

Notas e comentários

A teoria monetária de Tobin

José Alfredo Américo Leite *

1. Introdução; 2. A posição antimonetarista; 3. Contribuição à teoria keynesiana; 4. A inovação teórica.

1. Introdução

A contribuição de Tobin¹ à análise econômica e à teoria monetária pode ser vista e examinada sob os seguintes aspectos:

- a) como opositor da Escola Monetarista através de sua contestação da importância da moeda como instrumento de política monetária;
- b) como colaborador no processo de aperfeiçoamento da macroeconomia keynesiana através de sua reespecificação da teoria da demanda de moeda;
- c) como inovador nas áreas da teoria e da política monetárias através de seu modelo da conta do capital e do comportamento racional no processo de escolha da carteira de ativos.

Embora Tobin tenha sido considerado como um neokeynesiano, em virtude de sua contribuição ao aperfeiçoamento de alguns aspectos da análise macroeconômica originalmente desenvolvida por Keynes, o conjunto de suas contribuições – especialmente o seu modelo do equilíbrio geral do setor financeiro – afasta-o consideravelmente da ortodoxia macroeconômica atual pelo menos no que se refere aos instrumentos e ao processo de transmissão de política monetária. Talvez por essa razão, seja Tobin pouco citado pelos próprios economistas neokeynesianos, exceto quando se referem à sua contribuição ao aperfeiçoamento da teoria da demanda monetária.

* Professor na Universidade Federal da Paraíba.

¹ James Tobin, professor na Universidade de Yale, foi contemplado com o Prêmio Nobel de Economia de 1981 “por sua análise das forças do mercado e seus efeitos sobre o investimento, e de como os indivíduos se comportam quando adquirem bens e assumem dívidas”.

2. A posição antimonetarista

A oposição de Tobin às teses monetaristas acerca da importância da moeda e da política monetária na determinação do nível da atividade econômica é representativa das idéias surgidas em fins da década de 50 e dominante até a primeira metade dos anos 60. O pensamento prevalecente nesse período está, em grande parte, consubstanciado nos conceitos defendidos pelo Relatório Radcliffe,² publicado na Inglaterra em 1959, que podem ser resumidos nas seguintes proposições:³

- a) o comportamento da demanda agregada depende do nível geral de “liquidez” da economia (estoque de ativos financeiros em poder do público);
- b) o nível de “liquidez” é dependente da estrutura das taxas de juros dos ativos financeiros;
- c) o objetivo da política monetária é o de assegurar o nível de “liquidez” necessário ao controle da demanda agregada;
- d) a oferta monetária é apenas uma parte da estrutura de liquidez;
- e) o controle da estrutura das taxas de juros pode e deve ser promovido através de uma política de administração da dívida.

As proposições do Relatório Radcliffe são fundamentadas nas teses de que o nível da atividade econômica, representado pelo dispêndio agregado, não depende apenas da quantidade de moeda disponível mas também dos ativos que podem ser convertidos em moeda em termos de um nível “tolerável” de taxas de juros.

A especificação metódica do mecanismo de transmissão de política monetária sugerido pela Comissão Radcliffe juntamente com a definição minuciosa da política de administração da dívida necessária ao seu acionamento foram desenvolvidas por Tobin em 1963 e utilizadas pelo Governo Kennedy ao qual Tobin serviu como assessor econômico.⁴

Idéias semelhantes, referentes à irrelevância da moeda como instrumento da política econômica e à importância dos ativos financeiros na determinação do nível da atividade econômica, eram também propostas, nos EUA, à mesma época, por John Gurley e Edward Shaw.⁵ Segundo esses autores, a moeda não é demandada apenas como meio de pagamento, mas também como um ativo financeiro. Além disso, outros ativos financeiros são adquiridos como reservas de valor para despesas eventuais. Assim, quanto mais adequados forem esses ativos financeiros

² *Report of the Committee on the working of the monetary system*, conhecido como *Radcliffe Report* por ser esse o nome do presidente da comissão que investigou o sistema monetário britânico em 1959.

³ Rowan, D. D. Radcliffe monetary theory. *Economic Record*, p. 420-1, Sept. 1961.

⁴ Tobin, J. An essay on the principles of debt management. In: *Fiscal and debt management policies*. Prentice-Hall, 1963.

⁵ Gurley, J. & Shaw, E. *Money in a theory of finance*. Brookings Institution, 1960.

como substitutos da moeda para fins transacionais, precaucionais e especulativos, tanto menor será a oferta monetária necessária para manter determinados níveis da renda e do dispêndio nacionais.⁶

Essas idéias implicam, obviamente, a negação da proporcionalidade entre a quantidade de moeda e a renda, bem como a indeterminação da velocidade renda da moeda, sendo, portanto, contrárias às proposições monetaristas da Escola de Chicago. Implicam, também, a desnecessidade de atribuir papel especial aos bancos no processo de criação de moeda e de controle monetário desde que as demais instituições financeiras exerçerem, então, funções semelhantes através da criação de ativos financeiros substitutos da moeda.

O conjunto dessas idéias foi denominado “nova visão” (*new view*), tendo sido descrito por Tobin da seguinte forma:

“Um desenvolvimento mais recente na economia monetária tende a ignorar as fortes e tradicionais distinções entre a moeda e outros ativos, bem como entre os bancos comerciais e os outros intermediários financeiros, a fim de se concentrar nas demandas e ofertas referentes a toda a gama de ativos, ao invés da quantidade e da velocidade da moeda, considerando a estrutura das taxas de juros, as rentabilidades dos ativos e a disponibilidade de crédito como elos entre as instituições e políticas, monetárias e financeiras, de um lado, e o setor real da economia, do outro lado. De acordo com a ‘nova visão’, a função essencial dos intermediários financeiros, inclusive bancos comerciais, é satisfazer, simultaneamente, as preferências de composição de carteiras de títulos de dois tipos de indivíduos ou firmas. De um lado, os tomadores de empréstimos que desejam expandir seus ativos reais além dos limites dos seus patrimônios líquidos e, de outro lado, os fornecedores de empréstimos que desejam transformar o todo ou uma parte dos seus patrimônios líquidos em ativos de valor monetário estável e com baixo nível de risco de inadimplência.”⁷

A crítica de Tobin à teoria monetarista se estendeu, também, ao relacionamento entre a quantidade de moeda e o comportamento do nível de preços, bem como à maneira como as taxas e juros são afetadas pelas expectativas de inflação.

3. Contribuição à teoria keynesiana

As contribuições de Tobin à teoria macroeconômica ortodoxa envolvem a reespecificação da demanda de moeda, reforçando sua consistência teórica e realçando sua sensibilidade com relação à taxa de juros, pedra de toque da teoria monetária keynesiana.

⁶ Gurley, J. & Shaw, E. A reconsideration of banking theory. In: Prager, J. *Monetary economics*. New York, Random, 1971.

⁷ Tobin, J. Commercial banks as creators of money. In: Carson, D. *Banking and monetary studies*, 1963

A primeira contribuição⁸ demonstrou que a própria componente transaccional da demanda de moeda é sensível a variações na taxa de juros, na medida em que as pessoas administrem seus saldos transacionais de forma a torná-los rentáveis durante o período em que se tornam ociosos. No modelo desenvolvido por Tobin, o saldo transaccional médio é determinado no ponto em que a receita marginal originária dos juros das aplicações financeiras for igual ao seu custo marginal. Além de fortalecer a sensibilidade da demanda de moeda em relação à taxa de juros, Tobin visou também fundamentar os postulados da demanda transaccional nos princípios do comportamento econômico racional do agente econômico face às oportunidades de maximização de lucros e minimização de custos que se lhe oferecem no mercado financeiro.

A mais importante contribuição de Tobin a teoria keynesiana foi feita através do seu “modelo da composição ótima dos ativos”⁹ que corrigiu séria falha existente na explicação da demanda especulativa de moeda desenvolvida por Keynes. De acordo com a explicação original, o agente econômico, após satisfazer sua demanda transaccional, utilizaria o saldo remanescente na retenção de saldos ociosos de moeda, ao invés de comprar títulos, desde que o aumento da taxa provocaria a queda do valor dos títulos no mercado. Por outro lado, a expectativa de aumento da taxa levaria o agente econômico a transformar em títulos todos os seus saldos ociosos de moeda a fim de se beneficiar do conseqüente aumento do valor dos títulos no mercado. Dessa explicação, ficava excluída, portanto, a situação mais comum em que o agente econômico demanda e mantém em carteira, simultaneamente, tanto saldos ociosos de moeda quanto títulos de crédito.

Tobin corrigiu essa falha através do desenvolvimento de um modelo de preferência por liquidez fundamentado na consideração explícita do fator risco na função de expectativas de retorno associada à compra de títulos como alternativa à retenção de moeda.¹⁰ Esse modelo tem sido também tradicionalmente incorporado aos livros de macroeconomia publicados durante a última década.

4. A inovação teórica

A maior contribuição de Tobin à análise macroeconômica tem, paradoxalmente, permanecido ausente dos livros didáticos em virtude de sua parcial mas significativa divergência do pensamento econômico atual no campo da teoria e da política monetárias.

Consiste essa contribuição da teoria da escolha da carteira, combinada com uma teoria do comportamento financeiro, fundamentada na estrutura da conta de

⁸ Tobin, J. The interest elasticity of the transactions demand for cash. *Review of Economics and Statistics*, Sept. 1956.

⁹ Tobin, J. Liquidity preference as a behavior towards risk. *The Review of Economic Studies*, Feb. 1958.

¹⁰ Ibid.

capital dos agentes econômicos. Essa análise, desenvolvida por Tobin juntamente com seu colega William Brainard, tem sido denominada Escola de Yale, e é considerada como uma síntese das idéias de Keynes e da Comissão Radcliffe.¹¹

Todavia, segundo o próprio Tobin, seu modelo tem o objetivo de incorporar os princípios da revolução marginalista à teoria monetária.¹² Isto é feito através da teoria da escolha da carteira, fundamentada no processo racional de maximização da utilidade, condicionado pela riqueza dos agentes econômicos, e em um sistema de mercados interdependentes onde são transacionados os ativos constantes da conta de capital dos referidos agentes.

Os ativos são considerados como imperfeitamente substituíveis entre si de modo que cada um tem uma taxa de retorno ou um preço diferente, determinados pelas forças da oferta e da procura, em cada mercado. Tais ativos são alocados na carteira dos agentes econômicos em função da rentabilidade que proporcionam. Dada a possibilidade de substituição entre ativos, as funções de demanda têm como argumentos a taxa de retorno do próprio ativo, as taxas de retorno dos demais ativos e a riqueza monetária do agente econômico, representada pela soma dos valores de mercado dos seus ativos (patrimônio líquido). As ofertas de ativos são exogenamente determinadas, mas seu valor de mercado é função das taxas de retorno dos ativos.

Nesse modelo, a moeda é apenas um dos ativos financeiros existentes, de modo que nem sua demanda nem sua oferta merecem destaque especial. Tampouco têm os bancos comerciais papel destacado na criação ou destruição de moeda. Na verdade, a quantidade de moeda em circulação é, em grande parte, endogenamente determinada pelo processo de maximização da utilidade por parte dos bancos, das demais instituições financeiras e do público.

Nesse modelo de mercados interdependentes, variações exógenas nas ofertas relativas de quaisquer ativos provocarão o reajustamento das taxas de retorno e a recomposição das carteiras dos agentes econômicos pois, enquanto a taxa própria do ativo aumentado se eleva para permitir sua absorção nas carteiras dos agentes econômicos, as taxas dos demais ativos caem em virtude do aumento em suas demandas provocado pelo conseqüente incremento de riqueza e pela troca de quantidades do ativo excedente por quantidades dos demais ativos até que suas atratividades relativas se igualem. As modificações provocadas na taxa de retorno do capital promoverão o investimento ou o desinvestimento na medida em que essa taxa divergir da produtividade marginal do capital, determinada exogenamente através da função de produção. É esse o mecanismo que transmite ao setor real os movimentos originários do setor financeiro. Em contraste com a teoria keyne-

¹¹ Fand, D. Keynesian monetary theories, stabilization policy recent inflation. In: Boorman J. & Havrilesky, T. *Money supply, money demand and macroeconomic models*. Boston, Allyn & Bacon, 1972.

¹² Tobin, J. Money, capital and other stores of value. *American Economic Review, Proc.*, 51 (2), 1961.

siana, é a taxa de retorno dos títulos de propriedade do capital físico — ao invés da taxa de juros dos títulos de crédito de longo prazo — que surge como elo de ligação entre as variáveis financeiras e reais e como objetivo potencial da política econômica. Outrossim, ao invés dos mercados de moeda e de títulos, do modelo keynesiano, onde a taxa de juros é indiferenciada em decorrência da suposição de perfeita substitutibilidade entre ativos, surge um setor financeiro com taxas de juros diversificadas onde a moeda tem retorno institucionalmente fixado em zero. Tal modelo implica, portanto, a recusa da estrutura e da teoria do setor monetário keynesiano.

Todavia, o setor financeiro de Tobin, apresentado sob a ótica da conta do capital, pode e, segundo Tobin, deve ser integrado ao setor real keynesiano, construído em termos da conta da renda. A esse respeito explica Tobin que “a estratégia é considerar as variáveis da conta da renda como sendo exógenas, para efeito do comportamento do balanço contábil (conta do capital) e considerar os equilíbrios dos mercados de estoques de ativos como sendo dependentes dos fluxos de produção e da renda”.¹³ Conseqüentemente, pode-se considerar a análise keynesiana do setor real como o complemento do modelo do setor financeiro de Tobin.

O instrumento de política monetária proposto por Tobin é denominado “administração da dívida”, consistindo de modificações na magnitude e na estrutura de prazo (“perfil”) da dívida pública, representada pelo papel-moeda emitido, denominado “débito à vista”, e pelos títulos governamentais de curto e longo prazo, que, juntamente com outros ativos, compõem as carteiras dos agentes econômicos.

As modificações do volume total da dívida são, segundo Tobin, decorrentes da política fiscal (déficits e superávits do Tesouro Nacional) enquanto que as modificações de sua estrutura de prazo, representadas por variações das proporções do papel-moeda, títulos de curto prazo e títulos de longo prazo, no total da dívida pública, constituem ações de política monetária.¹⁴

A função principal da política de “administração da dívida” é o controle da atividade econômica agregada, especialmente do nível da produção e do emprego, através de sua influência sobre o valor de mercado do capital ou da taxa de retorno dos títulos de propriedade do capital em termos dos quais o público se dispõe a possuir o estoque de capital existente. De modo geral, as autoridades podem reduzir essa taxa de retorno do capital através de redução generalizada da rentabilidade dos ativos que compõem a carteira dos agentes econômicos.¹⁵

De acordo com a visão de Tobin, um aumento da dívida pública reduzirá a taxa de retorno do capital, tornando mais fácil a absorção de um estoque de capital crescente nas carteiras de ativos, porquanto a taxa de retorno dos títulos de

¹³ Tobin, J. A general equilibrium approach to monetary theory. *Journal Money, Credit and Banking*, Feb. 1969.

¹⁴ Tobin, J. An essay . . . cit.

¹⁵ Id. *ibid*, p. 150.

capital se tornará menor que sua produtividade marginal, estimulando o investimento e possibilitando a venda de novas ações a preços mais altos. Portanto, o incremento da dívida tem efeito expansionário sobre a atividade econômica. A magnitude do efeito depende da forma que tomar o aumento da dívida. O efeito será maior quanto menor for o prazo do componente da dívida que for aumentado. Assim, o efeito será maior no caso de aumento da dívida a vista (moeda emitida) e menor no caso de incremento dos títulos de longo prazo. Esse diferencial de influência se deve ao fato de que um incremento de moeda nas carteiras dos agentes econômicos tende a ser mais rapidamente convertido em outros ativos financeiros provocando a imediata queda de suas taxas. Os títulos de curto prazo, embora possuam uma rentabilidade positiva, são vistos como substitutos da moeda seguindo a um processo de realocação semelhante ao seu. Todavia, os títulos de longo prazo são substitutos mais próximos dos títulos de propriedade de capital, tendo rentabilidade semelhante, razão por que podem ser absorvidos nas carteiras com menor impacto de ajustamento de taxas. Na verdade, por essa razão Tobin chega a ter dúvidas sobre a direção do efeito de uma expansão da oferta desses títulos.¹⁶ É em decorrência desse diferencial de ajustamento que as variações do perfil da dívida são consideradas como ações típicas de política monetária, que independem da política fiscal necessária às variações da magnitude da dívida.

Segundo Tobin,¹⁷ a característica essencial da moeda que explica seu maior efeito sobre preço de oferta do capital (ou sobre a taxa de retorno do capital) é ser sua rentabilidade fixada institucionalmente (a qualquer nível, inclusive zero). Quando a oferta de um ativo é aumentada, a taxa de retorno do próprio ativo bem como toda estrutura de taxas de retornos se ajustam de modo a permitir a absorção, pelo público, do incremento da oferta desse ativo. Todavia, se a taxa do ativo, cuja oferta foi aumentada, for fixa, todo ajustamento deve ocorrer através das demais taxas, dentre as quais se encontra a taxa de retorno de capital.

¹⁶ Tobin, J. A general equilibrium... cit. p. 25, tabela 2; Tobin, J. An essay... cit. p. 159.

¹⁷ Tobin, J. An essay... cit. p. 159.