

4. Alcune considerazioni in tema di teorie finanziarie e processi di valorizzazione

di Mario Tonveronachi

1. L'impostazione che le varie specificazioni della teoria dominante hanno proposto per l'analisi dei fenomeni legati alla sfera finanziaria appare insoddisfacente sotto vari profili. In primo luogo esse hanno banalizzato l'analisi di fenomeni così complessi, riconducendoli ad una teoria monetaria che delimita i propri orizzonti allo studio delle condizioni che governano l'offerta e la domanda di moneta. Inoltre, l'ottica in genere adottata di rappresentare il sistema economico come un insieme di macro-mercati distinti, seppur collegati, facilita la riproposizione della dicotomia tra aspetti reali e finanziari, specie nella sfera decisionale.

Due sembrano le posizioni che si propongono oggi come alternativa all'impostazione tradizionale: quella che ricerca le ragioni d'essere e di operare di mercati e intermediari finanziari non in imperfezioni definite *ad hoc*, ma in implicazioni derivanti da una considerazione significativa dell'incertezza (come i sempre più numerosi contributi in tema di asimmetrie informative); e quella, interna al variegato campo dei post-keynesiani, che propone il capitolo 17 della *Teoria generale*, sulle proprietà essenziali dell'interesse e della moneta, come base per un'analisi unitaria degli aspetti reali e finanziari dei fenomeni economici¹. Queste due proposte non sono in alcun modo in opposizione tra di loro; al contrario molto si potrà guadagnare in comprensione sviluppandole all'interno di una comune impostazione teorica.

Le pagine che seguono contengono un tentativo svolto in quella direzione, basato sull'analisi dei processi di valorizzazione.

2. Il primo, credo, a sottolineare con forza le implicazioni che potevano trarsi dalla *Teoria generale* di Keynes in tema di teoria del valore fu Hugh Townshend in due note pubblicate nel 1937 sull'«*Economic Journal*».

Secondo Townshend la novità più interessante prospettata da Keynes nella *Teoria generale* (in particolare nel capitolo 17) è quella di proporre una nuova teoria del valore in cui le aspettative, tramite la preferenza per la liquidità, esercitano una influenza causale diretta

¹ Tra i post keynesiani Jan Kregel è il più esplicito sull'attenzione da prestare ai processi di valorizzazione; si veda in particolare Kregel [1982].

su tutti i prezzi, seppur con forza diversa a seconda della natura della merce o dell'attività. Data una presumibile potenziale volatilità delle aspettative, la relativa stabilità dei prezzi è spiegabile con riferimento a specifiche convenzioni sulle aspettative o sui prezzi. Differenti convenzioni, come la stabilità dei salari monetari o quella dei tassi d'interesse, danno luogo a differenti teorie specifiche.

Da questa impostazione Townshend deriva altre implicazioni non così evidenti nel lavoro di Keynes: il breve periodo va definito come il periodo in cui sono stabili le convenzioni e le aspettative riferite al bene preso a riferimento; una teoria dinamica di lungo periodo è impossibile, data l'assenza di convenzioni stabili nel lungo termine.

È evidente la carica dirompente di questa impostazione rispetto alla teoria canonica, anche di ispirazione keynesiana: le interazioni tra aspetti reali e monetari non sono solo demandate a possibili influenze della moneta sui tassi d'interesse e di questi, o di quella direttamente, sulla domanda aggregata. A ben vedere, non si tratta nemmeno di influenze di fattori monetari su quelli reali, ma della considerazione unitaria di fenomeni che sottostanno all'influenza generale e pregnante dell'incertezza.

È quindi interessante tornare a Keynes per verificare la fondatezza delle argomentazioni di Townshend, tenendo ben presente lo scetticismo che una tale operazione può sollevare tra quanti, i più, hanno da sempre sostenuto o l'assenza nella teoria di Keynes di una teoria dei prezzi, assoluti e relativi, o l'adesione acritica alla teoria di derivazione marshalliana².

Il punto di partenza, derivabile dalla visione generale che Keynes ha del sistema capitalistico, sta nel riconoscimento che il sistema economico non può essere pienamente rappresentato all'interno di uno schema di produzione di puro capitalismo. Con quest'ultimo s'intende riferirci ad un sistema in cui la riproducibilità delle merci è parte di un processo di valorizzazione fortemente collegato a parametri «oggettivi» relativamente stabili (quelli relativi alla produzione) tramite l'azione di forze in qualche grado concorrenziali³. Ciò impedisce

² Per non creare malintesi è bene fin da subito precisare che si considera come generale l'analisi contenuta nel capitolo 17, e come un caso particolare l'analisi svolta nei capitoli precedenti dedicati agli investimenti e al tasso d'interesse: un caso particolare relativo al ruolo del tasso monetario d'interesse nel frenare le decisioni d'investimento. Inoltre, dal lato dei prezzi, non discuteremo della possibile incoerenza tra l'analisi del capitolo 17 e quella contenuta nei primi capitoli, dedicati alla critica ai «classici» e ai fondamenti della domanda effettiva.

³ Può aiutare a comprendere l'argomentazione del testo il riferimento ad uno schema di determinazione dei prezzi di tipo sraffiano. Come è noto, data la condizione di equilibrio espressa come uniformità dei saggi di profitto (che richiama l'ipotesi di libera concorrenza), i prezzi relativi sono determinati nota la tecnologia e una variabile distributiva espressa in termini reali. Nel suggerimento di Sraffa, data l'impossibilità di

che il prezzo di questi beni sia soggetto a influenze di tipo speculativo. Questo modo di produzione porta ad una forma capitalistica di accumulazione della ricchezza, che è accumulazione di capitale nella forma di capacità produttiva, e/o accumulazione di capitale finanziario rappresentativo di quel capitale.

Accanto a quelle forme di ricchezza altre ne esistono che non possiedono le caratteristiche proprie dei prodotti collegati a forme di produzione capitalistiche, e che per comodità chiameremo non-capitalistiche. Per queste, di cui sono esempi classici la terra e le opere d'arte dei grandi maestri, e ai quali va crucialmente aggiunta la forza lavoro, il processo di valorizzazione non può essere collegato così fortemente, se non del tutto, a parametri oggettivi. Si tratta in genere di merci e attività caratterizzate da una bassa riproducibilità e sostituibilità, almeno nell'orizzonte temporale scelto dalla teoria. Mancando un esclusivo o preponderante riferimento oggettivo, per questi beni il processo di valorizzazione è crucialmente legato all'incertezza, cioè alle aspettative, e all'esistenza di fattori istituzionali e convenzionali. La relativa instabilità di questi processi dipende dal ruolo relativo che svolgono in essi le aspettative «pure» rispetto ai fattori istituzionali e convenzionali, che sono maggiormente stabili.

Secondo Townshend su tutti i tipi di beni (capitalistici e non, nella terminologia qui adottata) si esercita, seppur in gradi diversi, l'influenza della preferenza per la liquidità. Si tratterebbe allora di vedere tutti i beni come un *continuum*, soggetti allo stesso processo di valorizzazione pur con una composizione diversa di fattori oggettivi, soggettivi, istituzionali e convenzionali. A mio modo di vedere potrebbe invece esistere almeno una rottura, rappresentata dal passaggio dal valore zero a valori positivi della preferenza per la liquidità; questo implicherebbe due processi distinti di valorizzazione, seppur, come vedremo in seguito, non necessariamente indipendenti⁴.

Risulta quindi cruciale la possibilità di ipotizzare beni per i quali

riferirci a salari reali di sussistenza, la variabile distributiva esogena è individuata nel saggio del profitto. Formalmente i prezzi monetari sono poi derivabili una volta noto il livello del salario monetario. L'argomentazione proposta nel testo implica che, quale sia il livello generale a cui si attesta il saggio del profitto, il processo di valorizzazione che opera tendenzialmente per il suo livellamento ha per riferimento parametri «oggettivi» quali la tecnologia e il salario nominale. Questi parametri possiedono un certo grado di stabilità; o meglio, come la teoria post-keynesiana pone in rilievo, la stabilità del salario monetario (ma l'analisi può essere estesa alla tecnologia) è condizione necessaria per un ordinato svolgersi di processi capitalistici caratterizzati da decisioni assunte in condizioni di incertezza.

⁴ È questa una ragione per non accettare la proposta di Kaldor [1960] di sostituire il premio per la liquidità con un coefficiente di illiquidità pari a zero per la moneta. In questo modo si verrebbe a perdere la discontinuità tra attività che posseggono e non posseggono un premio di liquidità.

la preferenza per la liquidità non è solamente trascurabile, ma zero. Secondo Townshend [1937a, 159] «Il premio di liquidità attribuibile a una particolare specie di attività durevoli può essere trascurabilmente piccolo – in particolare questo è il caso, ovviamente, per beni di breve durata [...] e per altri beni con una elevata elasticità di offerta o di sostituzione». Se il premio per la liquidità costituisce un onere che si è disposti a sostenere per la potenziale convenienza e sicurezza offerti dal possesso di un bene [Keynes 1936, 226], mi sembra che il tipo di beni a cui si riferisce il brano appena citato, in genere quelli che rientrano nella sfera della produzione capitalistica, abbiano un premio per la liquidità pari a zero⁵.

Un discorso a parte meritano i beni capitali esistenti. In quanto le unità produttive non siano viste come semplici centri di trasformazioni tecnologiche, ma come imprese che agendo in un ambiente incerto si devono dotare di attive strategie produttive e di mercato, la valutazione del loro valore di mercato è soggetta a riferimenti sia oggettivi, con riferimento ai loro prodotti, sia soggettivi, con riferimento a quelle strategie.

Da ultimo va considerata l'analisi del processo di valorizzazione della forza lavoro, che abbiamo incluso tra i beni non capitalistici, ma che meriterebbe una estesa considerazione a parte per le sue caratteristiche particolari. Il suo rilievo per il processo complessivo di valorizzazione risalta in parte da quanto contenuto nella precedente nota 2. Di fatto, le due teorie a cui sostanzialmente ci stiamo riferendo, quella keynesiana e quella sraffiana, trattano il salario reale come residuale e il salario monetario come metro dei valori nominali. In quanto le decisioni attinenti ai processi di valorizzazione vengono prese con riferimento ai livelli correnti e attesi dei prezzi nominali, il salario nominale e la sua dinamica rappresentano un nodo cruciale di quei processi. Dato poi che le decisioni sui livelli di produzione e di investimento sono collegate ai valori nominali correnti e attesi, la relativa stabilità dell'intero sistema economico è collegata a quella dei salari nominali. Da qui l'attenzione di Keynes, di Townshend e dei post-keynesiani per i fattori istituzionali e convenzionali che tendono ad assicurare una loro relativa stabilità.

In definitiva si possono individuare tre categorie di beni e attività con riferimento ai loro processi di valorizzazione: le merci, ancorate a riferimenti oggettivi; le attività finanziarie rappresentative del capitale produttivo esistente, per le quali valgono sia riferimenti oggettivi che soggettivi; le attività finanziarie «pure», per le quali non esistono rife-

⁵ I beni «capitalistici» possono possedere un premio positivo per la liquidità in condizioni particolari, come quella del disordine iperinflazionistico, che sono qui trascurate.

rimenti oggettivi. In un tale sistema «misto» la spinta fondamentale non è all'accumulazione delle forme capitalistiche della ricchezza, ma della ricchezza in qualsiasi forma.

La struttura del capitolo 17 della *Teoria generale*, così come quella dell'intero libro, è diretta in particolare a mostrare come sia possibile che la spinta all'accumulazione di forme finanziarie di ricchezza possa inibire i processi di accumulazione reale, una possibilità legata proprio al processo di valorizzazione delle attività finanziarie «pure». Dal punto di vista analitico il messaggio è però più generale: lo studio dei processi decisionali attinenti alla dinamica quantitativa non può prescindere dall'analisi dei processi di valorizzazione; quest'analisi deve comprendere l'intera gamma di beni e attività prima analizzate, specificando le differenti condizioni ma non isolando le diverse categorie tra di loro.

3. La significatività del quadro analitico appena delineato dipende crucialmente dalla negazione della tesi tradizionale secondo la quale il saggio di rendimento reale è il centro di gravitazione verso cui tendono, almeno nel lungo periodo, i rendimenti di tutte le altre attività.

Una simile tesi sembra poggiare su due argomentazioni: sulla inesistenza di un processo di valorizzazione autonomo al di fuori della sfera reale, con l'impossibilità di fondare una parte della teoria del valore sulle aspettative; queste possono al massimo essere considerate alla stregua di fattori di disturbo, e in quanto tali essere significative solo per spiegare fenomeni di disequilibrio momentaneo⁶. La seconda argomentazione poggia sulla possibilità di definire il saggio di rendimento reale indipendentemente dalle aspettative.

Il riferimento qui adottato alla teoria sraffiana per descrivere i processi di valorizzazione nella sfera delle merci ci suggerisce che il saggio del profitto non è determinabile all'interno dello schema⁷; in più la critica sraffiana alla teoria tradizionale del capitale e della distribuzione nega che quel saggio sia derivabile con esclusivo riferimento a dati quantitativi e tecnologici. Una critica simile era già presente nella *Teoria generale*; nel capitolo 16 Keynes afferma che la produttività del capitale non può essere definita con esclusivo riferimento alle sue caratteristiche fisiche e tecnologiche. Egli preferisce parlare di rendimento del capitale, un rendimento che viene collegato ai processi di valorizzazione e che può assumere valori diversi pur rimanendo inalterata la specificità fisica dei beni capitali. Ne discende che la teoria tradizionale perde il centro di gravitazione «oggettivo» costituito

⁶ Si ricorda che la teoria pre-keynesiana non negava la rilevanza delle aspettative e dei fattori finanziari, ma solo limitatamente a situazioni di disequilibrio.

⁷ Lo sarebbe nel caso che si potesse arrivare ad una determinazione esogena del salario reale, che viene però esclusa dallo stesso Sraffa [1960].

dal saggio del profitto e non può negare *a priori* che su di esso possa esercitarsi un'influenza significativa delle aspettative.

Né vale, ad un livello inferiore di astrazione, postulare teoremi che tendano a collegare il valore di mercato delle imprese alla valutazione dei loro dati «fondamentali»; a parte le difficoltà legate ad una tale impostazione, il problema è solo traslato in avanti. Si tratterebbe infatti di definire quei «fondamentali» in termini indipendenti dalle aspettative; dato che nella valutazione del valore delle imprese rientrano le loro strategie attinenti al futuro, e in queste i piani di investimento, ritorniamo al cuore dell'impostazione keynesiana con la necessità di far rientrare nel quadro le aspettative di lungo periodo.

4. La tesi di Townshend sull'importanza della teoria di Keynes per una riformulazione della teoria del valore sembra quindi fondata, seppur con le precisazioni discusse nei paragrafi precedenti.

Al livello di generalità fin qui adottato è possibile affermare un'influenza rilevante e diffusa delle aspettative, e non una tesi specifica sulla supremazia causale del momento finanziario, quello «puro» e/o quello collegato alla produzione, su quello reale, o viceversa. La maggior parte del capitolo 17 della *Teoria generale* è dedicato a mostrare la predominanza del primo nesso causale; non mi soffermerò su questo tema specifico, largamente discusso da autori di impostazione post keynesiana.

È invece utile tornare alle aspettative, per discutere alcune possibili linee d'indagine che discendono da una loro piena considerazione.

La teoria economica ha sempre trovato difficile incorporare le aspettative in analisi a carattere generale, specie quando esse sono collegate ad un concetto d'incertezza in senso forte. Lo stesso Keynes, dopo aver individuato nelle aspettative di lungo periodo uno dei punti cruciali della sua teoria, afferma che ad un elevato livello di astrazione non molto può dirsi su come esse si formano e si modificano [Keynes 1936, 149].

Due appaiono le direzioni possibili. La prima intende in sostanza trattare le aspettative con carattere di generalità, e nel far ciò o si trova a dover invece incorporare ipotesi molto specifiche (penso ad esempio alla teoria delle aspettative adattive), o deve abbandonare il concetto di incertezza in senso forte, non probabilistico. La seconda direzione, più affine all'impostazione di Keynes, cerca invece di capire come il sistema economico reagisce strutturalmente alla presenza dell'incertezza, creando istituzioni e adottando convenzioni mirate a limitarne, seppur non a eliminarne, la portata. È questa la direzione suggerita da Keynes, ripresa da Townshend e sviluppata dall'impostazione post-keynesiana.

Questa seconda direzione di ricerca ha due possibili sviluppi. Si

può fermare l'analisi generale all'individuazione dell'importanza dei fattori istituzionali e convenzionali, rinunciando in sostanza a proporre una teoria generale da cui trarre *direttamente* alcuni risultati specifici. Ciò può significare che questi sono demandati alla formulazione di teorie particolari, e quindi non generali, fondate su ipotesi istituzionali e convenzionali tratte ad esempio da realtà specifiche⁸. Oppure si può tentare di spingere la generalizzazione, per quanto possibile, anche sulle istituzioni, ricercando alcuni principi che ne spieghino la ragion d'essere, le dinamiche decisionali e le interazioni con il resto della struttura del sistema, in particolare con i mercati accentrati⁹.

Il campo dei fenomeni finanziari, che qui più da vicino ci interessa, è particolarmente ricco di questi riferimenti istituzionali e convenzionali, non da ultimo per il rilievo che in esso hanno elementi a carattere fiduciario. Fino ad un quindicennio fa abbondavano studi storici e quantitativi che si interessavano delle strutture finanziarie, ma scarsi erano i lavori a carattere analitico, che erano perlopiù centrati sul tema della struttura-condotta-performance. Negli ultimi anni si sono invece fatti notevoli progressi con contributi tesi a ricercare per via analitica le ragioni d'esistenza e le specificità di mercati e intermediari, a proporre analisi dei processi concorrenziali fondate su quei caratteri specifici, a legare a questi dati di struttura i problemi di stabilità e di intervento pubblico¹⁰. Uno degli aspetti rilevanti traibili da questa letteratura è quanto crucialmente essa si basi sull'incertezza e sulle aspettative, cercando di trattare queste ultime non in termini deterministici, ma all'interno di schemi strategici; rilevanti sono anche, a mio parere, le implicazioni in termini dei processi di valorizzazione, con risultati che spingono verso un'autonomia decisionale, e non verso un'azione puramente adattiva, delle strutture finanziarie rispetto al settore reale: le strutture istituzionali tendono da un lato ad attenuare l'instabilità propria dei mercati accentrati (nei quali l'incertezza si esprime tramite l'accorciamento dell'orizzonte temporale delle decisioni), ma dall'altro fanno sorgere nuovi e caratteristici problemi di efficienza e di stabilità legati sia ai risultati dell'analisi micro-economica prima richiamata, sia ai processi di ordine macro-economico sui quali si appunta l'attenzione della letteratura post-keynesiana.

⁸ Occorre chiarire che i livelli di astrazione e i gradi di generalità sono molteplici, per cui può essere possibile ottenere alcuni risultati specifici a livelli intermedi di generalità.

⁹ Nel senso della stabilità strutturale delle convenzioni e delle istituzioni, andrebbe discussa la proposta di Townshend di distinguere tra una dinamica di breve termine, teorizzabile, e una dinamica di lungo termine che può essere soggetta solo a tecniche d'indagine storiche e quantitative.

¹⁰ Data la mole elevata e non ancora sistematizzata dei contributi in argomento, mi sia concesso riferire il lettore a Tonveronachi [1989].

Risulta quindi di estremo interesse per gli sviluppi della ricerca nel campo dei fenomeni finanziari il fatto che le due direttrici indicate, pur provenendo da impostazioni anche molto diverse, mostrino un insolito potenziale di compatibilità e complementarità.

Riferimenti bibliografici

- Kaldor, N. (1960), *Keynes' Theory of the Own-Rates of Interest*, in *Essays on Economic Stability and Growth*, London, Duckworth.
- Keynes, J. M. (1936), *The General Theory of Employment, Interest and Money*, London, Macmillan, trad. it. *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, Torino, UTET, 1971.
- Kregel, J. (1982), *Money, Expectations and Relative Prices in Keynes' Monetary Equilibrium*, in «Economie appliquée», n. 3.
- Sraffa, P. (1960), *Produzione di merci a mezzo di merci*, Torino, Einaudi.
- Tonveronachi, M. (1989), *Struttura ed evoluzione dei sistemi finanziari*, Banca Popolare dell'Etruria e del Lazio, Arezzo.
- Townshend, H. (1937a), *Liquidity Premium and the Theory of Value*, in «Economic Journal», marzo.
- (1937b), *Review of Capital and Employment by R. G. Hawtrey*, in «Economic Journal», giugno.