certamente está relacionado às forças que causam os movimentos nos preços dos ativos, levando diversos estudiosos a entrar no mérito da Teoria de Eficiência de Mercado.

A questão da Eficiência de Mercado, proposta por FAMA (1970), é um tema diversas vezes questionado pois nem sempre as informações disponíveis ao mercado são perfeitamente incorporadas aos preços. Desta forma, o suposto mecanismo pelo qual o preço das ações reflete de forma integral as informações disponíveis ao mercado, fazendo com que não seja possível gerar retornos excedentes, se torna questionável, pois, na verdade, observa-se que tais informações podem ser assimétricas e, com isso, retornos anormais possivelmente serem gerados. Ou seja, a informação assimétrica está relacionada com falhas no processo em que as informações transcorrem em um mercado, isto é, nem todos os indivíduos do mercado possuem as mesmas informações, fazendo com que alguns participantes do mercado não tomem decisões de forma racional, já que não tem acesso a tais dados.

Este trabalho, visando uma resposta para o tema ilustrado acima, verifica como e em qual magnitude o mercado acionário Norte Americano incorporou as recomendações dos analistas após a eleição presidencial de Donald Trump.

No presente estudo é feito um exame das recomendações e expectativas dos analistas de mercado acerca das principais empresas negociadas no mercado acionário dos Estados Unidos da América. Analisa-se o impacto no preço da ação assim que são divulgados upgrades e downgrades de recomendações utilizando-se para isso o retorno anormal acumulado ao redor da divulgação da alteração da recomendação.

Se os analistas conseguem ter mais informações que os a média dos investidores, e isso fosse reconhecido, seria esperado que o preço subisse para os upgrades de recomendações, caíssem para downgrades de recomendações e se mantivessem inalterados para casos em que não houve alteração de recomendações. Se o mercado é eficiente, o preço deveria incorporar a divulgação

de maneira imediata. Por isso verifica-se também o padrão do ajuste: imediato, overreaction ou underreaction.

Buscando avaliar o efeito dessas expectativas sobre os preços dos ativos, foi feita uma coleta de diversas recomendações de analistas através da base de dados da Thomson Reuters para os meses de novembro de 2016 até março de 2017.

Em seguida, foram estimados os retornos anormais acumulados de cada ação ao redor da divulgação da recomendação, até 30 dias após.

Os retornos anormais acumulados foram agrupados de acordo com upgrades, downgrades ou manutenção.

1. Revisão da literatura

A hipótese de Eficiência de Mercado proposta por FAMA (1970) define três formas distintas da eficiência: Fraca, Semiforte e Forte. De acordo com FAMA (1991), a forma fraca é caracterizada pela incorporação total das informações sobre os preços passados dos títulos por parte do mercado, ou seja, a obtenção de retornos anormais não é possível, baseando-se no fato de os preços passados serem bons sinalizadores de preços futuros. Já a forma semiforte, é dada pelos preços refletirem o histórico de comportamento dos preços e todas outras informações públicas, como balanços das companhias, notícias, comunicações de fatos relevantes e etc. Por fim, na forma Forte, os preços refletem tanto as informações públicas quanto as informações privadas.

FAMA (1991) menciona que, apesar de que na média os preços se ajustarem rapidamente a informações específicas da companhia, um resultado normal em estudos de evento é a maior dispersão nos retornos em dias próximos ao evento.

Damodaran (2012) argumenta que para avaliar investimentos é necessário saber se há a eficiência de mercado, já que em caso afirmativo, o preço do ativo é a estimativa de valor mais adequada. Porém, na ausência de eficiência de mercado, o preço da ação pode divergir do seu real valor.

Grossman e Stiglitz (1980) disseram que, levando em conta os custos de obtenção de informações e a condição de equilíbrio geral das utilidades esperadas dos investidores informados e dos não informados, o preço dos ativos não reflete todas as informações perfeitamente.

Cowles (1993) foi um dos primeiros a fazer uma análise sobre o impacto das recomendações de analistas ao analisar os esforços de previsão de 45 casas de investimento e concluiu que eles não criam valor para os investidores e que as recomendações não impactam no preço das ações. Além disso, mostrou que 16 casas de investimentos, ao fazer previsões entre janeiro de 1928 e julho de 1932, compilaram uma média de retorno que foram inferiores às médias das ações do mercado e, apresentou testes estatísticos que não demonstraram que os analistas demonstravam habilidades em fazer previsões. Também, mostrou que 24 publicações financeiras com o objetivo

de fazer previsões durante 1928 e 1932, falharam em 4% por ano em atingir um resultado tão bom quanto o da média dos grupos de ações aleatórias.

Colker (1963), em sua tentativa de mensurar o sucesso nas recomendações do Wall Street Journal entre 1960 e 1961, usando o S&P425 como um benchmark, observou que estas foram estreitamente piores do que o mercado.

Logue e Tuttle (1973) analisaram recomendações das seis maiores corretoras em 1970 e 1971 e concluíram que estas recomendações não levavam a uma performance de retornos superior ao esperado ao levar-se em conta o custo de obter tais recomendações. Porém, destacaram que recomendações de Sell eram mais valiosas.

Diefenback (1972) concluiu em seus estudos, resultados similares ao de Cowles (1933) e Colker (1963).

Glezakos e Merika (2007) também analiisaram os impactos das recomendações de analistas nos preços das ações negociadas no mercado de Atenas (ASE) e encontraram resultados contraditórios com o da maior parte da literatura. Eles concluiram após um Estudo de Eventos que as recomendações dos analistas não resultaram em retornos excessivos significativos.

Porém, por outro lado, pesquisadores como Copeland e Mayers (1982) ao analisar uma série temporal longa de dados, concluiram que havia retornos anormais positivos em ações ranqueadas como Strong Buy e Buy, ao passo que retornos anormais surgiam em ações classificadas como Sell e Strong Sell. Constataram que, dependendo do benchmark utilizado para o mercado, ativos com recomendação de Strong Buy obtiveram retornos de aproximadamente 1,5% superiores e, que ativos com recomendação de Strong Sell obtiveram retornos de aproximadamente 3% inferiores em uma janela temporal de até seis meses.

Outros pesquisadores como Davies e Canes (1978) e Black (1973), também afirmaram que as recomendações dos analistas têm impacto no preço dos ativos. Givoly e Lakonishok (1979) afirmaram o mesmo, reportando a existência de retornos anormais, onde, em seu trabalho, formaram um portfólio de ativos que receberam upgrades e outro formado por ativos que

receberam downgrades. Eles concluíram que o portfólio que teve upgrade nas revisões, obtiveram ganhos de 3,1% superiores ao outro portfólio.

Womack (1996) estudou a capacidade dos analistas de influenciarem os preços das ações e, observou que diversas casas de investimento investem nesses analistas para que eles auxiliem seus clientes, de modo a obterem melhores retornos e assim, ganhando reputação. Ao observar os volumes e preços de ações recomendadas examinando uma janela de 3 dias em relação ao evento, obteve resultados de que as recomendações contêm informações uteis, ajudando seus clientes e, com isso, ganhando reconhecimento. Desta forma, os resultados obtidos ficaram em consistência com as hipóteses de informação, pois ações recomendadas subiram 3% na janela de 3 dias em relação ao evento e 2,4% para o começo de um mês após dois dias da recomendação.

Ainda sobre Womack (1996), este descreveu que o retorno médio de um período de três dias em torno das mudanças de recomendações que foram para Buy, Strong Buy ou para listas de convicção, foi de 3%. Se comparado a recomendações de Sell, a reação ficou ainda maior, em torno dos -4,5%. Além do mais, tratando de ativos que tiveram uma recomendação de Buy, concluiu que o retorno anormal acumulado em um mês, começando no terceiro dia após a recomendação, é superior a 2%. Concluiu também que as reações do mercado à downgrades também são significantes e mais intensas, pois o retorno anormal inicial para estes casos se mostrava em torno de -2%, com os 6 meses subsequentes, apresentando retornos variando de -2% a -5%. Dependendo do bechmark a ser utilizado, as ações que receberam uma recomendação de Sell, tiveram, em média, uma queda de 4 a 5% em uma janela de 3 dias em relação ao evento, com este valor podendo ser ainda mais negativo se for considerado uma janela de 6 meses.

Porém, como diferentes autores chegam a diferentes resultados acerca dos impactos das expectativas dos analistas nos preços das ações, não há consenso acerca da relevância dos analistas de mercado.

Murg, Pachler e Zeitlberger (2014) fizeram um estudo para analisar os impactos das recomendações de analistas nos preços das ações negociadas no mercado austríaco e concluiram que na maior parte das recomendações

de sell que mudaram para buy, foram observados retornos anormais de 1,232%, enquanto que recomendações que mudaram de buy para sell apresentaram um valor de -1,534%. As recomendações que se mantiveram em buy ou sell apresentaram 0,436% e 0,672% respectivamente.

Kumar, Chatuverdula, Rastogi e Bang (2009) estudaram o mesmo assunto, porém com foco no mercado de ações da Índia e, concluiram que recomendações dos analistas ajudam os investidores a obterem retornos anormais no dia da recomendação. Porém, por outro lado, recomendações de sell não apresentaram retornos anormais negativos significantes.

Alguns artigos utilizaram uma base de dados da ‘Zacks Investment Research’, a qual inclui um grande número de recomendações desde 1985. Autores como Barber, Lehany McNichols e Trueman (2001), encontraram um excesso de retorno de 4% para ações que atraíram uma recomendação de "Strong Buy".

Narashiman (2004), derivando dados da mesma base de dados, concluem que apenas as mudanças nas recomendações dos analistas estão associadas a retornos anormais substanciais.

3. Metodologia e Base de Dados

Este trabalho tem como embasamento Womack (1996) e baseia-se em um Estudo de Eventos, que consiste em analisar a existência ou não existência de uma reação significativa do mercado financeiro norte americano em relação a um evento, que, no caso, é o importante primeiro discurso do presidente Donald Trump ao Senado Norte Americano, que ocorreu no dia 28 de fevereiro de 2017.

Estabelecendo uma janela de tempo para o estudo, que variou de um dia antes do evento até 30 dias após o evento, foi possível analisar a magnitude da reação dos preços dos ativos financeiros em dias próximos à divulgação das recomendações dos analistas. Upgrades de recomendações deveriam subir, manutenção se manter e downgrades cair.

A data do evento selecionado para o estudo foi o dia 28 de fevereiro de 2017. Dentre o período pré e pós eleição de Donald Trump, esta foi a data em que um maior número de empresas sofreram mudanças de recomendações por parte dos analistas. O suposto motivo para tal acontecimento teria sido o primeiro discurso de Donald Trump ao Senado, esclarecendo brevemente alguns temas como políticas de comércio, defesa, imigração e outros, com uma postura mais unificadora em seu discurso, divergindo do tom inicialmente abordado em sua campanha.

Foram adotadas janelas de -1 a +1; -1 a +5; -1 a +15 e -1 a +30 dias, com o objetivo de capturar o efeito de tal discurso ao Senado. Como este havia sido o primeiro discurso ao Senado, só foi retrocedido um dia no tempo em relação ao evento. Porém, as janelas avançam em diversos intervalos de até 30 dias após o evento, como o objetivo de obter os efeitos ao longo dos dias subsequentes ao evento e, também, para entender em quais momentos as reações do mercado se acentuaram.

As recomendações de ações feitas pelos analistas, assim como o histórico de recomendações passadas para analisar se houve alteração foram coletados na base de dados da I/B/ES Econômico, com frequência diária do dia 01/11/2016 até 26/04/2017.

Coletou-se também, séries de preços de fechamento diário de 3.370 ações em USD pertencentes a 40 setores diferentes. Além disso, coletou-se o retorno diário do S&P500 e o retorno diário do US Treasury Bond de 10 anos para as datas de 01/11/2016 até 26/04/2017 com frequência diária.

Tabela 1 –Quantidade de Empresas por Setor

SETORES	QUANTIDADE
Aerospace & Defense	26
Alternative Energy	73
Automobiles & Parts	177
Banks	22
Beverages	176
Chemicals	59
Construction & Materials	38
Electricity	86
Electronic & Electrical Equipment	34
Equity Investment Instruments	115
Financial Services (Sector)	32
Fixed Line Telecommunications	71
Food & Drug Retailers	129
Food Producers	157
Forestry & Paper	5
Gas, Water & Multiutilities	193
General Industrials	16
General Retailers	38
Health Care Equipment & Services	48
Household Goods & Home Construction	22
Industrial Engineering	86
Industrial Metals & Mining	76
Industrial Transportation	80
Leisure Goods	10
Life Insurance	16
Media	33
Mining	9
Mobile Telecommunications	144
Nonlife Insurance	44
Oil & Gas Producers	55
Oil Equipment & Services	204
Personal Goods	21
Pharmaceuticals & Biotechnology	135
Real Estate Investment & Services	39
Real Estate Investment Trusts	17
Software & Computer Services	36
Support Services	106
Technology Hardware & Equipment	273
Tobacco	374
Travel & Leisure	95
TOTAL DE EMPRESAS NA BASE DE DADOS:	**3.370**

Dentre as recomendações dos analistas sobre as ações pertencentes a base de dados, observou-se que algumas delas sofreram Upgrades, Downgrades ou Hold após o evento. A relação de empresas que se enquadra em cada grupo pode ser vista na Tabela 2.

Tabela 2 – Quantidade de Empresas por Grupo de Recomendações Após o Evento:

Upgrade	Hold	Downgrade
1006	1474	890

Após fazer a estratificação dos grupos descritos acima, optou-se por diferenciar mais grupos de empresas para incluir no estudo. Foram criados grupos de empresas que sofreram as seguintes alterações nas recomendações dos analistas: Hold para Buy, Sell para Buy (zero casos), Sell para Hold, Buy para Hold, Hold para Sell e Buy para Sell (zero casos).

A criação desses grupos se deu pelo seguinte método: Cada analista dá uma recomendação para o ativo. Esta recomendação varia de 1 até 5, onde 1 equivale a “Strong Buy”, 2 equivale a “Buy”, 3 equivale a “Hold”, 4 equivale a “Sell” e, por fim, 5 equivale a “Strong Sell”. Em seguida, a base de dados da I/B/ES compila a média simples das recomendações. Porém, para comprimir esses grupos entre “buy”, “hold” e “sell”, considerou-se que: Variações entre 1 e 2,5 são considerados como o grupo generalizado de “Buy”. Variações entre 2,5 e 3,5, foram considerados como o grupo “Hold”. Por fim, grupos que obtiveram a média de recomendações variando entre 3,5 e 5 foram generalizadas como o grupo “Sell”.

A quantidade de empresas dentro de cada um dos grupos pode ser vista na tabela 3:

Tabela 3 – Quantidade de Empresas por Grupo de Variações de Graduação na Recomendação dos Analistas:

H to B	S to H	B to H	H to S
38	3	46	2

O retorno anormal é definido como o diferencial de retorno em relação a um modelo de equilíbrio. No caso, utilizou-se o CAPM, e seus parâmetros foram estimados pelo index model:

$$Ri - Rf = \alpha + \beta\,(Rm - Rf) + \varepsilon \qquad \textbf{(1)}$$

Onde:

α = Constante

Rf= US Treasury Bond 10 Anos

Rm= S&P500

β = Coeficiente da regressão histórica do ativo em relação às variações do retorno de mercado.

Os retornos anormais foram obtidos através da equação (2)

$$RA_{i,t} = R_{i,t} - \alpha_i + \beta_i\,(R_m - R_f) \qquad (2)$$

Onde $RA_{i,t}$ é o retorno anormal do ativo *i* no instante *t.*

E o Retorno Anormal Acumulado é obtido por:

$$CARi\,(t1\,,t2) = \sum_{t1}^{t2} ARit \qquad \textbf{(3)}$$

Onde a variância do Retorno Anormal Acumulado pode ser descrita por:

$$\sigma_i^2 = (t_1\,,\,t2) = (t_2 - t_1 + 1)\,\sigma^2_{e1} \qquad (4)$$

Como o estudo se dará ao examinar diversos títulos, fez-se necessário calcular as médias dos retornos anormais para o intervalo de tempo determinado com base no tempo relacionado ao evento.

Importante ressaltar que se parte de uma premissa de que não existe correlação entre os retornos anormais de diferentes títulos. Na ausência de qualquer sobreposição e mantendo-se os pressupostos da distribuição de frequência, os

retornos anormais e os retornos anormais acumulados serão independentes nos títulos (CAMPBELL, LE e MACKINLAY, 1997).

O cálculo dos retornos anormais é feito de modo a considerar diferentes períodos. Tanto anteriores ao evento quanto posteriores.

No estudo, para a obtenção dos retornos anormais, foi considerado o número de dias (n) iguais a**: -1; 1; 5; 15; 30**. Ou seja, de um dia anterior ao evento até 30 dias após o evento.

As recomendações foram classificadas em:

- Upgrades (U)
- Hold (H)
- Downgrade (D)
- Hold para Buy (H to B)
- Sell para Hold (S to H)
- Buy para Hold (B to H)
- Hold para Sell (H to S)

Em seguida, as ações foram dispostas entre três diferentes grupos: Grupo de ativos que receberam upgrade na recomendação, grupos com hold na recomendação e, também, grupos de ativos que receberam um downgrade nas recomendações dos analistas. Além disso, estudou-se grupos que sofreram alterações de hold para buy, de sell para buy, sell para hold, buy para hold, hold para buy e buy para sell. Onde, supostamente recomendações com upgrade impactariam positivamente o preço da ação e, recomendações com downgrade impactariam negativamente o preço da ação. Casos de holds, hipoteticamente não deveriam ter impactos significantes em seus preços.

Para cada um dos grupos citados, obteve-se os retornos anormais acumulados para cada uma das janelas de tempo e, em seguida, obteve-se o Retorno Anormal Acumulado médio para cada um.

Onde Retorno Anormal Acumulado na data T médio é:

$$\overline{CAR_T} = \frac{\sum_{i=1}^{n} CAR_{i,t}}{n} \quad \textbf{(5)}$$

Em seguida, foi estimado a estatística t para testar o CAR, como sugerido por Campbell, Lo e Mackinlay (1997):

$$\text{Estatística t} = \frac{\overline{CAR_T}}{\sqrt{\hat{\sigma}_T^2}} \quad \textbf{(6)}$$

$$\text{Onde:} \quad \hat{\sigma}_T^2 = \frac{\sum_{i=1}^{n} \sigma_T^2}{n^2} \quad \textbf{(7)}$$

Em seguida, foram testadas as seguintes hipóteses:

Hipótese 1: Em média, o CAR dos downgrades é negativo.

Hipótese 2: Em média o CAR dos upgrades é positivo.

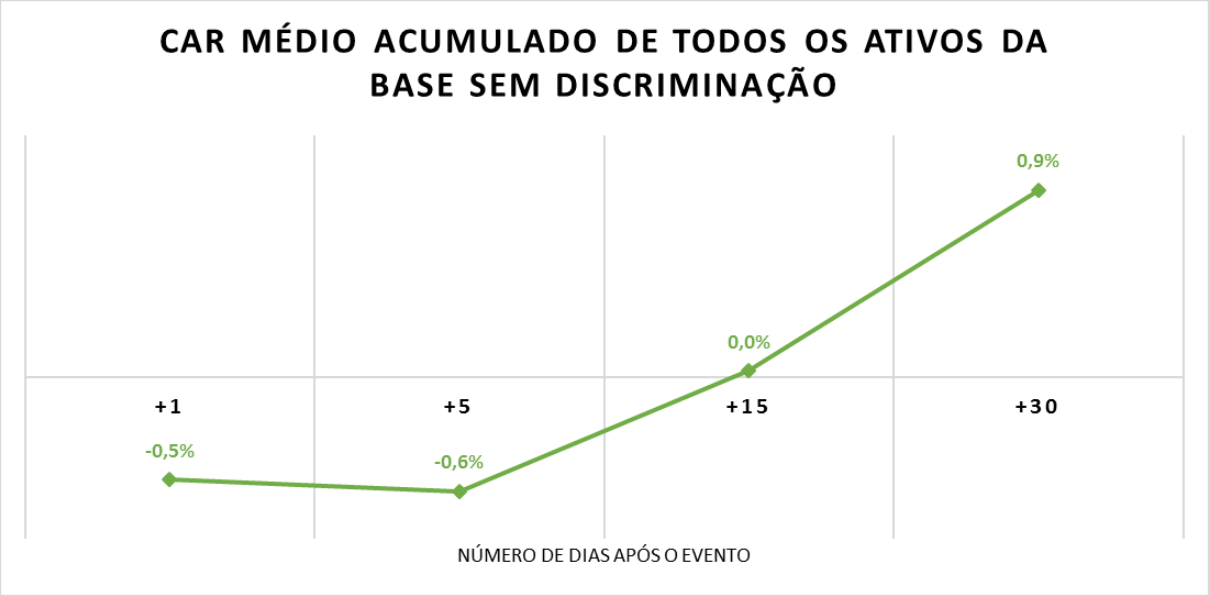
Hipótese 3: Em média o CAR quando não houve alteração de recomendação é zero.

4. ANÁLISE DE RESULTADOS

Após o evento de 28 de fevereiro de 2017, onde o Presidente Donald Trump fez seu primeiro e simbólico discurso ao Senado Norte Americano, esclarecendo brevemente alguns temas como políticas de comércio, econômicas, de defesa, imigração e outros, observou-se que a existência de retornos anormais esteve presente em alguns dos grupos analisados, porém de maneira distinta e variando conforme o tamanho da janela de tempo estudada.

Considerando-se a totalidade dos ativos presentes na base de dados, sem fazer nenhum tipo de discriminação, pôde-se observar que o comportamento do retorno anormal acumulado médio foi incialmente negativo entre os primeiros 5 dias após o evento, porém, em seguida, o comportamento foi de acúmulos positivos de retornos anormais acumulados médios, como pode ser visto na figura 1.

Figura 1 – CAR Médio Acumulado de Todos os Ativos da Base, Sem Discriminação.



Ainda dentro deste grupo de análise, foi possível observar as seguintes informações estatísticas, conforme descritas na Tabela 4.

Tabela 4 – Informações Estatísticas do Grupo Total de Ativos da Base de Dados, Sem Discriminação.

Janela de Tempo:	De -1 até +1 Dia	De -1 até +5 Dias	De -1 até +15 Dias	De -1 até +30 Dias
CAR Médio	-0,0051	-0,0056	0,0003	0,0093
Sigma2:	0,0000001637	0,0000011835	0,0000006846	0,0000005092
Número de Ativos:	3370	3370	3370	3370
Graus de Liberd:	3369	3369	3369	3369
t-Statistic:	-12,5	-5,2	0,4	13,0

Porém, analisando as estatísticas t para determinar em quais casos estes retornos anormais acumulados médios (como observados na figura 1) são significantes, obteve-se as seguintes conclusões descritas na Tabela 5.

Tabela 5 – Testes de Significância Para o Grupo Total de Ativos da Base de Dados Sem Discriminação, em Diferentes Níveis de Confiança.

Janela de Tempo:	De -1 até +1 Dia	De -1 até +5 Dias	De -1 até +15 Dias	De -1 até +30 Dias
Confiança	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?
95%	*SIM*	*SIM*	*NÃO*	*SIM*
98%	*SIM*	*SIM*	*NÃO*	*SIM*
99%	*SIM*	*SIM*	*NÃO*	*SIM*
99,9%	*SIM*	*SIM*	*NÃO*	*SIM*

Como se pode observar, os retornos anormais acumulados para os casos de –1 até +1 dia, -1 até +5 dias e -1 até +30 dias em relação ao evento, se mostraram significantes com 99,9% de confiança. Ou seja, é possível concluir que, com 99,9% de confiança, houve evidências para afirmar que, de fato, teve-se retornos anormais acumulados nas janelas descritas. Porém, o mesmo não pode ser dito para o caso de -1 até +15 dias em relação ao evento, pois não houve evidências para afirmar que se teve retornos anormais acumulados nem com 95% de confiança.

Desta forma, pode-se dizer que, no início, o mercado teve uma pequena reação negativa, mas após 5 dias, em média, a reação foi positiva, aumentando até 30 dias. Isso pode ser interpretado como o mercado digerindo as informações em

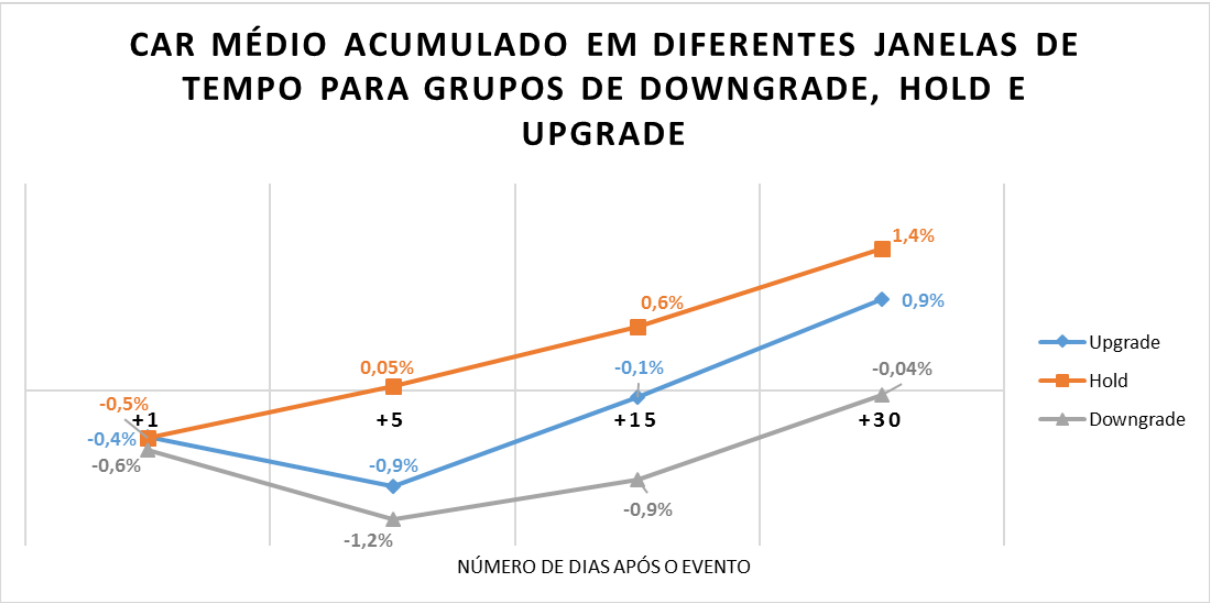
relação ao discurso de Donald Trump ao Senado e, por fim, reagindo positivamente em média.

Além desse estudo feito em cima do agrupamento que inclui todos os ativos da base de dados sem discriminação, este trabalho irá discutir outros sete diferentes tipos de agrupamentos dos ativos presentes na base. Quando aplicada o mesmo tipo de análise observada acima para diferentes tipos de agrupamentos de ativos, ou seja, com discriminação, pôde-se concluir diferentes resultados.

4.1. ANÁLISE DE RESULTADOS PARA OS GRUPOS DE ATIVOS QUE SOFRERAM DOWNGRADE, HOLD OU UPGRADE APÓS O EVENTO

A figura 2 contém uma comparação dentre os ativos da base, porém, com uma discriminação entre os que sofreram downgrade, hold e upgrade e, a partir disto, pode-se observar diferentes comportamentos de retornos anormais acumulados ao longo dos dias após ao evento. Já na tabela 2, contém uma análise de significância de tais valores.

Figura 2 – CAR Médio Acumulado Para Grupos de Ativos Que Sofreram Downgrade, Hold e Upgrade.



Para o grupo de ativos que sofreram downgrade nas recomendações dos analistas após o evento estudado, observou-se que, após um dia em relação ao evento, o mercado reagiu conforme a recomendação dos analistas, porém, depois do 5º dia seguido do evento desconsiderou as recomendações, pois os retornos anormais médios acumulados, apesar de negativos, foram se tornando cada vez menos negativos.

Ainda dentro deste grupo, é necessário observar as informações estatísticas e, também, realizar um teste de significância para os valores observados na figura 2.

Tabela 6 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Sofreram Downgrade na Recomendação dos Analistas.

Janela de Tempo:	De -1 até +1 Dia	De -1 até +5 Dias	De -1 até +15 Dias	De -1 até +30 Dias
CAR Médio:	-0,0058	-0,0125	-0,0086	-0,0004
Sigma2:	0,0000004989	0,0000030308	0,0000017384	0,0000011875
Número de Ativos:	890	890	890	890
Graus de Liberd:	889	889	889	889
t-Statistic:	-8,1	-7,2	-6,6	-0,4

Tabela 7 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Sofreram Downgrade na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança.

Janela de Tempo:	-1+1	-1+5	-1+15	-1+30
Confiança	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?
95%	*SIM*	*SIM*	*SIM*	*NÃO*
98%	*SIM*	*SIM*	*SIM*	*NÃO*
99%	*SIM*	*SIM*	*SIM*	*NÃO*
99,9%	*SIM*	*SIM*	*SIM*	*NÃO*

Como se pode observar, os retornos anormais acumulados para os casos de –1 até +1 dia, -1 até +5 dias e -1 até +15 dias em relação ao evento, se mostraram significantes com 99,9% de confiança. Ou seja, é possível concluir que, com 99,9% de confiança, houve evidências para afirmar que, de fato, teve-se retornos anormais acumulados nas janelas descritas. Porém, o mesmo não pode ser dito para o caso

de -1 até +30 dias em relação ao evento, pois não houve evidências para afirmar que se teve retornos anormais acumulados nem com 95% de confiança.

Desta forma, pode-se interpretar que o mercado se atentou às recomendações dos analistas até o quinto dia após o evento, porém, depois disso, ignorou as recomendações dos analistas de mercado.

Além do grupo de ativos que sofreram downgrade nas recomendações, podemos observar que o grupo de ativos que tiveram hold nas recomendações das analistas apresentaram retornos anormais crescentes ao longo do tempo (como visto na Figura 2), implicando na conclusão de que o mercado ignorou as recomendações dos analistas. Porém, é necessário observar as informações estatísticas e, também, realizar um teste de significância em cima dos números apresentados.

Tabela 8 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Sofreram Hold na Recomendação dos Analistas.

Janela de Tempo:	De -1 até +1 Dia	De -1 até +5 Dias	De -1 até +15 Dias	De -1 até +30 Dias
CAR Médio:	-0,0045	0,0005	0,0061	0,0137
Sigma2:	0,000000388	0,000003455	0,000002046	0,000001689
Número de Ativos:	1473	1473	1473	1473
Graus de Liberd:	1472	1472	1472	1472
t-Statistic:	-7,3	0,2	4,3	10,6

Tabela 9 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Sofreram Hold na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança.

Janela de Tempo:	-1+1	-1+5	-1+15	-1+30
Confiança	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?
95%	*SIM*	*NÃO*	*SIM*	*SIM*
98%	*SIM*	*NÃO*	*SIM*	*SIM*
99%	*SIM*	*NÃO*	*SIM*	*SIM*
99,9%	*SIM*	*NÃO*	*SIM*	*SIM*

Como se pode observar, os retornos anormais acumulados para os casos de –1 até +1 dia, -1 até +15 dias e -1 até +30 dias em relação ao evento, se mostraram significantes com 99,9% de confiança. Ou seja, é possível concluir que, com 99,9% de confiança, houve evidências para afirmar que, de fato, teve-se retornos anormais acumulados nas janelas descritas. Porém, o mesmo não pode ser dito para o caso

de -1 até +5 dias em relação ao evento, pois não houve evidências para afirmar que se teve retornos anormais acumulados nem com 95% de confiança.

De tal forma, pode-se interpretar que o mercado ignorou as recomendações de hold dos analistas.

Ainda, aplicando a mesma análise para o grupo de ativos que sofreram Upgrade na recomendação dos analistas, podemos observar na Figura 2 que, aparentemente, em um momento inicial, o mercado desprezou as recomendações dos analistas, pois o retorno anormal acumulado mostrou-se negativamente crescente após 1 dia e após 5 dias em relação ao evento. Porém, após o 5º dia, em direção ao 30º dia após o evento, o mercado reagiu conforme as recomendações dos analistas. Ou seja, o retorno anormal acumulado no 15º dia e 30º dia, foram positivos e crescentes.

Porém, observando as informações estatísticas e, também, realizando um teste de significância em cima dos números apresentados, pode-se concluir que, com 95% de confiança, os retornos anormais acumulados de -1 até +15 dias em relação ao evento não se mostraram significantes.

Já para os para os casos de –1 até +1 dia, -1 até +5 dias e -1 até +30 dias em relação ao evento, os retornos anormais acumulados se mostraram significantes com 99,9% de confiança. Ou seja, é possível concluir que, com 99,9% de confiança, houve evidências para afirmar que, de fato, teve-se retornos anormais acumulados nas janelas descritas.

Desta forma, podemos dizer que, apesar de o mercado ter ignorado os analistas inicialmente, após o quinto dia, em média, o mercado se atentou a tais recomendações de buy, e os retornos anormais acumulados foram crescentes até 30 dias após o evento.

Tabela 10 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Sofreram Upgrade na Recomendação dos Analistas.

Janela de Tempo:	De -1 até +1 Dia	De -1 até +5 Dias	De -1 até +15 Dias	De -1 até +30 Dias
CAR Médio	-0,0045	-0,0092	-0,0006	0,0088
Sigma2:	0,0000007902	0,0000032008	0,0000018997	0,0000013563
Número de Ativos:	1006	1006	1006	1006
Graus de Liberd:	886	886	886	886
t-Statistic:	-5,1	-5,1	-0,5	7,5

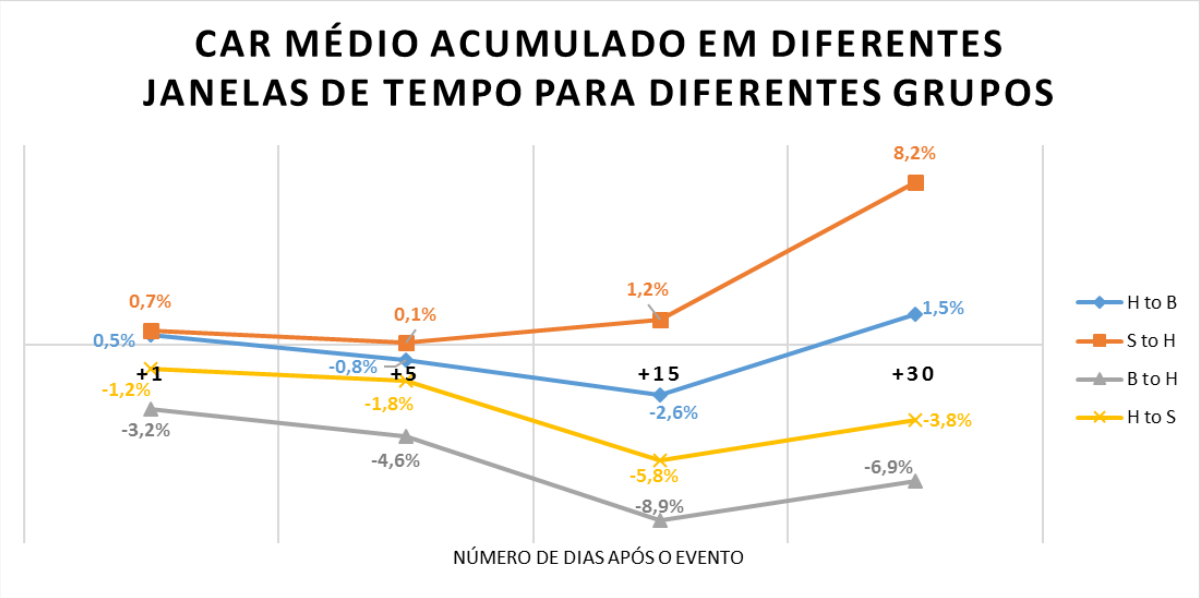
Tabela 11 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Sofreram Upgrade na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança.

Janela de Tempo:	-1+1	-1+5	-1+15	-1+30
Confiança	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?
95%	*SIM*	*SIM*	*NÃO*	*SIM*
98%	*SIM*	*SIM*	*NÃO*	*SIM*
99%	*SIM*	*SIM*	*NÃO*	*SIM*
99,9%	*SIM*	*SIM*	*NÃO*	*SIM*

4.2. ANÁLISE DE RESULTADOS PARA OS GRUPOS DE ATIVOS QUE FORAM DE HOLD PARA SELL; BUY PARA HOLD; SELL PARA HOLD E HOLD PARA BUY APÓS O EVENTO

Quando é feita uma observação ainda mais profunda dos ativos pertencentes à base de dados, dividindo-os em grupos que foram de hold para sell; buy para hold; sell para hold e hold para buy após o evento, observa-se comportamentos ainda mais distintos para os retornos anormais acumulados ao longo dos dias após ao evento. Para tanto, se faz necessário analisar a significância de tais valores.

Figura 3 – CAR Médio Acumulado Para Grupos de Ativos Que Foram de Hold Para Sell; Buy Para Hold; Sell Para Hold e Hold Para Buy Após o Evento.



Para o grupo de ativos que foram de Hold para Sell nas recomendações dos analistas após o evento estudado, observou-se que após quinze dias em relação ao evento o mercado reagiu conforme a recomendação dos analistas, onde, consecutivamente, os retornos anormais acumulados foram se tornando cada vez mais negativos. Porém, entre o 15º dia e 30º após o evento houve uma correção, e os retornos anormais acumulados se tornaram menos negativos (conforme visto na figura 3).

Ainda dentro deste grupo, é necessário observar as informações estatísticas e, também, realizar um teste de significância para os valores observados na figura 3 e assim validar tais conclusões.

Tabela 12 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Foram de Hold Para Sell na Recomendação dos Analistas Após o Evento.

Janela de Tempo:	De -1 até +1 Dia	De -1 até +5 Dias	De -1 até +15 Dias	De -1 até +30 Dias
CAR Médio:	-0,0122	-0,0182	-0,0582	-0,0379
Sigma2:	0,0000024516	0,0008903868	0,0003319415	0,0001245673
Número de Ativos:	2	2	2	2
Graus de Liberd:	1,0	1,0	1,0	1,0
t-Statistic:	-7,8	-0,6	-3,2	-3,4

Tabela 13 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Foram de Hold Para Sell na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança.

Janela de Tempo:	-1+1	-1+5	-1+15	-1+30
Confiança	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?
95%	*SIM*	*NÃO*	*SIM*	*SIM*
98%	*SIM*	*NÃO*	*SIM*	*SIM*
99%	*SIM*	*NÃO*	*SIM*	*SIM*
99,9%	*SIM*	*NÃO*	*NÃO*	*SIM*

Como se pode observar na tabela 13, os retornos anormais acumulados para os casos de –1 até +1 dia, -1 até +15 dias e -1 até +30 dias em relação ao evento, se mostraram significantes com 99% de confiança. Nos casos de -1 até +1 e -1 até +30 dias, os retornos anormais acumulados se mostraram significantes até mesmo com 99,9% de confiança. Ou seja, é possível concluir que, com 99,9% de confiança, houve evidências para afirmar que, de fato, teve-se retornos anormais acumulados nas janelas descritas. Porém, o mesmo não pode ser dito para o caso de -1 até +5 dias em relação ao evento, pois não houve evidências para afirmar que se teve retornos anormais acumulados nem com 95% de confiança.

Além do grupo de ativos que foram de Hold para Sell nas recomendações, podemos observar que o grupo de ativos que foram de Buy para Hold nas recomendações dos analistas após o evento, tiveram uma reação em conformidade com a recomendação dos analistas, pois 15 dias após o evento, a reação do mercado levou, consecutivamente, aos retornos anormais acumulados dos ativos a

se tornarem cada vez mais negativos. Porém, entre o 15º dia e o 30º dia após o evento houve uma correção, e os retornos anormais acumulados se tornaram menos negativos. Porém, é necessário observar as informações estatísticas e, também, realizar um teste de significância em cima dos números apresentados.

Tabela 14 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Sofreram Foram de Buy Para Hold na Recomendação dos Analistas.

Janela de Tempo:	De -1 até +1 Dia	De -1 até +5 Dias	De -1 até +15 Dias	De -1 até +30 Dias
CAR Médio:	-0,0324	-0,0465	-0,0887	-0,0687
Sigma2:	0,0000251607	0,0000205117	0,0000202947	0,0000192084
Número de Ativos:	46	46	46	46
Graus de Liberd:	45	45	45	45
t-Statistic:	-6,5	-10,3	-19,7	-15,7

Tabela 15 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Foram de Buy Para Hold na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança.

Janela de Tempo:	-1+1	-1+5	-1+15	-1+30
Confiança	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?
95%	SIM	SIM	SIM	SIM
98%	SIM	SIM	SIM	SIM
99%	SIM	SIM	SIM	SIM
99,9%	SIM	SIM	SIM	SIM

Como se pode observar, os retornos anormais acumulados para todos os casos se mostraram significantes com 99,9% de confiança. Ou seja, é possível concluir que, com 99,9% de confiança, houve evidências para afirmar que, de fato, teve-se retornos anormais acumulados nas janelas descritas.

Já para os casos onde a recomendação dos analistas variou de Sell para Hold, pode-se notar que houve retornos anormais acumulados positivos, onde este se tornou menor entre o primeiro e o 5º dia após o mesmo. Porém, após o 5º dia depois do evento, os retornos anormais acumulados médios continuaram positivos, mas foram crescentes (como visto na figura 3).

Ainda assim, faz-se necessário observar as informações estatísticas e, também, realizar um teste de significância em cima dos números apresentados na figura 3 para este grupo de ativos, pois só assim é possível validar tal conclusão.

Tabela 16 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Sofreram Foram de Sell Para Hold na Recomendação dos Analistas.

Janela de Tempo:	De -1 até +1 Dia	De -1 até +5 Dias	De -1 até +15 Dias	De -1 até +30 Dias
CAR Médio:	0,0070	-0,0374	0,0124	0,0817
Sigma2:	0,0001392949	0,0011300313	0,0006588143	0,0005779504
Número de Ativos:	3	3	3	3
Graus de Liberd:	2,0	2,0	2,0	2,0
t-Statistic:	0,6	-1,1	0,5	3,4

Tabela 17 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Foram de Sell Para Hold na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança.

Janela de Tempo:	-1+1	-1+5	-1+15	-1+30
Confiança	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?
95%	*NÃO*	*NÃO*	*NÃO*	*SIM*
98%	*NÃO*	*NÃO*	*NÃO*	*SIM*
99%	*NÃO*	*NÃO*	*NÃO*	*SIM*
99,9%	*NÃO*	*NÃO*	*NÃO*	*SIM*

Como se pode observar, os retornos anormais acumulados para os casos de -1 até +1 dia; -1 até +5 dias e -1 até +15 dias, mostraram-se insignificantes com 95% de confiança. Ou seja, com 95% de confiança, não se pode concluir que houve evidências para afirmar que, de fato, teve-se retornos anormais acumulados nas janelas descritas acima. Assim, não podemos validar a significância dos dados observados na figura 3 para as três primeiras janelas.

Porém, o caso da janela que variava de -1 até +30 dias após ao evento é diferente, pois, pode-se concluir com 99,9% de confiança que o retorno anormal acumulado nesta janela se mostrou significante.

Por fim, inspecionando o figura 3, em especial o grupo de ativos que tiveram mudanças nas recomendações indo de Hold para Buy, vemos que até o 15º dia após o evento, os retornos anormais médios acumulados foram crescentemente

negativos e, depois disso, chegaram a apresentar um retorno anormal acumulado médio de +1,5%.

Ainda assim, para validar tais informações, é necessário analisar mais dados estatísticos e os testes de significância.

Tabela 18 - Informações Estatísticas do Grupo de Ativos Que Foram de Hold Para Buy na Recomendação dos Analistas.

Janela de Tempo:	De -1 até +1 Dia	De -1 até +5 Dias	De -1 até +15 Dias	De -1 até +30 Dias
CAR Médio:	0,0048	-0,0077	-0,0257	0,0152
Sigma2:	0,0000169931	0,0000191897	0,0000188280	0,0000180755
Número de Ativos:	38	38	38	38
Graus de Liberd:	37,0	37,0	37,0	37,0
t-Statistic:	1,2	-1,8	-5,9	3,6

Tabela 19 - Testes de Significância Para o Grupo de Ativos Que Foram de Hold Para Buy na Recomendação dos Analistas, em Diferentes Níveis de Confiança.

Janela de Tempo:	-1+1	-1+5	-1+15	-1+30
Confiança	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?	Rejeita Ho ?
95%	*NÃO*	*NÃO*	*SIM*	*SIM*
98%	*NÃO*	*NÃO*	*SIM*	*SIM*
99%	*NÃO*	*NÃO*	*SIM*	*SIM*
99,9%	*NÃO*	*NÃO*	*SIM*	*SIM*

Portanto, com 95% de confiança, não se pode concluir que os retornos anormais acumulados foram significantes para as janelas de -1 até +1; -1 até +5 e -1 até +15 dias em relação ao evento. Porém, no caso da janela de -1 até +30 dias após o evento, pode-se concluir com 99,9% de confiança que os retornos anormais acumulados foram, em média, de 1,5%.

Ao final do estudo, pode-se dizer que, inicialmente, o mercado acionário como um todo teve uma pequena reação negativa em relação ao discurso de Trump ao senado, mas após 5 dias, em média, a reação foi positiva, aumentando até o 30º dia. Isso pode ser interpretado como o mercado digerindo as informações em relação ao discurso de Donald Trump ao Senado e, por fim, reagindo positivamente em média.

Além disso, pode-se concluir que nem todos os casos tiveram a reação conforme o esperado. Percebe-se que o mercado nem sempre age em conformidade com as recomendações dos analistas de mercado e que, inclusive, há casos em que este age de maneira oposta às recomendações dos analistas.

Além disso, percebe-se que nos casos de upgrade o mercado, em média, atendeu as recomendações dos analistas, pois, apesar de, inicialmente, ir no sentido contrário das recomendações, após cinco dias o mercado reagiu conforme as recomendações dos analistas. Além do mais, no caso dos ativos que foram de buy pra hold e dos ativos que foram de hold para sell, concluiu-se que, em média, o mercado também reagiu conforme as recomendações dos analistas, pois desde o início mostrou reações em par com as recomendações do mercado, apesar de que após o décimo quinto dia as reações foram em direções opostas às recomendações.

Já no caso de ativos que sofreram hold, sell, e no caso de ativos que foram de hold para buy e sell para hold, o mercado ignorou as recomendações dos analistas, apesar de exibir congruência com as recomendações dos mesmos após o 15º dia.

Outro item que fica torna-se notável ao longo do trabalho é o tempo de reação do mercado frente a informações e eventos que supostamente surgem em uma economia. Observa-se que em alguns casos a reação pode ser instantânea ou pode se intensificar ao longo dos dias. Inclusive, em outros casos, as reações do mercado à tais eventos e/ou informações podem se inverter com o passar dos dias.

Nota-se que, apesar de não ter havido mudanças de recomendações dos analistas no entorno do décimo quinto dia após o evento, esta foi a data em que as reações do mercado como um todo mais se mostraram positivas, exibindo um maior grau de elevação nos retornos anormais positivos, o que nos leva a crer que, de acordo com o modelo, este tenha sido o tempo de o mercado digerir as informações do discurso de Donald Trump ao Senado.

Por fim, em momentos onde a economia se encontra em momentos ímpares, como no caso da eleição de Donald Trump, os indivíduos que formam o mercado, possivelmente, tendem a experimentar distinções das expectativas e racionalidades, enquadrando o mercado em uma conjectura de reações extraordinárias.

Em conclusão, pode-se afirmar que a eleição de Donald Trump teve impactos tanto nas recomendações dos analistas, quanto no mercado acionário americano, porém de maneiras distintas entre diferentes grupos e com velocidades diferentes.

5. Referências Bibliográficas

BLACK, Fischer. ***Yes Virginia, There is Hope: Test of the Value Line Ranking System****, Financial Analyst Journal Vol. 29.* Estados Unidos, 1973.14p

COLKER, S. ***An Analysis of Security Recommendations by Brokerage Houses****, Quarterly Review of Economics and Business 1963. Vol. 3. p. 19-28*

COPELAND, Thomas & MAYERS, David. ***The value line enigma (1965–1978): A case study of performance evaluation issues***, Journal of Financial Economics, 1982, Vol. 10. p. 289-321

COWLES, Alfred. ***Can Stock Market Ferecasters Forecast?*** *Econometrica 1933 Vol. 1, p. 309-324*

DAMODARAN, Aswath. ***Investment Valuatio Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset***, *Wiley Finance 2012*

DAVIES, P.L. & CANES, M. ***Stock Prices and the Publication of Second-Hand Informatioon****, Journal of Business, 1978 Vol. 51. P.43-56*

DIEFENBACK, R.E. ***How good is Institutional Brokerage Research?*** *Financial Analyst Journal 1972, Vol.28. P. 54-60*

FAMA, E. ***Efficient Capital Markets: A Review of Theory and Empirical Work****, The Journal of Finance, 1970, Vol. 25 Issue 2. P. 383-417*

GIVOLY, D & LAKONISHOK, J. ***The Information Content of Financial Analysts Forecasts of Earnings: Some Evidence on Semi-Strong Inefficiency****, Journal of Accounting and Economics, 1979, Vol. 1. P. 65-85*

GROSSMAN, S., & STIGLITZ, J. ***On the Impossibility of Informationally Efficient Markets****, The American Economic Review, 1980, Vol.70 Issue 30. P. 393-408*

LOGUE, D. E., & TUTTLE, D. L. ***Brokerage House Investment Advice****, Financial Review, 1973, Vol. 8. P. 38-54*

MACKINLAY, A. ***Event Studies in Economics and Finance****, Journal of Economic Literature, 1997, Vol.35. P. 13-39*

WOMACK, K. L. ***Do Brokerage Analysts' Recommendations Have Investment Value?*** *The Journal of Finance Management, 1996, Vol. 51 No,1. P. 137-167*

MURG, M. & PACHLE, M. & ZEILTBERGER, A. ***The Impact of Analyst Recommendations on Stock Prices in Austria (2000-2014): Evidence From a Small and Thinly Tradad Market,*** *Springer – Verlag Berlin Heidelberg, 2014, Vol. 24. P. 595-616*

KUMAR, Y. & CHATURVEDULA, C. & RASTOGI, N. & BANG, N. ***Impact of Analyst Recommendations on Stock Prices,*** *IUP Journal of Applied Finance, 2009, Vol. 15 No. 4*

GLEZAKOS, M. & MERIKA, A. ***The Impact of Analysts' Recommendations: Evidence from the Athens Stock Exchange,*** *Journal of Applied Business Research, 2007, Vol. 23 No. 2*

BARBER, B & LEHAVY, R & MCNICHOLS, M. & TRUEMAN, B. ***Can Investors Profit from the Prophets? Security Analyst Recommendations and Stock Returns,*** *Journal of Finance, 2001, Vol. 56, P. 531-563*