

## Franco: una mente mai ferma

PAUL A. SAMUELSON

Modigliani non è mai stato un lavoratore da quaranta ore settimanali. La sera in cui è morto nel sonno ha partecipato a una riunione per una raccolta di fondi a fini filantropici, poi è rimasto alzato sino a tardi a sistemare qualche dettaglio di una sua ricerca. L'intensità di lavoro è stata sempre il suo forte ed è per questo che i suoi contributi scientifici fondamentali sono stati così numerosi, così diversi e così *profondi*.

Madame Curie ricevette i premi Nobel in fisica e chimica. Linus Pauling coronò il suo riconoscimento in chimica con uno per la pace. Se avessero istituito premi per la vitamina C avrebbe potuto riceverne un terzo per la cura del cancro e del raffreddore comune. Alcuni grandi studiosi sono grandi per una sola cosa: il pensiero va a Max Planck per il fatto di essersi imbattuto nelle meccaniche quantistiche, mentre in economia Edward Chamberlin è legato chiaramente a un solo libro. Il Nobel di Franco ne sottolineava i meriti nella finanza teorica, ma è possibile ricordare altri contributi altrettanto importanti in materia di contabilità intergenerazionale, macroeconomia, microeconomia e politica economica.

Quel che ha fatto, inoltre, Modigliani lo ha fatto sempre a modo *suo*. A vent'anni era un giovane immigrato che vendeva libri per finanziarsi gli studi universitari, e non aveva un retroterra del livello dell'Exeter Academy, o della New Trier High, o di Harvard, Chicago o MIT. In effetti, alla New School di New York ebbe la grande fortuna di legarsi a Jacob Marschak e Hans Neisser, anch'essi regali di Hitler alla scienza americana. In seguito, Franco raggiunse Herb Simon al Carnegie Tech; il resto è storia.

Gottfried Haberler, riconoscendo i miglioramenti apportati da Franco al Modello T del 1936 di Keynes, cioè la *Teoria Generale*, organizzò una sua precoce chiamata a Harvard. Nel notare la medio-

---

□ MIT, Department of Economics, Cambridge, Mass. (USA).

crità e la bigotteria che allora affollavano gli angoli di Harvard Yard, Franco e Serena rifiutarono gentilmente l'offerta. Stranamente, quando in seguito Harvard iniziò a rafforzarsi, lasciò che il MIT catturasse un Franco Modigliani ormai affermato e in ascesa.

Nel frattempo, al Carnegie Tech (e durante il breve periodo di rinascimento vissuto dalla University of Illinois) Modigliani aveva pubblicato molto e su una grande varietà di argomenti, letterari e matematici. Ciò gli guadagnò una precoce reputazione come economista di frontiera di statura mondiale. Inoltre, poiché era così dotato nel trovare e ispirare coautori, i suoi *workshops* avevano la qualità di quelli di Tiziano e Rembrandt.

Si potrebbe comporre una canzone sullo stile di Gilbert e Sullivan su Modigliani e Grunberg, Modigliani e Brumberg, Modigliani e Miller, Modigliani e Ando, Modigliani e Drèze, Modigliani e Cohen, Modigliani e Sutch, Modigliani e Shiller, persino su M&M (il nonno e la Leah Modigliani di Wall Street). In tal modo un'intera generazione di economisti di rilievo esordirono sotto la protezione di un maestro.

Franco non abbandonò mai davvero l'Italia. Al MIT un via vai di laureati italiani dava sapore alle *common rooms*. Inoltre, i consigli di Modigliani sulla politica economica – quando sono stati accolti – si sono rivelati di grande aiuto per la sua terra d'origine mentre l'Italia progrediva nel nascente mercato comune europeo. Per conoscere un paese bisogna conoscerne più d'uno. Grazie alla sua conoscenza dell'Italia, Modigliani è stato un consigliere penetrante nelle questioni americane.

Solo un esempio. Sul finire degli anni '70 Modigliani occupò (insieme a Cohen) le prime pagine su Wall Street quando dichiarò che l'indice Dow Jones meritava di raddoppiare. Ancora più importante di tale previsione era la sua motivazione. Gli informatori di Wall Street capivano che, in caso di inflazione anticipata, le obbligazioni meritavano (per così dire) un rapporto prezzo/guadagni (P/E – *price/earnings*) molto più basso. Lo stesso criterio vale per tutti: i banchieri d'investimento ritengono quindi che anche i prezzi delle azioni sarebbero dovuti diminuire per ottenere rapporti P/E ugualmente bassi.

Sulla base della loro conoscenza dell'esperienza inflazionistica europea, Modigliani e Cohen ci ricordarono che i guadagni contabili delle società non comprendono mai gli aumenti dei prezzi d'inventario di macchinari, impianti e scorte di proprietà dell'impresa in condizioni stazionarie. La necessaria correzione di tali valori faceva sì che nel

lungo periodo la revisione al ribasso del rapporto P/E delle azioni per bilanciare la discesa del rapporto P/E delle obbligazioni si sarebbe rivelata un errore. Gli avvenimenti successivi dimostrarono quanta ragione avessero, quando un indice Dow Jones pari a 700 prese ben presto la strada per superare abbondantemente quota 1400.

Gli economisti intelligenti non sempre sono economisti saggi. Quando conobbi bene lo Schumpeter di Harvard, non fui sorpreso di sapere che questa brillante mente era stata presidente di una banca austriaca finita in bancarotta durante l'inflazione successiva alla prima guerra mondiale. Anche a vent'anni non avrei mai scelto qualcuno così limitato in *gravitas* come custode del mio modestissimo gruzzolo.

Al contrario, per il MIT e per altre accademie non a fini di lucro i consigli di Modigliani si sono rivelati utili, soprattutto nel lungo periodo. In Cina si pensa che prima dei terremoti i cani guaiscano. La settimana precedente il crollo record di Wall Street nell'ottobre nero del 1987, Modigliani era inquieto per i rumori atmosferici. Per assicurare il portafoglio, acquistò opzioni *put* con prezzi nella norma. Quando, molto soddisfatto di queste, tornò per acquistarne ancora, trovò che quei titoli erano dodici volte più cari: il suo secondo colpo da maestro fu di rinunciarvi giudicandole sopravvalutate.

La stessa perspicacia ha caratterizzato l'opinione di Modigliani nei confronti del programma di "salvataggio della previdenza sociale" del presidente Bush, che prevedeva di lasciare che i partecipanti depositassero in propri conti privati autogestiti parte dei loro contributi obbligatori. Poiché conosceva gli esperimenti cileno e svedese, Modigliani capiva che: 1) si trattava di un modo inefficiente di avvalersi dei mercati azionari; 2) i ritiri di fondi che si sarebbero verificati da parte della classe più agiata avrebbero significato l'abbandono degli impegni di fondo sui quali si basava il sistema vigente. La settimana in cui è morto, Franco stava lavorando intensamente alla spiegazione della contabilità intergenerazionale relativa a questo problema.

\* \* \*

I parti della mente di Modigliani sono troppo numerosi e vari per poterli ricordare tutti nel limitato spazio a mia disposizione. È però possibile citarne un piccolo campione.

1. Al Carnegie, con Simon e altri, Franco contribuì alla teoria del controllo dinamico. Sebbene non avesse mai accettato come vangelo l'approccio delle aspettative razionali di Lucas e Sargent, Franco

applicò a livello microeconomico la versione dell'aspettativa media di Richard Muth.

2. Per le masse degli economisti, forse il contributo più noto è costituito dal teorema Modigliani-Miller. Esso giunge alla conclusione controintuitiva che per un'impresa può essere ottimale *qualunque* grado di leva finanziaria (*debt leverage*). Perché? Perché chi acquista azioni può *annullare* algebricamente qualunque cosa l'impresa abbia fatto. Vanno tuttavia indicate due possibili insidie: 1) i lettori dimenticano che spesso le imprese possono prendere a prestito in modo meno costoso e più sicuro di quanto accada all'investitore mediano; 2) se gli azionisti della società A sono più avversi al rischio di quelli della società B, capiscono che nello stato stazionario normativo ideale B privilegerà metodi di produzione di cereali tendenzialmente più rischiosi rispetto ad A. Per ogni individuo e collettività, non sarà indifferente quale grado di rischio stocastico finirà per essere scelto. Il teorema Modigliani-Miller, se adeguatamente compreso, è in grado di cogliere tale aspetto.

3. A mio avviso, la teoria del ciclo vitale del risparmio e del lascito ereditario formulata da Modigliani è prima tra pari. Essa è fondata sulla contabilità intergenerazionale e spiega per quale motivo le società caratterizzate da crescita sostenuta tendono a risparmiare in misura maggiore rispetto a quelle in lento declino. Considero tale paradigma di gran lunga superiore a quello dell'ipotesi del reddito permanente di Friedman e a diverse tautologie esponenziali post-Harrod.

4. Soprattutto con Ando, Modigliani è stato tra i padri del modello macroeconomico MIT-Penn-Fed, che per anni ha rappresentato una fonte informale di utili indicazioni sia per la Federal Reserve sia per la Banca d'Italia. I nichilisti ritengono che gli economisti non siano in una posizione di vantaggio nel prevedere l'evoluzione futura del contesto macroeconomico. Non solo il MIT-Penn-Fed si è rivelato utile, ma nei circoli interni della burocrazia della Fed alcune sue parti ancora sopravvivono. Come il presidente Walter Wriston ha appreso nel modo peggiore alla Citibank, le versioni anni '50 dei modelli  $MV=PQ$  hanno generato stime con errori quadratici eccessivi, anche dopo l'aggiunta degli epicicli tolemaici nelle versioni della Federal Reserve Bank of St. Louis. Paradossalmente, anche le attuali regole

“alla Taylor” scaturite dall’esperienza della storia economica reale avrebbero potuto essere generate dalle stesse equazioni del MIT-Penn-Fed. Il brillante uomo della strada Franco Modigliani non credette mai all’idea delle aspettative razionali secondo la quale i mutamenti di politica economica, in ultima analisi, possono incidere solo sui livelli dei prezzi nominali, mentre si rivelano impotenti nel condizionare in misura significativa variabili reali come la disoccupazione e la produzione reale.

5. Insieme a Sutch e altri, Modigliani affrontò la questione della struttura a termine dei tassi d’interesse (paradossalmente, il suo riconoscimento che diversi tipi di investitori favorivano particolari strumenti di debito qualifica in parte il teorema Modigliani-Miller). Tra il 1950 e il 1975, le famiglie a basso reddito affidavano i propri risparmi a conti di risparmio al 3%; i proventi così raccolti erano offerti in prestito a chi accendeva debiti per l’acquisto di abitazioni nuove e usate. In una specie di operazione alla Robin Hood al contrario, con la connivenza di autorizzazioni burocratiche, questa era una situazione in cui il ricco “deruba” il povero. Solo i dilettanti dell’arte dello scambio ritengono che vi siano facili possibilità di guadagno da cogliere se solo si è capaci di interpretare la struttura a termine del debito pubblico. La maggior parte di quel che appare ovvio è *già* contenuta nei prezzi di mercato di riferimento. Il vero genio degli scambi di lungo periodo in qualche modo riesce a fare previsioni su ciò che è ovvio e ad anticipare le prossime mosse del mercato. I nichilisti non colgono la contraddizione insita nel credere che gli avvenimenti economici siano imprevedibili e ritenere allo stesso tempo che non sia possibile alcun guadagno sicuro. I modelli causali a più variabili di Modigliani si pongono in deciso contrasto con il positivismo monistico di Friedman. Franco capiva che la storia economica non è né una serie storica stazionaria né un caos senza senso. Nel corso della vita di Friedman, a causa di mutamenti istituzionali e innovativi endogeni ed esogeni, nell’equazione  $MV = PV$  la  $M$  divenne un vettore di sostituti della moneta, viziando in tal modo l’idea che un  $M_0$  o un  $M_{13}$  possano invariabilmente determinare i livelli dei prezzi.

## Un ultimo aneddoto

Non mi ero mai aspettato di ottenere il grado di coautore di Franco. Proprio come una volta una rivoluzione iniziò su un campo da tennis [da pallacorda, per la precisione], fu nel corso di un doppio a Belmont (Massachusetts) che nacquero gli articoli Samuelson-Modigliani. Tra un servizio e l'altro Franco domandò al suo compagno di gioco Paul: «Cosa pensi del nuovo risultato di Luigi Pasinetti?» «Non lo conosco. Cosa dice?» «Pasinetti mostra che un aumento nella quota di reddito che i lavoratori risparmiano non può innalzare l'equilibrio finale.» «Può essere così semplice? In un modello elementare alla Harrod, le quote di risparmio di lavoratori e redditi sono uguali. Perché, *ceteris paribus*, un ulteriore aumento nella sola percentuale dei lavoratori non dovrebbe far salire la propensione media al risparmio di Harrod e quindi generare in definitiva un rapporto capitale-lavoro più elevato?»

È quanto vagamente ricordo. Seguirono tre mesi per me stancanti. Una volta alla settimana ci incontravamo per discutere i risultati congiunti. Un Franco molto impegnato doveva recuperare il punto al quale eravamo arrivati la volta precedente prima che potessimo procedere di un centimetro. La mia assistente inglese pensava che forse fosse un po' lento. La corressi: no, è *rigoroso* e non lascerà niente insoluto. Spero che alla fine il nostro confronto con Pasinetti abbia lasciato entrambe le parti nel giusto, alla luce delle *diverse* strutture tecnologiche e istituzionali cui ci siamo riferiti nella trattazione del problema.

## In memoria

In questi giorni, più di una volta al mese capitano avvenimenti che mi fanno desiderare che Franco sia vivo per dirci cosa ne pensa. È la vera immortalità che solo gli studiosi possono sperare di avere.