

## **Recordando a James Tobin**

Eduardo Engel\*

Cuando en 1960 el presidente electo John Kennedy contactó al joven profesor de Yale, James Tobin, para que integrara el prestigioso Consejo de Asesores Económicos, Tobin le respondió que no era la persona indicada. “Yo soy un economista de torre de marfil” le dijo. “Esos son los mejores”, le respondió Kennedy, “yo soy un presidente de torre de marfil”.

Tobin y sus colegas del consejo prepararon un memorable informe, proponiendo una serie de políticas para promover la prosperidad de los Estados Unidos. Las propuestas centrales eran una reducción de impuestos, políticas para estimular la competencia, una aplicación más estricta de la legislación antimonopolios y mayor inversión en ciencia, tecnología, educación y capacitación. Todas estas políticas se llevaron a cabo, opinando muchos analistas que dicho informe explica gran parte del extraordinario desempeño económico de los Estados Unidos durante los '60.

El interés de Tobin por la economía tuvo mucho que ver con la Gran Depresión de los años 30. “El fracaso estruendoso de las economías capitalistas durante la Gran Depresión estuvo en el origen de desastres políticos y económicos mundiales. La depresión significó una crisis para la ortodoxia económica, incapaz de explicar los eventos o prescribir políticas” escribió en la breve autobiografía que preparó al recibir el Premio Nobel de Economía en 1981. La crisis llevó a un período fértil de desarrollo de nuevas teorías económicas, del cual Tobin se enteró a fines de los '30, mientras cursaba el pregrado en Harvard, cuando “un tutor sugirió que leyera un nuevo libro del economista inglés Keynes”.

La Segunda Guerra Mundial interrumpió los estudios de economía de Tobin, quien se alistó en la marina, participando en las liberaciones de Francia e Italia. Fue entonces cuando conoció al futuro novelista Herman Wouk, quien lo inmortalizó como el personaje Tobit de la novela “Motín en el Caine”, un marino con “una mente como esponja ... adelantado al resto en generosa medida”.

Cuando terminó la guerra, Tobin regresó a sus estudios de economía, integrándose como profesor a la Universidad de Yale en 1950. Durante las décadas siguientes, hizo contribuciones importantes en las áreas más diversas. En una serie de trabajos, dio una base sólida al modelo keynesiano, estudiando cómo los inversionistas buscan la relación justa entre riesgo, retornos y liquidez.

De estos trabajos se desprenden contribuciones seminales a la teoría moderna de finanzas. También desarrolló una de las teorías más importantes para explicar la inversión de las empresas, fue el primero en proponer que las mediciones del producto nacional deben reflejar los costos de la degradación medioambiental, desarrolló la llamada metodología Tobit para analizar las decisiones de gasto de las familias y fue el primero en notar que los programas sociales pueden tener efectos perversos sobre los incentivos que tienen los beneficiarios para buscar trabajo.

En uno de los principales trabajos con que Tobin dio bases sólidas a las teorías keynesianas, mostró que la demanda por dinero depende de la tasa de interés. A diferencia de los restantes activos financieros, el dinero no paga interés alguno. Luego, mientras más alta es la tasa de interés que las personas reciben por sus ahorros, mayor será el costo asociado a mantener dinero y menor será la demanda correspondiente. En un trabajo posterior, Tobin considera la relación de la demanda por dinero con los retornos de otros activos riesgosos.

Un corolario de los trabajos de Tobin sobre demanda por dinero es el célebre “teorema del fondo mutuo”. Para explicar de qué se trata, consideremos dos inversionistas: Juan Segura y Pedro Adrenalina, cada uno de los cuales tiene un millón de pesos para invertir. Como Segura es mucho más adverso al riesgo, invierte el 90 % de sus ahorros en activos con retorno garantizado, digamos bonos del Banco Central, mientras que Adrenalina invierte sólo el 20 % de sus ahorros en estos bonos. El resultado de Tobin se refiere a cómo invierten ambos inversionista el dinero restante, 100 mil pesos en el caso de Segura y 800 mil pesos en el caso de Adrenalina. Tobin mostró que el portafolio óptimo que cada inversionista construye con este remanente es el mismo. Por ejemplo, si hay solo dos activos riesgosos (oro y cobre) y lo óptimo para Juan Segura es invertir 75 mil pesos en oro, y por lo tanto 25 mil pesos en cobre, entonces lo óptimo para Pedro Adrenalina es invertir 600 mil pesos en oro y 200 mil pesos en cobre.

En un segundo trabajo seminal, Tobin y William Brainard desarrollaron a fines de los '60 la llamada “teoría  $q$ ” de inversión. La idea central es que si instalar una nueva unidad de capital (por ejemplo, una máquina) aumenta el valor de mercado de la firma en más que el precio de la máquina, la firma realizará la inversión. El cociente entre el valor del capital dentro de la firma y el precio de mercado (‘valor de reposición’) de dicho capital, cociente conocido como “ $q$  de Tobin”, juega un rol central en esta teoría. Mientras mayor es  $q$ , mayor será la inversión de la firma ya que mayores son las ganancias que ésta puede esperar de dicha inversión. Y como el valor del capital instalado corresponde a su valor accionario, la teoría  $q$  se puede llevar a los datos fácilmente.

En 1971 Tobin propuso que se cobrara un pequeño impuesto a todas las transacciones de divisas, con objeto de proteger a los países pobres de los vaivenes de los mercados financieros internacionales. Su objetivo era evitar que dichas fluctuaciones sirvieran de justificación para medidas

proteccionistas. No deja de ser irónico, entonces, que el célebre impuesto de Tobin haya sido secuestrado por el movimiento anti-globalización. El mismo Tobin declaró “los aplausos vienen del lado equivocado”. Aun cuando la mayoría piensa que fiscalizar un impuesto de Tobin sería imposible, los encajes al flujo de capitales que existieron en Chile durante los noventa son vistos por más de un analista como una variante exitosa de la misma idea.

Habiéndome incorporado hace seis meses a la universidad (y departamento) donde trabajó Tobin por más de 40 años, no puedo evitar incluir una nota personal. Tobin había jubilado hace ya bastante tiempo cuando llegué por estos lados, y ya no participaba en actividades del departamento. Me había tocado verlo solo un par de veces, una de ellas con ocasión de la celebración de los 300 años de Yale. Sin embargo, el viernes de la semana pasada fui a un almuerzo con Ernesto Zedillo, ex alumno de Tobin, quien estaba visitando Yale. Eramos pocos comensales, por lo cual fue natural que, cuando llegó Tobin, un colega le preguntara si nos habían presentado alguna vez. Tobin respondió que me había visto, pero que no nos habían presentado. “Entonces me alegra que finalmente nos presenten” respondí, sin intuir el nuevo sentido que adquiriría dicha frase tres días más tarde.

James Tobin murió el 11 de marzo. En palabras de Samuelson, fue el más grande de los macroeconomistas de su generación.

**\*Eduardo Engel es Profesor Titular de Economía de la Universidad de Yale.**