

La dinamica economica nell'attribuzione del valore al capitale d'impresa (o dell'impresa)

di Francesco Rizzo

Caratteristiche e funzionamento di un'economia dinamica

1. La dinamica economica al contrario della statica economica, comporta la considerazione del fattore tempo. Ci si chiede: a) come si distribuiscono nel tempo fattori produttivi e beni prodotti; b) e in che modo i cambiamenti nel tempo possono influenzare i rapporti tra fattori e prodotti. Molti economisti del passato hanno elaborato una teoria statica con una leggera « intonazione dinamica », insufficiente a trattare adeguatamente i problemi del capitale, dell'interesse, delle fluttuazioni cicliche e persino della moneta, per i quali la considerazione del fattore tempo, in rapporto alle quantità economiche, è di primaria importanza.

Una prima caratteristica dell'economia dinamica consiste nel fatto che l'offerta di un prodotto in un dato periodo non dipende dai prezzi correnti ma dai prezzi attesi. Le aspettative giuocano nell'economia dinamica un ruolo importante. Mentre la teoria statica ci dà un insieme di prezzi che dipende dalle preferenze dei soggetti economici, dalle risorse disponibili e da loro impiegate e dallo stato della tecnica, cioè dalla funzione della produzione. Ma in un'economia dinamica non bisogna distinguere solamente i prezzi attuali dalle aspettative, anche il reddito dal prodotto, il saggio di interesse monetario dal saggio d'interesse reale (o meglio il saggio d'interesse dal saggio del profitto), il saggio d'interesse di breve periodo dal saggio d'interesse di lungo periodo. Si deve tenere conto, inoltre, dell'incertezza delle aspettative. Aspettative e incertezze sono gli ingredienti fondamentali di un'economia dinamica. Tranne che ci si muova in presenza di prezzi convenzionali, l'analisi economica statica presuppone condizioni di equilibrio. Ma nella dinamica economica l'incertezza del futuro e l'ineguale e imperfetta « capacità di previsione » degli operatori economici generano movimenti di prezzi in condizioni di squilibrio. Pertanto i prezzi futuri sono quasi sempre in parte fatti dagli speculatori. A questo punto compare

sullo scenario di un'economia dinamica il problema dell'interesse o meglio dei saggi d'interesse, che gli economisti di ogni scuola si sono affrettati a ridurre ad un unico saggio parlando *del* saggio d'interesse. L'ipotesi dell'unicità o dell'uniformità del saggio d'interesse (o del saggio di profitto) contrasta con la realtà economica dinamica che è caratterizzata dalla diversità dei saggi di rendimento. Anzi questa pluralità dei saggi di capitalizzazione è l'espressione più tipica dell'economia dinamica.

2. Se si ipotizza la presenza di un flusso tipo o normale di redditi tale che possa essere uguale, superiore o inferiore ad un effettivo flusso di entrate che tenga conto delle attuali prospettive è possibile impostare il seguente ragionamento. Secondo un certo modo di intendere la razionalità di comportamento, che provvisoriamente faccio mio, bisogna far sì che il valore di capitalizzazione del flusso tipico di redditi eguali il valore di capitalizzazione del flusso di entrate di cui all'attuale prospettiva. Quando si verifica un aumento nella aspettativa di alcune entrate future, il valore presente di questa aspettativa aumenta e diventa maggiore del valore presente del precedente flusso tipo di redditi. Per raggiungere la suddetta uguaglianza bisogna elevare il flusso tipo, aumentando il reddito. Quando cambiano i saggi d'interesse (o di capitalizzazione) muta sia il valore presente delle aspettative che quello del vecchio flusso tipo. Al fine di scoprirne l'effetto sul reddito si deve stabilire quale dei due valori subisca il cambiamento maggiore. Una diminuzione dei tassi d'interesse eleva il reddito se fa aumentare il valore presente delle entrate effettivamente attese più di quanto elevi il valore presente del flusso tipo; un aumento dei saggi d'interesse eleverà il reddito se abbassa il valore presente del flusso tipo più di quello del flusso effettivamente atteso.

Tale relazione può studiarsi graficamente ribadendo che ogni flusso di redditi (tipo o effettivo) limitati ha un valore capitalizzato che dipende dal saggio d'interesse r o dal fattore di sconto o di anticipazione $\frac{1}{1+r}$. Se si collocano i valori di capitalizzazione lungo l'asse delle ascisse e i fattori di anticipazione lungo l'asse delle ordinate è possibile costruire una serie di curve rappresentanti il valore capitale del flusso di entrate atteso (inclinate positivamente perché quando diminuisce il saggio d'interesse e aumenta il fattore di anticipazione si alza il valore del capitale). In corrispondenza di ogni

livello particolare di reddito si ha una curva che rappresenta il valore presente o capitale del flusso tipo corrispondente o quel particolare livello di reddito ai vari fattori di anticipazione. Se aumenta il fattore di anticipazione il reddito aumenta se la curva del valore capitale presente del flusso tipo è inclinata più rapidamente della curva che rappresenta il valore capitale del flusso d'entrata atteso, ovvero se la prima curva è meno elastica della seconda. È quindi un problema di elasticità relativa delle due curve.

Hicks dimostra che tale elasticità può essere descritta come il « periodo medio » del flusso: « poiché essa è la *durata media di tempo per cui i vari pagamenti sono differiti dal presente, allorché gli intervalli di dilazione sono colmati in base ai valori scontati dei pagamenti* » (5, p. 204). Ciò significa che se il « periodo medio » del flusso di entrate è maggiore del « periodo medio » del flusso tipo con cui si confronta, un abbassamento del saggio d'interesse eleverà il valore capitale del flusso d'entrata più di quello del flusso tipo e aumenterà pertanto il reddito. Ma se il « periodo medio » del flusso d'entrata è minore di quello del flusso tipo, il reddito s'incrementerà se si rialza il tasso d'interesse.

Si può dimostrare che il « periodo medio » di un flusso di redditi costanti e infiniti scontati ad un dato saggio d'interesse (o di capitalizzazione) è uguale al reciproco del saggio r cioè al numero degli anni ricavabili dal rapporto $1/r$, coefficiente moltiplicatore o di capitalizzazione ben noto agli economisti della teoria del capitale e agli estimatori. Se questo rapporto aumenta, perché r diminuisce, cresce il « periodo medio » (o l'elasticità) del flusso che ha un « crescendo » e viceversa. Il « crescendo » si può definire come $C = r - \frac{1}{p}$ in cui con C s'indica il « crescendo » e con P il « periodo medio » (5, p. 205).

Capitale e tempo

1. Il rapporto capitale/prodotto o capitale/reddito, che appartiene all'armamentario di ogni buon economista (« fondista ») moderno, a ben vedere, non è tanto diverso dal « periodo medio di produzione », se entrambi debbono servire a misurare la quantità media di « attesa » necessaria per investire una maggiore quantità

di capitale e aumentare così il flusso del prodotto. La tesi austriaca secondo la quale, in condizioni di equilibrio statico, una riduzione del saggio d'interesse prolunga il « periodo medio di produzione » e un aumento del capitale, data la quantità di lavoro e la funzione della produzione, prolunga il « periodo medio », corrisponde alla teoria economica moderna. Assumendo due fattori, una funzione della produzione lineare e omogenea, un regime di concorrenza e prezzi costanti, il saggio monetario d'interesse è uguale al prodotto marginale fisico del capitale. Inoltre, in base al principio della produttività marginale decrescente, ogni aumento della quantità di capitale causato da una riduzione del saggio d'interesse dovrebbe portare ad un aumento del rapporto capitale/prodotto. Ma nella realtà non è vero che il saggio d'interesse e il rapporto capitale/prodotto siano sempre legati da una relazione inversa. Non è possibile, cioè, fissare una gerarchia di tecniche ordinabili in termini di una misura d'intensità di capitale (1, p. 649).

Mi preme però porre un interrogativo. È proprio un errore ritenere, come fece Böhm-Bawerk, che il « periodo medio di produzione » tenda ad aumentare anche in presenza di mutamenti tecnici? Io credo di no, perché a prescindere dai cambiamenti tecnici, i movimenti monetari e finanziari possono, come ho dimostrato e constatato nei miei studi, essere un potente fattore di aumento del « periodo medio di produzione » o meglio del coefficiente moltiplicatore $1/r$.

Dopo questa breve parentesi di esposizione e critica di una parte della teoria del capitale, affermo che il coefficiente $1/r$ svolge un grande ruolo strategico nell'analisi e nella politica economica a condizione che non lo si assolutizzi, caricandolo di un peso che non può sopportare: quello di determinare il saggio d'interesse (o di profitto). Non resta, quindi, che considerare il saggio d'interesse una variabile esogena al pari di Keynes quando scrive nel cap. della « Teoria generale » dedicato all'efficienza marginale del capitale: « tuttavia vorrei chiedere al lettore di rilevare fin d'ora che né la conoscenza del reddito prospettivo di un capitale, né la conoscenza della sua efficienza marginale ci mette in grado di dedurre il saggio d'interesse o il valore attuale di quel capitale. Per poterlo valutare, dobbiamo accertare il saggio di interesse da qualche altra fonte e soltanto allora potremo calcolarne il valore attuale « capitalizzando » il suo reddito prospettivo » (6, p. 297). Quindi anche per Keynes la valutazione del capitale assume un carattere « convenzionale »

che in un certo qual modo mitiga (o contrasta con) la interpretazione neoclassica del suo pensiero.

Una volta posti di fronte alla teoria austriaca del capitale, emerge la conclusione generale — a prescindere da tutte le « credenze » o le discussioni sul « periodo medio di produzione » — che variazioni del saggio d'interesse influenzano la curvatura o il « crescendo » del piano di produzione a livello d'impresa.

2. Se il problema statico dell'impresa consiste nell'elevare al massimo la differenza tra i ricavi e i costi relativi ad una data situazione produttiva e tecnica, il corrispondente problema dinamico consiste nel rendere massimo il valor capitale del flusso di redditi netti che si prevede di poter ottenere in futuro dallo sfruttamento della medesima opportunità. Il processo di accumulazione o di disinvestimento del capitale è il penultimo passaggio della successione logica che caratterizza la dinamica economica. L'ultima fase riguarda il rapporto tra l'accumulazione o la disaccumulazione del capitale e lo sviluppo ciclico di una società capitalistica.

Il tempo, attraverso la mediazione delle aspettative, delle incertezze e della moneta, comporta la formazione e la valutazione del capitale o dell'investimento. La formazione e la valutazione del capitale determinano lo sviluppo ciclico del capitalismo. Per questo motivo l'analisi e la determinazione del saggio di capitalizzazione che si ritrovano ne « Il sistema fabbrica-mercato » s'inquadrano in un contesto macroeconomico ciclico. Gli investimenti (o i beni capitali) sono l'effetto delle scelte finanziarie e la causa dello sviluppo ciclico del capitalismo.

Keynes ritiene che la ricchezza o il capitale in senso lato debba essere interpretato secondo una teoria del comportamento su base convenzionale e psicologica. Ne consegue una teoria della domanda di moneta o del tasso d'interesse che parte dalla « domanda speculativa » o dalla funzione per la « preferenza della liquidità » esposte nei capp. 13-15 della « Teoria generale » e successivamente arriva a considerare gli attributi monetari dei beni (compresi quelli d'investimento) o il loro grado di « monetizzabilità ». Questa linea di pensiero, ripresa anche da Hicks, può avere sviluppi sorprendenti se applicata alla scelta e alla valutazione degli investimenti.

Tuttavia Keynes imposta la scelta dell'« investitore marginale » tra obbligazioni e beni capitali secondo una condizione d'equilibrio

o di « uguale vantaggio apparente » (in cui rientrano oltre ai rendimenti prospettivi anche l'incertezza, la convenzionalità, etc.) che sembra contraddire proprio gli aspetti più rivoluzionari della sua analisi. Dato il tasso d'interesse, Keynes afferma che i prezzi dei beni capitali oscillano in modo da realizzare l'equilibrio nella detenzione dei titoli e delle attività reali. Ora questa formulazione non si discosta molto da quella secondo cui vi deve essere uguaglianza tra l'« efficienza marginale del capitale » e il tasso d'interesse o tra il prezzo di mercato dei beni capitali e i valori ottenuti capitalizzando i loro rendimenti attesi al tasso d'interesse di mercato. (Per inciso questa impostazione è alla base del paradigma serpieriiano, perfezionato da Medici e Famularo, dove tutti gli aspetti economici tendono a coincidere con il valore di mercato e quest'ultimo si « confonde » con il valore di capitalizzazione). Se non ci fosse una scappatoia dovuta all'ingegno e all'acutezza di Keynes — e non alla sua ignoranza della teoria del capitale e del valore, come sostiene qualche economista neoclassico — questo ragionamento manifesterebbe una contraddizione profonda perché escluderebbe proprio tutti « quegli elementi di dubbio e di incertezza » sulla cui irriducibilità al calcolo attuariale probabilistico Keynes ha insistito tanto chiaramente.

La scappatoia, che poi è la solita « scoperta dell'America », consiste nel considerare la capitalizzazione dei rendimenti prospettivi marginali al tasso d'interesse di mercato un procedimento « convenzionale » di valutazione, come anticipato, al quale i soggetti economici ricorrono in mancanza di un procedimento teoricamente più saldo e razionale. Pertanto vi è un'altra scatola vuota da riempire di contenuti analitici ed operativi: la convenzionalità del giudizio di valore. Beninteso, fallita la possibilità di determinare il saggio d'interesse in base a qualche teoria, non resta che rivolgersi ai « mercati » con la massima capacità empirica al fine di calcolare questa variabile fondamentale per la valutazione degli investimenti.

In ogni caso, bisogna ricordare che Keynes nella sua replica alla recensione di Viner (7; 16) dedicata alla « Teoria generale » delinea inequivocabilmente un modello di valutazione delle attività reali e finanziarie in situazioni di incertezza.

1. L'introduzione del fattore tempo situa al centro del processo economico la valutazione del capitale in condizioni di incertezza e la moneta « anello tra il presente e il futuro ». Ma qual è il rapporto che passa tra (la teoria del) capitale e (la teoria della) moneta? Tra il saggio del profitto e il saggio d'interesse? Tra gli investimenti e il risparmio? Per dare una risposta esauriente a questi interrogativi dovrei impiegare uno spazio di tempo che non mi è concesso. Allora mi limito a fornire qualche spunto metodologico e bibliografico per affrontare questa difficile e affascinante problematica.

Keynes è il teorico dell'« economia monetaria della produzione » in cui si supera la dicotomia tra teoria del valore e teoria della moneta. Nella « Teoria generale » viene mantenuta, invece, una « linea di divisione » fra la teoria dell'equilibrio stazionario e la teoria dell'equilibrio « mobile », cioè dinamico. Non appena si accetta la teoria di un sistema nel quale previsioni mutevoli sul futuro sono atte ad influenzare la situazione presente, non possono non entrare nei calcoli economici (compresi quelli della valutazione degli investimenti) « le proprietà peculiari della moneta ». « Non possiamo liberarci della moneta nemmeno abolendo l'oro e l'argento e gli strumenti di scambio a corso legale. Fino a quando esista un qualsiasi bene capitale durevole, esso è atto a prendere attributi monetari (cfr. il cap. 17) e quindi a suscitare i problemi caratteristici di un'economia monetaria » (6, p. 462; 2).

Ne « Il sistema fabbrica-mercato », nel paragrafo dedicato alla « scelta del tasso di capitalizzazione » ho scritto: « Si completa così il quadro delle funzioni che può avere la moneta: mezzo di scambio, di conservazione e di incremento del valore. La domanda di moneta per ragioni speculative varia in funzione del tasso d'interesse atteso. Chi aspetta una diminuzione del tasso d'interesse (o di capitalizzazione) acquista azioni, terreni, beni immobili, etc., chi aspetta un aumento del tasso d'interesse domanda moneta. Ho già evidenziato che il *movente speculativo* è causa ed effetto dell'aggravarsi della crisi economica » (12, p. 204).

Di questa affermazione vanno sottolineati due aspetti: a) la moneta come mezzo di incremento del valore; b) una « preferenza per la liquidità » che di fatto può divenire preferenza di beni immobili detti beni-rifugio o meglio beni-moneta.

Per quanto riguarda il primo aspetto, mi sovviene l'inizio del

cap. XXI della sezione V del libro III del « Capitale » di Carlo Marx, intitolato « Suddivisione del profitto in interesse e guadagno d'imprenditore. Il capitale produttivo d'interesse » in cui si legge: « Il denaro — qui considerato come espressione autonoma di una somma di valore, sia che essa esista effettivamente in denaro o in merci — può essere trasformato in capitale sulla base della produzione capitalistica e attraverso questa trasformazione diventa da valore dato, un valore che valorizza, che aumenta se stesso » (8). È una frase lapidea che scolpisce l'essenza del capitalismo: l'autovalorizzazione del capitale in qualunque forma. Essa meriterebbe uno sviluppo adeguato, ma è sufficiente a farci cogliere l'importanza di Marx, più come economista monetario che della teoria del valore, che anticipa di circa cinquant'anni la teoria di Keynes. E per il primo aspetto non aggiungo altro.

Il secondo aspetto è una specificazione del processo di autovalorizzazione del capitale. Esso riguarda la constatazione che è impossibile distruggere la « bella liquidità della moneta » in quanto altri beni come i gioielli e la terra hanno un « buon valore di liquidità » e questi potrebbero competere a loro volta con le fabbriche di automobili o le centrali elettriche e impedire l'investimento in queste ultime se il loro rendimento marginale previsto fosse inferiore a un certo livello (4, p. 536). Il problema del grado di « monetizzabilità » delle attività non monetarie è tipico dei mercati capitalistici in situazione d'inflazione permanente. Di recente ho avuto modo di ribadire che i beni immobili possono considerarsi dei beni-moneta o dei beni che fanno concorrenza alla moneta e, per effetto della trasmutazione di liquidità di cui sono oggetto, agli investimenti produttivi di ricchezza reale. In tal senso il processo di accumulazione del capitale acquista un carattere speculativo. Difatti, mediante la mediazione dei beni-moneta si concretizza o si generalizza la teoria della « preferenza per la liquidità » o della « domanda speculativa » di moneta in funzione della variazione dei tassi d'interesse.

2. Lo sviluppo analitico del concetto di « preferenza per la liquidità » come comportamento verso il rischio ha portato J. Tobin ad elaborare una teoria alquanto sofisticata delle scelte in condizioni d'incertezza. Questa teoria del comportamento avverso al rischio presenta alcuni vantaggi rispetto all'analisi keynesiana della preferenza per la liquidità, e va oltre il problema di stabilire come

investire una disponibilità di risparmio, o in forma di moneta o in investimenti in titoli. L'alternativa al possesso di moneta non è solo quella del possesso dei titoli. La ricchezza si può conservare in varie forme e tra queste bisogna considerare le azioni e le attività patrimoniali reali, quali beni di consumo durevoli, attrezzature produttive, immobili e terreni. Naturalmente questi gruppi di attività si possono disaggregare ulteriormente fino ad arrivare a considerare ogni singola forma d'investimento. La composizione (e la valutazione) dei portafogli dei possessori di ricchezza e il rapporto di sostituibilità o di complementarità che al loro interno caratterizzano le diverse forme di attività dipendono dalle caratteristiche dei vari tipi d'investimento e dei detentori della ricchezza. Tra queste caratteristiche le più importanti sono quelle che riguardano il grado o il costo di « scambiabilità » fra le attività; l'attendibilità della previsione dei valori (reali e monetari) futuri delle varie attività; la correlazione o l'interdipendenza delle aspettative che offrono le varie attività; il grado o tempo di realizzabilità del valore monetario delle attività; la possibilità di (e il costo per) comprare e vendere contemporaneamente un'attività; la possibilità di prevedere le « necessità di ricchezza » da parte degli investitori, etc. (15).

Dalla funzione della produzione al paradigma speculativo-finanziario

Nella « Teoria generale » la produzione dei beni d'investimento è determinata essenzialmente dalla natura speculativa delle scelte di portafoglio relativa al finanziamento e al possesso di attività reali e finanziarie e non dalle caratteristiche tecnologiche del processo produttivo. Uno dei temi fondamentali della « Teoria generale » è che il fattore che più direttamente influisce sugli investimenti va individuato nel processo di valutazione delle attività economiche finanziarie e patrimoniali. I beni capitali o i beni d'investimento oltre a fornire un reddito possono dar luogo a guadagni di capitale ma i titoli finanziari sono più facilmente vendibili. È dalla combinazione delle caratteristiche delle diverse forme di attività economica che dipendono la teoria e la pratica delle decisioni d'investimento.

L'economia capitalistica estremamente contraddittoria e mutevole, altro non è che il frutto di problemi decisionali in condizioni

d'incertezza. Le valutazioni degli investimenti, in queste condizioni, sono l'effetto delle scelte finanziarie e la causa dello sviluppo ciclico del capitalismo. Il sistema finanziario indispensabile per l'iniziativa imprenditoriale può trasformarsi in una trappola (14).

La teoria keynesiana può dar luogo ad un nuovo paradigma finanziario-speculativo, a condizione che si consideri il prezzo dei beni capitali tra gli argomenti della funzione di preferenza per la liquidità. In tal modo la determinazione del valore degli investimenti s'inquadra nella prospettiva analitica dello sviluppo ciclico del capitalismo e supera l'ipotesi della crescita in condizioni di equilibrio. Purtroppo Keynes nel tentativo di inserire gli schemi dinamici nell'economia statica, non ha introdotto esplicitamente il prezzo dei beni capitali nella sua trattazione della scelta di portafoglio ed è incorso in alcuni « errori analitici » che hanno ridotto la portata euristica della sua rivoluzione teorica. In questa nuova logica il successo di un'impresa non dipende solo dall'andamento del mercato del bene che essa produce e dell'approvvigionamento dei fattori produttivi, ma anche dall'andamento dei mercati finanziari e dalle condizioni alle quali essa può ottenere crediti, vendere le proprie attività patrimoniali o emettere nuove azioni. Speculare sul valore dell'apparato produttivo è una caratteristica esclusiva del sistema capitalistico. Di qui l'importanza del prezzo dei beni capitali e delle metodologie estimative atte a determinarlo. Il rilancio dell'estimo discende dall'acquisizione di una (nuova) impostazione teorica dell'economia, più adatta a cogliere i fenomeni che caratterizzano il mercato capitalistico.

La relazione fondamentale della teoria degli investimenti è rappresentata dal prezzo di domanda dei beni capitali determinato dalla capitalizzazione dei rendimenti futuri attesi. Il processo di capitalizzazione consiste nella trasformazione di un flusso di redditi in un fondo di capitale mediante l'impiego della formula $V = \frac{R_n}{r}$. Il coefficiente di capitalizzazione o moltiplicatore dei redditi $1/r$ è la variabile strategica fondamentale della valutazione degli investimenti in una società dinamica a condizione che si ancori alle effettive redditività riscontrabili nei vari mercati e non alla teoria della produttività marginale, comunque interpretata (9; 11). Beninteso, quando non può essere considerato un dato di mercato ci si affida alle previsioni e alle interpolazioni dei soggetti od operatori economici interessati alla stima. La scelta o l'osservazione di $1/r$ in relazione

ad ogni tipo d'investimento considerato in un contesto economico dinamico è al centro della questione teorica e pratica della valutazione del capitale.

*Un modello per le scelte e le valutazioni dei beni d'investimento
ovvero per la determinazione dei loro rapporti capitale-reddito*

E sono così arrivato a preparare lo scenario analitico in cui collocare l'opportunità di studiare un nuovo modello per la valutazione degli investimenti che, ormai dovrebbe essere chiaro per tutti, si fanno per ottenere guadagni di reddito e/o di capitale.

Il valore di un investimento dipende dal livello o capacità di reddito e dall'entità del coefficiente moltiplicatore $1/r$. Il coefficiente moltiplicatore a sua volta può essere influenzato da un'infinità di cause che lo fanno salire e scendere.

Quanto ho scritto ne « Il sistema fabbrica-mercato », a proposito del processo di concretizzazione e specificazione del saggio di capitalizzazione (12, p. 234), dimostra che i miei precedenti studi si muovono nel quadro di un'analisi economica dinamica in cui la valutazione degli investimenti (aziendali) è funzione di più variabili (3) e cioè del: 1) livello o capacità di reddito; 2) grado di resistenza o di reazione all'inflazione; 3) grado di incertezza o di rischio oggettivo e soggettivo; 4) grado di liquidabilità o di scambiabilità (costo di trasformazione o di disinvestimento); 5) costo di mantenimento o di « conservazione »; 6) rapporto di complementarità che si stabilisce tra i soggetti economici e gli investimenti considerati, etc..

A prescindere dalla variabile reddito che, a parità d'ogni altra circostanza, è legata da una relazione di proporzionalità diretta con il valore del capitale, tutte le altre variabili influiscono sull'entità del rapporto capitale-reddito o del coefficiente moltiplicatore $1/r$, nel senso che lo fanno scendere o salire rispetto ad un valore normale, da non intendere nel senso statistico-matematico di più probabile. Così ad es. quanto più alto è il tasso d'inflazione o l'aspettativa inflazionistica, tanto più basso è il saggio di capitalizzazione e tanto più alto è il coefficiente $1/r$; maggiore è il rischio, più alto è il saggio r e più basso il coefficiente $1/r$; ad una maggiore scambiabilità o liquidabilità dell'investimento corrisponde un saggio r più basso ed un rapporto $1/r$ più alto; costi di mantenimento o di

« conservazione » alti fanno salire il saggio r con il conseguente abbassamento del suo inverso $1/r$; infine, maggiore è il grado di affezione o di appetibilità dimostrato dall'operatore economico che entra in « rapporto di complementarità » con gli investimenti, più basso è il saggio r e più alto $1/r$, etc..

È possibile, come ho scritto altre volte (10), nello stabilire la convenienza economica relativa degli investimenti, considerare più obiettivi e in tal caso la scelta non può essere fondata, su un'« analisi monocriteriale » ma deve basarsi sull'esame di più criteri ai quali viene attribuito un « punto di merito » che indica la loro diversa rilevanza o importanza. Per realizzare l'approccio « multicriteriale » esistono diversi procedimenti e tra questi i metodi ELECTRE I, ELECTRE II, ELECTRE III dovuti a Roy ed ai suoi collaboratori. Problemi di decisione multicriteriale possono essere affrontati mediante l'elaborazione di modelli operativi basati sull'analisi matriciale. Un modello del genere è stato da me proposto nell'economia e nella pianificazione urbana (13).

È inutile fare rilevare che l'analisi « multicriteriale », cambiando i criteri considerati, può applicarsi indifferentemente nella teoria e nella pratica delle decisioni d'investimento sia in regime privatistico che pubblicistico.

Nella fattispecie applicando l'analisi « multicriteriale » si può formulare la graduatoria degli investimenti in base alla considerazione e alla « valutazione » delle variabili precedentemente esposte. Il che, data una certa quantità di risorse finanziarie, consente di scegliere la composizione del portafoglio più conveniente. Ma è anche possibile quantificare l'effetto singolo o complessivo delle variabili sul rapporto $1/r$ secondo un procedimento noto agli estimatori come « stima per punti di merito ». È possibile, cioè, considerando l'intervallo di valori entro cui oscilla il saggio di capitalizzazione r (e quindi il rapporto $1/r$), individuare il saggio normale per poi aggiustarlo attraverso l'esame delle caratteristiche ascendenti o discendenti in modo tale che il loro effetto complessivo sia mantenuto entro il limite massimo o minimo dell'intervallo di saggi constatato nel mercato di riferimento. Oppure si può determinare il coefficiente di correlazione lineare multipla che rappresenta un indice del grado di relazione fra la variabile dipendente r o $1/r$ e il gruppo delle variabili indipendenti combinate, precedentemente esposte. Tra i due procedimenti suggeriti il primo è senz'altro di più facile ed empirica applicazione.

Colgo l'occasione per ribadire che nei diversi mercati i « saggi d'interesse (o di profitto) (...) ricadono nell'ambito usuale di movimenti (...) tra il 2 e il 7% annui » (5, p. 246). Ne « Il sistema fabbrica-mercato » ho riportato le conclusioni di un'indagine sui mercati azionari secondo la quale il saggio di rendimento azionario negli anni 1950-1977 ha oscillato in un intervallo di valori che vanno dal 2,44 al 6,56%. Sono valori che si avvicinano notevolmente a quelli indicati da Hicks e da tanti altri autorevoli economisti citati nel cap. VI de « Il sistema fabbrica-mercato » che si occupa della « valutazione delle aziende ».

Mi auguro di essere riuscito a completare, semplificare ed esemplificare il disegno analitico e le proposte operative che si trovano nei miei precedenti studi, al fine di fornire un'ulteriore giustificazione teorica e pratica alla tesi di quanti sostengono la necessità di rinnovare l'estimo (e non solo l'estimo) o di superare il « paradigma serpiariano » (17). La valutazione degli investimenti secondo il modello proposto diventa soggettiva proprio nella scelta dei saggi di profitto relativi agli eterogenei mercati dei capitali. La soggettività dei valori è strettamente legata alla pluralità dei saggi di profitto. L'oggettività del valore presuppone invece l'unicità del saggio del profitto. Ma è possibile continuare a parlare di saggio unico e di valori oggettivi in una società dinamica?

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

- (1) Blaug M., *Storia e critica della teoria economica*, Torino, Boringhieri, 1970.
- (2) Ferro O., Scanagatta G., *Inflazione e agricoltura*, XIX Convegno SIDEA, 1982.
- (3) Grillenzoni M., *Stima dell'impresa zootecnica*, Bologna, Edagricole, 1979.
- (4) Harrod R. F., *La vita di J. M. Keynes*, Torino, PBE, 1965.
- (5) Hicks J. R., *Valore e capitale*, Torino, UTET, 1959.
- (6) Keynes J. M., *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino, UTET, 1976.
- (7) Keynes J. M., *The General Theory of Employment*, « Quarterly Journal of Economics », Vol. 51, 1937.
- (8) Marx K., *Il capitale*, Roma, Newton Compton Italiana, libro terzo, tomo primo, 1974.
- (9) Misseri S. C., *Sui limiti scientifici dell'estimo ovvero le provocazioni di un albero*, « Genio Rurale », n. 12, 1973.
- (10) Rizzo F., *Dottrina estimativa e programmazione economica*, « Genio Rurale », n. 10, 1982.
- (11) Rizzo F., *Il giudizio di valore*, Seminario Economico dell'Università di Catania, 1972.
- (12) Rizzo F., *Il sistema fabbrica-mercato*, Catania, Tringale Editore, 1979.
- (13) Rizzo F., *Linee storiche di espansione urbana ed analisi delle teorie della città*, Facoltà di Ingegneria dell'Università di Catania, 1979.

- (14) Rizzo F., *Politica fiscale e sottosviluppo economico. Riforma tributaria e catasto*, Catania, Tringale Editore, 1982.
- (15) Tobin J., *La moneta, il capitale e le altre attività patrimoniali*, in « Problemi di economia monetaria » a cura di Monti M., Milano, Etas Kompass, 1969.
- (16) Viner J., *Mr. Keynes on the Causes of Unemployment*, « Quarterly Journal Economics », Vol. 51, 1936.
- (17) Zizzo N., *Il paradigma serpietiano e i motivi revisionistici dell'estimo*, in corso di stampa.