

# Laureles Para Modigliani

*La distinción de Franco Modigliani con el premio Nobel de Economía 1985 ha relanzado el interés académico y profesional sobre sus teorías acerca del ahorro personal y los mercados financieros.*

*Con el propósito de profundizar en el conocimiento de su aporte a la ciencia económica y de conformar una visión más acabada de la tarea desarrollada y que le valiera la distinción de la Academia de Ciencias de Suecia, "La Semana" de EL DIA solicitó al Cr. Ricardo Pascale una colaboración especial a tales efectos.*

El Premio Nobel de Economía para 1985, fue concedido al economista Franco Modigliani, profesor de Massachusetts Institute of Technology. Modigliani, el primer economista italiano en recibir el título nació hace 67 años en Roma, en donde obtuvo su grado en leyes. Debió luego dejar Italia por razones políticas y raciales, radicándose en Estados Unidos, donde obtiene su doctorado en Ciencias Sociales en 1944, en el New York School for Social Research, que en la época era un lugar popular para intelectuales exiliados, donde recibe una fuerte influencia de la Jacob Marschak, así como de otros grandes economistas entre los que podríamos citar a Oskar Lange, Tjalling Koopmans, Abba Lerner y Abraham Wald.

Toma allí su contacto y profundiza las ideas de Keynes y Schumpeter.

Luego de enseñar en la Universidad de Illinois y en el Instituto de Tecnología Carregie, está el MIT donde se puede asociar como formando un grupo a menudo coherente con Paul Samuelson y

ingreso, depende de su edad, del carácter esperado que tengan sus futuros ingresos, etc.

La incorporación en forma de una teoría bien definida de una versión de largo plazo en el comportamiento de consumo y ahorro que aportara Modigliani y que en algunos aspectos ha desarrollado también Milton Friedman, han tenido un impacto muy significativo en la interpretación de comportamientos esperados así como aplicaciones prácticas, algunas de ellas muy notorias en los sistemas de pensiones.

El otro aporte que se señala, es el teorema de Modigliani que desarrolla junto a Merton Miller de la Universidad de Chicago, en 1958, que creara una revolución intelectual, al afirmar en su primera proposición que el costo medio de capital de una firma es independiente de su estructura financiera y es igual a la tasa de capitalización del flujo de beneficios dentro de su clase de ingreso.

*El Cr. Pascale desde la cátedra de Finanzas de Empresas de la Facultad de Ciencias Económicas y de Administración de la cual es titular, introdujo en 1969 en nuestro país, el estudio del famoso teorema de Modigliani y Miller, que fuera precisamente mencionado entre los elementos tomados en consideración por la Academia sueca a los efectos de concederle el premio Nobel 1985.*

*A continuación, el artículo del Cr. Ricardo Pascale:*



En definitiva, bajo determinados supuestos, que terminan operando sobre el valor de los activos financieros —por ejemplo, deudas o acciones— llegan a una proposición de indiferencia del nivel de endeudamiento.

contundente el pensamiento en esta área, cuyo objetivo fundamental es cómo los individuos, las empresas y los gobiernos asignan sus recursos de capital a través del tiempo, en marcos de incertidumbre.

Cuando el Prof. Assar Lindbeck, profesor de economía internacional en la Universidad de Estocolmo y presidente del comité para el premio, se refirió a Modigliani y a sus contribuciones, puso énfasis básicamente en dos aportes: sus teorías sobre el ahorro conocido como el ciclo vital (life cycle) y el teorema de Modigliani y Miller sobre valuación de activos financieros y endeudamiento empresarial.

En sus análisis acerca del comportamiento del ahorro, Modigliani insistió en el concepto de ciclo vital. Las teorías más sencillas sobre el comportamiento de los agentes económicos acerca del ahorro, tomaban en cuenta el ingreso disponible del año corriente.

La contribución de Modigliani, simplificando los términos, fue poner énfasis en que las decisiones de ahorro y consumo deben mirarse en una perspectiva de largo plazo donde los comportamientos esperados del ingreso cumplen un rol fundamental. Ello trae una gran cantidad de connotaciones, entre otras que no todos los agentes económicos responden en forma igual ante determinados shocks de

Para llegar a su teoría parten de varios supuestos.

Suponen empresas operando en un mercado perfecto y, que ellas están en clases de riesgo o sea, con calidades y tipos de utilidades determinadas. Subyace como común denominador, la idea de absoluta racionalidad de los inversores.

A esta altura podría preguntarse: ¿existen mercados perfectos? Modigliani y Miller insisten y profundizan, llegando a sostener que los mercados de capitales son suficientemente perfectos como para no invalidar sus proposiciones. Sólo una causa de imperfección no fue levantada, y es la derivada de la deducibilidad de los intereses en el cómputo del impuesto a la renta.

Así es que demuestran que los niveles de endeudamiento personal y de la empresa son intercambiables, y asumiendo que los impuestos a la renta se excluyen del análisis y que todos los prestatarios, ya sean empresas o personas, tengan curvas de rentabilidad iguales, es decir que estén dispuestos a pagar una misma tasa de interés para determinada relación deudas/capital, cualquier discrepancia entre los valores de mercado de dos empresas que tengan activos idénticos, será neutralizado por un proceso similar de arbitraje.

## "CORRECCION"

Años más tarde, en 1963, Modigliani y Miller elaboraron su famosa "corrección" al trabajo original, levantando algunos supuestos. Por ejemplo, agregaron la existencia de impuestos. En este caso, en donde sus teorías se acercan más a la realidad, adquieren un valor inestimable. Ya ahora la función del costo del capital no es una constante o, dicho de otra forma, ya no es indiferente tener deudas o fondos propios. Ellos derivan una función decreciente del costo del capital a medida que avanza el endeudamiento hasta que se llega a una relación deseada de endeudamiento. Más allá de la utilización que la teoría tiene hoy día para definir los niveles de deuda óptimos y las tasas de retorno requeridas para los inversores, que son singularmente importantes, su significación mayor quizá deba atribuirse al rigorismo científico que le imprimieron a las finanzas. Se podría decir que los aportes de Modigliani y Miller marcan un nuevo rumbo a partir del cual, con los estudios de Markowitz y de Tobin sobre la teoría del portafolio y los de Sharpe y Lintner sobre la fijación de precios de activos de capital, así como las recientes contribuciones de Fama, ha reperfilado a las finanzas como un campo de estudios que sigue produciendo incesantemente nuevos aportes.

A partir de las contribuciones de Modigliani, las finanzas dejaron un tono menos riguroso y a él se debe el haber impulsado en forma

Si bien estos dos aportes son los más señalados por la Academia Sueca cuando confiere a Modigliani el Premio Nobel, su actividad ha sido muy intensa en diversos campos, incluyendo la colaboración en la formación de modelos econométricos en USA. Su actividad no se circunscribió, sin embargo, a Estados Unidos. Por el contrario, por ejemplo, nunca olvidó a su Italia natal a donde ha hecho contribuciones significativas en la elaboración del primer modelo econométrico para la economía italiana y sus frecuentes asesoramientos a la Banca d'Italia.

Muchos prominentes economistas italianos, algunos de ellos hoy día ocupando posiciones importantes en la conducción económica italiana, han sido sus alumnos.

Pero, por encima quizá de estos aportes, lo que más nos impresionó siempre de Modigliani fue el estilo con que desarrolló su contribución a la economía.

Su obsesivo objetivo fue y es la construcción de teorías y modelos y su test a través de datos empíricos.

En definitiva, un economista cuya preocupación ha sido la interpretación científica de la realidad para ayudar a comprender mejor y la aplicación práctica de sus hallazgos.

Sencillo, casi humilde, generoso en la transmisión de sus conocimientos, riguroso en sus elaboraciones, creador de grandes campos de conocimientos, Modigliani, este italiano que pudo potenciar en Estados Unidos su talento, recibió en 1985 estos meritorios laureles.

Ricardo Pascale