

# 12

## ASSET PRICES, BOOMS AND RECESSIONS

SEMMLER, Willi.

Berlin: Springer Verlag, 2003.

HERBERT KIMURA

*Professor da Universidade Presbiteriana Mackenzie*

*Rua da Consolação, 930*

*Edifício João Calvino, 7º andar – sala 75*

*São Paulo – SP*

*CEP 01302-907*

*E-mail: [hkimura@mackenzie.com.br](mailto:hkimura@mackenzie.com.br)*



O renomado professor Willi Semmler, da New School University e da Bielefeld University, apresenta em seu novo livro, *Asset prices, booms and recessions*, uma interessante discussão promovendo a interligação entre mercados financeiros e atividade econômica. O professor Semmler empreende um estudo sobre o relacionamento dos mercados de ações, de títulos de dívida, de empréstimos bancários e de câmbio com a atividade de empresas, famílias, bancos, governos e países.

Enquanto diversos autores têm desenvolvido esforços para aprofundar e por menorizar técnicas e teorias financeiras, tornando Finanças uma disciplina cada vez mais específica, o professor Semmler leva Finanças de volta às suas origens em Economia, discutindo a dinâmica dos mercados financeiros e a atividade dos agentes econômicos, por meio de uma perspectiva macroeconômica.

Nesse contexto, o livro permite que o leitor faça a conexão entre o comportamento de preços de ativos financeiros e a teoria econômica, desvendando a intuição dos modelos em Finanças segundo uma visão de Economia. Trata-se, portanto, de um livro com uma abordagem diferenciada, no qual o autor avalia, teórica e empiricamente, diversas questões fundamentais para a atividade econômica e para o movimento dos mercados financeiros.

São discutidos, por meio de uma modelagem quantitativa e de uma avaliação empírica, os fundamentos e as evidências sobre, por exemplo, o impacto da liberalização dos mercados financeiros no estímulo ou na retração do crescimento econômico. Além disso, o livro também lança luz sobre outras questões relevantes. Será que as transformações do mercado financeiro causaram aumento de volatilidade de variáveis macroeconômicas como produção e emprego? O aumento do risco de variáveis financeiras tem relação com booms e crashes da economia? Existe interligação entre atividade econômica, preços de ativos e retornos de investimentos? O mercado de títulos financeiros pode influenciar o ciclo de negócios? Como a inflação, a deflação e a volatilidade dos mercados financeiros podem prejudicar a atividade econômica? As políticas governamentais são dependentes de movimentos do mercado financeiro? Existem argumentos financeiros para a atuação de autoridades no sentido de estabilização de preços?

Para abordar essas questões, o livro encontra-se dividido em 13 capítulos distribuídos em cinco partes. Na primeira parte, *Money, Bonds and Economic Activity*, o professor Semmler discute os fundamentos sobre base monetária,

apresentando as teorias macroeconômicas relacionadas às taxas de juros e as evidências empíricas sobre a formação da estrutura a termo de taxas de juros. O autor enfatiza que os modelos financeiros devem ser compatíveis com as tendências da oferta monetária e do nível de preços. Em particular, com relação à estrutura de taxas de juros, o autor avalia empiricamente que a estimação da dinâmica das taxas mensais de curto prazo do mercado americano pode ser realizada por meio de processos estocásticos com reversão à média, utilizando um procedimento de aproximação de Euler para tempo discreto.

A segunda parte, *The Credit Market and Economic Activity*, aborda as teorias de endividamento, considerando tanto premissas de mercado perfeito quanto de mercado imperfeito. Supondo o mercado com competição perfeita e a teoria de equilíbrio geral para as decisões dos agentes econômicos, o autor desenvolve a dinâmica do nível de endividamento para dois períodos e para um horizonte de tempo infinito. Adicionalmente, supondo imperfeições de mercado, como assimetria de informação, problemas de razão moral e seleção adversa, o autor explicita modelos macro e microteóricos que descrevem a relação entre empréstimos, risco de crédito, preços de ativos e atividade econômica. Finalmente, o autor apresenta resultados de testes empíricos que relacionam o desempenho econômico e o mercado de dívidas, evidenciados por meio do estudo entre produção e liquidez no curto prazo.

Na terceira parte do livro, *The Stock Market and Economic Activity*, o professor Semmler discute inicialmente a interação entre preços de ações, volatilidade e produção, enfatizando trabalhos econométricos que buscam a identificação de relações lineares e não lineares. O autor apresenta uma variante do modelo de Blanchard para avaliação da dinâmica de preços de ações em função de choques em variáveis macroeconômicas. Considerando o impacto de novas tecnologias na produtividade, no nível de produção e nos preços de ativos, o autor desenvolve uma modelagem baseada na teoria evolucionária para avaliar a interação entre firmas. Um resultado interessante da análise fundamenta-se na percepção de que, devido às incertezas sobre ganhadores e perdedores entre as empresas, pode ocorrer excesso de volatilidade e sobre ou sub-avaliação de preços de ações tanto no nível de empresas individuais e indústrias, quanto no âmbito de economias agregadas. Neste contexto, a psicologia social dos agentes pode ser importante na determinação de preços dos ativos.

A quarta parte do livro, *Asset Pricing and Economic Activity*, envolve a apresentação dos fundamentos da teoria financeira, em especial do modelo de CAPM (Capital Asset Pricing Model) e sua extensão para o CCAPM (Consumption based Capital Asset Pricing Model). Dessa maneira, o autor faz a transição entre avaliação financeira baseada em média e variância de retornos

de ativos, para uma avaliação com fundamentação econômica baseada em média e variância de consumo para diferentes funções de utilidade. Por meio da derivação da equação de Euler, é definida a dinâmica de precificação de ativos com risco. Finalizando essa parte do livro, o professor Semmler desenvolve matematicamente os modelos de crescimento estocástico fundamentando-se no RBC (Real Business Cycle), para integrar a questão da produção com os modelos de precificação de ativos.

Na última parte do livro, *Foreign Exchange Market, Financial Instability and Economic Activity*, o autor enfatiza a relação entre o setor financeiro e a economia. Estudando demonstrativos financeiros em um nível agregado para a economia, pode-se investigar, pelo menos qualitativamente, o impacto de variações em parâmetros como expectativa de inflação, utilização de capacidade, taxa de juros e nível de confiança, sobre preços de ações e sobre taxas de juros de títulos de dívida e de empréstimos. O professor Semmler também aborda a questão da volatilidade das taxas de câmbio atrelada às crises financeiras. Uma importante evidência refere-se à interligação da fragilidade da estrutura de ativos e passivos de indivíduos, empresas, governos e países com a necessidade de ajustes extremos na taxa de câmbio. Nessas situações, a desestabilização financeira causa contração no crédito e desvalorização de ativos, bem como perda de produção e redução da atividade econômica.

Concluindo, *Asset prices, booms and recessions* é um livro abrangente, que busca avaliar as interações entre atividade econômica e mercados financeiros. Baseado, em grande parte, em diversos desenvolvimentos teóricos e estudos empíricos conduzidos pelo próprio autor, o livro demonstra a seriedade, a competência e a amplitude do trabalho do professor Willi Semmler. A formulação matemática e a redação do texto traduzem a habilidade do autor em explicar as dinâmicas financeira e econômica de uma maneira didática e intuitiva. Finalmente, a preocupação do autor em apresentar evidências empíricas possibilita que o leitor identifique a aplicabilidade e a validade dos modelos teóricos desenvolvidos no texto.

