

# Franco Modigliani

Franco Modigliani, de winnaar van de Nobelprijs voor economie 1985, kan worden gerekend tot de oudere generatie neo-keynesianen, die de theorieën van Keynes uitgebreid hebben onderzocht en getoetst om uit de keynesiaanse revolutie datgene te selecteren wat van blijvende waarde is. Daarbij heeft Modigliani volgens eigen zeggen steeds gezocht naar een synthese tussen de belangrijkste bouwstenen van de *General theory* en het klassieke postulaat van de homo economicus. Kenmerkend voor zijn werk is dat hij de daaruit voortvloeiende inzichten in een formeel model probeert te vatten en empirisch probeert te toetsen, waarna hij de resultaten op beleidsvraagstukken poogt toe te passen. Het werk van Modigliani bestrijkt een zeer breed veld van micro- en macro-economische vraagstukken: het consumptie- en spaargedrag, het investeringsgedrag, vraag en aanbod van geld, de bepaling van het loon- en prijsniveau, financieringstheorie, conjunctuurpolitiek, internationale economische betrekkingen en de rol van plannen en verwachtingen in het gedrag van economische subjecten 1). De Nobelprijs is hem met name verleend vanwege zijn werk op het gebied van de spaartheorie en de theorie van de ondernemingsfinanciering, waarmee hij ook zijn grootste bekendheid heeft verworven. De „life-cycle“-hypothese van het sparen en het Modigliani-Miller-theorema in de financieringstheorie ontbreken in geen enkel goed theorieboek.

Het omvangrijkste werk van Modigliani betreft de analyse van het spaargedrag. De „fundamentele psychologische wet“ die Keynes in de *General theory* formuleerde, dat mensen meer gaan consumeren als hun inkomen toeneemt, zij het niet in dezelfde mate als de toename van het inkomen, bleek al spoedig niet toereikend om verschillen in spaarneiging tijdens verschillende fasen van de conjunctuurcyclus, tussen inwoners van verschillende landen, tussen verschillende inkomensgroepen, tussen werkenden en werklozen, zelfstandigen en werknemers, ouderen en jongeren e.d. te verklaren. Modigliani toonde (samen met Brumberg) aan dat het streven naar nutsmaximalisatie van huishoudens die niet alleen rekening houden met huidige consumptie maar ook met toekomstige consumptie en die bepaalde verwachtingen hebben over het verloop van hun inkomsten over hun levenscyclus, leidt tot spaargedrag dat een goede verklaring geeft voor allerlei bekende maar vaak niet goed begrepen verschijnselen op spaargebied. Modigliani zelf heeft (veelal samen met anderen) zijn spaartheorie in verschillende richtingen uitgewerkt en getoetst en daarbij op zeer uiteenlopende, vaak onverwachte en verstrekkende, economische implicaties gewezen.

De bijdrage die Modigliani samen met Miller aan de financieringstheorie heeft geleverd is van geheel andere aard. De essentie van het Modigliani-Miller-model is dat in een situatie van onzekerheid winstmaximalisatie geen geschikt criterium is om optimaal ondernemingsgedrag te definiëren, doch vervangen moet worden door maximalisatie van de marktwaarde van de onderneming; en dat die marktwaarde onder de veronderstelling van een perfect werkende kapitaalmarkt, zonder fiscale of andere verstoringen, uitsluitend afhangt van de rekenen die door de onderneming worden gegenereerd. Wat de verhouding eigen vermogen/vreemd vermogen in de onderneming is en in hoeverre de winsten worden uitgekeerd dan wel ingehouden en in de onderneming geheinvesteerd, maakt daarbij niets uit. De werking van de kapitaalmarkt en het rationele gedrag van beleggers zorgen er voor dat de vermogensstructuur en het dividendbeleid reeds in de prijs van de onderneming zijn verdisconteerd en dat de risico's door diversificatie van de beleggingsportefeuille zijn geneutraliseerd. De theorie van Modigliani en Miller deed destijds zeer veel stof opwaaien omdat zij dwars inging tegen de in de bedrijfseconomie gangbare opvattingen over de optimale financieringsstructuur, maar zij is in hoofdlijnen tegen de storm der kritiek bestand gebleken en nu geïncorporeerd in de moderne vermogensmarkttheorie.

Een ander onderwerp waar Modigliani altijd veel belangstelling voor heeft gehad is het modelleren en schatten van monetaire relaties. Zo heeft hij op basis van de veronderstelling dat banken en beleggers naar maximale winst streven vraag- en aanbodfuncties voor geld en deposito's ontworpen en modellen geformuleerd voor de verhouding tussen de korte- en de lange-termijnrentevoet. Ook heeft hij zich beziggehouden met het onderzoek naar de determinanten van het loon- en prijsniveau en het effect van inflatie op fi-

nanciële markten en investeringsbeslissingen. In het verlengde daarvan ligt ook zijn onderzoek naar de effectiviteit van monetaire politiek. In tegenstelling tot sommige neo-keynesianen die zich op het standpunt stelden dat „money does not matter“, is Modigliani altijd van mening geweest dat monetaire variabelen een belangrijke zelfstandige rol spelen in het economische proces. Door zijn pogingen om macro-economische relaties micro-economisch te onderbouwen weet hij een zekere synthese tot stand te brengen tussen de neo-keynesiaanse en de monetaristische visie op de werking van de economie.

Minder bekend is het werk van Modigliani op het gebied van de internationale economische betrekkingen. Samen met Peter Kenen schreef hij een artikel over het oplossen van het internationale liquiditeitsprobleem dat in de jaren zestig actueel was. Met hun voorstel voor het creëren van een nieuw internationaal betalingsmiddel, de MIT (Medium for International Transactions), liepen zij vooruit op de latere creatie van SDR's. Met Hossein Askari heeft Modigliani een artikel geschreven over het hervormen van het Bretton-Woodsstelsel voordat dit na het opschorten van de convertibiliteit van de dollar ineenstortte. Daarnaast zijn er enkele publikaties over internationale kapitaalbewegingen. Vermeldenswaardig is ten slotte een artikel over het oplossen van de betalingsbalansproblemen die ontstonden door de oliecrisis. Modigliani toont daarin aan hoe door internationale samenwerking de negatieve gevolgen hiervan kunnen worden geminimaliseerd.

Een van de recentste publikaties van Modigliani is zijn „presidential address“ voor de American Economic Association in 1976. Modigliani geeft daarin zijn visie op de controverse tussen keynesianen en monetaristen over het nut van conjunctuurstabilisatiebeleid. Volgens Modigliani hebben de monetaristen goed werk gedaan door aan te tonen dat de economie minder instabiel is dan de keynesianen oorspronkelijk dachten. Ook hebben zij terecht gewezen op het gevaar dat het monetaire en fiscale beleid zelf een bron van verstoring wordt in plaats van stabiliserend te werken. Maar op basis van zijn empirische onderzoek van de naoorlogse conjunctuurbeweging acht hij het niet juist om de fluctuaties in de economie aan de instabiele monetaire politiek toe te schrijven. En hij is het ook niet eens met de stelling dat de economie voldoende „shockproof“ is om het zonder conjunctuurbeleid te kunnen stellen. Dat het „demand management“ in de jaren zeventig niet goed heeft gewerkt komt volgens Modigliani omdat de onevenwichtigheden in de economie in de eerste plaats het gevolg van aanbodschokken waren, die niet door conjunctuurpolitiek kunnen worden geneutraliseerd. Maar vervolgens heeft het afzweren van het keynesiaanse stabilisatiebeleid en het te strak vasthouden aan de monetaristische vaste-geldgroeiregel de onevenwichtigheden vergroot. We moeten de klok niet veertig jaar terugzetten, aldus Modigliani, door de fundamentele boodschap van de *General theory* terzijde te schuiven, maar we moeten gebruik maken van de nieuwe monetaristische inzichten om het stabilisatiebeleid in de toekomst nog effectiever te maken dan het in het verleden geweest is. Pas de laatste tijd lijkt de ontvankelijkheid voor die boodschap in beleidskringen weer enigszins toe te nemen.

In het verleden heeft de Koninklijke Zweedse Academie voor Wetenschappen bij het aanwijzen van Nobelprijswinnaars altijd zorgvuldig het evenwicht trachten te bewaren tussen economen uit het keynesiaanse en het monetaristische kamp. Met de keuze voor Franco Modigliani was die kwestie minder aan de orde. Door zijn micro-economische onderbouwing van macro-economische theorieën heeft Modigliani de kloof tussen de keynesiaanse en de neo-klassiek/monetaristische theorie een heel stuk weten te overbruggen. Om die prestatie wordt hij in beide kampen geëerd.

L. van der Geest

1) Vrijwel al het werk van Modigliani is in artikelvorm verschenen. De belangrijkste publikaties zijn door hem zelf geselecteerd, gebundeld en van een inleiding voorzien in Franco Modigliani, *The collected papers of Franco Modigliani*, The MIT Press, Cambridge (Mass.), 1980, drie delen.