

**RECOMENDAÇÕES DE INVESTIMENTO NO MERCADO
DE ACÇÕES EUROPEU**

Gonçalo Paiva da Cunha Lima

**Projecto de Mestrado
em Finanças**

Orientador:

Prof. Luís Oliveira, Prof. Auxiliar, Director Programa de Mestrado Executivo em Finanças,
ISCTE Business School, Departamento de Finanças

Dezembro 2011

Resumo

Os analistas financeiros constituem, nos dias que correm, agentes bastante significativos do mercado de acções, atingindo elevados níveis de notoriedade que lhes são conferidos pelos meios de comunicação social, incluindo os *media* não especializados. O trabalho feito por estes analistas resume em variáveis de simples interpretação um estudo profundo feito a uma determinada empresa.

Pretendemos com este estudo perceber de que forma as estimativas e análises dos intermediários financeiros estão relacionadas com a *performance* dos títulos alvo dessas recomendações, tanto no curto como no médio prazo.

Como base do nosso trabalho, seleccionámos 8 casas de investimento que emitem *research* de acções à escala global e 20 empresas europeias de referência, tendo direccionado o estudo para as duas vertentes que referimos: Recomendações de investimento e o preço-alvo estimados para um determinado horizonte temporal.

Ainda que a informação utilizada pelos analistas financeiros para a elaboração das suas opiniões seja pública, a verdade é que se trata de um complexo e vasto processo de transformação de informação técnica numa simples recomendação de investimento com um preço-alvo associado, acabando por influenciar inevitavelmente o comportamento dos investidores.

É exactamente o impacto do estudo dos analistas no mercado de acções europeu que tentamos explorar nesta dissertação, avaliando também a possibilidade de ser o sentimento e a tendência do mercado a influírem na visão de quem elabora relatórios de *research*.

Palavras-chave: Recomendações, investimento, analistas financeiros, *performance*, *upgrade*, *downgrade*.

Abstract

Nowadays, financial analysts are a key agent of the stock market. Whilst on one hand they can get all the notoriety from the media, even or mostly non-specialized one, on the other hand, they use simple variables to summarize microeconomic studies of firms.

The intent of this research is to understand how the estimates and analysis from the financial intermediaries can influence the performance of the targeted stock, in short and long-haul.

From the beginning, there were selected 8 (eight) *broker* institutions which provide equity research at a global scale plus 20 (twenty) European notorious firms with two main objectives: The investment recommendations; and the estimated target-price for a certain time frame.

Once known the information used by the research analysts is public, the truth is they convert vast and specific information in a simple buy or sell investment recommendation with a target-price set, which inevitably anticipates the investors' behavior.

The main purpose of this project is to analyze the precise impact of the analysts' research at the European stock market, and also to determine if it is not the sentiment and market trends that amend the vision of those who produce the reports.

Keywords: Recommendations, investment, financial analysts, performance, upgrade, *downgrade*.

Agradecimentos

À minha mãe por todo o apoio e incentivo desde o início.

Aos meus colegas da sala de mercados do Millennium BCP pela paciência e ajuda, assim como aos meus superiores hierárquicos pela disponibilidade e apoio ao longo do mestrado.

Por fim ao Professor Luís Oliveira pela ajuda na orientação da dissertação.

Índice

| | |
|--|-----|
| Resumo | i |
| Abstract..... | ii |
| Agradecimentos | iii |
| Índice | iv |
| Sumário Executivo | v |
| Capítulo 1 – Introdução | 1 |
| 1.1 - Nota introdutória | 1 |
| 1.2 - Metodologia e base de dados..... | 2 |
| 1.2.1 - Empresas e intermediários financeiros | 3 |
| 1.2.2 – Horizonte temporal..... | 6 |
| Capítulo 2 – Recomendações de Investimento..... | 8 |
| 2.1 – Concentração de recomendações | 8 |
| 2.2 – Tipos de recomendações de investimento | 11 |
| 2.3 - Alterações de recomendações – <i>Upgrades e Downgrades</i> | 16 |
| 2.4 – Impacto das alterações de recomendações no preço de mercado | 21 |
| 2.5 – Dispersão face ao <i>consensus</i> | 26 |
| 2.6 - <i>Performance</i> portfólio estudo e preferências dos analistas | 29 |
| 2.7 - Simulação carteiras de investimento por intermediário financeiro | 31 |
| Capítulo 3 – Divulgação Preços-Alvo..... | 36 |
| 3.1 – Potencial médio de valorização | 36 |
| 3.2 – Variações preço-alvo | 40 |
| 3.3 – Comparação preço-alvo com preço de mercado..... | 42 |
| Capítulo 4 – Considerações Finais | 46 |
| Bibliografia..... | 48 |

Sumário Executivo

A elaboração deste trabalho teve como objectivo perceber de que forma interagem os analistas financeiros e as suas recomendações com o comportamento em bolsa das empresas cotadas que estudam. Sendo o nosso objecto de estudo algumas das maiores empresas europeias, com toda a visibilidade e volume de transacções que têm, é normal que nestes casos o preço não seja tão sensível a uma alteração de recomendação de um intermediário financeiro.

No horizonte temporal assumido no nosso estudo, entre Junho de 2008 e Outubro de 2011, não obstante os momentos atípicos verificados, a verdade é que o mercado registou também níveis de volume elevados porque muitos investidores se mantiveram atentos ao que se passava no mercado de acções global, consultando simultaneamente a opinião dos analistas financeiros. Também os analistas estiveram atentos ao que se foi passando com as empresas que seleccionamos para o nosso portfólio, sendo cada uma delas foi estudada, no mínimo, por três intermediários financeiros incluídos no nosso estudo e cada um deles acompanhava pelo menos cinco das vinte empresas que seleccionamos. A BASF foi a empresa que teve mais relatórios emitidos para o nosso horizonte temporal, a Goldman Sachs foi a casa de investimento que mais relatórios publicou, sendo também o intermediário financeiro mais activo e com maior média de relatórios emitidos por cada empresa que cobre.

Vale a pena sublinhar a acentuada tendência dos intermediários financeiros para emitirem recomendações “Comprar”, que representaram cerca de metade do total de recomendações, com as indicações de “Vender” a não passarem dos 11%. Mesmo em períodos em que a conjuntura económica se encontrava mais instável, a indicação dos analistas continuou a ser de compra. A LVMH, título com maior percentagem de recomendações “Comprar” recebidas entre Junho de 2008 e Outubro de 2011, foi o que teve melhor *performance* nesse período, assim como as empresas cotadas com menos proporção de sugestões “Comprar” no total das suas recomendações, foram as que viram o preço cair mais (Nokia e E.ON). Mas se além das recomendações “Comprar” tivermos também em conta o peso das outras recomendações para cada uma das empresas cotadas, conseguimos um indicador mais fiável dos títulos que considerados preferidos dos

analistas. Neste sentido concluímos, com base no indicador dispersão face ao *consensus*, que sete das nove empresas preferidas dos analistas, estão também entre os 9 títulos com melhor performance no nosso horizonte temporal, o que mostra um grau de acerto bastante significativo no médio prazo.

No entanto não conseguimos para o curto prazo nenhum tipo relação entre as alterações de recomendação de investimento e as reacções imediatas dos títulos nos horizontes de dois e cinco dias após a publicação da recomendação.

Neste contexto, simulamos carteiras de acções com estratégias de investimento de acordo com as recomendações dos intermediários financeiros que consideramos no nosso estudo, tendo o Exane BNP o melhor retorno no final do horizonte temporal, que juntamente com a Goldman Sachs, o Deutsche Bank, o HSBC e o RBS conseguiram uma rentabilidade absoluta superior à carteira que definimos como carteira referência e que não teve nenhuma estratégia de investimento associada. As 3 casas de investimento mais pessimistas para o período do nosso estudo (Exane BNP, HSBC e Goldman Sachs) estavam nas 4 com melhor rentabilidade na simulação de carteiras.

Se numa primeira óptica de estudo nos enfocamos nas recomendações de investimento de cada intermediário financeiro, num segundo momento tentamos perceber se os preços-alvo emitidos pelas casas de investimento que também emitiram as recomendações, nos davam ou não os mesmos indicadores. O potencial médio de valorização dos vinte títulos que incluímos no nosso estudo era positivo, com um potencial de valorização que ia de 1% a 27%. O facto de em média nenhum título ter potencial de valorização negativo, vai em linha com as 50% recomendações “Comprar” identificadas, confirmando que no horizonte temporal que consideramos o sentimento era maioritariamente optimista e de que as acções estavam no geral subvalorizadas pelo mercado, com mais de 50% dos preços-alvo emitidos a indicarem potenciais de valorização superior a 15%.

Os títulos onde, em média, os analistas viam maior potencial de valorização, não foram aqueles que melhor *performance* tiveram, ao contrário do que aconteceu ao utilizarmos o indicador dispersão face ao *consensus*¹. O mesmo já não se pode dizer quando falamos

¹ Modelo de avaliação que utilizámos para medir o nível de optimismo das várias casa de investimento para um título, estabelecendo um nível de dispersão para cada uma das empresas face ao *consensus*, permitindo comparar o nível de optimismo para cada título.

dos títulos que, do ponto de vista dos intermediários financeiros, menor potencial de valorização tinham, que acabaram por ser exactamente os que apresentaram pior performance para o período em estudo (E.ON e Nokia).

Em termos genéricos podemos ainda dizer que cerca de 24% dos preços-alvo emitidos, viram os preços de mercado a ficar com um desvio inferior a 10% face à estimativa na data da maturidade e que cerca de 63% dos preços-alvo não foram atingidos no final do horizonte temporal da recomendação, confirmando o excesso de optimismo apresentado pelos analistas nos últimos anos.

Constatamos assim um excesso de optimismo dos intermediários financeiros, para o período em estudo, talvez porque a instabilidade macroeconómica, que no geral foi o que pressionou em queda as acções europeias nos últimos anos, não seja tão valorizado pelos modelos de avaliação.

Apesar de se verificar que os títulos preferidos dos analistas, tendo por base o indicador dispersão face ao *consensus*, foram dos que apresentaram uma melhor *performance*, o mercado acabou por ter uma tendência de queda, contrariando as recomendações dos *brokers*. As casas de investimento mais pessimistas foram as que acabaram por estar mais alinhadas com o comportamento do mercado.

Se no curto prazo não encontramos nenhuma reacção lógica dos títulos às alterações de recomendações dos analistas, já no médio, os títulos para os quais os *brokers* estavam mais optimistas acabaram por ter dos melhores desempenhos do cabaz em estudo. Na mesma linha, também os títulos menos preferidos acabaram por ser os que tiveram pior *performance*.

Capítulo 1 – Introdução

1.1 - Nota introdutória

É unânime considerar que o mercado de acções reflecte o que se vai passando na economia real, embora numa forma irracional e com uma forte componente especulativa. A verdade é que a situação das empresas, os seus resultados e crescimento vai espelhando a evolução da economia global, e segundo muitos analistas, antecipa também cenários de crise ou de crescimento económico.

Estes são alguns dos motivos pelos quais a generalidade das pessoas tem interesse em saber e perceber a evolução do mercado de acções. Se há investidores que simplesmente são interessados, outros agentes do mercado estudam ao pormenor todos os indicadores e dados disponíveis para tentar perceber a evolução das cotações no curto e médio prazo.

Damos neste estudo bastante destaque ao trabalho efectuado pela actividade de análise financeira, tipicamente efectuada por intermediários financeiros institucionais como por exemplo Banco de Investimento ou Comercial ou Correctora de Acções. Pretendemos perceber o impacto das opiniões destes analistas de mercado, que utilizam como ferramentas modelos de avaliação que incorporam uma multiplicidade de indicadores e dados, de forma a encontrar um valor de equilíbrio que espelhe o justo valor da empresa em dado momento.

Num mercado eficiente² com informação pública e acessível, as recomendações de investimento não deveriam ter impacto sobre os preços de mercado dos respectivos activos, dado que são meras opiniões que estão muito longe de serem consensuais entre analistas. No entanto, a verdade é que esse impacto na performance dos títulos, verifica-se dependendo do momento, do intermediário financeiro e do título em questão.

² O conceito de Mercado Eficiente diz que toda a informação disponível está reflectida no preço do activo. Assim, a posse de informação não aumentaria, segundo este princípio, a rentabilidade esperada desse activo.

Assim, e neste contexto analisaremos alguns pontos relevantes tais como:

- quais os analistas mais activos, mais eficientes e que têm maior impacto nas empresas cotadas que vamos estudar;
- sensibilidade dos vários títulos face a alterações de recomendações;
- quais os que merecem maior atenção dos vários analistas.

Para elaboração de alguns pontos da nossa análise, vamos tomar como referência o “Relatório Anual de Supervisão da Actividade de Análise Financeira” (CMVM, 2010), visto tratar-se de um relatório cuja finalidade se centra na apresentação da actividade de análise financeira exercida sobre empresas cotadas no mercado português. Se a amostra é substancialmente diferente da nossa, algumas metodologias e pontos de vista são coincidentes. Interessante será também contrapor, sempre que possível, a realidade portuguesa com algumas características de empresas que cotam nos principais mercados europeus.

1.2 - Metodologia e base de dados

Numa abordagem genérica e teórica, a totalidade dos relatórios emitidos por todas as casas de investimento europeias, tendo como alvo a grande maioria dos títulos europeus, seria a base de dados ideal para melhor perceber o funcionamento do mercado e relação entre títulos e analistas financeiros. Ao definirmos o universo de estudo desta análise, resolvemos ter apenas em consideração vinte das principais empresas europeias e os relatórios emitidos sobre elas em que ocorresse, uma alteração da recomendação, ou do preço-alvo face ao anterior relatório desse analista, sendo obrigatório verificar-se um destes requisitos. Seria impraticável incluir no nosso trabalho, de forma indiscriminada, todos os relatórios emitidos pelas casas de investimento que seleccionamos para as vinte empresas em estudo, independentemente de haver ou não alteração do preço-alvo ou da recomendação, levando-nos a uma amostra excessivamente volumosa para aplicarmos as nossas metodologias.

Do ponto de vista da nossa análise, apenas faz sentido estudar o impacto nas cotações das recomendações em que houve alteração na avaliação do analista, uma vez que as outras não acrescentam nada de novo ao investidor, a não ser questões menores que acabam por não ter impacto na avaliação. Essa alteração na avaliação pode reflectir-se na revisão da recomendação de investimento ou no preço-alvo estimado para o horizonte temporal da recomendação.

1.2.1 - Empresas e intermediários financeiros

Como referimos anteriormente foram seleccionadas 20 empresas de referência na Europa que integram o índice Eurostoxx50³, que passo a enumerar.

Total (França) – Empresa petrolífera que se dedica à exploração, refinação e distribuição no sector do *oil&gas*. Tem também uma componente de actividade química com muito menos expressão na sua actividade global.

Siemens (Alemanha) – Conglomerado que forma uma das maiores empresas da Europa, presente em 190 países. Na sua origem esteve muito direccionada para equipamentos de telecomunicações, embora hoje divida a sua actividade em três ramos de negócio: Indústria, Energia e Medicina.

Santander (Espanha) – Tendo nascido em Santander, na Cantábria, é hoje um dos maiores grupos financeiros do Mundo, estando a sua actividade muito enfocada na região da América Central e América Latina.

BASF (Alemanha) – De origem alemã, a BASF é hoje uma empresa global e das maiores empresas do mundo no sector químico.

ENI (Itália) – A ENI é uma multinacional do sector petrolífero, presente em mais de 70 países. Além de petróleo, exerce actividade também em outras áreas como electricidade ou gás natural.

³ Eurostoxx50 - Índice de acções composto pelas 50 maiores empresas de diversos sectores e países da Zona Euro.

Bayer (Alemanha) – Empresa com grande enfoque no sector farmacêutico, sendo também activa noutros tipos de químicos, especialmente agrícolas.

BMW (Alemanha) – A Bayerische Motoren Werke é das maiores fabricantes do mundo de automóveis de luxo e motociclos.

Vivendi (França) – Das principais empresas mundiais no sector de *media* e comunicação, divide o seu plano de acção entre música, cinema, televisão, internet, vídeojogos e outros.

Nokia (Finlândia) – Ainda líder mundial na venda de telemóveis, a Nokia tem vindo a perder quota de mercado de forma acentuada nos últimos anos. Além dos equipamentos desenvolve ainda *softwares* para telefones e serviços para redes de telecomunicações.

France Telecom (França) – Principal operadora de telecomunicações francesa.

ENEL (Italia) – Sediada em Roma a ENEL actua na produção e distribuição de energia eléctrica e gás natural.

Daimler (Alemanha) – Proprietária da conhecida marca Mercedes, a Daimler além de automóveis de luxo, produz também camiões, tractores e motores para o sector automóvel.

Philips (Holanda) – A Royal Philips Electronics é reconhecida a nível global nas mais diversas áreas de actividade como iluminação, electrodomésticos e tecnologia, bem como na prestação de serviços médicos.

BBVA (Espanha) – Banco Bilbao Vizcaya Argentaria é um grupo bancário espanhol com presença em mais de 30 países, seja directamente ou por via de participações em várias empresas financeiras.

E.ON (Alemanha) – A E.ON opera na geração e distribuição de energia eléctrica e gás natural, estando muito enfocada também em investimentos na área nuclear e das energias renováveis.

Air Liquide (França) – Presente em 80 países, a Air Liquide distribui gases para vários sectores industriais como a siderurgia, alimentação, bebidas, electrónica e farmacêutico.

Deutsche Telekom (Alemanha) – Maior operador europeu de telecomunicações.

Schneider (França) – Especialista global em gestão de energia, propõe soluções integradas que tornam a energia mais segura, fiável e eficaz em mercados residenciais, edifícios, indústrias e infra-estruturas.

Iberdrola (Espanha) – Actua na produção e distribuição de energia eléctrica e gás natural. Com especialização em energia limpa, é hoje líder mundial em energia eólica.

LVMH (França) – Grupo de retalho francês especializado na venda de artigos de luxo. Proprietária de marcas como Louis Vuitton, Moët & Chandon, TAG Heuer e Bvlgari.

Os intermediários financeiros que estiveram na base do nosso estudo foram a **Goldman Sachs, Société Générale, RBS, Deutsche Bank, HSBC, Citigroup, Exane BNP e JP Morgan**.

Na selecção das casas de investimento, seguimos a opinião da maioria dos operadores de mercado, escolhendo os intermediários financeiros que mais visibilidade têm no mercado de acções, em termos globais. No processo de selecção das empresas que formam o nosso portfólio de estudo, tivemos em consideração vários critérios: Era fundamental escolher empresas de referência na Europa, que transaccionassem volumes significativos e que fossem alvo de estudo de vários analistas. Daí limitarmos a nossa escolha a empresas do Eurostoxx50.

Usámos ainda como critério de filtragem os títulos que mais registos tinham disponíveis acerca dos relatórios de *research* emitidos pelos intermediários financeiros que escolhemos. Esta é uma questão essencial devido à importância para este estudo dos registos históricos das análises dos vários analistas, não sendo em muitos casos fácil encontrar essa informação. Foi-nos possível ter acesso a esses registos através da base de dados das agências financeiras *Bloomberg* e *Reuters*. Também das mesmas fontes retiramos a pequena descrição de cada empresa cotada do nosso cabaz.

1.2.2 – Horizonte temporal

Ao definirmos o horizonte temporal tivemos desde logo a limitação da informação disponível. Como referimos no ponto anterior não é fácil em muitas situações encontrar registos históricos dos analistas financeiros e no caso de recomendações de investimento, e preços-alvo superiores a três anos, não estão acessíveis para a maioria das empresas seleccionadas para a nossa análise.

Dentro destas limitações escolhemos o horizonte temporal possível, entre Julho de 2008 e Outubro de 2011, que ao mesmo tempo nos dá uma amostra significativa em termos de relatórios emitidos abrangendo períodos de mercado mais comuns e outros completamente atípicos,

Na verdade desde Julho de 2008 que o mercado de acções tem tido significativamente mais momentos atípicos, com acontecimentos que impactam bastante sobre o comportamento dos títulos cotados em bolsa. Dentro da janela temporal que definimos, resolvemos criar três sub-períodos, que marcaram pontos de viragem na confiança dos investidores e consequentemente nas tendências do mercado financeiro.

Assim, dentro horizonte temporal base, considerámos o período entre Junho de 2008 e Fevereiro de 2009, altura em que o mercado estava claramente deprimido, vivendo uma fase de grande instabilidade e receio relacionado com a crise do *subprime*⁴, que teve início nos EUA em 2007 e que posteriormente levaria à falência da Lehman Brothers, em 2008, arrastando o sistema financeiro mundial para um período de profunda crise e desconfiança.

Entre Março de 2010 e Junho de 2011 o mercado de acções viveu um período de forte recuperação, com algumas empresas a atingirem máximos históricos nas suas cotações. As políticas de injeção de liquidez na economia por parte dos EUA, estimulando assim o crescimento económico, bem como a força denotada no crescimento de economias

⁴ Crise do *subprime* originada no aumento do crédito malparado no mercado imobiliário norte-americano em 2006 e 2007, que desencadeou mais tarde uma crise financeira à escala mundial, levando mesmo a inúmeras falências no sector bancário, nomeadamente nos EUA, entre os quais o banco de investimento *Lehman Brothers*.

emergentes, como a China, Brasil, Índia e Rússia acabaram por trazer um período de confiança e uma perspectiva bem mais optimista aos mercados financeiros.

O período entre Julho e Outubro de 2011 é mais recente e ao mesmo tempo o mais curto, sendo por nós destacado devido ao agravamento da crise da dívida soberana, principalmente na Europa. O agravar da confiança relacionada com a dívida soberana atingiu um primeiro momento de sobressalto em Agosto deste ano, levando a agência de *rating* Standard & Poor's a cortar a notação de *rating* dos EUA, retirando pela primeira vez o AAA a este país, levando o mercado de acções a afundar aproximadamente 20% em pouco mais de uma semana. O sistema financeiro europeu mergulhado numa crise de confiança devido à exposição que os bancos têm à dívida soberana e as medidas de austeridade que entretanto vão sendo implementadas um pouco por todo o mundo, com especial incidência na Europa, levam a que o crescimento da economia global fique em causa, estando em cima da mesa um cenário de possível recessão da economia mundial.

Esta conjuntura coloca-nos num momento de grande incerteza e receio relativamente aos próximos tempos.

Capítulo 2 – Recomendações de Investimento

2.1 – Concentração de recomendações

Relativamente à concentração das recomendações de investimentos pelas empresas que constituem o nosso portfólio, podemos concluir que a BASF é a empresa cotada que maior número de relatórios teve em que houve alteração da recomendação e/ou preço, com 102 relatórios (7.63%) vindo a Siemens e a Philips logo atrás, com 99 relatórios cada uma, o que corresponde a 7.41% dos relatórios considerados para o nosso estudo. Não sendo a BASF nem a Philips as empresas que mais intermediários financeiros têm a emitir opinião, são as que mais alterações de recomendação/preço-alvo tiveram tornando-se empresas potencialmente interessantes para operações de *trading*. Por cada alteração de recomendação/preço-alvo, é espectável uma reacção fora do padrão de *performance* para estas empresas, no momento a seguir ao da publicação, trazendo no imediato uma volatilidade interessante onde podemos eventualmente encontrar janelas de oportunidade para transacções em bolsa, de curto prazo.

Os 8 títulos com mais relatórios emitidos representam cerca de 53% da cobertura total por parte das casas de investimentos consideradas, sendo que os 8 títulos com menor cobertura excedem ligeiramente os 25% de análises.

A Goldman Sachs foi o intermediário financeiro que maior número de relatórios emitiu (234), não sendo o que maior número de empresas cobre no nosso portfólio, tornando-se a casa de investimento mais activa e dinâmica na elaboração de recomendações. Em seguida vamos encontrar o Exane BNP e a Société Générale, com 220 e 214 relatórios respectivamente. Estas três casas de investimento representam 50% da totalidade de relatórios emitidos, sendo de destacar que a casa de investimento que maior peso tem na actividade de análise financeira no nosso portfólio de acções europeias é não europeia, como é o caso da Goldman.

Tabela 1 – Relatórios efectuados por título / broker

Na tabela encontra-se descrito, do lado esquerdo, o número de relatórios emitidos para cada empresa que compõe o nosso portfólio e do lado direito o número de emissões que cada intermediário financeiro publicou para o período da nossa análise.

| | | | | | |
|-------------------------|-------------|-------|----------------------|-------------|--------|
| <i>BASF</i> | 102 | 7,63% | <i>GOLDMAN SACHS</i> | 234 | 17,51% |
| <i>Siemens</i> | 99 | 7,41% | <i>EXANE BNP</i> | 220 | 16,47% |
| <i>Philips</i> | 99 | 7,41% | <i>SOC GEN</i> | 214 | 16,02% |
| <i>BMW</i> | 89 | 6,66% | <i>HSBC</i> | 174 | 13,02% |
| <i>Santander</i> | 81 | 6,06% | <i>CITIGROUP</i> | 162 | 12,13% |
| <i>Daimler</i> | 79 | 5,91% | <i>DEUTSCHE BANK</i> | 138 | 10,33% |
| <i>BBVA</i> | 79 | 5,91% | <i>JP MORGAN</i> | 130 | 9,73% |
| <i>Air Liquide</i> | 79 | 5,91% | <i>RBS</i> | 64 | 4,79% |
| <i>Total</i> | 71 | 5,31% | <i>Total</i> | 1336 | |
| <i>Nokia</i> | 69 | 5,16% | | | |
| <i>Schneider</i> | 67 | 5,01% | | | |
| <i>ENI</i> | 66 | 4,94% | | | |
| <i>E.ON</i> | 56 | 4,19% | | | |
| <i>Vivendi</i> | 51 | 3,82% | | | |
| <i>LVMH</i> | 48 | 3,59% | | | |
| <i>Bayer</i> | 46 | 3,44% | | | |
| <i>France Telecom</i> | 44 | 3,29% | | | |
| <i>Iberdrola</i> | 43 | 3,22% | | | |
| <i>Deutsche Telekom</i> | 36 | 2,69% | | | |
| <i>ENEL</i> | 32 | 2,40% | | | |
| <i>Total</i> | 1336 | | | | |

Fonte: Bloomberg, Reuters

Se por um lado a BASF foi a empresa com o maior número de relatórios emitidos, pela observação da “Tabela 1”, verificamos que a Siemens e a BMW são as empresas cotadas com mais analistas a emitir estimativas, com 6 das 8 casas de casas de investimento que consideramos no estudo a emitir notas de *research* para cada uma delas. O grupo constituído pela Total, BASF, Daimler, Vivendi, Philips e Air Liquide seguem-se com 5 analistas a cobrir cada uma destas empresas no período considerado para a nossa análise.

Constatamos na “Tabela 2” que a LVMH, a E.ON e a Deutsche Telekom são os títulos que menos intermediários financeiros têm a emitir opinião, com 3 analistas cada. Interessante também é verificar que a E.ON, embora seja das empresas cobertas por

menos casas de investimento, está longe de ser a empresa com menos relatórios emitidos, tendo em conta os nossos parâmetros.

Tabela 2 – Cobertura das casas de investimento por título

Neste caso vamos encontrar a listagem das empresas em estudo com o número de casas de investimento que acompanha cada uma das cotadas.

| | | |
|-------------------------|----------|-------|
| <i>Siemens</i> | 6 | 6,90% |
| <i>BMW</i> | 6 | 6,90% |
| <i>Total</i> | 5 | 5,75% |
| <i>BASF</i> | 5 | 5,75% |
| <i>Daimler</i> | 5 | 5,75% |
| <i>Vivendi</i> | 5 | 5,75% |
| <i>Philips</i> | 5 | 5,75% |
| <i>Air Liquide</i> | 5 | 5,75% |
| <i>Santander</i> | 4 | 4,60% |
| <i>ENI</i> | 4 | 4,60% |
| <i>Bayer</i> | 4 | 4,60% |
| <i>BBVA</i> | 4 | 4,60% |
| <i>France Telecom</i> | 4 | 4,60% |
| <i>Schneider</i> | 4 | 4,60% |
| <i>ENEL</i> | 4 | 4,60% |
| <i>Iberdrola</i> | 4 | 4,60% |
| <i>Nokia</i> | 4 | 4,60% |
| <i>LVMH</i> | 3 | 3,45% |
| <i>E.ON</i> | 3 | 3,45% |
| <i>Deutsche Telekom</i> | 3 | 3,45% |

Fonte: Bloomberg, Reuters

A Société Générale é o banco de investimento que maior grau de cobertura tem no nosso portfólio, analisa 15 das 20 empresas, estando o HSBC com 14 e o Exane BNP com 12. A JP Morgan e o RBS estudam respectivamente apenas 8 e 5 das empresas do nosso cabaz.

Como podemos confirmar na “Tabela 3”, o intermediário financeiro com maior número de relatórios emitidos não é o que maior número de empresas cobre, no entanto o RBS é simultaneamente a casa de investimento que menor empresas cotadas cobre e que emitiu menor número de análises consideradas para o nosso estudo.

Se combinarmos as duas variáveis e tivermos em consideração o número de análises publicadas tendo em conta as empresas que cada casa cobre, confirmamos que a Goldman Sachs é mesmo o mais activo dos intermediários financeiros, com 21.27 relatórios emitidos por cada empresa que cobre, sendo também a JP Morgan das mais activas com 16.25 análises, mesmo sendo dos intermediários que menos relatórios emitiu. O Deutsche Bank e o HSBC são, segundo o nosso estudo, as casas de investimento menos activas com 12,55 e 12,43 relatórios emitidos por cotada que analisam.

Tabela 3 – Grau de cobertura dos intermediários financeiros

Nesta tabela vamos verificar, do lado esquerdo, o número de empresas que cada banco de investimento cobre, bem como medir a actividade de cada um deles com o número de relatórios emitidos por empresa, do lado direito.

| <i>Número cotadas que cada broker estuda</i> | | | <i>Média de relatórios emitidos por empresa</i> | |
|--|-----------|---------------|---|--------------|
| <i>SOC GEN</i> | <i>15</i> | <i>17,24%</i> | <i>GOLDMAN SACHS</i> | <i>21,27</i> |
| <i>HSBC</i> | <i>14</i> | <i>16,09%</i> | <i>EXANE BNP</i> | <i>18,33</i> |
| <i>EXANE BNP</i> | <i>12</i> | <i>13,79%</i> | <i>JP MORGAN</i> | <i>16,25</i> |
| <i>GOLDMAN SACHS</i> | <i>11</i> | <i>12,64%</i> | <i>CITIGROUP</i> | <i>14,73</i> |
| <i>CITIGROUP</i> | <i>11</i> | <i>12,64%</i> | <i>SOC GEN</i> | <i>14,27</i> |
| <i>DEUTSCHE BANK</i> | <i>11</i> | <i>12,64%</i> | <i>RBS</i> | <i>12,80</i> |
| <i>JP MORGAN</i> | <i>8</i> | <i>9,20%</i> | <i>DEUTSCHE BANK</i> | <i>12,55</i> |
| <i>RBS</i> | <i>5</i> | <i>5,75%</i> | <i>HSBC</i> | <i>12,43</i> |

Fonte: Bloomberg, Reuters

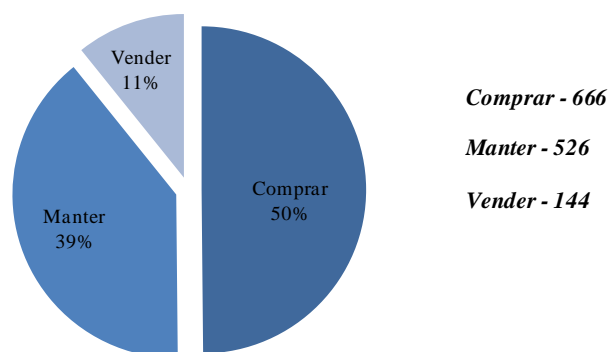
2.2 – Tipos de recomendações de investimento

Uma das motivações para a realização deste estudo reside na avaliação do impacto no preço, após variações nas recomendações dos intermediários financeiros. É natural que quando um analista altera a sua posição face à empresa que estuda, derivado de alterações na realidade da empresa e/ou no sector em que está inserido, essa alteração vá influenciar a expectativa do investidor face a esse título.

Para percebermos de que forma acontece este impacto na cotação começamos por uniformizar as recomendações dos analistas, independentemente do intermediário financeiro que a emite. Assim, quando o analista recomenda aumentar a exposição ao título (*overweight, outperform, buy*) assumimos uma recomendação de “comprar”. Quando o analista aconselha redução de exposição (*underweight, underperform, sell*) consideramos a recomendação como “Vender” e quando é sugerida uma manutenção da exposição ao título (*Hold, Neutral*) definimos a recomendação “Manter”. Esta uniformização permite-nos trabalhar e comparar a informação de forma mais coerente permitindo-nos também uma interpretação mais fácil.

Na “Figura 1” conseguimos perceber que a recomendação de comprar é dominante para o período em estudo. Desde Junho de 2008 claramente os analistas financeiros consideram, duma maneira geral, que o mercado de acções na Europa esta subavaliado e que o potencial de valorização teórico existente deverá levar os investidores a aumentar a sua exposição a acções. As recomendações de compra chegam praticamente a 50% de todas as recomendações publicadas e consideradas no nosso estudo. Em 39,52% dos casos, os analistas aconselham os investidores a manter a sua exposição e em apenas 10,82% das situações é recomendado vender.

Figura 1 - Distribuição das recomendações
Proporção e número de relatórios para cada tipo de recomendação

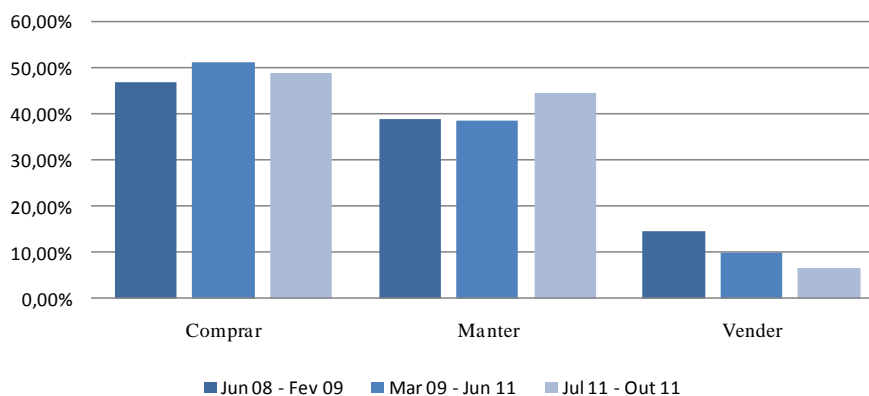


Fonte: *Bloomberg, Reuters*

Ao segmentarmos as recomendações dos analistas financeiros por estes três períodos, não vemos uma alteração significativa nas suas recomendações. Aparentemente as casas de investimento consideram que as empresas têm, no geral, feito um bom trabalho e que continuam subavaliadas, mesmo tendo em consideração a débil conjuntura macroeconómica que nos últimos anos tem marcado as economias desenvolvidas.

Por comparação com o mercado português, ainda que para um horizonte temporal de apenas um ano, entre Outubro de 2009 e Setembro de 2010, observamos que as proporções das recomendações não são muito diferentes. Ao longo desses 12 meses, 57,4% das recomendações emitidas sobre valores mobiliários portugueses, recomendavam “Comprar”, com 29% a sugerir “Manter” e apenas 13,6% das recomendações indicavam aos investidores para “Vender”.

Figura 2 – Evolução das recomendações emitidas pelos analistas financeiros
Evolução dos três tipos de recomendações ao longo dos três sub-períodos que identificamos.



Fonte: *Bloomberg, Reuters*

Pela observação da “Figura 2” podemos concluir que o período em que os analistas se mostraram mais optimistas é aquele em que o mercado teve, no geral, uma melhor performance (de Março de 2009 a Junho de 2011) com mais de 50% das recomendações publicadas a indicarem para “Comprar”.

Já o primeiro segmento temporal por nós definido (Jun. 08 – Fev. 09), é também aquele que apresenta uma maior intenção de venda por parte das casas de investimento

(14,45% dos relatórios), ao mesmo tempo que as compras aparecem com a menor percentagem dos três períodos, com 46.82%.

Entre Julho e Outubro de 2011, o que vale a pena destacar é a acentuada diminuição de sugestões de venda, com apenas 6,63% das recomendações, sendo o período em que menos vendas os analistas sugerem. Isto apesar dos sucessivos tumultos a que temos assistido nos últimos meses nos mercados financeiros, derivados de vários temas que deixam os investidores claramente receosos. (Crise de dívida soberana, recessão económica, crise financeira na Zona Euro). Os bons resultados que têm marcado as últimas épocas de apresentação de resultados das empresas acaba por justificar este fenómeno, uma vez que com base em cortes de custos acentuados e uma forte subida de receitas, alavancada pelo crescimento em mercados emergentes, a verdade é que um grande número de empresas europeias tem melhorado significativamente os seus resultados nos últimos trimestres.

Neste intervalo de tempo notamos também um aumento significativo das recomendações “Manter”, havendo aqui um claro sinal dos analistas para que os investidores aguardem pelos desenvolvimentos em relação a estes temas, sendo no entanto um momento em que o mercado de acções está barato, com a maioria das recomendações a serem de compra (48,80%). Até ao dia 31 de Outubro de 2011 é provável que nem todos os analistas tenham revisto os seus modelos de avaliação adaptando-os à conjuntura macroeconómica actual.

Em conclusão notamos que os analistas estão bastante optimistas para o horizonte temporal do nosso estudo, não se notando grandes alterações nas suas recomendações para os três sub-períodos em causa.

Em relação ao nosso cabaz, vamos agora tentar perceber quais os títulos preferidos das casas de investimento e quais são os que têm pior classificação na tabela de recomendações.

A LVMH e a Vivendi destacam-se entre as empresas para os quais os analistas financeiros estão mais optimistas com recomendações de “Comprar” em 77,08% e 74,51% das vezes, respectivamente. É também de assinalar aqueles títulos que para o horizonte temporal estudado não receberam uma única recomendação de venda, como a

LVMH, o Santander e a Schneider. Por outro lado a E.ON e a Nokia são as empresas que maior número de recomendações para “Vender” receberam, com 41,07% e 40,58% respectivamente. No caso da Nokia é de assinalar que além de ser a segunda empresa que mais recomendações de “Vender” recebeu entre as recomendações que lhe foram atribuídas, é de longe a empresa que menos os analistas recomendam comprar, ao receber apenas 5,80% de compras entre os relatórios que lhe são dedicados. Para confirmar a tendência marcadamente optimista dos analistas neste período de estudo, note-se que excluindo a E.ON e a Nokia, em todos os outros casos o peso das recomendações de venda não chega a 30% das recomendações emitidas.

Tabela 4 – Percentagem de recomendações por título

Proporção de cada tipo de recomendação no total das recomendações publicadas para o título

| | <i>Comprar</i> | <i>Manter</i> | <i>Vender</i> |
|-------------------------|----------------|---------------|---------------|
| <i>LVMH</i> | 77,08% | 22,92% | 0,00% |
| <i>Vivendi</i> | 74,51% | 17,65% | 7,84% |
| <i>Siemens</i> | 67,68% | 29,29% | 3,03% |
| <i>Bayer</i> | 65,22% | 32,61% | 2,17% |
| <i>BMW</i> | 60,67% | 31,46% | 7,87% |
| <i>Total</i> | 60,56% | 19,72% | 19,72% |
| <i>BASF</i> | 55,88% | 37,25% | 6,86% |
| <i>Deutsche Telekom</i> | 55,56% | 16,67% | 27,78% |
| <i>ENEL</i> | 53,13% | 25,00% | 21,88% |
| <i>Santander</i> | 53,09% | 46,91% | 0,00% |
| <i>Daimler</i> | 49,37% | 46,84% | 3,80% |
| <i>Schneider</i> | 49,25% | 50,75% | 0,00% |
| <i>BBVA</i> | 46,84% | 49,37% | 3,80% |
| <i>France Telecom</i> | 45,45% | 50,00% | 4,55% |
| <i>ENI</i> | 45,45% | 51,52% | 3,03% |
| <i>Air Liquide</i> | 39,24% | 40,51% | 20,25% |
| <i>Philips</i> | 35,35% | 55,56% | 9,09% |
| <i>Iberdrola</i> | 32,56% | 55,81% | 11,63% |
| <i>E.ON</i> | 30,36% | 28,57% | 41,07% |
| <i>Nokia</i> | 5,80% | 53,62% | 40,58% |

Fonte: Bloomberg, Reuters

Ao seguirmos o mesmo raciocínio mas agora para os intermediários financeiros que fazem parte do nosso estudo concluímos, que o RBS, JPMorgan e Société Général são

no geral os mais optimistas, com as suas recomendações de compra a representarem mais de 60% do total dos relatórios emitidos. Exane BNP (38,18%) e Goldman Sachs (38,03%) são os que emitiram menores percentagens de recomendações de compra. Exane BNP é mesmo a casa de investimento mais pessimista para o período em causa, sendo ainda a que maior percentagem de vendas publicou, a constituírem 30,45% das suas recomendações aparecendo em segundo lugar o HSBC (20,69%). Já distantes aparecem todos os outros *brokers*, em que as recomendações de venda constituem menos de 10% das suas recomendações, sendo de sublinhar que a JP Morgan não emitiu uma única recomendação de venda para o período em causa.

Tabela 5 – Percentagem de recomendações por intermediário financeiro

| | <i>Comprar</i> | <i>Manter</i> | <i>Vender</i> |
|----------------------|----------------|---------------|---------------|
| RBS | 67,19% | 28,13% | 4,69% |
| JP MORGAN | 63,08% | 36,92% | 0,00% |
| SOC GEN | 60,75% | 32,71% | 6,07% |
| CITIGROUP | 53,09% | 45,06% | 1,85% |
| DEUTSCHE BANK | 49,28% | 50,00% | 0,72% |
| HSBC | 48,28% | 31,03% | 20,69% |
| EXANE BNP | 38,18% | 31,36% | 30,45% |
| GOLDMAN SACHS | 38,03% | 52,99% | 8,97% |

Fonte: *Bloomberg, Reuters*

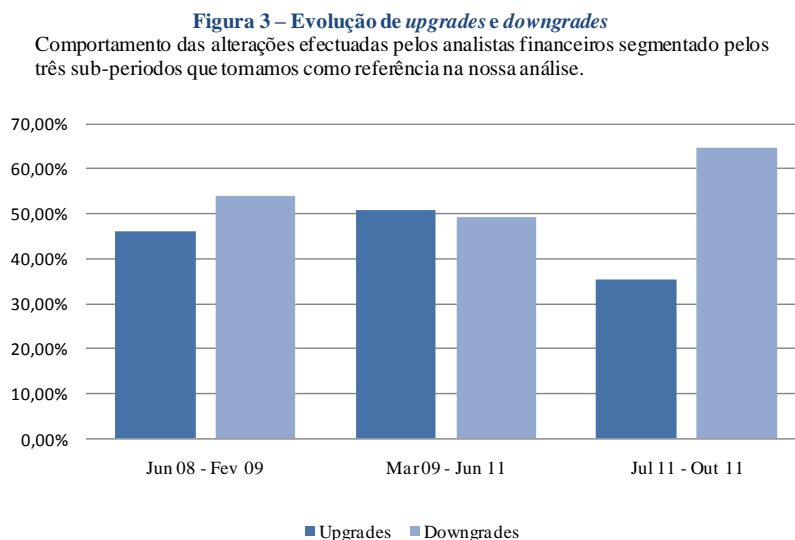
2.3 - Alterações de recomendações – *Upgrades e Downgrades*

Na maioria das vezes os investidores interpretam uma alteração da recomendação do analista financeiro (*upgrade/downgrade*⁵) como um sinal de melhoria ou degradação do ambiente que afecta dado título, levando em muitas situações o investidor a condicionar a sua estratégia, mediante essas alterações.

⁵ *Upgrade* – revisão em alta da recomendação do analista face à anterior

Downgrade – revisão em baixa da recomendação do analista face à anterior

Para o horizonte temporal do nosso estudo tivemos vários acontecimentos que condicionaram o sentimento do mercado de acções durante esse período, tendo sido identificado por nós os três sub-períodos distintos atrás referidos. Em 2008 tivemos um ano marcado por uma crise financeira mundial e nos últimos meses a crise de dívida soberana tem trazido consequências aos mercados financeiros.



Fonte: *Bloomberg, Reuters*

Apenas a partir de Julho de 2011 com o agravar da crise de dívida na Europa e com a sombra de possíveis cenários recessivos na Economia Global, notamos um aumento mais significativo dos *downgrades*, atingindo o valor máximo desde Junho de 2008 com uma proporção de 64,71%. Nos períodos Jun08-Fev09 e Mar09-Jun11 a proporção de *upgrades* vs. *downgrades* manteve-se muito equilibrada, a rondar os 50%, o que indica que não houve significativas alterações nas convicções dos analistas financeiros.

Do universo de 1336 recomendações que constituem o nosso estudo, apenas em 193 casos houve alteração da recomendação de investimento face ao relatório anterior. Em cerca de 85% dos casos não houve alteração de recomendação o que confirma a ideia de manutenção do sentimento, apesar dos momentos de tensão que temos vindo a assistir, essencialmente do ponto de vista macroeconómico.

Se particularizarmos as alterações das recomendações, encontramos a BASF e a ENI como as empresas que maior percentagem de revisões em alta recolheram desde Junho de 2008. É também curioso constatar que, sendo a Vivendi a segunda empresa que maior proporção de recomendações de compra recolheu, foi também a segunda empresa que maior percentagem de *downgrades* teve, com 71,43% das alterações dos analistas a constituírem revisões em baixa. Esta situação é resultado do reduzido número de alterações de recomendação que ocorreram entre Junho de 2008 e Outubro de 2011 para esta empresa. Estes 71,43% de peso dos *downgrades*, representam apenas 5 dos 51 relatórios emitidos para a Vivendi. Este número aparentemente relevante é afinal pouco representativo devido ao elevado número de manutenções de recomendação.

Esta situação acabou por ser comum no nosso estudo, devido ao facto de na maioria dos títulos, a maior parte dos relatórios emitidos não sofrerem alterações da recomendação.

A Total é a empresa que viu o seu modelo de avaliação mais degradado junto dos analistas, com 75% das alterações de recomendação a constituírem *downgrades*. Houve um lote de sete empresas para as quais os analistas mantiveram as suas expectativas inalteradas ao longo do período em estudo, sendo que o peso de *upgrades* foi exactamente igual ao dos *downgrades* nas revisões por parte dos intermediários financeiros. São elas a Daimler, o BBVA, a Deutsche Telekom, a Air Liquide, a Schneider e a ENEL e a Nokia.

Tabela 6 – Proporção de *Downgrades* vs. *Upgrades* por título

Na “Tabela 6” visualizamos a percentagem de revisões de recomendação em alta e em baixa recebidos por cada um dos títulos que acompanhamos. Temos reflectidos os resultados com e sem o impacto dos relatórios em que não houve alteração da recomendação por parte do analista.

| Sem impacto recomendações mantidas | | | Com impacto recomendações mantidas | | |
|------------------------------------|-----------------|-------------------|------------------------------------|-----------------|-------------------|
| | <i>Upgrades</i> | <i>Downgrades</i> | | <i>Upgrades</i> | <i>Downgrades</i> |
| <i>BASF</i> | 60,00% | 40,00% | <i>ENEL</i> | 12,50% | 12,50% |
| <i>ENI</i> | 60,00% | 40,00% | <i>Nokia</i> | 11,59% | 11,59% |
| <i>BMW</i> | 58,33% | 41,67% | <i>Air Liquide</i> | 10,13% | 10,13% |
| <i>Philips</i> | 58,33% | 41,67% | <i>ENI</i> | 9,09% | 6,06% |
| <i>France Telecom</i> | 57,14% | 42,86% | <i>France Telecom</i> | 9,09% | 6,82% |
| <i>Daimler</i> | 50,00% | 50,00% | <i>Daimler</i> | 8,86% | 8,86% |
| <i>BBVA</i> | 50,00% | 50,00% | <i>BMW</i> | 7,87% | 5,62% |
| <i>Deutsche Telekom</i> | 50,00% | 50,00% | <i>Schneider</i> | 7,46% | 7,46% |
| <i>Air Liquide</i> | 50,00% | 50,00% | <i>E.ON</i> | 7,14% | 12,50% |
| <i>Schneider</i> | 50,00% | 50,00% | <i>Philips</i> | 7,07% | 5,05% |
| <i>ENEL</i> | 50,00% | 50,00% | <i>Iberdrola</i> | 6,98% | 11,63% |
| <i>Nokia</i> | 50,00% | 50,00% | <i>Bayer</i> | 6,52% | 8,70% |
| <i>Siemens</i> | 44,44% | 55,56% | <i>BBVA</i> | 6,33% | 6,33% |
| <i>Bayer</i> | 42,86% | 57,14% | <i>Santander</i> | 6,17% | 9,88% |
| <i>LVMH</i> | 40,00% | 60,00% | <i>BASF</i> | 5,88% | 3,92% |
| <i>Santander</i> | 38,46% | 61,54% | <i>Deutsche Telekom</i> | 5,56% | 5,56% |
| <i>Iberdrola</i> | 37,50% | 62,50% | <i>LVMH</i> | 4,17% | 6,25% |
| <i>E.ON</i> | 36,36% | 63,64% | <i>Siemens</i> | 4,04% | 5,05% |
| <i>Vivendi</i> | 28,57% | 71,43% | <i>Vivendi</i> | 3,92% | 9,80% |
| <i>Total</i> | 25,00% | 75,00% | <i>Total</i> | 1,41% | 4,23% |

Fonte: Bloomberg, Reuters

Se incluirmos os relatórios em que não houve alterações de recomendação e relembro que estas representam cerca de 85% das recomendações totais, fica confirmado o que anteriormente referimos relativamente ao reduzido peso dos relatórios em que houve alteração das recomendações.

À semelhança do que falamos da Vivendi, o facto das alterações de recomendações terem um peso aproximado de 15% do total das emissões dos analistas, leva também a situações como a da Total, onde os *downgrades* têm grande peso se observarmos apenas as situações em que houve alterações de recomendação, e se incluirmos todos os relatórios, os mesmos *downgrades* representam apenas 4,23%. Perante estes dados, faz sentido agora concluir que os analistas não estão mais negativos agora do que estavam

em Junho de 2008 para este título, tendo mantido as recomendações em quase 95% dos casos.

Nas situações em que houve alteração de recomendação, o RBS foi o intermediário financeiro que mais vezes efectuou revisões em alta, com 61,54%. Também o Société Général e o JP Morgan reviram mais vezes as suas recomendações em alta do que em baixa, ao contrario dos *brokers* Exane BNP, Citigroup, HSBC e Deutsche Bank que quando alteraram as suas sugestões face aos títulos do nosso portfólio o fizeram mais vezes no sentido de baixa. A Goldman Sachs fez tantas revisões em alta como em baixa. Os dados incluídos na tabela que se segue permite-nos seguir aquela linha de raciocínio que mesmo verificando-se altera es das recomenda es, a diferença entre o número de *upgrades* e *downgrades* nunca foi muito significativa, sendo o Deutsche Bank o intermediário que apresentou maior disparidade (40% vs. 60%), não sendo ainda assim considerada uma diferença muito acentuada.

Tabela 7 – Propor o de Downgrades vs. Upgrades por intermediário financeiro

Nesta tabela a informa o disponível refere-se   percentagem de revisões de recomenda o em alta e em baixa divulgada por cada uma das casas de investimento. Temos reflectidos os resultados com e sem o impacto dos relatórios em que não houve altera o da recomenda o por parte do analista.

| Sem impacto recomenda es mantidas | | | Com impacto recomenda es mantidas | | |
|-----------------------------------|-----------------|-------------------|-----------------------------------|-----------------|-------------------|
| | <i>Upgrades</i> | <i>Downgrades</i> | | <i>Upgrades</i> | <i>Downgrades</i> |
| RBS | 61,54% | 38,46% | RBS | 12,50% | 7,81% |
| SOC GEN | 54,05% | 45,95% | SOC GEN | 9,35% | 7,94% |
| JP MORGAN | 53,33% | 46,67% | HSBC | 8,05% | 11,49% |
| GOLDMAN SACHS | 50,00% | 50,00% | GOLDMAN SACHS | 7,26% | 7,26% |
| EXANE BNP | 45,45% | 54,55% | EXANE BNP | 6,82% | 8,18% |
| CITIGROUP | 41,67% | 58,33% | JP MORGAN | 6,15% | 5,38% |
| HSBC | 41,18% | 58,82% | DEUTSCHE BANK | 4,35% | 6,52% |
| DEUTSCHE BANK | 40,00% | 60,00% | CITIGROUP | 3,09% | 4,32% |

Fonte: Bloomberg, Reuters

Se incluirmos os relatórios em que os intermediários financeiros não alteraram a recomenda o para o título em questão, identificamos qual o peso das revisões em alta, e em baixa na totalidade de relatórios emitidos por cada analista.

O HSBC foi o intermediário financeiro com maior proporção de recomendações que representaram um *downgrade* face à anterior, no entanto foi também a terceira casa de investimento cujos *upgrades* mais peso tiveram na totalidade de relatórios emitidos.

É curioso também o caso do Citigroup, que num cenário em que apenas consideramos os relatórios em que houve revisão da recomendação, é dos *brokers* com mais percentagem de *downgrades*, sendo que, essas revisões em baixa constituem apenas 4,32% do total publicações emitidas pelo Citigroup. Ou seja, é o intermediário financeiro em que os *downgrades* menos peso têm na totalidade dos seus relatórios. Isto acontece devido ao limitado número de publicações em que o Citigroup alterou a sua recomendação.

2.4 – Impacto das alterações de recomendações no preço de mercado

Não podemos deixar de tentar perceber qual a reacção imediata dos títulos que estamos a estudar perante alterações de recomendações por parte dos analistas financeiros. Uma das rotinas matinais dos operadores de mercado de acções é tentar perceber de que forma os *downgrades* e *upgrades* mais relevantes têm impacto no comportamento do título e se essa influencia se manterá apenas naquela sessão.

De forma a não perdermos o efeito de representatividade na análise, vamos tentar tirar conclusões com base numa amostra significativa e na confrontação das cotações dos títulos, ignorando modelos científicos que teriam como base uma amostra mais reduzida. Inicialmente vamos filtrar todas as recomendações desde Junho de 2008 em que há uma alteração de recomendação face à anterior. Tivemos em consideração os horizontes temporais de dois e cinco dias, para englobar não apenas os casos em que as possíveis reacções ocorrem só na sessão em que é conhecido o relatório, mas também para as situações em que o eco da recomendação permanece mais alguns dias.

Calculamos em termos médios, para cada título, a variação percentual do seu preço de mercado 2 e 5 dias após o *upgrade* ou *downgrade* efectuado pela casa de investimento.

Neste capítulo retiramos informações muito interessantes que evidenciam que nos últimos três anos e meio numa perspectiva de curto prazo, os investidores olharam muito pouco para as recomendações dos analistas, não se observando qualquer correlação ou lógica no que respeita aos impactos imediatos das recomendações nas cotações das acções.

Após a recolha de informação filtramos as variações médias para cada título, nos horizontes temporais definidos para este caso, dois e cinco dias, desde o momento em que emite a recomendação. O dia em que a recomendação é publicada é contabilizado nas duas janelas temporais de reacção por nós definidas.

Tabela 8 – Impacto das alterações nas recomendações dos analistas por broker

Pretende-se nesta tabela uma visualização das reacções médias dos títulos do nosso cabaz, após *upgrades* e *downgrades* de cada uma das casas de investimento.

| | <i>Reacção Upgrades</i> | | <i>Reacção Downgrades</i> | |
|----------------------|-------------------------|---------------|---------------------------|---------------|
| | <i>2 dias</i> | <i>5 dias</i> | <i>2 dias</i> | <i>5 dias</i> |
| <i>SOC GEN</i> | -0,45% | -0,48% | -2,10% | -1,89% |
| <i>HSBC</i> | -0,43% | -0,63% | 0,26% | -0,57% |
| <i>EXANE BNP</i> | -0,27% | 0,33% | -0,06% | 0,74% |
| <i>GOLDMAN SACHS</i> | -2,53% | -1,69% | -0,27% | 0,24% |
| <i>CITIGROUP</i> | 1,30% | -1,11% | 0,04% | 0,68% |
| <i>DEUTSCHE BANK</i> | 0,85% | -0,55% | -2,27% | -0,79% |
| <i>JP MORGAN</i> | 0,13% | -0,47% | -1,04% | -1,30% |
| <i>RBS</i> | 0,61% | 5,40% | 4,42% | 5,75% |

Fonte: *Bloomberg, Reuters*

A “Tabela 8” reflecte as reacções dos títulos aos *upgrades* e *downgrades* dos oito intermediários financeiros que acompanhamos, sendo observável a média das *performances* dos títulos nas duas janelas temporais que definimos após emissão da recomendação.

É estranho verificar que a generalidade das reacções aos *upgrades*, quer a 2 quer a 5 dias, é mais negativa do que as reacções aos *downgrades*. Isto poderia acontecer numa

ou outra situação em que alguma circunstância anormal levasse o mercado a um comportamento estranho, mas a verdade é que esse facto não é pontual.

Temos como exemplo o caso da Goldman Sachs que vê as suas revisões em alta penalizarem bastante mais os títulos que cobre do que quando emite *downgrades* sobre essas empresas cotadas.

O RBS tem reacções às suas recomendações extremamente positivas, quer se tratem de revisões em alta ou em baixa. Duma maneira geral as reacções em baixa vêm os títulos subir em média 4,42% nas duas sessões seguintes, enquanto nos dois dias imediatos às revisões em alta as cotadas subiram em média apenas 0,61%. Este cenário leva-nos, em primeiro lugar, à não identificação de uma janela de oportunidade genérica associada a uma reacção imediata das cotadas após a emissão de *downgrades* ou *upgrades*. Reconhecemos no entanto que diversas vezes essas alterações possam conduzir a variações anormais de curto prazo.

Estes últimos anos são unanimemente considerados atípicos no mercado de acções, com acontecimentos macroeconómicos, já referenciados anteriormente, a marcarem o sentimento do mercado. Estes acontecimentos levam os investidores a estarem muito mais enfocados nos sinais macroeconómicos do que nos sinais microeconómicos.

Da observação da lista total de *upgrades* e *downgrades*, verificamos que são vários os casos em que imediatamente após *upgrades* se verificaram quedas forte nos títulos bem como registarem-se *downgrades* a antecederem momentos em que as cotações subiram acentuadamente.

Se filtrarmos esta análise por empresa, parece-nos que os valores apresentados têm ainda menos significado devido ao reduzido nível de representatividade. Algumas empresas do nosso portfólio têm apenas três ou quatro situações de alteração de recomendações para o período em análise, não sendo, por isso, conclusivas as reacções imediatas que essas cotadas tiveram, devido ao reduzido número de observações.

Tabela 9 – Impacto nas cotações resultantes de alterações nas recomendações por empresa cotada

Pretende-se nesta tabela uma visualização das reacções médias dos títulos do nosso cabaz, após *upgrades* e *downgrades* emitidos para cada um dos títulos.

| | <i>Reacção Upgrades</i> | | <i>Reacção Downgrades</i> | |
|-------------------------|-------------------------|---------------|---------------------------|---------------|
| | <i>2 dias</i> | <i>5 dias</i> | <i>2 dias</i> | <i>5 dias</i> |
| <i>Total</i> | -1,83% | 5,62% | 2,18% | 3,07% |
| <i>Siemens</i> | 0,50% | 0,54% | -4,53% | -0,79% |
| <i>Santander</i> | 1,10% | 5,38% | 1,32% | -0,42% |
| <i>BASF</i> | -0,77% | -3,61% | -5,09% | -5,29% |
| <i>ENI</i> | -2,07% | -1,22% | 1,07% | 2,56% |
| <i>Bayer</i> | 1,04% | -1,53% | -4,16% | -4,98% |
| <i>Daimler</i> | -0,35% | -1,19% | 1,03% | -0,21% |
| <i>LVMH</i> | 2,83% | -1,03% | 1,55% | 4,25% |
| <i>E.ON</i> | -3,14% | 2,20% | 0,61% | -0,52% |
| <i>BBVA</i> | -2,57% | -5,07% | -3,22% | -0,42% |
| <i>Deutsche Telekom</i> | 1,75% | 6,74% | -3,96% | 4,49% |
| <i>Air Liquide</i> | -0,97% | 2,75% | 0,55% | 0,19% |
| <i>France Telecom</i> | 1,15% | -0,14% | -1,19% | -2,92% |
| <i>Schneider</i> | 0,88% | -1,60% | -0,90% | 1,08% |
| <i>Vivendi</i> | -5,21% | -7,05% | 1,61% | 3,39% |
| <i>ENEL</i> | -1,75% | -1,61% | -0,41% | -0,52% |
| <i>Iberdrola</i> | 1,57% | 2,67% | 0,20% | -3,01% |
| <i>BMW</i> | 0,63% | 2,25% | 1,34% | 0,68% |
| <i>Nokia</i> | -0,55% | -1,89% | -0,08% | 1,18% |
| <i>Philips</i> | -0,88% | -0,09% | -1,04% | -1,07% |

Fonte: *Bloomberg, Reuters*

Com as actuais características do mercado de acções, por mais observações que consideremos, parece-nos que não haverá aí uma correlação que possa ser aproveitada pelo mercado, ficando assim entregue à sensibilidade de cada investidor, identificar os casos em que as reacções às recomendações são significativas.

Ainda que utilizando outro método de avaliação, com base em cálculos de rendibilidades anormais, no relatório da CMVM (2011), que nos serviu de referência, não se encontraram conclusões que identificassem algum tipo de lógica ou relação do impacto imediato das alterações de recomendação nos preços dos activos do PSI20⁶. Os títulos integrantes do PSI20 são os que apresentam maiores volumes na bolsa de Lisboa, à semelhança das empresas cotadas que consideramos no nosso estudo relativamente ao

⁶ PSI20 - Índice de referência da bolsa de Lisboa, constituído pelas vinte empresas portuguesas com maior capitalização bolsista

mercado de acções europeu. Ainda em relação ao referido relatório da CMVM, houve pontualmente alguns impactos significativos, sem que no entanto se possa generalizar, registando-se inúmeras situações de títulos que em média subiram após *downgrades* e que viram a sua cotação descer imediatamente após divulgação de *upgrades*. Esta ausência de padrão verificou-se, nos títulos do PSI20, tanto no caso de compras como de vendas, não se tendo encontrado também um comportamento padrão face aos resultados do relatório da CMVM do ano anterior.

Poderíamos neste ponto do estudo entrar num tipo de análise mais científico e trabalhar com um modelo de equilíbrio de preços, como o CAPM (Capital Asset Pricing Model) de forma a calcular um retorno esperado. Ou seja, calcular os preços em equilíbrio implícitos no modelo e compará-los por um lado com o preço-alvo dos analistas e posteriormente com a *performance* do mercado, para os horizontes temporais em causa.

O CAPM criado por Harry Markowitz e William F. Sharpe, “é a teoria básica que associa o risco e o retorno para todos os activos” (Gitman, 1997: 220), é um modelo historicamente aceite e utilizado para calcular o risco não sistémico de carteiras, ou para analisar o comportamento dos investidores face ao risco e rendibilidade de activos, designadamente acções, permitindo avaliar a taxa de retorno mínima dos investimentos de forma a satisfazer as expectativas dos investidores.

Além dos pressupostos a ter em conta neste tipo de modelos, teríamos de proceder ao cálculo do retorno do activo sem risco, prémio de risco do mercado onde os activos estão integrados e o *beta* do activo, indicador de medição do risco de um activo ou carteira de activos.

Foram vários os factores que nos impossibilitaram de investigar esta solução para o nosso estudo de caso, tendo especial relevância a dificuldade de cálculo de betas, para cada título e cada horizonte temporal utilizado nos vários relatórios de análise emitidos e que consideramos na nossa análise.

2.5 – Dispersão face ao *consensus*

Após análise dos títulos que mais recomendações de “Comprar” receberam (Capítulo 2.2) e de termos avaliado as alterações de recomendação dos analistas (Capítulo 2.3), neste capítulo vamos tentar classificar as empresas de forma a incluir todas as recomendações que lhes estão associadas, dentro do nosso universo de relatórios, incorporando no resultado todas as recomendações dos analistas, sejam elas de “Comprar”, “Manter” ou “Vender”.

Para chegar à pontuação de *consensus* apuramos a média de todas as recomendações emitidas para o nosso portfólio com base numa classificação atribuída para cada tipo de recomendação (“Comprar” 3 pontos, “Manter” 2 pontos e “Vender” 1 ponto).

$$\text{Pontos Consensus } \mathcal{X} = 3 \times \sum \text{"Comprar"} + 2 \times \sum \text{"Manter"} + \sum \text{"Vender"} \quad (1.1)$$

$$\text{Consensus } \mathcal{X} = \frac{\text{Pontos consensus } \mathcal{X}}{\text{Número relatórios } \mathcal{X}} \quad (1.2)$$

Posteriormente, para cada empresa cotada, calculamos a sua pontuação, com base nos relatórios de cada casa de investimento, apurando depois a dispersão das recomendações de investimento para cada título face à pontuação de *consensus*.

$$\text{Consensus Portfólio} = \frac{\sum_{\text{Portfólio}} \text{Pontos consesus } \mathcal{X}}{\text{Número total relatórios}} \quad (1.3)$$

$$\text{Dispersão face ao consensus } \mathcal{X} = \frac{\text{Consensus } \mathcal{X}}{\text{Cosensus Portfólio}} - 1 \quad (1.4)$$

Tabela 10 – Dispersão face ao *consensus* por título

Pretendemos com a apresentação da tabela visualizar a diferença da pontuação de cada título face à “pontuação *consensus*”. Pontuações são calculada com base no modelo atrás explicado e representa genericamente o optimismo da média dos analistas para cada empresa cotada.

| <i>Dispersão face ao consensus</i> | |
|------------------------------------|---------|
| LVMH | 15,90% |
| Vivendi | 11,54% |
| Siemens | 10,70% |
| Bayer | 10,03% |
| Santander | 5,86% |
| BMW | 5,75% |
| Schneider | 4,26% |
| BASF | 4,16% |
| Daimler | 2,72% |
| BBVA | 1,66% |
| ENI | 1,40% |
| France Telecom | 0,77% |
| Total | 0,74% |
| ENEL | -3,27% |
| Deutsche Telekom | -4,72% |
| Philips | -5,36% |
| Iberdrola | -7,59% |
| Air Liquide | -8,40% |
| E.ON | -20,82% |
| Nokia | -30,89% |

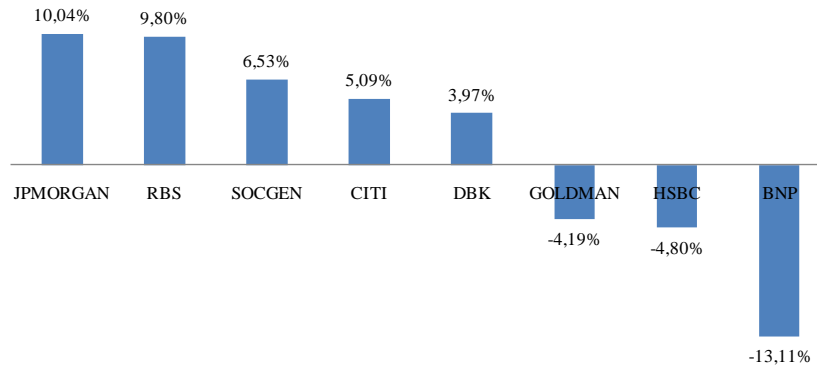
Fonte: *Bloomberg, Reuters*

Na tabela de dispersão face ao *consensus* voltamos a encontrar a LVMH como empresa para a qual os analistas apresentam maior grau de optimismo. Além de ser o título que maior percentagem de recomendações de compra recolheu, é também a mais bem posicionada nesta nossa avaliação. A Vivendi, a Siemens e a Bayer aparecem logo a seguir como empresas em que se verificou maior optimismo entre os analistas que acompanhamos para o período em análise e de acordo com este modelo de dispersão face ao *consensus*.

Definitivamente a E.ON e a Nokia são as empresas menos preferidas dos intermediários financeiros desde Junho de 2008, com um nível de dispersão face ao *consensus* de -20,82% e -30,89% respectivamente.

Figura 4 – Dispersão face ao consensus por intermediário financeiro

Observamos na figura a diferença da pontuação de cada intermediário financeiro face à “pontuação consensus”. Recordo que estas pontuações são calculada com base no modelo atrás explicado e representa genericamente o optimismo da média dos analistas para cada casa investimento.



Fonte: *Bloomberg, Reuters*

Fazendo o mesmo tipo de análise mas para os vários intermediários financeiros que constituem o estudo, concluímos que os mais optimistas são a JP Morgan e o RBS com dispersão a rondar os 10% acima do valor do *consensus*, para ambos os intermediários financeiros. Como tínhamos visto no ponto dois estes são também os *brokers* que maior percentagem de recomendações de compra tinham publicado.

O mais pessimista dos bancos de investimento é o Exane BNP, apresentando também a maior dispersão face ao *consensus* (-13,11%), que se deve essencialmente à grande percentagem de recomendações de venda que publicou. Embora a Goldman Sachs tenha sido o intermediário financeiro em que as recomendações de compra têm menor peso, situa-se numa posição menos pessimista do que o HSBC e do que o Exane BNP uma vez que as vendas têm significativamente menos peso na totalidade das suas recomendações.

2.6 - *Performance* portfólio estudo e preferências dos analistas

Neste capítulo iremos analisar a *performance* de cada um dos títulos do nosso portfólio relacionada com as recomendações do grupo de analistas que fazem parte do nosso estudo.

Olhando para a tabela destacam-se imediatamente a BMW e a LVMH com os melhores desempenhos do nosso cabaz obtendo rendibilidades acima de 55% entre Junho de 2008 e Outubro de 2011. É interessante realçar que as análises feitas até este momento do nosso trabalho, nos apontaram a LVMH como uma das empresas preferidas dos analistas que compõem o nosso estudo. É a empresa que tem mais percentagem de recomendações de compras para o horizonte temporal em estudo, e segundo a dispersão face ao *consensus* é o título para o qual os analistas estão mais optimistas. Coincidência ou não, a verdade é que a LVMH é a cotada que apresentou a maior valorização desde o início do nosso horizonte temporal. Para quem defende a teoria de que os analistas tendem a emitir mais recomendações de compra para empresas com preços mais pressionados ou para empresas que tenham desvalorizado mais, este é um exemplo que contraria essa ideia. A LVMH tem vindo a valorizar sucessivamente nos últimos anos e nem por isso os *downgrades* têm aumentado significativamente face aos *upgrades*, não tendo para o período em estudo uma única recomendação de venda.

Em relação à BMW, que apresentou um retorno de 55,14% desde Junho de 2008, os analistas não se apresentaram ao longo destes anos tão optimistas como no exemplo da LVMH. Ainda assim a BMW aparece entre as seis empresas melhores posicionadas em vários indicadores que utilizamos, como percentagem de recomendações de compra, proporção de *upgrades* ou nível de optimismo associado aos analistas através da dispersão face ao *consensus*.

No extremo oposto da tabela de rendibilidades aparecem a E.ON (-61,59%) e a Nokia (-73,72%) com retornos claramente negativos e aqui as recomendações sugeridas pelos analistas financeiros voltaram a coincidir com o comportamento dos títulos em mercado. Temos sublinhado sucessivamente que estas duas cotadas são aquelas em que os analistas apresentam níveis de pessimismo mais significativos, sendo as que

apresentam maior grau de dispersão, bastante abaixo do *consensus*. Também aqui os analistas estão de acordo e alinhados com aquilo que veio a ser a *performance* das cotadas, tendo sido nestes casos uma boa aposta a recomendação dos intermediários financeiros.

Ainda que encontremos alguns exemplos menos felizes para os analistas (como a Vivendi que é a segunda empresa em que as recomendações de compra têm mais peso e a segunda classificada na tabela de dispersão face ao *consensus*), a verdade é que se colocarmos as tabelas de *performance* e de dispersão face ao *consensus*, percebemos facilmente que as preferências dos nossos analistas não andam muito longe dos títulos que tiveram melhor *performance*.

Tabela 11 – Performance dos títulos vs. Optimismo analistas

Neste caso o objectivo é observar a confrontação do desempenho da cotação de cada um das acções do nosso cabaz com o optimismo que a generalidade dos analistas têm para esses mesmos títulos, através do indicador calculado anteriormente dispersão face ao *consensus*”.

| <u>Performance período estudo</u> | | <u>Dispersão face ao consensus</u> | |
|-----------------------------------|----------------|------------------------------------|---------|
| <i>LVMH</i> | 59,89% | <i>LVMH</i> | 15,90% |
| <i>BMW</i> | 55,14% | <i>Vivendi</i> | 11,54% |
| <i>Air Liquide</i> | 16,43% | <i>Siemens</i> | 10,70% |
| <i>BASF</i> | 10,39% | <i>Bayer</i> | 10,03% |
| <i>Schneider</i> | 5,65% | <i>Santander</i> | 5,86% |
| <i>Siemens</i> | 4,53% | <i>BMW</i> | 5,75% |
| <i>Deutsche Telekom</i> | -14,55% | <i>Schneider</i> | 4,26% |
| <i>Bayer</i> | -18,78% | <i>BASF</i> | 4,16% |
| <i>Daimler</i> | -24,37% | <i>Daimler</i> | 2,72% |
| <i>Total</i> | -32,58% | <i>BBVA</i> | 1,66% |
| <i>France Telecom</i> | -33,15% | <i>ENI</i> | 1,40% |
| <i>Philips</i> | -38,84% | <i>France Telecom</i> | 0,77% |
| <i>ENI</i> | -38,92% | <i>Total</i> | 0,74% |
| <i>Vivendi</i> | -39,85% | <i>ENEL</i> | -3,27% |
| <i>Iberdrola</i> | -43,34% | <i>Deutsche Telekom</i> | -4,72% |
| <i>ENEL</i> | -46,46% | <i>Philips</i> | -5,36% |
| <i>Santander</i> | -50,52% | <i>Iberdrola</i> | -7,59% |
| <i>BBVA</i> | -52,34% | <i>Air Liquide</i> | -8,40% |
| <i>E.ON</i> | -61,59% | <i>E.ON</i> | -20,82% |
| <i>Nokia</i> | -73,72% | <i>Nokia</i> | -30,89% |
| <i>Eurostoxx50</i> | -36,86% | | |

Fonte: Bloomberg, Reuters

Esta análise serve apenas para ter uma noção do comportamento das empresas preferidas dos *brokers* que seleccionamos. De qualquer forma, numa perspectiva mais genérica, podemos dizer que os analistas financeiros falharam significativamente quando analisamos o cabaz como um todo. Recordemos que desde Junho de 2008 a tendência das recomendações é claramente de compra. Mesmo segmentando em três sub-períodos, a indicação de que os investidores deviam comprar acções, esteve como pano de fundo na mensagem que os bancos de investimento passaram para o mercado. A verdade é que num cenário em que todos os activos representam o mesmo peso no portfólio, a nossa carteira obteve uma desvalorização média aproximada de 20% para o horizonte temporal estudado, muito longe do cenário optimista anunciado pelas sucessivas recomendações de compra dos vários *brokers* considerados.

Do ponto de vista microeconómico, as opiniões dos analistas já estiveram mais alinhadas com o desempenho dos vários títulos, principalmente numa perspectiva de médio prazo, onde acabámos de verificar que a correlação entre os títulos preferidos e os que apresentaram maiores rendibilidades é elevada. Verificámos também que a *performance* das acções não seguem as recomendações dos analistas no momento imediato à emissão dos relatórios dos intermediários financeiros.

2.7 - Simulação carteiras de investimento por intermediário financeiro

Para especificarmos o nível de acerto de cada casa de investimento no médio prazo, criámos carteiras fictícias, constituídas pelos vinte títulos objecto de estudo, simulando uma gestão activa de acordo com as recomendações de cada um dos vários analistas avaliando a *performance* conseguida por cada carteira ou *broker*.

Nesta simulação partimos dos seguintes pressupostos:

- i. A simulação da *performance* da carteira associada a cada casa de investimento será efectuada para o período compreendido entre 01-06-2008 e 30-10-2011. A posição inicial da carteira referência terá em conta os preços de fecho do dia 30-05-2008. Para a constituição dessa carteira

deverão ser alocados 5.000€ em cada título, sendo considerado para apurar o número de acções de cada empresa cotada um arredondamento ao valor inteiro imediatamente abaixo. Para cálculo do retorno da carteira referência assume-se que o investidor não efectuou nenhuma transacção não tendo recorrido à liquidez disponível.

ii. A cada intermediário financeiro é atribuído no momento zero (30-05-2008) um montante de investimento inicial de 110.000€. Vamos assumir que neste momento o investidor aloca 100.000€ (aproximadamente) à carteira referência e os restantes 10.000€ serão utilizados para possíveis transacções a efectuar ao longo da gestão activa da carteira.

iii. No dia em que o analista financeiro emite uma recomendação que constitua uma alteração face à anterior, a sua carteira será reajustada de acordo com os seguintes critérios:

1 – um *upgrade* de um nível (ex. “Manter” para “Comprar”) atribuído a um determinado título deverá constituir um aumento de 50% da exposição ao mesmo. No caso de a revisão em alta ser de dois níveis (ex. “Vender para Comprar” então essa exposição deverá aumentar 100%. Sempre que seja necessário efectuar compras, o investidor recorre ao montante que tem em liquidez no momento da transacção, mantendo as restantes posições em carteira inalteradas.

2 – um *downgrade* de um nível (ex. “Manter” para “Vender”) atribuído a um determinado título deverá constituir uma venda 50% da exposição ao mesmo. No caso de a revisão em baixa ser de dois níveis (ex. “Comprar” para “Vender”) então essa exposição deverá diminuir 100%, vendendo a totalidade da posição em carteira para aquele título. Paralelamente deverão manter-se as posições detidas em todos os outros títulos. Sempre que são efectuadas vendas, o montante resultante da operação é adicionado à liquidez naquele momento.

3 – Assume-se para cada transacção o preço de fecho da sessão correspondente ao dia em que é emitida a recomendação.

4 – Sempre que 50% da posição em carteira de um título não for um número inteiro, é efectuado um arredondamento ao número inteiro inferior.

5 – Em casos de *upgrade* de títulos que não temos em carteira, assumimos a compra de 50% (*upgrade* de um nível) do valor inicial em carteira.

- iv. A 30-10-2011 apura-se o valor das carteiras de cada *broker* e consequentemente o retorno de cada uma delas para o período considerado.
- v. Nesta simulação são ignorados os custos de transacção, bem como possíveis aplicações a taxas sem risco do capital não utilizado. São usadas neste estudo cotações ao preço de fecho, ajustadas. Estes preços ajustam operações de *spin-offs*⁷, *stock splits*⁸ ou consolidações, dividendos extraordinários e aumentos de capital.

Tabela 12 – Performance carteiras fictícias por intermediário financeiro

Pela leitura da tabela verificamos as rendibilidades/retorno das carteiras que simulamos para cada *broker* bem como o valor final de cada portfólio.

| | Valor carteira 31-10-2011 | Retorno | Alterações Recomendação |
|----------------------------|---------------------------|----------------|----------------------------|
| EXANE BNP | 93.075,48 € | -15,39% | 33 |
| GOLDMAN SACHS | 92.529,22 € | -15,88% | 34 |
| DEUTSCHE BANK | 91.298,56 € | -17,00% | 15 |
| HSBC | 91.116,05 € | -17,17% | 34 |
| RBS | 90.981,52 € | -17,29% | 13 |
| Carteira Referência | 89.183,80 € | -18,92% | - |
| JP MORGAN | 88.386,89 € | -19,65% | 15 |
| CITIGROUP | 87.788,48 € | -20,19% | 12 |
| SOCGEN | 86.895,82 € | -21,00% | 37 |

Fonte: *Bloomberg, Reuters*

⁷ *Spin-off* é genericamente uma cisão é uma nova organização, entidade ou empresa formada pela separação de parte dos activos de uma empresa maior. A cotação da empresa maior é ajustada após separação

⁸ *Stock Split* é uma operação em que uma empresa procede ao fraccionamento das acções que constituem o seu capital social através da desmultiplicação do respectivo valor nominal.

Constatamos pela leitura da “Tabela 12” que o retorno das carteiras formadas a partir das recomendações dos analistas financeiros, foram claramente negativas, acompanhando a *performance* da generalidade do mercado de acções para o período em análise, estando esse facto reflectido no retorno da carteira referência. Tendo em conta o modelo de gestão activa que adoptamos, tivemos ainda cinco casas de investimento cujas carteiras apresentaram melhores *performances* do que a nossa carteira referência. Se o Exane BNP (-15,39%) e a Goldman Sachs (-15,88%) obtiveram os melhores retornos, por outro lado, a Société Générale (-21%) e o Citigroup (-20,19%) ficaram com as piores rendibilidades.

A coluna “Alterações Recomendação” permite-nos identificar o número de transacções que foram efectuadas na gestão de cada uma das carteiras, que vai coincidir com o número de *upgrades* e *downgrades* que cada casa de investimento divulgou para o período do nosso estudo.

Esta variável mostra que parece não haver qualquer relação entre a rendibilidade das carteiras e a agressividade de cada *broker* na sua gestão. O Exane BNP e a Goldman Sachs são efectivamente das casas de investimento mais activas em termos de alterações de recomendação, o mesmo acontecendo com a Société Générale, que ainda assim obteve o pior resultado na nossa tabela. Como referência é também interessante também referir que o Eurostoxx50, do qual fazem parte as vinte empresas por nós estudadas, teve uma *performance* de -36,86%.

Em cenário de mercado deprimido, como foi o caso desde Junho de 2008, uma carteira índice como o Eurostoxx50 acaba por ser mais penalizada devido à ausência do factor liquidez, que referimos anteriormente.

O facto de termos uma componente de liquidez nesta simulação, dilui em parte as variações dos portfólios, principalmente se o quisermos comparar com índices. O facto de simularmos cenários com liquidez disponível, tem como objectivo trazer realismo aos cenários de investimento que ensaiamos, porque na prática a maioria dos investidores com uma gestão activa de portfólios tem em conta a liquidez disponível e aumenta ou diminui o seu peso consoante o seu sentimento para o mercado.

Como temos confirmado ao longo do trabalho, os intermediários financeiros que temos estudado não variaram de forma significativa o seu sentimento para o horizonte temporal que nos serve de referência, o que faz com que a exposição ao mercado nas carteiras que simulamos se mantenha sem alterações de fundo em termos de estratégia. Embora haja um aumento generalizado da liquidez, entre o momento zero por nós considerado e o fim do período, grande parte dessa variação deve-se à aplicação do modelo que seleccionamos para a simulação.

No Relatório Anual de Supervisão da Actividade de Análise Financeira de 2010 (CMVM 2010), também foram criadas carteiras fictícias para cada intermediário financeiro. Essas carteiras foram rebalanceadas de acordo com as recomendações desses analistas, sendo que no entanto, os pressupostos da simulação eram diferentes dos que usamos nesta análise. A CMVM considerou, para a sua análise, todos os relatórios emitidos para todos os títulos do portfólio, mesmo que não se verificassem alterações face ao relatório anterior emitido pelas casas de investimento em causa.

Capítulo 3 – Divulgação Preços-Alvo

Se numa primeira fase sublinhamos a importância das recomendações de investimento, debruçamo-nos agora para a publicação de preços-alvo que geralmente acompanham as recomendações dos analistas, merecendo também a atenção dos investidores. Esta análise permite desde logo calcular o potencial de valorização ou desvalorização, na opinião do analista, para cada título de uma forma rápida e objectiva.

Neste capítulo vamos analisar questões como: o potencial de valorização dos vários títulos que acompanhamos; tendência dos preços-alvo de cada um com o passar do tempo com respectivas alterações e percentagem de acerto das previsões dos vários analistas para o portfólio que acompanhamos.

3.1 – Potencial médio de valorização

Começamos por perceber quais os títulos com maior potencial de valorização médio, no momento da emissão de cada preço-alvo, tendo em conta a cotação de fecho do dia em que é emitido o relatório.

Duma maneira geral os analistas financeiros consideram no momento da emissão do relatório que todos os títulos têm potencial de valorização. Nas 1336 recomendações trabalhadas neste estudo, apenas 164 (12,2%) indicavam preços-alvo abaixo da cotação do título no fecho de sessão daquele dia, estando em conformidade com o número de recomendações “Vender” emitidas que foram apenas 144 (10,82%).

O Santander é o título que genericamente e em média os analistas consideram mais barato no momento da divulgação do preço-alvo, tendo um potencial médio de valorização de 27,42%. Não obstante a excelente performance desde Junho de 2008, batendo largamente o desempenho do mercado, a BMW ainda assim é das empresas mais atractivas para os analistas com uma valorização potencial média de 24,79%.

Tal como tínhamos concluído quando analisamos os *upgrades* e *downgrades* atribuídos a cada empresa, também aqui a E.ON e a Nokia estão no fundo da lista, com um potencial de valorização médio de 0,77% para a Nokia e de 12,25% para a E.ON. Estas duas empresas voltam a sobressair como as menos preferidas dos analistas, desta vez com os menores potenciais de valorização de acordo com os preços-alvo publicados.

As empresas preferidas dos analistas, de acordo com o critério da dispersão face ao *consensus*, curiosamente não são as que apresentam maior potencial de valorização médio para os intermediários financeiros. A LVMH, a Air Liquide, a BASF e a Schneider aparecem na segunda metade em termos de potencial de valorização médio, sendo dos títulos preferidos no critério dispersão face ao *consensus*. Assim se nos limitarmos à observação do potencial de valorização, este indicador além de não estar alinhado com outros critérios por nós utilizados, acaba por não ser tão eficaz do ponto de vista da rendibilidade dos títulos. Como exemplo, podemos referir que os três títulos com potenciais de valorização mais elevados, Santander, Total e Vivendi, tiveram *performances* bastante aquém de outros títulos.

Tabela 13 – Potencial de valorização médio de cada título que compõe o nosso portfólio

Encontramos os dados que podemos observar nesta tabela, com base na média do potencial de valorização atribuído por cada recomendação de cada casa de investimento a cada título, no momento da emissão do relatório.

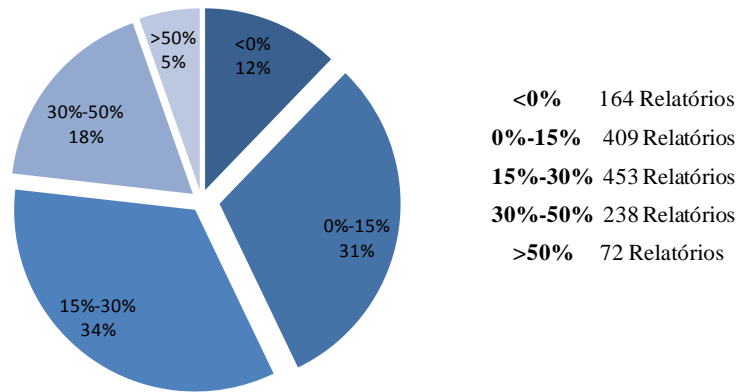
| <i>Potencial médio valorização</i> | |
|------------------------------------|--------|
| <i>Santander</i> | 27,42% |
| <i>Total</i> | 25,56% |
| <i>Vivendi</i> | 25,07% |
| <i>BMW</i> | 24,79% |
| <i>Daimler</i> | 24,73% |
| <i>BBVA</i> | 24,69% |
| <i>Siemens</i> | 23,85% |
| <i>ENI</i> | 23,42% |
| <i>Bayer</i> | 21,34% |
| <i>ENEL</i> | 19,79% |
| <i>France Telecom</i> | 19,54% |
| <i>Deutsche Telekom</i> | 18,11% |
| <i>LVMH</i> | 17,94% |
| <i>BASF</i> | 17,08% |
| <i>Philips</i> | 15,52% |
| <i>Iberdrola</i> | 15,15% |
| <i>Schneider</i> | 12,38% |
| <i>Air Liquide</i> | 12,35% |
| <i>E.ON</i> | 12,25% |
| <i>Nokia</i> | 0,77% |

Fonte: *Bloomberg, Reuters*

Além de confirmarmos que apenas 12,28% dos preços-alvo emitidos apontavam para potenciais de valorização negativos, na tabela seguinte observamos também que mais de metade desses preços apresentam potencial de valorização acima dos 15%. O potencial de valorização máximo encontrado na nossa amostra foi de 127% para um preço alvo da Goldman Sachs à BMW de 123€ quando o título cotava 54,15€ (18-08-2011). Ao invés, o preço alvo com potencial de desvalorização mais elevado foi de -41,06%. Trata-se de uma recomendação do Citigroup à Schneider em que atribui um preço alvo de 27,5€, quando a cotada fechou essa sessão a 46,655€.

Figura 5 – Preços-alvo e potenciais de valorização segmentados

Nesta figura segmentamos os preços-alvo tidos em consideração no nosso estudo de acordo com o potencial de valorização de cada um no dia da publicação.
Exemplo: 31% dos preços-alvo emitidos pelos analistas apresentam no dia da divulgação um potencial de valorização entre 0% e 15%.



Fonte: Bloomberg, Reuters

Na realidade portuguesa, para o intervalo de tempo a que o relatório da CMVM reporta (Entre Outubro 2009 e Setembro 2010) o cenário é bastante parecido com o que encontramos. Menos de 20% dos preços-alvo emitidos representavam potencial de valorização negativo e por outro lado, mais de 50% das recomendações indicavam potencial de valorização superior a 15%.

Do ponto de vista dos intermediários financeiros podemos também analisar como evoluíram os preços-alvo que foram emitindo. Tal como aconteceu na perspectiva dos títulos, obrigatoriamente os vários *brokers* consideram que as acções estão, duma maneira geral, a cotar a desconto. A Goldman Sachs é o banco de investimento que apresenta o maior potencial de valorização médio para as empresas que cobre, chegando esse potencial muito próximo dos 30%. Além da Goldman, mais três casas de investimento vêm ganhando potências médias acima de 20% no momento em que emitem os seus relatórios: são eles a JP Morgan, o RBS e o Deutsche Bank. Os menos optimistas relativamente aos títulos que cobrem são a Société Générale e o Exane BNP, com potenciais de valorização abaixo dos 15%.

Tabela 15 – Potencial de valorização médio atribuído por cada casa de investimento

Nesta tabela encontramos a média do potencial de valorização atribuído por cada recomendação de cada um dos intermediários financeiros.

| <i>Potencial médio valorização</i> | |
|------------------------------------|--------|
| GOLDMAN SACHS | 29,14% |
| JP MORGAN | 25,89% |
| RBS | 24,44% |
| DEUTSCHE BANK | 22,13% |
| HSBC | 16,57% |
| CITIGROUP | 16,33% |
| SOC GEN | 13,81% |
| EXANE BNP | 11,38% |

Fonte: *Bloomberg, Reuters*

3.2 – Variações preço-alvo

Considerando as empresas preferidas e mais atractivas para os investidores é curioso perceber como evoluíram os preços-alvo para cada um dos títulos do nosso portfólio. Desde Junho de 2008 até Outubro de 2011 os preços alvo da BMW subiram em média 7,42% e os da LVMH 3,71%, confirmando o optimismo que tínhamos percebido anteriormente por parte dos analistas nestes títulos. A Nokia volta a constar no extremo inferior, desta vez por ser o título que em média mais viu o seu preço alvo médio revisto em baixa (-5,17%), a par da Iberdrola e da Vivendi com revisões médias próximas dos -5%.

Interessante é o caso da ENEL que viu 57,69% das revisões do preço alvo serem efectuadas em alta, no entanto as revisões em baixa acabaram por ter maior peso, levando o título a ter um corte médio de 1,61% no preço-alvo.

Outro caso com interesse é o da LVMH que registou mais *dowgrades* do que *upgrades* para o período em estudo, 60% vs. 40%, como verificamos no capítulo 2.3. Apesar disso teve significativamente mais revisões em alta de preço-alvo do que em baixa, o que levou o seu preço-alvo médio a valorizar 3,71% desde Junho de 2008. Nem sempre uma revisão em alta do preço-alvo significa uma revisão em alta da recomendação do

analista. No caso dos preços-alvo as variações vão sendo mais frequentes, resultado de alterações frequentemente pouco significativas no modelo de avaliação dos analistas, acabando por não ter impacto na recomendação de investimento.

Tabela 14 – Variação do preço-alvo por título e sentido das revisões desse preço-alvo

Na “Tabela 14” podemos observar a variação média dos preços-alvo dos vários analistas para cada empresa cotada face ao preço-alvo do último relatório. Temos ainda acesso em proporção, ao sentido das variações, de cada vez que os analistas alteram o preço-alvo para cada empresa.

| <i>Variação do média preço alvo</i> | <i>Revisão alta</i> | <i>Revisão baixa</i> | |
|-------------------------------------|---------------------|----------------------|--------|
| BMW | 7,42% | 69,62% | 30,38% |
| LVMH | 3,71% | 62,22% | 37,78% |
| Schneider | 2,93% | 61,67% | 38,33% |
| BASF | 2,41% | 68,04% | 31,96% |
| Daimler | 1,63% | 60,00% | 40,00% |
| Air Liquide | 1,27% | 60,29% | 39,71% |
| Siemens | 1,07% | 60,87% | 39,13% |
| Bayer | -0,46% | 48,72% | 51,28% |
| Deutsche Telekom | -0,52% | 45,45% | 54,55% |
| Philips | -0,79% | 47,31% | 52,69% |
| ENEL | -1,61% | 57,69% | 42,31% |
| BBVA | -1,91% | 34,72% | 65,28% |
| ENI | -1,93% | 40,35% | 59,65% |
| Santander | -2,03% | 33,33% | 66,67% |
| Total | -2,59% | 38,46% | 61,54% |
| France Telecom | -4,11% | 25,64% | 74,36% |
| E.ON | -4,31% | 31,37% | 68,63% |
| Vivendi | -4,38% | 34,78% | 65,22% |
| Iberdrola | -4,62% | 29,73% | 70,27% |
| Nokia | -5,17% | 36,07% | 63,93% |

Fonte: Bloomberg, Reuters

A Société Générale, o Citigroup e o RBS, em média, reviram em alta os preços-alvo das empresas que estudam, tendo os outros *brokers*, em média, feito revisões em baixa.

Ao contrapormos esta informação com a dispersão face ao *consensus*, estudada no capítulo 2.5, acaba por ser contraditório que a Goldman Sachs seja o terceiro intermediário financeiro mais pessimista no que toca às recomendações emitidas. É no entanto o intermediário financeiro que apresenta um potencial de valorização médio

mais atractivo para as empresas que cobre. A Société Générale é considerada pela nossa avaliação de dispersão face ao *consensus*, a terceira casa de investimento mais optimista, sendo no entanto a segunda menos agressiva em termos de valorização potencial dos títulos. O Exane BNP confirma nesta classificação aquilo que já tinha sido indicado na dispersão face ao *consensus*, sendo em toda a linha a mais conservadora das várias casas de análise.

Tabela 16 – Revisão do preço-alvo por casa de investimento e sentido dessas variações

Aqui podemos constatar por um lado a variação média dos preços-alvo dos títulos cobertos por cada *broker*, bem como a proporção das revisões efectuadas por cada um. Sejam revisões em alta, sejam em baixa.

| <i>Variação do média preço alvo</i> | <i>Revisão alta</i> | <i>Revisão baixa</i> |
|-------------------------------------|---------------------|----------------------|
| GOLDMAN SACHS -0,16% | 45,12% | 54,88% |
| JP MORGAN -0,52% | 55,00% | 45,00% |
| RBS 2,24% | 51,79% | 48,21% |
| DEUTSCHE BANK -0,75% | 48,80% | 51,20% |
| HSBC -0,93% | 47,37% | 52,63% |
| CITIGROUP 0,44% | 50,00% | 50,00% |
| SOC GEN 0,29% | 55,26% | 44,74% |
| EXANE BNP -1,20% | 43,90% | 56,10% |

Fonte: Bloomberg, Reuters

3.3 – Comparação preço-alvo com preço de mercado

Ainda relativamente aos preços alvo é interessante tentar perceber qual o grau de precisão dos analistas, confrontando o preço-alvo emitido por cada casa de investimento com o preço de mercado verificado no final do horizonte temporal da recomendação. Desde logo não temos acesso aos horizontes temporais de grande parte das análises que fazem parte do nosso estudo, tendo nessas situações assumido um horizonte temporal de nove meses. Cada preço-alvo foi confrontado individualmente com o preço de mercado na data limite da recomendação, independentemente de entretanto o analista ter feito alguma revisão ao preço. Dos 1335 preços-alvo que consideramos entre Junho de 2008 e Outubro de 2011, 1024 atingiram o respectivo horizonte temporal, não podendo ser

considerados os restantes 311 cuja data apontada pelo analista excede a nossa janela de estudo.

Relativamente à globalidade dos preços-alvo que viram o seu horizonte temporal ser atingido concluímos que mais de 20% deles ficaram a apenas 10% do preço que se verificou no mercado. Tenha o preço de mercado ficado acima ou abaixo do PT, a verdade é que em 23,83% dos casos essa diferença foi inferior a 10%. Se alargarmos a margem de erro, vemos que cerca de 66% dos preços estimados pelos analistas ficaram, no máximo, a uma distância de 30% do preço de mercado verificado na data limite do horizonte temporal. Ainda assim verificamos também que quase 34% dos preços de mercado ficaram a uma distância superior a 30% dos preços apontados pelos intermediários financeiros.

Tabela 17 – Desvio por casa de investimento entre o preço de mercado e o preço-alvo

Na tabela seguinte encontramos por casa de investimento, à segmentação por intervalos de desvio percentual, entre o preço de mercado na maturidade das recomendações e o preço-alvo indicado por essa mesma recomendação, com a percentagem de observações em cada segmento.

| | Diferença percentual entre o preço mercado e preço-alvo | | | | | | |
|----------------------|---|---------------|---------------|---------------|---------------|--------------|--------------|
| | < -50% | -50% a -30% | -30% a -10% | -10% a 10% | 10% a 30% | 30% a 50% | >50% |
| GOLDMAN SACHS | 4,55% | 26,14% | 26,14% | 27,84% | 9,09% | 3,98% | 2,27% |
| JP MORGAN | 7,37% | 17,89% | 21,05% | 29,47% | 17,89% | 4,21% | 2,11% |
| RBS | 0,00% | 16,00% | 44,00% | 12,00% | 14,00% | 10,00% | 4,00% |
| DEUTSCHE BANK | 6,93% | 24,75% | 24,75% | 21,78% | 8,91% | 2,97% | 9,90% |
| HSBC | 2,86% | 19,29% | 33,57% | 17,14% | 13,57% | 9,29% | 4,29% |
| CITIGROUP | 2,42% | 16,13% | 23,39% | 25,00% | 23,39% | 6,45% | 3,23% |
| SOC GEN | 1,20% | 12,57% | 29,34% | 26,95% | 13,77% | 10,78% | 5,39% |
| EXANE BNP | 1,75% | 17,54% | 25,73% | 22,81% | 18,13% | 8,77% | 5,26% |
| Média | 3,32% | 18,95% | 27,54% | 23,83% | 14,75% | 7,13% | 4,49% |

Fonte: *Bloomberg, Reuters*

Especificando esta análise por casa de investimento sobressaem de imediato a JP Morgan, a Goldman Sachs e a Société Générale, tendo sido os *brokers* que maior percentagem de preços-alvo conseguiram enquadrar numa diferença inferior a 10% face ao preço de mercado. Já no caso do RBS apenas 12% dos preços-alvo que emitiu ficaram a menos de 10% de distância dos preços de mercado e no caso HSBC esse cenário aconteceu em apenas 17,14%. Ainda assim o RBS foi a casa de investimento

em que a diferença entre os preços de mercado e os seus preços-alvo menos vezes atingiu valores extremos, superiores a 50%, tendo acontecido em apenas 4% das suas emissões.

Na situação contrária o Deutsche Bank foi o banco de investimento cujos preços-alvo emitidos mais caíram nesta situação extrema. Em 16,83% das vezes, a diferença entre a cotação de mercado e o preço-alvo deste intermediário financeiro excederam os 50%. Também com um número elevado de situações em que o preço de mercado ficou a mais de 50% do preço alvo está a JP Morgan com 9,47% de situações extremas, ainda assim distante dos valores do Deutsche Bank.

Centramos agora a perspectiva da nossa análise na proporção de relatórios em que o preço-alvo foi atingido no final do horizonte temporal, segmentado por títulos.

Devido à boa performance da LVMH esta volta a destacar-se, revelando-se a par da Schneider, das empresa em que mais vezes o preço de mercado ultrapassou o estimado pelos analistas. Este cenário verificou-se, para estas cotadas, em mais de 70% do total de relatórios por nós considerados. No caso da BMW e da Daimler esta situação verificou-se em 60,94% e 59,09% das vezes, respectivamente. Podemos afirmar que os analistas foram significativamente conservadores nas suas previsões para estes títulos, dado o número de vezes em que o preço de mercado excedeu as suas estimativas.

A Total e a France Telecom são casos onde parece que os analistas foram, no geral, excessivamente optimistas. Não houve para estas cotadas um único preço-alvo que se tenha confirmado na data apontada pelo relatório do analista. A Vivendi apresentou uma proporção de preços-alvo alcançados de apenas 5,13%. Em 62,70% dos preços alvos emitidos para esta empresa cotada o preço de mercado não atingiu o estimado pelos analistas na maturidade da reomendação.

Tabela 18 – Diferença percentual por título entre o preço de mercado e o preço-alvo

Observamos aqui a uma segmentação por título, por intervalos a percentagem de observações em cada segmento, da diferença percentual entre o preço de mercado na maturidade das recomendações feitas para essa empresa e o preço-alvo indicado por essa mesma recomendação.

| | Diferença percentual entre o preço mercado e preço-alvo | | | | | | | |
|-------------------------|---|-------------|-------------|-----------|----------|-----------|-----------|--------|
| | <-50% | -50% a -30% | -30% a -10% | -10% a 0% | 0% e 10% | 10% a 30% | 30% a 50% | >50% |
| <i>Santander</i> | 4,76% | 26,98% | 33,33% | 9,52% | 7,94% | 6,35% | 3,17% | 7,94% |
| <i>Total</i> | 1,75% | 22,81% | 59,65% | 15,79% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| <i>Vivendi</i> | 0,00% | 41,03% | 41,03% | 12,82% | 5,13% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| <i>BMW</i> | 0,00% | 3,13% | 15,63% | 20,31% | 6,25% | 26,56% | 18,75% | 9,38% |
| <i>Daimler</i> | 9,09% | 12,12% | 7,58% | 12,12% | 12,12% | 25,76% | 16,67% | 4,55% |
| <i>BBVA</i> | 5,17% | 41,38% | 25,86% | 5,17% | 3,45% | 1,72% | 5,17% | 12,07% |
| <i>Siemens</i> | 2,47% | 20,99% | 12,35% | 18,52% | 25,93% | 16,05% | 1,23% | 2,47% |
| <i>ENI</i> | 3,64% | 21,82% | 56,36% | 7,27% | 5,45% | 5,45% | 0,00% | 0,00% |
| <i>Bayer</i> | 0,00% | 11,11% | 33,33% | 36,11% | 11,11% | 5,56% | 2,78% | 0,00% |
| <i>ENEL</i> | 4,17% | 8,33% | 54,17% | 12,50% | 8,33% | 8,33% | 4,17% | 0,00% |
| <i>France Telecom</i> | 0,00% | 22,86% | 65,71% | 11,43% | 0,00% | 0,00% | 0,00% | 0,00% |
| <i>Deutsche Telekom</i> | 0,00% | 17,86% | 32,14% | 25,00% | 14,29% | 7,14% | 3,57% | 0,00% |
| <i>LVMH</i> | 0,00% | 12,50% | 7,50% | 7,50% | 20,00% | 37,50% | 15,00% | 0,00% |
| <i>BASF</i> | 6,17% | 9,88% | 9,88% | 7,41% | 16,05% | 29,63% | 14,81% | 6,17% |
| <i>Philips</i> | 5,97% | 16,42% | 17,91% | 8,96% | 2,99% | 13,43% | 13,43% | 20,90% |
| <i>Iberdrola</i> | 9,09% | 15,15% | 39,39% | 18,18% | 6,06% | 12,12% | 0,00% | 0,00% |
| <i>Schneider</i> | 0,00% | 4,76% | 16,67% | 4,76% | 19,05% | 28,57% | 19,05% | 7,14% |
| <i>Air Liquide</i> | 0,00% | 15,15% | 18,18% | 16,67% | 22,73% | 22,73% | 4,55% | 0,00% |
| <i>E.ON</i> | 4,88% | 24,39% | 34,15% | 4,88% | 12,20% | 14,63% | 4,88% | 0,00% |
| <i>Nokia</i> | 4,17% | 29,17% | 29,17% | 14,58% | 8,33% | 10,42% | 2,08% | 2,08% |
| <i>Média</i> | 3,32% | 18,85% | 27,54% | 12,99% | 10,94% | 14,75% | 7,13% | 4,49% |

Fonte: Bloomberg, Reuters

A título de curiosidade, relativamente à capacidade de previsão dos analistas em relação aos títulos cotados em Portugal, para os preços-alvo a 12 meses, observamos no relatório disponibilizado pela CMVM que em cerca de 18,20% a diferença entre o preço de mercado e o respectivo preço-alvo, era inferior a 10%, sendo que no caso do nosso estudo, esse cenário ocorreu em cerca de 23,83%. Na verdade, este grau de acerto não é muito comparável uma vez que usamos dentro da mesma análise, preços-alvo com horizontes temporais diferentes, tendo ainda de assumir um horizonte de 6 meses para algumas recomendações cujas maturidades não tivemos acesso.

Capítulo 4 – Considerações Finais

Ao longo da análise por nós efectuada neste trabalho algumas conclusões interessantes foram surgindo, essencialmente na comparação entre o sentimento dos analistas financeiros e o comportamento dos títulos.

Podemos dizer que, ao longo do horizonte temporal em estudo, o sentimento genérico dos analistas era positivo, indicando que os investidores deviam comprar acções. Essa sugestão foi-nos dada quer pela proporção de recomendações de compra emitidas, quer pelo potencial de valorização apontado pelos preços-alvo dos intermediários financeiros. Recordo que em média nenhuma empresa cotada do nosso portfólio apresentou potencial de valorização negativo para o período em estudo.

A verdade é que o mercado de acções europeu desvalorizou de forma significativa entre Junho de 2008 e Outubro 2011, pelo que a sugestão de compra, que foi a sugestão geral dos intermediários financeiros, acabou por trazer rendibilidades negativas a quem seguiu estas sugestões de investimento. O Eurostoxx50 recuou cerca de 37% no período da análise e os títulos da nossa carteira recuaram em média 21%.

Se do ponto de vista genérico, a convicção dos analistas não se confirmou, do ponto de vista dos títulos que escolheram como seus preferidos acabaram por ser bem mais eficazes. É interessante verificar que 7 das 9 empresas preferidas dos analistas, com base no indicador dispersão face ao *consensus*, estão também entre os 9 títulos com melhor *performance* no nosso horizonte temporal, o que mostra um grau de acerto bastante significativo no médio prazo.

Por outro lado as empresas que em todos os indicadores foram identificadas como as menos preferidas dos intermediários financeiros são também as que pior *performance* obtiveram.

Ao efectuar o estudo de uma empresa são projectados cenários macroeconómicos estáveis, sem acontecimentos extraordinários e imprevisíveis acabando por sobressair indicadores de crescimento microeconómico, bem como a qualidade dos resultados das

empresas individualmente. No médio prazo essas empresas acabam por ser as preferidas também dos investidores como confirmamos no nosso estudo.

Momentos macroeconómicos instáveis devido a factores extraordinários e imprevisíveis, arrastam muitas vezes todo o mercado de acções para tendências de queda acentuada. Não tendo esses cenários anormais peso considerável no modelo dos analistas, levam no entanto a que estes recomendem a compra de títulos que efectivamente estão subavaliados, mesmo que estejamos a viver momentos em que todo o mercado acaba por estar mais deprimido.

Bibliografia

Abarbanell, J. & B. Bushee. (1997). *Fundamental analysis, future earnings, and stock prices*, Journal of Accounting Research. 35, 1-24

Bandyopadhyay, S., L. Brown & G. Richardson. (1995). *Analysts' use of earnings forecasts in predicting stock returns: forecast horizon effects*. International Journal of Forecasting, 11, 429-445.

Gitman, Lawrence J.(1997) Princípios de Administração Financeira. 7 ed. São Paulo: Harbra, 1997. 841p

Schuster, T (2003), Fifty-Fifty. Stock Recommendations and Stock Prices. Effects and Benefits of Investment Advice in the Business Media, *Working Paper*, Leipzig University

Comissão de Mercado de Valores Mobiliário (2011), Relatório Anual de Supervisão da Actividade de Análise Financeira,

http://www.cmvm.pt/CMVM/Estudos/Em%20Arquivo/Documents/Relat%C3%B3rio%20Anual%20de%20Supervis%C3%A3o%20da%20Actividade%20de%20An%C3%A1lise%20Financeira%202011_2.pdf