

Premio Nobel de Economía 1985

Franco Modigliani, brillante

En 1985, la Academia Sueca de Ciencias otorgó el Premio Nobel de Economía al profesor Franco Modigliani, del Instituto Tecnológico de Massachusetts.

Modigliani, el primer economista italiano en recibir el título, nació hace 70 años en Roma, en donde obtuvo su grado en leyes. Deja 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. Allí es donde recibe una fuerte influencia de Jacob Marschak así como de otros grandes economistas como Tjalling Koopmans, Abba Lerner y Abraham Wald.

Asimismo, toma allí contacto y profundiza las ideas de Keynes y Schumpeter.

Luego de enseñar en la Universidad de Illinois y en el Instituto de Tecnología Carnegie, pasa al MIT donde se puede asociar formando un grupo a menudo coherente con Paul Samuelson y Robert Solow.

Cuando 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: su teoría sobre el ahorro conocido como del ciclo vital (life cycle hypothesis) y el teorema de Modigliani y Miller sobre valuación de activos financieros y endeudamiento.

Su obra por cierto es bien amplia, pero creemos oportuno detenernos en esos dos aspectos.

Teoría del Ciclo Vital (TCV)

La TCV, fue desarrollada por Modigliani originariamente en dos famosos trabajos entre 1952 y 1954 junto a Richard Brumberg, un investigador destacado que muriera prematuramente. Estos trabajos fueron "Utility analysis and the consumption

function: An interpretation of cross section data" y "Utility analysis and the aggregate consumption function: an attempt of integration".

Estos se complementan con otros trabajos que realizó solo (1949, 1966, 1970) y junto a Albert Ando (1957, 1960, 1963).

Hasta la aparición de sus trabajos, predominaba la hipótesis de que el consumo estaba determinado por el ingreso disponible corriente del período y, como corolario, que la propensión marginal a consu-

mir declinaba a medida que aumentaba dicho ingreso. Su teoría señala que tanto el consumo como el ahorro a una edad determinada no dependen del ingreso disponible del período sino de los recursos medidos en términos del valor presente del flujo de ingresos del trabajo y de los legados, y de la riqueza.

Según sus conclusiones, los individuos establecen sus patrones de ahorro y consumo teniendo en cuenta sus ingresos esperados en el largo plazo, buscando darle estabilidad en el corto plazo a través de una planificación de su vida completa, siendo muy importante en parte de ella el ahorro, para ser utilizado en la edad de retiro. Es decir, considera que se ahorra en los años de mayor productividad para acumular activos y mantener estable el consumo en los últimos años de la vejez.

En sus desarrollos introduce pues, la idea que el ahorro no dependerá sólo de la distribución del consumo durante toda su vida sino también de la riqueza inicial o acumulada con que se cuenta.

La TCV es complementaria de la Teoría del Ingreso Permanente desarrollada por Milton Friedman en su famoso "A theory of the consumption function" aproximadamente contemporánea (1957). Allí, este autor pone énfasis en cómo se forman las expectativas acerca de los ingresos futuros, sosteniendo que la propensión al consumo depende más del ingreso permanente que del transitorio.

Varios de los hallazgos de Modigliani y sus colaboradores, llevaron a un con-

junto de implicaciones que, al ser desarrolladas, varias fueron sorprendentes y muchas con un sentido diferente al intuitivo.

A nivel agregado, con cero crecimiento de población y producto, el ahorro es cero, compensándose los ahorros de unos con los desahorros de otros. El ahorro dependerá, en parte, de la estructura de edades de la población. Un país con más proporción de gente joven, tendrá un ahorro neto positivo.

Entre los países con igual comportamiento individual la tasa de ahorro agregada será mayor cuanto mayor es la tasa de crecimiento de la economía.

Otra conclusión a que se llega es que la tasa de ahorro de un país es completamente independiente del ingreso per cápita, así como que será dependiente de la edad de retiro y de la existencia o no de un sistema de seguridad social.

Asimismo, llega a la proposición que el ratio de riqueza a ingreso es una función decreciente de la tasa de crecimiento de la economía, de donde cuando se llega a cero crecimiento, será la más grande.

Muchos trabajos se han efectuado buscando comprobar los hallazgos de Modigliani. Varias decenas de economistas, algunos de los cuales han adquirido fama, han investigado en torno al tronco conceptual establecido por Modigliani.

Se han ido levantando algunos de los supuestos iniciales, se han ido encontrando nuevas conclusiones, como el hecho que la riqueza que se acumula en la economía es demasiado grande en comparación con las necesidades de consumo en la edad de retiro; se ha profundizado el papel de los legados; se ha encontrado una alta sensibilidad en el consumo respecto del ingreso corriente. Sin embargo, los hallazgos de Modigliani y sus colaboradores en la TCV y de Milton Friedman en su Teoría del Ingreso Permanente, enriquecerían en forma terminante la teoría del consumo y el ahorro, dando un vuelco hacia nuevos caminos.

teórico y
experimentalista

por Ricardo Pascale

A las implicaciones que para el análisis económico se derivan de los aportes de la TCV, se agregan otras ya en el campo de la aplicación en la política económica. En este sentido, pueden mencionarse aspectos de la política tributaria, cuando por ejemplo, se plantea si conviene o no buscar estimular la demanda a través de algunos impuestos transitorios sobre las rentas. La TCV, apoyada en este caso por varios trabajos empíricos demuestran que tendría pocos efectos en el consumo y el ahorro puesto que ellos dependen de los ingresos de largo plazo.

Asimismo, el mecanismo de transmisión de la política monetaria tradicionalmente considerada para economías grandes y cerradas, se ve alterado por la presencia de la riqueza y el valor de los activos.

Sin pretender agotar sus áreas de aplicación, el financiar el déficit con deuda, con lo que lo asumen las futuras generaciones, o con impuestos, con lo que lo pagaría la actual generación, resulta irrelevante dado que lo importante son las conclusiones sobre el ciclo vital y ahí se llega a que los ahorros privados son prácticamente independientes de la situación de las finanzas gubernamentales.

Irrelevancia del nivel de endeudamiento

Otro aporte significativo de Modigliani es el que desarrolla junto a Merton Miller en 1958, que crea una revolución intelectual en las finanzas, 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 riesgo.

Modigliani y Miller parten de varios supuestos.

Por ejemplo, que empresas operando en un mercado perfecto y que ellas están ubicadas en clases de riesgo similares, o sea, con calidades y tipos de utiliza-

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

des 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 deuda/capital, cualquier discrepancia entre los valores de mercado de dos empresas que tengan activos idénticos, será neutrali-

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.

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. Es en este caso en donde sus teorías se acercan más a la realidad, y adquieren un valor inestimable. A partir de allí, la función del costo del capital no es una constante, o dicho de otra forma, ya no es indiferente tener deudas o fondos propios. Modigliani y Miller 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 del uso que tiene hoy día esta teoría para definir los niveles de deuda óptimos y las tasas de retorno requeridas por los inversores, que son singularmente importantes, su significación mayor quizás deba atribuirse al rigorismo científico que le impusieron a la teoría de las finanzas. Se podría decir que los aportes de Modigliani y Miller marcan un nuevo rumbo, a partir del cual con los aportes de Markowitz y de Tobin sobre la teoría del portafolio y los de Sharpe y Lintner sobre la teoría de fijación de precios de activos de capital así co-

filado la teoría de las finanzas, 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 contundente el pensamiento en esta área, cuyo objetivo fundamental es establecer cómo los individuos, las empresas y los gobiernos asignan sus recursos de capital a través del tiempo en un contexto de incertidumbre.

Hemos expuesto sumariamente dos de los aportes más significativos de Modigliani. Sin embargo sus contribuciones son muchas y desbordan nuestro espacio. Nos gustaría, por ejemplo, aunque brevemente, recordar que en 1954 junto con Emile Grumberg, estableció las primeras ideas acerca de las expectativas racionales. Luego, estas recibirían un intenso tratamiento a partir del artículo de 1961 de John Muth y los aportes de Lucas, Sargent, Wallace, etc. Si bien él reconoce algunos de sus principios, no concuerda con las aplicaciones y conclusiones, en particular con la idea, por ejemplo, que la política activa no es efectiva en ese contexto.

Modigliani trabajó asimismo en la elaboración de modelos econométricos en Estados Unidos. Pero su actividad no se circunscribió a ese país. Su Italia natal ha contado innumerables veces con sus aportes, por ejemplo en sus asesoramientos a la Banca d'Italia

de la economía italiana.

Aunque convencido y tenaz defensor de sus argumentos, no valora en forma especial la victoria, sino más bien la búsqueda de la verdad. Todo ello le ha dado un bien merecido reconocimiento, no sólo de los colegas sino también de los estudiantes, que ven en él al hombre erudito, profundo y también buen escucha.

Todos estos aportes aquí reseñados han sido por cierto significativos, pero hay un último aspecto que nos gustaría resaltar, por ser justamente la conjunción de dos características difíciles de encontrar simultáneamente. Modigliani es un brillante teórico de la economía, a la vez que un gran experimentalista. En este aspecto poco común, se asemeja a su compatriota Enrico Fermi, quien en otra área del conocimiento, fue un excepcional teórico a la vez que experimentalista.

Modigliani siempre buscó la construcción de teorías y modelos y su comprobación a través de datos empíricos. Es pues, un economista cuya principal preocupación ha sido la interpretación científica de la realidad, para ayudar a comprenderla mejor y dar lugar a la aplicación práctica de sus hallazgos.

Por todo esto, fue motivo de general satisfacción cuando obtiene el Premio Nobel de Economía en 1985, que reconoce su obra. En este caso para orgullo de Italia, su tierra y donde se formó originalmente, y de Estados Unidos donde perfeccionó y potenció su talento.

