

KEYNES

①

In occasione del cinquantenario della scomparsa di Keynes, e del sessantesimo della pubblicazione della sua opera principale, la *Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, proponiamo una ricostruzione contestualizzata del suo pensiero centrata su un aspetto sottovalutato



Daniele Besomi

Affermare che le principali attività economiche si svolgono in condizioni di conoscenza limitata (a volte di quasi totale ignoranza) non è certo una proposizione sorprendente. I consumatori, per esempio, non conoscono tutte le opzioni riguardanti i prezzi di un certo prodotto, in parte per pigrizia, in parte perché a volte l'informazione non è trasparente, in parte perché i possibili mercati sono eccessivamente numerosi, e comunque perché raccogliere tutte le informazioni possibili è un processo costoso. La situazione è ancora peggiore per quanto riguarda le informazioni sulla qualità del prodotto: difficili da raccogliere, difficili da valutare, talvolta appositamente dissimulate dal produttore o dal venditore, così che il confronto tra prodotti analoghi e potenzialmente sostitutivi l'uno all'altro non è sempre agevole o addirittura impossibile.

Anche le imprese sono in una situazione simile per quanto riguarda le loro forniture, e hanno in più la difficoltà di avere informazioni riguardo ai loro mercati, sia quelli attuali che le potenziali alternative. Il loro problema decisionale è inoltre complicato dalla variabilità delle condizioni quadro nelle varie regioni dove si potrebbero installare, condizioni che includono costi e formazione dei lavoratori, sindacalizzazione, legislazione ambientale, sicurezza, agibilità, mezzi e vie di comunicazione, efficienza dell'amministrazione, fiscalità, eccetera.

Se il problema fosse limitato a questo, si potrebbe pensare che i meccanismi di mercato, seppure con qualche ritardo e titubanza, possano fornire gli strumenti per orientarsi tra le differenti offerte e condizioni. Man mano che gli acquirenti acquistano e i produttori offrono i loro prodotti, i prezzi si adeguano, fornendo indicazio-

ni sempre più precise agli uni come agli altri. La questione è stata dibattuta a lungo dagli economisti, alcuni dei quali credono che questo meccanismo sia sufficiente ad avviare al problema, almeno in termini di tendenza di lungo periodo, mentre altri sottolineano come gli errori di valutazione anziché smorzarsi si possano cumulare.

Tempo e incertezza

Il problema è già abbastanza serio; tuttavia la questione dell'incertezza ha una dimensione aggiuntiva. I processi economici si svolgono nel tempo, e le decisioni - tanto dei consumatori quanto dei produttori - devono essere prese pensando a quali saranno le condizioni nel futuro, oltre che nel presente. E tenendo conto del fatto che le decisioni prese influenzeranno il quadro generale.

I consumatori non solo decidono cosa e dove acquistare, ma anche quando farlo; corrispondentemente, si devono chiedere quali saranno prezzi e qualità dei prodotti dopo qualche mese. Per alcuni prodotti (piatti e posate, per esempio) non ci sarà molta differenza, ma per altri (quelli la cui produzione è soggetta a un rapido sviluppo tecnologico, come ad esempio l'elettronica) le variazioni possono essere notevoli. I consumatori hanno anche il problema di decidere se spendere tutto il loro reddito, o conservarne una parte (risparmio) per usi futuri; il che pone la difficoltà aggiuntiva della scelta della forma finanziaria nella quale collocare i risparmi, dalle forme più liquide (nel materasso o in un conto corrente) a forme vincolate (obbligazioni a lungo termine), o sul mercato dei titoli, con rendimenti ovviamente diversi.

Le decisioni dei produttori sono per definizione orientate nel tempo: un investimento in capitale fisso (edifici e macchinari, in particolare) ha una

certa durata, ed è destinato a produrre beni nel periodo della sua vita economica. Quando si decide di compiere l'investimento si hanno idee abbastanza precise sul costo del macchinario e sulla sua produttività potenziale, ma non si sa quali quantità si riusciranno a vendere e a quali prezzi, né a quali costi si potranno acquisire in futuro le materie prime e la manodopera. Neppure il prezzo del capitale preso a prestito è dato una volta per tutte, poiché i tassi d'interesse variano nel tempo. In altri termini, gli imprenditori non possono sapere, al momento dell'investimento, quale sarà la profittabilità dell'investimento: hanno qualche elemento per azzardare delle ipotesi, ma non possono calcolare con certezza il rendimento del proprio investimento, con il rischio di vedere le ipotesi di partenza smentite dai fatti (nel bene o nel male).

Economisti, consumatori e imprenditori

Eppure, i consumatori consumano e gli imprenditori investono: a volte più e a volte meno, a ondate più o meno irregolari, ma lo fanno. Poiché questa attività è centrale per l'andamento economico di un paese, ci si aspetterebbe di trovare discussioni dell'incertezza al cuore del ragionamento degli economisti. Invece la storia dell'economia è caratterizzata dallo sforzo di esorcizzare, in qual-

L'incertezza del tempo

La storia dell'economia caratterizzata dallo sforzo costante di esorcizzare il problema



che modo e salvo poche eccezioni, l'incertezza.

Il paradigma economico dominante fa riferimento all'idea di razionalità degli agenti economici: si postula che questi abbiano degli obiettivi, dispongano di mezzi (scarsi) per soddisfare questi obiettivi, a che impieghino questi mezzi secondo una strategia che permetta di raggiungere i fini. Più precisamente, gli economisti postulano che l'obiettivo dei consumatori è quello di massimizzare l'utilità che possono conseguire acquistando beni con il reddito ottenuto prestando uno sforzo lavorativo, mentre lo scopo degli imprenditori è di massimizzare i propri profitti.

Ciò presuppone che gli agenti economici siano dei calcolatori,

capaci di prendere decisioni elaborando numerose informazioni, ma soprattutto che queste informazioni siano disponibili. L'incertezza non è dunque compatibile con l'approccio dominante degli economisti. Questi hanno così dovuto aggirare il problema in qualche modo. Alcuni l'hanno fatto presupponendo che gli agenti economici abbiano una conoscenza perfetta del presente come del futuro. Altri hanno sostituito l'incertezza, situazione nella quale poco si sa dello stato futuro del mondo, con il rischio, situazione in cui si conosce la probabilità di ciascun evento. In tal caso, anche se il futuro non è conoscibile in dettaglio (nessuno conosce in anticipo il numero che uscirà al prossimo giro di roulette), si può tuttavia decidere in base al «valore atteso» (la probabilità di ciascuna combinazione di numeri alla roulette è conosciuta, così che i guadagni medi dei casinò possono essere previsti).

Pochi economisti hanno invece accettato la sfida dell'incertezza cercando di incorporarla nel proprio modo di pensare. Tra questi vi sono alcuni esponenti della cosiddetta «Scuola Austriaca» (in particolare Friedrich Hayek), e soprattutto Keynes. Nei prossimi articoli di questa breve serie illustreremo l'approccio di quest'ultimo autore, non solo per mostrarne l'originalità ma anche per sottolineare come la riduzione del suo pensiero (ad opera dell'accademia, ma anche nell'opinione pubblica) a una concatenazione meccanica di azioni e reazioni sia alquanto riduttiva.

(Continua)

FINANZA

L'oro, l'Economist e Berlusconi

Goldor

Il petrolio e l'Iran spingono l'oro e questo spinge un po' tutto. Nei giorni scorsi, il prezzo dell'oro ha superato la soglia «psicologica» dei 600 dollari l'oncia, suffragando attese di altri prossimi balzi che qualcuno immagina presto a 800. In pratica, l'oro è tornato ai prezzi del dicembre 1980, dopo però un precipizio attorno ai 250 dollari. Il rincaro,

non viene dall'utilizzo del metallo, bensì dagli investitori finanziari per ripararsi dalle minacce inflazionistiche. Ma, soprattutto, per cogliere l'occasione di una «mosconata», ossia un rapido guadagno differenziale o speculativo. Anche se il rincaro, secondo le teorie, dovrebbe rispecchiare l'allarme che non c'è, pur se inquieta il crescere del costo del petrolio. Però l'economia mondiale cammina e s'atten-

de che la prossima riunione del FMI ritocchi all'insù, per quest'anno, le previsioni di crescita: dal 4,3% al 4,9%. La stessa economia europea è in ripresa. E le Borse, dopo il cammino compiuto, promettono ancora. Pur senza vero allarme nel mondo, l'oro e tutti i preziosi sono in tensione rialzista alimentata, come per le Borse e il resto, da continui e consistenti flussi di denaro mirante ad investirsi o a «mosconare» con azioni, metalli preziosi, materie prime, case e immobili. Tutto con prezzi in rialzo per compere crescenti.

Così, tutto aumenta, salvo i rendimenti delle obbligazioni e titoli a reddito fisso, con strane dissonanze reddituali tra lungo e breve termine. Mentre, peraltro, le banche centrali stanno lentamente rialzando i tassi d'interesse in funzione anti-inflazione da petrolio. Senza però grandi effetti sul comportamento del denaro che seguita a comprare di tutto e a qualsiasi prezzo.

Perché nessuno presta attenzione per esperti e specialisti dei giornali, per autorevoli che siano. Ognuno, col proprio denaro fa come crede. E di denaro, in giro, ce n'è tanto e che mira a moltiplicarsi, né pare mai soddisfarsi.

Così, con tanto denaro e voglia di guadagnare sempre più, si accentua vorticosamente la dinamica della moltiplicazione permanente fine a sé stessa. E ognuno crede di poter fare di più e meglio, senza ascolto di chicchessia. Esperti, testate autorevoli come «Financial Times» o «The Economist» ecc. restano inascoltati e, se capita, sbeffeggiati. Vedi il caso «Economist» per l'Italia: dopo che 5 anni fa aveva bollato Berlusconi come «inadatto» a governare, nella scorsa settimana, alla vigilia delle elezioni legislative nella vicina repubblica, ha rincarato la dose con un grande «Basta» sotto la foto del premier italiano, in copertina. Col risultato che sappiamo. A conferma, appunto, dell'inascolto oltreché della contrarietà ai suggerimenti e magari ingerenze al-

trui. Secondo la logica predominante ed essenziale del denaro che mira alla moltiplicazione senza regole né frontiere limitanti.

Come con la globalizzazione, in sostanza, per cui si compra dovunque e di tutto senza delimitazioni, possibilmente. E contro ogni parere o giudizio o fondamento. Così si compra oro mentre le banche centrali lo vendono. Lo si compra in carta, certificato, come anche palladio o argento e così pure, per rame o nichel e altre materie prime: in carta. Carta che s'affianca al resto nei tanti rigonfi portafogli differenziati secondo criteri rigorosi: tanto in oro, tanto in acciaio, caffè, grano e rame e tanto in azioni e in case, in vino e soia o chissà che, per meglio tutelarsi e difendersi dalle incognite e dall'inflazione, anzitutto. E tanto, naturalmente, anche in petrolio, il diavolo attuale dell'inflazione che desta apprensione. E comprandolo, il diavolo cresce di prezzo, cioè alimenta sé stesso. E il cane si mangia la coda...



RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Come rari sono gli economisti che si sono occupati di incertezza, sono scarsi anche i volumi sul soggetto. Tra questi si segnalano C. SCHMIDT (a cura di), *Uncertainty in economic thought*, Cheltenham: E. ELGAR, 1996; e E. F. M. WUBBEN, *Markets, uncertainty and decision-making: a history of the introduction of uncertainty into economics*, [Amsterdam]: [Thesis Publishers], [1993]. Vi sono invece numerosi articoli su specifici contributi di questo e quell'economista sparpagliati in riviste specializzate.

KEYNES

③

In occasione del sessantesimo anniversario della scomparsa di Keynes, e del settantesimo della pubblicazione della sua opera principale, la «Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta», abbiamo iniziato una ricostruzione contestualizzata del suo pensiero centrata su un aspetto sottovalutato. Le puntate precedenti sono state pubblicate il 19 aprile e il 3 maggio



Daniele Besomi

Abbiamo preannunciato che il primo scritto accademico di Keynes era un *Trattato sulla probabilità*. Nonostante sia stata considerata per decenni un'opera estranea al percorso keynesiano, quando sono stati aperti gli archivi con la sua corrispondenza e i suoi saggi inediti, l'importanza di questo testo in rapporto alla metodologia di Keynes è ben presto divenuta evidente. La questione è naturalmente complessa, ma alcuni punti vanno sottolineati. In primo luogo, la trattazione di Keynes sul tema della probabilità si distanzia dalle interpretazioni comuni dell'argomento, in particolare da quella «frequentista», secondo la quale la probabilità è il rapporto tra la frequenza dei casi favorevoli rispetto ai casi possibili (per esempio, la probabilità che si verifichi un «3» lanciando un dado è 1/6: ci aspettiamo cioè che su un grande numero di lanci il risultato «3» si verifichi in un sesto dei casi), rapporto verso cui tende il verificarsi degli eventi al crescere del numero di tentativi.

Probabilità e logica

Keynes, infatti, più che di *eventi* si occupa di *proposizioni*, e il suo interesse è più per la lo-

gica che non per le relazioni empiriche: la probabilità riguarda il confronto tra l'evidenza a favore e contro una certa proposizione, è una misura del «grado di credenza razionale» in una proposizione. Per esempio, occupandosi della probabilità che domani piova Keynes non si preoccupa tanto della probabilità come è data dai meteorologi, quanto piuttosto del problema di chi deve decidere se portare l'ombrello, sulla base delle informazioni di cui dispone (parte delle quali sono date dalle previsioni meteo, altre dall'osservazione delle rondini e altre ancora da sensazioni fisiche che alcuni percepiscono).

Keynes riconosce che vi possono essere argomentazioni più «pesanti» di altre, poiché basate su una maggiore evidenza, ossia su conoscenza rilevante addizionale, di natura fattuale o ipotetica. Nel formulare una proposizione occorre dunque tener conto sia della probabilità di un argomento che del suo peso, così che un giudizio può cambiare se si acquisisce nuova conoscenza. La probabilità è dunque in un certo senso *soggettiva*, poiché dipende dalle informazioni di cui un certo individuo dispone e dal peso che attribuisce loro. Tuttavia, *data* la conoscenza della situazione, l'argomentazione è razionale, e la probabilità assume un connotato *logico*.

Logico, ma non matematico. In generale, infatti, né la probabilità né il peso dell'argomento sono misurabili e neppure sistematici in ordine di grandezza: il problema non risiede nella nostra concreta incapacità di assegnare un preciso valore numerico alla probabilità o al peso dell'argomento, ma nell'intrinseca impossibilità di assegnare un valore numerico al peso dell'evidenza portata a favore di un certo argomento. Keynes considera diversi casi esemplificativi, ma per convincerene basta pensare al caso in cui relativamente ad una certa proposizione vengono portati argomenti di tipo diverso (per esempio un'argomentazione economica e una etica), oppure se sono a disposizione informazioni contrastanti (il barometro segna pressione alta ma vi sono nuvole nere).

Ciò che l'investitore crede che sia ragionevole

Conclusa la prima stesura del *Trattato sulla probabilità*, Keynes trova facilmente un fertile campo di applicazione per le sue riflessioni: la teoria dell'investimento. Gli investitori si trovano ad operare in condizioni di incertezza: non di ignoranza totale, poiché dispongono comunque di informazioni a partire dalle quali possono basare una valutazione, ma neppure di conoscenza perfetta.

In un articolo del 1910 su «Great Britain's Foreign Investment», Keynes sottolinea l'irriducibilità delle decisioni di investimento ad una formulazione astratta o a regole di comportamento codificate una volta per tutte. Mentre tra gli economisti si stava affermando la tendenza a ricondurre le decisioni di investimento ad una funzione (spesso letteralmente una funzione matematica) di un numero ristretto di variabili, tra le quali il saggio di interesse ha un'importanza predominante, Keynes ritiene che «nessuna regola mate-

matica può essere indicata circa il preciso compromesso che deve essere stabilito tra il timore della perdita e il desiderio di un alto saggio di interesse». Oltre al saggio di interesse, Keynes include tra le determinanti delle decisioni di investimento il tipo e grado di rischio, «la facilità con cui il capitale investito può essere recuperato» (in termini moderni diremmo la liquidità dell'investimento: qui Keynes discuteva degli investimenti esteri in titoli), e «il desiderio di promuovere cause o imprese per ragioni diverse dalla ricerca del profitto». Queste considerazioni, tuttavia, non sono valutate in assoluto, come variabili numericamente modificabili, ma sono filtrate da ciò che gli investitori pensano al loro proposito. Il rischio, in particolare, «non è il rischio reale, misurato dal rendimento medio effettivo della classe di investimenti nel periodo di tempo cui si riferisce l'aspettativa, ma il rischio come stimato dall'investitore, non importa se saggiamente o in modo folle». Si tratta dunque di un rischio soggettivo, «la cui grandezza in gran parte dipende dalla quantità di informazioni rile-

vanti riguardanti l'investimento che sono facilmente accessibili all'investitore. Ciò che sarebbe un investimento rischioso per uno speculatore ignorante può essere eccezionalmente sicuro per l'esperto bene informato. L'ammontare di rischio per un investitore dipende in primo luogo dal grado della sua ignoranza rispetto alle circostanze e alle prospettive dell'investimento che egli sta considerando».

Keynes introduce anche un'ulteriore distinzione riguardo al rischio, oltre a quella tra rischio oggettivo e soggettivo: tra «rischio fisico» e «rischio morale». Due progetti di investimento, che diano rispettivamente la certezza di un profitto del 4% e una uguale possibilità di reddito nullo o di profitto dell'8%, sebbene siano identici quanto a valore medio del reddito non sono equivalenti quanto a rischio dell'impresa. La scelta tra simili opzioni non può essere ricondotta a una formula matematica, ma finisce per risultare un compromesso che riflette la propensione al rischio di ciascun imprenditore: vi sarà chi preferisce rischiare pur di ottenere un profitto maggiore, e vi sarà chi preferisce scegliere la linea più prudente ed accontentarsi di un profitto minore ma certo. Il «rischio morale» è quello associato alla probabilità che il progetto non vada in porto, la cui valutazione a sua volta dipende dallo stato mentale dell'investitore.

La logica che guida l'investimento, allora, non è il calcolo economico-matematico, ma è dettata dalle abitudini sociali, dai valori comuni, dalle istituzioni e dalle convenzioni: «Le aspettative di reddito dipendono spesso dalla moda, dalla pubblicità, o da ondate puramente irrazionali di ottimismo o depressione». Ciò non significa che le decisioni siano irrazionali, ma solamente che in condizioni di conoscenza limitata l'investimento è determinato «non da ciò che è effettivamente ragionevole, ma da ciò che l'investitore medio crede sia ragionevole».

NELLE FOTO: in alto e accanto, anche se in modo diverso il gioco d'azzardo e la speculazione finanziaria si confrontano con le leggi della probabilità; in basso, l'oro e altri metalli preziosi sono tornati al centro dell'interesse degli investitori.

KEYNES

④

In occasione del sessantesimo anniversario della scomparsa di Keynes, e del settantesimo della pubblicazione della sua opera principale, la «Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta», abbiamo iniziato una ricostruzione contestualizzata del suo pensiero centrata su un aspetto sottovalutato. Le puntate precedenti sono state pubblicate il 19 aprile, il 3 e il 16 maggio



Azzardo o solido investimento?

Gli speculatori traggono vantaggio dall'insicurezza degli altri investitori, condizionati dalla prudenza

Daniele Besomi

Negli scritti giovanili di Keynes, redatti all'epoca della stesura del *Trattato sulle probabilità*, si trovano anticipazioni del pensiero successivo di Keynes a proposito dell'influenza dell'incertezza sull'agire economico.

Incertezza e instabilità

In primo luogo, il comportamento convenzionale seguito dagli investitori per fronteggiare la limitatezza delle informazioni di cui dispongono consiste in particolare in una condotta imitativa: poiché l'investitore è consapevole dei limiti della propria conoscenza, ciascuno di loro tende ad attribuire all'opinione media una conoscenza migliore di quella che ha lui stesso, e nel suo comportamento segue questa opinione media. Questo è un elemento di instabilità del sistema, poiché se l'opinione media muta gli imprenditori seguono e accelerano questo cambiamento: nasce così la possibilità che si formino ondate di ottimismo o di pessimismo generalizzato. Qui Keynes vede, già prima della prima guerra mondiale, una spiegazione delle crisi economiche. In alcune note manoscritte sulle crisi commerciali, Keynes sottolinea come «puri e semplici errori di calcolo da parte degli imprenditori» tendano a cumularsi (anziché annullarsi reciprocamente), generando ondate di pessimismo e ottimismo.

La seconda osservazione di Keynes riguarda i diversi gradi di propensione al rischio da parte di imprenditori e speculatori: in generale gli imprenditori sono relativamente avversi al rischio rispetto agli speculatori, e preferiscono dunque i progetti di investimento a proposito dei quali dispongono di sufficienti informazioni. Keynes ne trae l'ovvia implicazione: in un mondo incerto, la speculazione gode di un vantaggio relativo rispetto all'imprenditorialità; gli speculatori, anzi, individui

dotati in generale di buone conoscenze sullo stato dell'economia, traggono vantaggio proprio dall'anticipazione del comportamento imitativo degli imprenditori, accrescendo così l'instabilità del sistema.

La speculazione

L'analisi della speculazione è sviluppata nelle lezioni sulla finanza delle compagnie e sulla borsa, tenute a Cambridge nel 1910, nel quale Keynes delinea altri dei temi che saranno approfonditi nelle opere della maturità.

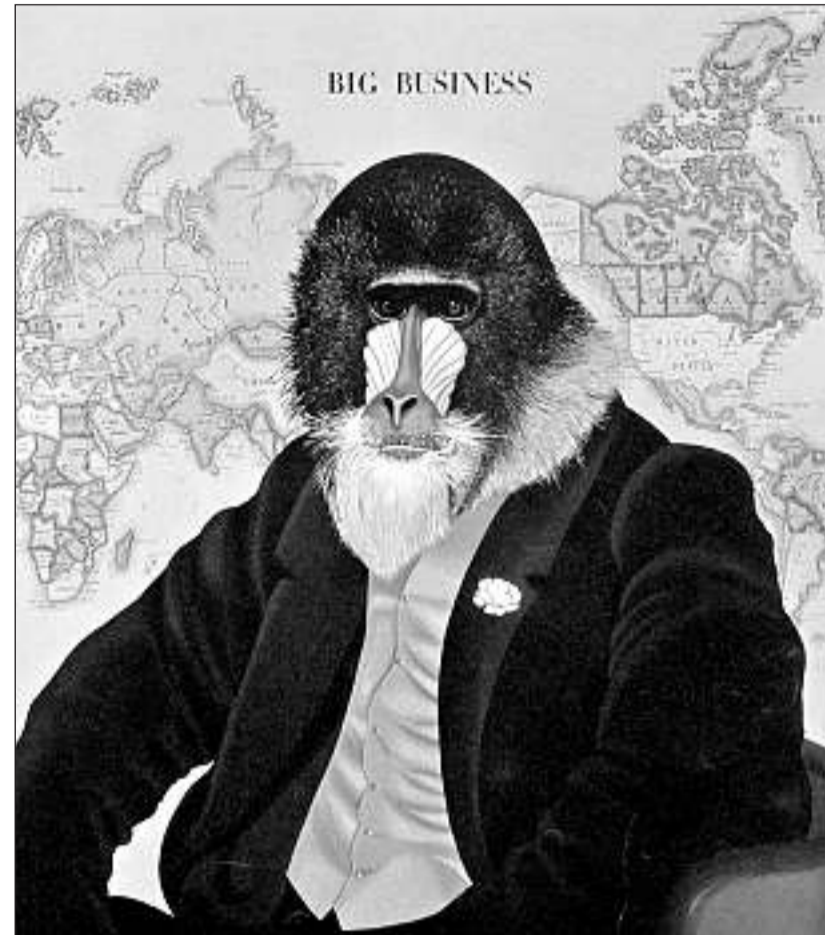
Lo speculatore è esplicitamente definito come «una persona che tenta di conseguire un profitto per mezzo di una capacità superiore all'ordinario di prevedere il futuro», capacità che deriva da una migliore conoscenza della situazione specifica rispetto a quanto sia in grado di fare il mercato. Questa caratterizzazione dello speculatore rispetto al mercato ha una valenza *cognitiva*, non etica, e non è difficile riconoscere come si rifaccia alla riflessione di Keynes sulla probabilità: «la caratteristica essenziale della speculazione è, a mio parere, il possesso di una conoscenza superiore. Per rischio di un investimento non si intende il suo futuro rendimento: si intende il grado di probabilità del rendimento atteso. La probabilità dipende dal grado di conoscenza. Ciò che sarebbe un puro azzardo per qualcuno potrebbe essere una solida speculazione per un altro».

L'attività di speculazione trova un senso dall'esistenza di incertezza sul futuro, cioè di conoscenza limitata; e l'incertezza nasce dal fatto che i mercati sono soggetti a continui cambiamenti: «la speculazione prospera soprattutto nei mercati naturalmente soggetti a fluttuazioni». La seconda condizione è che ai mercati partecipino un gran numero di operatori ignoranti, così che gli speculatori possano far valere la loro conoscenza superiore: «senza

gente con conoscenza insufficiente come potrebbe guadagnare il possessore di conoscenza superiore?»

Quali sono le conseguenze della presenza di speculatori sul mercato? Alcune sono positive, altre no. Tra le prime, Keynes indica il fatto che gli speculatori, essendo dotati di informazioni accurate, in un certo senso contribuiscono ad accrescere la conoscenza complessiva, con vantaggio non solo per lo speculatore ma anche del pubblico. D'altra parte, poiché la speculazione abbisogna di fluttuazioni, si crea un conflitto tra gli interessi degli speculatori, che prosperano quando i mercati sono volatili, e l'interesse generale di un mercato stabile. Le fluttuazioni, peraltro, possono essere indotte non da cause reali, ma da voci false, diffuse magari dagli speculatori stessi, purché gli operatori le credano vere: «L'attività dei mercati speculativi dipende dall'esistenza e dalla creazione di fluttuazioni. L'interesse personale della classe degli speculatori non è favorito da una crescente stabilità dei mercati. Diffusione di false voci. Possibile ragionevolezza nell'agire in risposta a tali voci, nelle quali un operatore non crede personalmente, se tuttavia pensa che in generale ci si creda».

Gli speculatori, dunque, hanno due livelli di credenze: quelle basate sulla conoscenza concreta della situazione, e quelle basate sul modo in cui il mercato risponde alle informazioni che sono diffuse. Da queste modalità, peraltro, nascono i momenti di panico, dovuti all'auto-verificarsi di qualsiasi credenza sostenuta dalla maggioranza indipendentemente dalla sua verità: «Natura di un panico in borsa. Un pericolo non reale, nel quale nessuno crede,



può diventare reale se ciascuno crede che ciascun altro agirà come se il pericolo fosse reale. Esempio del panico che si può creare in una stanza».

Un ulteriore aspetto negativo della speculazione è che ostacola l'investimento in beni capitali. Se la speculazione determina i prezzi in una sezione del mercato, l'effetto è subito da tutti, dal momento che la quantità di azioni sul mercato è data. «Così il mercato che fissa i prezzi dei titoli è diventato l'influenza dominante per quanto riguarda l'investimento»; se il prezzo speculativo è al rialzo, aumentano anche i costi degli investimenti per beni capitali, che risultano dunque disincentivati.

Lo stato della ricerca keynesiana alla vigilia della prima guerra mondiale può essere riassunto in termini del rapporto fra incertezza, instabilità del capitalismo, e incapacità di

quest'ultimo di mantenere la piena occupazione: «Per Keynes tra le cause fondamentali del malfunzionamento del mercato sta l'incertezza. La condizione di ignoranza sul futuro remoto, o rende del tutto impossibile agli individui la formazione di giudizi ragionevoli sui risultati dell'azione, oppure li induce a nutrire scarsa fiducia nel loro stesso giudizio sulle conseguenze immediate. Perciò gli individui si uniformano all'opinione media o si rifugiano nelle convenzioni. Qui sta l'origine sia della rinuncia a investire, e conseguentemente di un impiego delle risorse disponibili nell'economia inferiore alle potenzialità, sia del comportamento speculativo da parte di chi, avendo conoscenza e abilità superiori alla media, può sfruttare questo comportamento imitativo a proprio vantaggio, ma con effetti destabilizzanti per l'economia nel complesso».

Negli anni successivi Keynes si è preoccupato di sviluppare ulteriormente queste considerazioni, di esaminarne le implicazioni e di proporre adeguati rimedi, senza omettere di darne una contestualizzazione politica.

(Continua)

FINANZA

WWW

Goldor

www

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

I testi giovanili di Keynes cui si fa riferimento sono: «Britain's Foreign Investment» del 1910, ripubblicato in *Collected Writings of John Maynard Keynes*, vol. XV, pp. 44-59. «Notes on Commercial Crises», inedito, non datato, attribuito al periodo 1909-11, conservato in King's College Archives, Cambridge, JMK UA/6/21. Le lezioni sulla borsa sono note manoscritte, King's College, Cambridge, UA/6/3 (qui si segue la discussione di A. CARABELLI, «Speculation and Reasonableness: a Non-Bayesian Theory of Rationality», in S.C. DOW e J. HILLARD, *Keynes, Uncertainty and the Global Economy*, Cheltenham: Elgar, 2002, pp. 165-85). Il passaggio finale è tratto da A. CARABELLI e N. DE VECCHI, «Where to Draw the Line? Keynes vs. Hayek on Knowledge, Ethics and Economics», *European Journal of the History of Economic Thought* 6:2, 1999, pp. 287-8.

KEYNES

⑤

In occasione del sessantesimo anniversario della scomparsa di Keynes, e del settantesimo della pubblicazione della sua opera principale, la «Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta», abbiamo iniziato una ricostruzione contestualizzata del suo pensiero centrata su un aspetto sottovalutato. Le puntate precedenti sono state pubblicate il 19 aprile, il 3 il 16 e il 30 maggio



La malattia mortale del capitalismo

Incertezza e speculazione minano l'efficienza del capitalismo individualista

Daniele Besomi

Nella discussione sulle *Conseguenze economiche della pace* (1919), l'opera che lo ha reso mondialmente famoso come pubblicista prima che come economista, Keynes notava che la rapida crescita economica della seconda metà dell'ottocento dipendeva da un doppio bluff: da una parte le classi lavoratrici accettavano, per tradizione, per ignoranza o perché obbligate, che la parte migliore della torta che producevano andasse ad altri. La classe dei capitalisti, da parte sua, si appropriava di questa parte, ma con il tacito accordo che ne consumasse solo una piccola parte per investire il resto. Il «dovere» di risparmiare diventava una virtù, e la crescita oggetto di una vera religione. La torta si ingrandiva, ma non era chiaro quale ne fosse lo scopo ultimo: in teoria i risparmi erano per i figli o per la vecchiaia, ma in realtà la virtù della torta consisteva nel non essere mai mangiata.

Come Keynes aveva previsto, il conflitto mondiale ha rotto questo magico meccanismo. Occorreva dunque comprendere la portata del fenomeno, e cominciare a prospettare dei rimedi.

Le conseguenze economiche e sociali dell'instabilità

Nel trattato su *La riforma monetaria*, pubblicato nel 1923, Keynes dedica un capitolo alle conseguenze sociali dell'instabilità monetaria. Questo problema era centrale nella teoria economica del tempo: buona parte degli autori concepiva infatti la questione delle oscillazioni economiche in termini di fluttuazioni dei prezzi, e Keynes non costituiva un'eccezione (pochi anni più tardi proprio Keynes avrebbe contribuito a riorientare l'attenzione verso le quantità prodotte e il reddito). Allo stesso tempo, il problema aveva una rilevanza pratica fondamentale, viste le violente oscillazioni dei prezzi nel primo dopoguerra, sia verso l'alto (l'inflazione tra il 1914 e il 1920, e per alcuni paesi anche in seguito) che verso il basso (la deflazione che ha toccato i paesi che hanno riassetato la loro situazione finanziaria).

Keynes osserva che se una va-

riazione nel valore della moneta avvenisse in modo uniforme (per esempio, se tutti i prezzi, i salari, le rendite, ecc. raddoppiassero), nessuno ne risentirebbe. I cambiamenti, tuttavia, non sono uniformi: certi prezzi e certe remunerazioni sono più rigidi di altri, così che un cambiamento nel valore della moneta «generalmente si ripercuote sulle diverse classi sociali in modo non uniforme: trasferisce ricchezza dall'una all'altra, porta qui l'abbondanza e là ristrettezza, e redistribuisce i favori della fortuna, smentendo previsioni e deludendo speranze».

Keynes nota come il lungo periodo di stabilità del valore del denaro protrattosi per buona parte del XIX secolo avesse favorito il proliferare di contratti di credito stipulati in termini di somme fisse, cosa che a sua volta ha consolidato la separazione tra classe degli investitori e dei risparmiatori, «con interessi in parte divergenti» (anche se, naturalmente, al livello individuale vi è una certa sovrapposizione, poiché alcuni uomini d'affari sono contemporaneamente anche risparmiatori). L'investimento ha dunque potuto appoggiarsi non solo sul risparmio degli imprenditori, ma anche di una fetta relativamente ampia della popolazione. In periodi di fluttuazione dei prezzi, però, il valore reale del credito e del debito muta: con la forte inflazione del periodo bellico e degli anni immediatamente successivi, i contratti basati su somme fisse di denaro hanno comportato notevoli perdite per i creditori e un corrispondente deprezzamento dei debiti. Questi fatti, dunque, «hanno di molto diminuito il valore reale degli averi della classe risparmiatrice». Scrive Keynes: «In tutto il continente europeo quella parte dei risparmi prebellici delle classi medie che era investita in obbligazioni, ipoteche o depositi bancari, è stata interamente, o quasi, annullata. Indubbiamente questa esperienza dovrà modificare la psicologia sociale nei riguardi della pratica del risparmio e dell'investimento. Ciò che si credeva più sicuro si è dimostrato incertissimo. Chi non spendeva né «speculava», chi «provvedeva all'avvenire della famiglia», chi innalzava inni alla previdenza ed osservava rigidamente i precetti della morale più edificante e i comandamenti

dei più prudenti finanziari, chi, invero, meno si affidò alla fortuna, dalla fortuna fu più duramente colpito».

L'inflazione su vasta scala non solo diminuisce «la capacità di risparmio della classe risparmiatrice», ma intacca anche «quell'atmosfera di fiducia che è condizione necessaria della volontà di risparmiare». L'instabilità del valore della moneta, dunque, oltre a comportare effetti immediati costituisce una minaccia al modo stesso di funzionare dei sistemi economici come si è costituito nel corso della stabilità dei prezzi nel XIX secolo.

Da imprenditori a speculatori

Gli imprenditori hanno beneficiato della contropartita delle perdite dei risparmiatori. Inoltre hanno anche tratto profitto dall'aumento dei prezzi intercorso tra l'inizio della produzione e la commercializzazione del prodotto: le scorte, in particolare, sono aumentate di valore, così che «in periodi simili diventa troppo facile fare il commerciante. Chiunque sia in grado di farsi prestare del denaro, se non è proprio perseguitato dalla sorte, non può non realizzare un profitto, pur non avendo fatto nulla per meritarselo». L'instabilità del valore della moneta apre così lo spazio alla speculazione che accresce ulteriormente l'instabilità stessa: «il continuo godimento di tali profitti induce a confidare nel loro ripetersi. Se il mercato prevede che i prezzi continueranno a salire, è naturale che *stocks* di merci vengano tenuti da speculatori al rialzo, e per un certo tempo il rialzo può avvenire semplicemente perché si crede che esso avverrà, e quindi si effettuano acquisti speculativi». Ora, anche se l'imprenditore non ha cercato questi eccessivi guadagni, una volta che li ottiene «non è disposto a rinunciarvi facilmente, ed è pronto a lottare per conservare il suo bottino». Ciò va a discapito dell'imprenditorialità, poiché aiuta a trasformare l'uomo d'affari («propulsore della società e costruttore del-



l'avvenire») in speculatore. Ciò è dannoso per la società nel suo insieme: la prospettiva dello speculatore si volge più verso il lauto guadagno immediato «che non ai profitti minori ma permanenti degli affari normali».

L'inflazione, dunque, «scoraggia gli investimenti» e «scredita l'impresa»: «Se si trasforma l'uomo d'affari in un profittatore, si colpisce il capitalismo, perché si distrugge l'equilibrio psicologico che rende possibile il mantenersi dell'ineguaglianza dei guadagni. La dottrina economica dei profitti normali della quale ognuno ha una vaga coscienza è condizione necessaria per giustificare il capitalismo. L'uomo d'affari può essere tollerato solo in quanto i suoi guadagni abbiano qualche rapporto con ciò che, all'ingrosso e in un certo senso, la sua opera ha reso alla società».

I salariati, infine, vedono i propri guadagni diminuire in periodi di prezzi crescenti e aumentare in periodi di deflazione, poiché i salari tendono a variare più lentamente dei prezzi. Tuttavia gli abnormi profitti che si verificano durante l'inflazione permettono talvolta ai lavoratori di migliorare la loro posizione, approfittando del discredito degli speculatori nell'opinione pubblica.

Inflazione e timore dell'inflazione

Se questi sono gli effetti del verificarsi delle fluttuazioni dei prezzi, Keynes sottolinea che basta il *timore generale* (non importa se esso sia ragionevole o meno) di queste fluttuazioni per generare scompensi genera-

lizzati nell'attività produttiva: «Se, per un qualsiasi motivo, il mondo degli affari prevede, a torto o a ragione, una diminuzione dei prezzi, il meccanismo della produzione tende ad essere paralizzato; se invece è previsto un aumento dei prezzi, quel meccanismo tende ad un'attività eccessiva».

Ciò avviene perché la classe dei produttori, anticipando le conseguenze del cambiamento, si comporta in modo tale da ridurre al mini-

mo le perdite o da cogliere il massimo dei guadagni, per quanto ciò non torni a beneficio della società intera ma anzi costituisca un danno. Keynes sottolinea che non è questione di infamia: si tratta di un fenomeno che «ha radici profonde nei caratteri peculiari dell'attuale organizzazione economica della società» (pp. 30-31). Poiché «durante il lento processo della produzione gli industriali sborsano del denaro per i salari e le altre spese della produzione, nella aspettativa di recuperarlo più tardi vendendo per denaro il prodotto», che lo desiderino o meno i produttori sono costretti a sostenere una posizione speculativa (anche se gli speculatori di professione li sollevano di parte del rischio).

Keynes vede nei violenti movimenti oscillatori della produzione, che non sono altro che le conseguenze cumulative di questo stato di cose, una «malattia mortale dell'individualismo», cui occorre porre rimedio. Lo scopo del trattato su *La riforma monetaria* è convincere i conservatori in campo monetario, e coloro che ritengono che sia impossibile trattare scientificamente le questioni monetarie che «non è prudente né equo lasciar coesistere l'organizzazione sociale sviluppata nel secolo decimonono (e tuttora vigente) con la pratica del *laissez-faire* riguardo al valore della moneta. Non è vero che la nostra vecchia organizzazione abbia funzionato bene». Occorre riconoscere, sostiene Keynes, che «l'inflazione è ingiusta e la deflazione dannosa», che «l'uno e l'altro sono mali da evitare», e che «il capitalismo individualistico, appunto perché affida la funzione di risparmiare ai singoli risparmiatori e la funzione di produrre ai singoli industriali, presuppone una stabile unità di misura del valore, e non può essere efficiente - forse non può sopravvivere - senza di essa». «Per questi gravi motivi dobbiamo liberarci dalla profonda diffidenza che si prova contro le proposte di regolare la moneta con *decisioni ragionate*. Non possiamo più permetterci di lasciarla in quella categoria le cui caratteristiche sono comuni alla pioggia, alla natalità, alla Costituzione; cose che vengono regolate da cause naturali, o che sono la risultante dell'azione di molti individui che agiscono indipendentemente l'uno dall'altro, o che possono essere cambiate solo da una rivoluzione». (Continua)

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

Le Conseguenze economiche della pace (London, 1919) è stato tradotto in italiano per Treves, Milano 1920; il passaggio evocato si trova nel cap. 2.

La riforma monetaria (London 1923) è stata tradotta da Piero Straffa, e pubblicata dapprima per Treves, Milano, 1925, poi da Feltrinelli, 1975. I passaggi citati si trovano nel cap. 2. Affermazioni simili si ritrovano in altri scritti keynesiani dell'epoca.

FINANZA

Le Borse sono «nude»

Goldor

Fra ricadute e rimbalzi, cresce l'ansia da listino, pur se le Borse fanno a sé e si comprano e vendono, tra loro. Le Borse americane comprano quelle europee. Forse, in funzione integrativa, ma per intanto nell'evidente interesse dei controllori-azionisti, cioè diversi Fondi di investimento. Così, le Borse risultano sempre più al servizio di sé stesse e non del «sistema» economico. È, infatti, partita la caccia grossa delle Borse-imprese, che gestiscono i mercati finanziari, nei cui listini sono esse medesime quotate, senza che si escludano conflitti di interesse. Le maggiori, predano le minori. Il NYSE (New York Stock Exchange) e il Nasdaq, le due Borse di New York, mirano rispettivamente a Euronext e

LSE. Euronext è la rete formata dalle Borse di Parigi, Amsterdam, Burselles, Lisbona e il LIFFE, mercato a termine londinese. Il London Stock Exchange (LSE) è la Borsa di Londra. Nasdaq, invece, è la Borsa USA specializzata nei titoli tecnologici, mentre il NYSE è il mercato «generalista» americano.

Nasdaq e NYSE, rappresentano assieme circa la metà della capitalizzazione mondiale, dunque sono i più forti a condurre la caccia grossa, lanciata per la verità, con le quotazioni effervescenti e prossime ai massimi, e non alcuni anni prima coi corsi molto più bassi. Logica di potenza, dunque, ma senza timing. Apparentemente, nel nome dell'integrazione e il linea con le finalità e promesse della globalizzazione: minori costi operativi e maggiori van-

taggi per i risparmiatori-investitori. Quando l'integrazione sarà realizzata. Per adesso, i vantaggi sono soltanto dei Fondi di Investimento, con tante azioni delle Borse cacciatrici ed anche cacciate e che puntano alle loro fusioni e incorporazioni e ne alimentano le quotazioni. Per cogliere le maggiori e incassare lucrose differenze.

A contrastare il disegno delle americane, ma senza probabilità di successo, c'è solo la Borsa di Francoforte che avendo fallito l'acquisizione negoziata della Borsa londinese, ha puntato su Euronext, che però s'era già «promessa» al NYSE. Visto il fallimento delle trattative Francoforte-Londra, allora il Nasdaq ha scelto la via diretta, comprandosi oltre il 25% dello LSE, ponendo così una rilevante ipoteca sulla celebre «piaz-

za» finanziaria. A conferma che, trattative o blitz, sempre si tratta di caccia alle Borse, al servizio di sé stesse e non del «sistema» economico generale. Pertanto, le Borse europee sono apparse «nude». Prive di strategie funzionali per l'economia in generale. L'auto-quotazione sui propri listini, le ha infatti rese contendibili, ossia scalabili e pertanto comprabili. In pratica, alla mercé dei fondi più forti azionisti e, attualmente, dei grandi Fondi di Investimento internazionali che, coi propri rigonfi pacchi di azioni, ne stanno condizionando le sorti. Le Borse europee non hanno mai saputo o voluto intendersi tra loro, né avuto coscienza delle proprie potenzialità e neppure dell'opportunità di «pilotare» la propria integrazione che l'economia, sempre

più aperta, esige e richiede. Sembra si siano nutrite soltanto di grezzo utilitarismo meccanicistico e, in effetti, appare come che si siano auto-quotate sui propri listini, per farsi rapidamente scalare e comprare dal più forte di turno, per realizzare i più immediati interessi di bottega. Senza alcun riguardo, neppure formale e tanto meno per quelle ragioni di fondo che vorrebbero i mercati finanziari al servizio degli investimenti, degli investitori e dell'economia in generale. Cominciando da leggi e regole comuni societarie e fiscali, di negoziazione ecc. In funzione di un'unica e mondiale Borsa, seppure articolata attraverso «piazze» locali, nazionali. Appunto: al servizio di «sé stesse» e non nell'interesse dei più forti azionisti pro-tempore.

KEYNES

⑥

In occasione del sessantesimo anniversario della scomparsa di Keynes, e del settantesimo della pubblicazione della sua opera principale, la «Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta», abbiamo iniziato una ricostruzione contestualizzata del suo pensiero centrata su un aspetto sottovalutato. Le puntate precedenti sono state pubblicate il 19 aprile, il 3, il 16, il 30 maggio e il 13 giugno



Investimenti e concorsi di bellezza

L'opinione media su fatti o investimenti influenza in modo importante la stabilità del sistema economico

Daniele Besomi

Nell'opera matura di Keynes, la Teoria Generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta, l'incertezza compare in due punti centrali, nei quali è discussa con l'approccio preparato nel Trattato sulle probabilità: l'investimento, e l'interesse.

La prima parte della trattazione keynesiana dell'investimento si muove apparentemente lungo linee tradizionali: gli imprenditori valutano da una parte i costi dell'investimento, e dall'altra i ricavi futuri attesi, e prendono le loro decisioni in base al confronto tra queste due grandezze. Ma mentre l'economia tradizionale si concentra sulla produttività fisica dell'investimento, Keynes si interessa ai ricavi monetari. Se il rendimento fisico di una macchina è calcolabile, quello monetario è soggetto ad intrinseca incertezza, poiché tanto i prezzi realizzabili come le quantità vendibili dei prodotti non sono prevedibili in anticipo, né possono essere previste variazioni nel valore della moneta. Per questa via l'aspettativa sul futuro agisce sul presente, influenzando le decisioni di investimento.

Queste ultime, dunque, non possono essere interpretate come un processo meccanico di confronto tra saggio corrente di interesse e rendimento corrente del capitale: occorre rendere conto di come gli investitori affrontano l'incertezza riguardo al futuro. Keynes ricorre alla distinzione del *Trattato sulla probabilità* (vedi *Azione del 16 maggio* [articolo 3 della serie]) tra la *probabilità* delle previsioni che siamo in grado di fare a partire dalle informazioni di cui disponiamo e il *grado di fiducia* che riponiamo nella nostra previsione: fattore, quest'ultimo, al quale gli economisti hanno dedicato scarsa attenzione, a differenza del precedente, mentre secondo Keynes è una componente essenziale nella determinazione del rendimento monetario atteso («efficienza marginale») del capitale e dunque delle decisioni di investimento. Keynes osserva che, in condizione di grande incertezza, è ragionevole attribuire un peso maggiore nell'argomentazione ai fatti sui quali si nutre una certa fiducia, cioè quelli più vicini nel tempo; questi entrano dunque sproporzionatamente nella formulazione delle previsioni, al punto da determinare il comportamento convenzionalmente seguito dagli investitori.

Le convenzioni:
«salvare la nostra faccia di uomini razionali»

A fronte dell'impossibilità di formulare previsioni affidabili, e di attribuire un valore nume-

rico alla probabilità e al peso di un argomento, gli investitori non possono fare altro che seguire delle convenzioni di comportamento, regole pratiche elaborate per affrontare l'ignoranza e l'incertezza e «salvare la nostra faccia di uomini razionali». Tra le più importanti, Keynes cita: 1) l'assunzione che il presente è una buona guida al futuro (più di quanto non ci insegni l'esperienza passata); 2) l'assunzione che lo stato presente delle opinioni, che si traduce ed esprime nello stato corrente dei prezzi e della produzione, è basato su una corretta valutazione delle prospettive future; 3) sapendo che il nostro giudizio individuale non ha molto valore, ci si affida al giudizio degli altri, assumendo che l'opinione media sia meglio informata.

Secondo Keynes, i mercati dei beni di investimento si sono sviluppati proprio a partire da queste implicite regole di comportamento, che portano ad assumere «che lo stato di cose esistente continuerà indefinitamente, salvo in quanto vi siano motivi specifici per attendersi un cambiamento». Fintanto che la maggioranza degli investitori segue questa regola, ben sapendo che essa non rappresenta la realtà dei fatti, il sistema è abbastanza stabile. Tuttavia, questa convenzione - «tanto arbitraria se si considerano le cose da un punto di vista assoluto» - è piuttosto precaria.

In primo luogo, la diffusione dell'azionariato implica l'aumento delle persone sul mercato dei capitali che non hanno alcuna conoscenza delle condizioni presenti e future dell'impresa e dei suoi investimenti; in secondo luogo, fattori temporanei che determinano fluttuazioni parziali nel valore dei titoli possono assumere un'importanza esagerata se il segnale viene interpretato dagli operatori ignoranti come permanente; in terzo luogo, nei periodi di maggiore incertezza la psicologia di massa degli investitori genera comportamenti imitativi che possono dar luogo «ad ondate di ottimismo e pessimismo, irragionevoli e purtuttavia in un certo senso legittime, qualora non esista una base solida per un calcolo ragionevole». In quarto luogo, la presenza di speculatori con conoscenze



maggiori della media acuisce l'instabilità, poiché essi non effettuano previsioni a lungo termine ma trovano più conveniente cercare di anticipare le variazioni determinate dal comportamento di massa degli investitori. Questo comportamento non è «il prodotto di un animo perverso», ma è «un risultato inevitabile» del mercato degli investimenti: «Sarebbe sciocco, infatti, pagare 25 per un investimento il cui reddito prospettivo sia ritenuto tale da giustificare un valore di 30, se nello stesso tempo si ritiene che il mercato lo valuterà 20 fra tre mesi».

Concorsi di bellezza e instabilità economica

Keynes illustra il comportamento degli speculatori per mezzo dell'analogia con «quei concorsi dei giornali, nei quali i concorrenti devono scegliere i sei volti più graziosi fra un centinaio di fotografie, e nei quali vince il premio il concorrente che si è più avvicinato, con la sua scelta, alla media fra tutte le risposte; cosicché ciascun concorrente deve scegliere, non quei volti che egli ritenga più graziosi, ma quelli che ritiene più probabile attirare i gusti degli altri concorrenti, i quali a loro volta affrontano tutti quanti il problema dallo stesso punto di vista. Non si tratta di scegliere quelli che, giudicati obiettivamente, sono realmente i più graziosi, e nemmeno quelli che una genuina opinione media ritenga i più graziosi. Abbiamo raggiunto il terzo grado, nel quale la nostra intelligenza è rivolta ad indovinare come l'opinione media immagina che sia fatta l'opinione media medesima. E credo che vi siano alcuni che praticano il quarto, il quinto grado e oltre».

La stabilità dell'intero sistema dipende dalla predominanza o meno sul mercato di questi individui rispetto agli investitori interessati al rendimento sul lungo periodo, cioè della speculazione rispetto all'intraprendenza. Gli imprenditori, che basano le proprie politiche di investimento a lungo termine su aspettative razionali a partire da qualche informazione, per quanto incompleta, sono coloro che maggiormente promuovono il pubblico interesse, ma il loro mestiere è di gran lunga più difficile (e per certi versi anticonvenzionale) di quello di ingegnarsi a «indovinare meglio della folla come la folla stessa si comporterà». Tuttavia non sempre la speculazione predomina sull'intraprendenza. Se è vero che tanto più i mercati dei titoli sono sviluppati rispetto all'imprenditoria di vecchio stampo quanto più è facile che «lo sviluppo di capitali di un paese diventi un sottoprodotto delle at-

tività di un casinò», va altresì considerato che in questo modo sono facilitati i nuovi investimenti, poiché la possibilità di convertire facilmente in moneta i propri titoli rende più attraente l'acquisto dei titoli stessi di quanto non accada in un sistema in cui l'investimento può prendere unicamente la forma di capitale fisico.

Un ulteriore fattore di instabilità è legato alla natura umana: in condizioni in cui le aspettative non sono associabili a valori numerici della probabilità, «una larga parte delle nostre attività positive dipende da un ottimismo spontaneo», da uno «spirito vitale» [«animal spirit»] piuttosto che da un calcolo matematico. Se questo ottimismo viene a mancare, «l'intraprendenza languisce e muore». «Purtroppo questo significa non soltanto che le crisi e le depressioni sono di ampiezza esagerata, ma anche che la prosperità economica dipende eccessivamente da un'atmosfera politica e sociale confacente all'uomo d'affari medio. [...] Le decisioni umane che influiscono sul futuro, siano esse personali o politiche o economiche, non possono dipendere da una rigorosa speranza matematica, poiché non esiste la base per compiere tale calcolo; [è] il nostro stimolo innato all'attività che mantiene il meccanismo in azione, mentre il nostro razionalismo sceglie fra le alternative nel miglior modo possibile, mediante il calcolo dove possiamo farlo, ma spesso ricadendo sul capriccio o sul sentimento o sul caso per trovare un movente alla nostra azione».

Interesse, futuro, ancora convenzioni

Il tema della stabilità e dell'incertezza è al centro anche della teoria dell'interesse di Keynes. Questa concerne le preferenze temporali dei risparmiatori, in particolare la *forma* in cui detenere il risparmio: se come moneta, oppure rinunciando alla liquidità immediata in cambio di un tasso d'interesse che sarà determinato dai mercati futuri. La *preferenza per la liquidità* traduce appunto la relazione tra i vari tassi di interesse per diverse forme di rinuncia alla liquidità e le preferenze individuali sull'uso delle risorse. La teoria dell'interesse di Keynes si basa su questo concetto, che si traduce in una relazione tra quantità di moneta in circolazione e la quantità che il pubblico desidera detenere ad un certo tasso di interesse.

Tale preferenza per la liquidità ha ragione di esistere in primo luogo perché la moneta può essere impiegata non solo per transazioni, ma anche per motivi precauzionali (è infatti riserva di valore), e per motivi spe-

culativi. In secondo luogo perché i tassi futuri d'interesse sono incerti: se i tassi corrispondenti a ogni possibile scadenza futura fossero conosciuti, non converrebbe mai detenere moneta in forma liquida ma sarebbe vantaggioso indebitarsi al momento di affrontare bisogni di liquidità; viceversa, se c'è incertezza sui tassi un individuo deve sempre confrontare il rischio di aver bisogno di liquidità con la perdita legata alla penale per la conversione di debiti a lungo termine.

Una terza ragione per l'esistenza di una preferenza per la liquidità è nuovamente legata all'incertezza sui tassi futuri. Diversi individui hanno diverse stime delle prospettive, e chi differisce dall'opinione media ha buone ragioni per detenere moneta in forma liquida per trarre vantaggio da eventuali errori dell'opinione media riguardo ai valori relativi dei tassi di interesse.

Il nesso tra quantità di moneta offerta dal sistema bancario e il tasso d'interesse passa attraverso i meccanismi psicologici che determinano la preferenza del pubblico per la liquidità. Può dunque accadere che anche grandi iniezioni di moneta possano avere un debole effetto sul saggio di interesse, se inducono al contempo incertezza sui mercati: in tal caso, gli individui preferiranno detenere moneta in forma liquida per motivi precauzionali. D'altra parte, se l'opinione del mercato sul valore futuro dei tassi di interesse è molto uniforme, può bastare un piccolo cambiamento nei tassi presenti per convincere tutti che avevano ragione (o torto) e determinare una fuga di massa verso la moneta liquida. Keynes osserva dunque che sia l'efficacia dell'iniezione di moneta che la stabilità del sistema dipendono dall'esistenza di opinioni diverse riguardo a ciò che è incerto.

L'interesse, come l'efficienza marginale del capitale, è un fenomeno «altamente convenzionale»: «giacché il suo valore effettivo è in gran parte governato dall'opinione prevalente su quello che sarà, secondo le aspettative, il suo valore futuro. Qualsiasi livello di interesse, che sia accettato con convinzione come *probabilmente* durevole, sarà durevole».

Se si considerano congiuntamente queste considerazioni sui saggi di interesse e quelle riguardanti l'efficienza marginale del capitale, cioè sulle due considerazioni che guidano le decisioni di investimento, è facile vedere come entrambe dipendono dallo stato di fiducia del pubblico, e come questo a volte possa fluttuare improvvisamente determinando così cambiamenti drastici e subitanei delle decisioni di investimento, e con esse dell'intera attività economica e dell'occupazione.

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI
L'opera principale di Keynes si intitola *Teoria Generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta*, pubblicata nel 1936, è tradotta in italiano per la UTET. Poiché i critici hanno mancato di cogliere la riflessione keynesiana sull'incertezza, l'autore l'ha messa al centro di un articolo in cui risponde alle recensioni: «La Teoria Generale, concetti e idee fondamentali» (*Quarterly Journal of Economics*, febbraio 1937; tradotto in R.W. Clower, *La teoria monetaria*, FRANCO ANGELI, Milano 1972).



KEYNES

Economia: incertezza e interventi statali

Per evitare la distruzione del tessuto economico è indispensabile un ruolo attivo dello Stato

⑦

In occasione del sessantesimo anniversario della scomparsa di Keynes, e del settantesimo della pubblicazione della sua opera principale, la «Teoria generale dell'occupazione, dell'interesse e della moneta», abbiamo iniziato una ricostruzione contestualizzata del suo pensiero centrata su un aspetto sottovalutato. Le puntate precedenti sono state pubblicate il 19 aprile, il 3, il 16, il 30 maggio, il 13 e il 27 giugno.

L'intera serie degli articoli può essere scaricata dal sito www.azione.ch



Daniele Besomi

Keynes è stato fra i pochissimi economisti ad aver preso sul serio l'incertezza che permea i fenomeni economici [v. Azione 19 aprile]. Il riconoscere questo fatto l'ha indotto a partire (logicamente e cronologicamente) da una teorizzazione dell'agire in stato di conoscenza limitata [v. Azione 16 maggio], mostrando come la risposta razionale degli investitori all'incertezza consista nel tentare di aggirarla appoggiandosi su un insieme di convenzioni. Queste convenzioni, tuttavia, riflettono l'opinione collettiva degli investitori.

Economia, probabilità, complessità

Ciò pone due problemi. Il primo è metodologico, e riguarda la relazione tra individui e società. Le decisioni di investimento di ciascun individuo si basano non sulla sua sola opinione, ma sull'opinione media: le decisioni individuali non sono dunque indipendenti le une dalle altre, e non è possibile adottare una metodologia di analisi (come invece fa l'approccio dominante in economia, al quale si cerca di ricondurre l'innovazione keynesiana: v. Azione 3 maggio) che parta dall'individuo per comprendere il funzionamento dell'intera società. Alla medesima conclusione Keynes era arrivato anche per altre vie, tanto che questo è uno dei punti centrali della critica keynesiana all'economia «ortodossa»; è comunque interessante notare che la sua riflessione sulla condotta in condizioni di incertezza porti a ribadire questo aspetto.

Il secondo problema legato all'affidarsi all'opinione media da parte degli investitori riguarda la potenziale instabilità del sistema. In certe condizioni, quando l'opinione media è piuttosto omogenea, piccoli eventi possono portare a improvvisi cambiamenti di opinione. Poiché l'investimento dipende dall'opinione media, queste oscillazioni si ripercuotono per questa via sull'intera attività produttiva, generando momenti di euforia alternati a momenti di panico [v. Azione 27 giugno]. Con l'instabilità, si crea una situazione avversa all'imprenditorialità e favore-

vole alla speculazione [v. Azione 30 maggio e 13 giugno], che a sua volta aumenta la tendenza all'instabilità, mettendo in pericolo i fondamenti stessi del capitalismo individualistico.

La fine del «laissez-faire»

Tanto la preoccupazione metodologica che quella riguardante il destino del capitalismo si fondono in alcuni contributi filosofico-politici di Keynes nella seconda metà degli anni venti, nel periodo del suo massimo coinvolgimento con il Partito Liberale.

In un saggio su «La fine del laissez-faire» (1926) Keynes ritrae la storia dell'individualismo, a partire da Locke e Hume per arrivare all'intervento degli economisti che hanno dato - o, meglio, presupponevano di aver dato - una base scientifica all'idea di un'armonia divina tra vantaggi privati e bene pubblico: «Si supponga che, grazie all'azione di leggi naturali, gli individui che perseguono con cognizione di causa il proprio interesse in condizioni di libertà allo stesso tempo promuovano anche l'interesse generale! Le nostre difficoltà filosofiche sarebbero risolte. [...] Alla dottrina filosofica secondo cui il governo non ha il diritto di intervenire, e alla dottrina divina che non esiste alcun bisogno che interferisca, si aggiunge la prova scientifica che l'intervento è inutile. [...] Il filosofo politico ha potuto ritirarsi a favore dell'uomo d'affari, poiché quest'ultimo poteva raggiungere il *summum bonum* del filosofo semplicemente perseguendo il suo profitto privato».

Dopo aver sottolineato che in realtà la dottrina dell'armonia tra profitti individuali e benessere sociale è opera più dei volgarizzatori e dei divulgatori che non dei grandi economisti del passato, Keynes ricostruisce la logica dell'argomentazione. L'idea del *laissez-faire* è costruita su due ipotesi semplificatrici: 1) gli individui cercano per tentativi, *indipendentemente l'uno dall'altro*, la condizione per loro migliore, la concorrenza elimina gli individui che si muovono nel modo sbagliato. 2) gli individui sono guidati nel loro comportamento dalla ricerca del massimo profitto, che è chiamata a dirigere la competizione nel più efficiente dei modi. Il risultato non è

solo il massimo beneficio individuale, ma anche il massimo ampliamento della produzione così che il benessere da spartire sia anch'esso massimizzato.

Il funzionamento di questo meccanismo, tuttavia, presuppone «che i processi di produzione e consumo non siano in alcun modo organici, che esista una sufficiente conoscenza preeliminabile delle condizioni e dei bisogni, e che ci siano adeguate opportunità per ottenere tale conoscenza». L'ipotesi di assenza di interazioni tra individui è dunque indispensabile, poiché viceversa il perseguimento del massimo profitto da parte di un imprenditore potrebbe trovarsi in conflitto con la strategia razionale di altri. Lo stesso vale per l'ipotesi che non vi sia incertezza tale da impedire il calcolo razionale.

Niente assicura dunque che tutto funzioni per il meglio. Anzi, una volta eliminata la «base metafisica» sui cui poggia la dottrina del *laissez faire*, poco rimane: «Non è vero che gli individui dispongano per diritto di una «libertà naturale» nel loro operare economico. Non esiste contratto naturale che conferisca diritti perpetui a «quelli che hanno» o a «quelli che acquisiscono». Il mondo non è governato dall'alto in modo tale da far coincidere sempre l'interesse privato con quello sociale; né è amministrato quaggiù in modo che i due interessi coincidano in pratica. Non è corretto dedurre dai principi dell'economia che un «illuminato» interesse particolare operi sempre nell'interesse pubblico. E non è neppure vero che l'interesse particolare sia in generale illuminato: il più delle volte gli individui che agiscono in proprio per perseguire fini personali sono troppo ignoranti o troppo deboli perfino per conseguire questi loro fini. L'esperienza non dimostra che gli individui, quando costituiscono un'unità sociale, abbiano sempre una visione meno limpida di quando operano singolarmente».

In queste condizioni, l'individualismo - che Keynes spiega essere il metodo più efficiente per organizzare la produzione - è messo in pericolo dal mancato funzionamento del sistema nel suo complesso. Keynes propone dunque un intervento dello Stato per promuovere l'attività economica ed eliminare questa causa di pericolo; inoltre, constatando



come «molti dei maggiori mali economici del nostro tempo sono una conseguenza del rischio, dell'incertezza e dell'ignoranza», alla quale non solo i singoli individui non possono porre rimedio, ma avrebbero la convenienza ad aggravare la situazione, propone la raccolta e diffusione sistematica e capillare di informazioni sui dati economici.

Queste proposte keynesiane sono entrate a fare parte a pieno titolo del programma liberale per le elezioni del 1929. Un passaggio è particolarmente interessante alla luce delle considerazioni espresse negli articoli precedenti. A commento dell'osservazione secondo cui l'individualismo è «un metodo ineguagliato per la decentralizzazione delle decisioni», con un'argomentazione tipicamente keynesiana si osserva che la media di numerose decisioni individuali indipendenti corre meno il rischio di vaste divergenze dalla verità di un'unica decisione centralizzata da parte di un individuo «che magari conosce più cose rispetto a ciascun altro individuo, ma meno della media degli individui».

«Una situazione né disperata né soddisfacente»

Nella *Teoria Generale*, Keynes osserva come la tendenza all'instabilità del sistema non si spinga a grandi estremi, né in una direzione né nell'altra: «Le fluttuazioni possono cominciare con vivacità, ma sembrano esaurirsi prima di spingersi a grandi estremi; e la nostra sorte normale è una situazione intermedia, né

disperata né soddisfacente». Il problema che Keynes affronta è dunque quello dell'incapacità del sistema economico, lasciato a se stesso, di provvedere alla piena occupazione, e dei possibili rimedi a tale situazione.

La diagnosi è che in generale le determinanti dell'investimento (v. Azione 27 giugno) non sono tali da indurre gli investitori a spingere la loro attività fino al punto corrispondente alla piena occupazione: non vi è alcuna ragione intrinseca per la quale le aspettative di rendimento del capitale, combinate col costo del capitale medesimo che a sua volta dipende dalla preferenza per la liquidità, debbano dare origine ad un volume di investimenti tale da garantire il pieno impiego. Se la domanda di beni di investimento corrispondente allo stato delle aspettative, combinata con la domanda di beni di consumo che risulta dalle scelte dei consumatori, è insufficiente, il governo può intervenire creando domanda addizionale, che contribuisca ad espandere l'attività economica e creare i posti di lavoro mancanti.

Keynes sottolinea come tale allargamento delle funzioni del governo non solo sia compatibile con i vantaggi dell'individualismo, ma sia «l'unico mezzo attuabile per evitare la distruzione completa delle forme economiche esistenti» e «la condizione di un funzionamento soddisfacente dell'iniziativa individuale». Se la domanda effettiva è insufficiente, infatti, gli imprenditori operano con «tutte le possibilità sfavorevoli» contro di loro.

Ciò non significa che l'intervento statale debba essere eterno: una volta ristabilito lo stato di fiducia, gli imprenditori tornano ad avere prospettive di profitto favorevoli, e il loro investimento porta occupazione e contribuisce a nutrire ulteriore fiducia nel futuro. Per Keynes, compito dello Stato non è dunque quello di sostituirsi agli imprenditori, ma di ovviare ai difetti di funzionamento intrinseci al capitalismo per permettergli, infine, di funzionare al meglio.

(Fine)

FINANZA

La Cina esporta anche allarme

Goldor

Il mondo non è rotondo, almeno secondo l'autore di «The World is Flat», l'americano Thomas L. Friedman, ora pubblicato anche in italiano (Il mondo è piatto - Mondadori - Milano).

Un'allegoria del mondo globalizzato e piatto, nel senso che è assai veloce, le distanze tra i vari paesi si sono notevolmente ridotte e sono scomparse gerarchie ed élites. La vita, in questo piatto mondo, sarebbe anche facilitata dall'incessante innovazione tecnologica che va cambiando tutto e lo renderebbe molto diverso da ieri, attraverso l'eliminazione di tanti divieti, limiti, barriere e frontiere. Con quel che significa anche per la cultura in senso lato, che accompagna il mondo di ieri e, assai diver-

samente, quello di oggi. Con tutti i problemi che comporta per tutto e tutti. Perché, l'apertura dei mercati che ha portato la globalizzazione, e la libertà di movimento di uomini e cose, è certamente una bella cosa, finché, però, non intralcia interessi radicati e magari robusti, e fintanto che non delude chi credeva si trattasse di uno stupefacente Bengodi. Un po' quello che sta accadendo anche negli Stati Uniti, con lo sbiadire della «magia» del tutto moltiplicato, a prezzi sempre minori, di tutto e per tutti. Attraverso, appunto, l'abolizione di molte barriere, di dogane e di dazi e super-dazi protettivi.

In effetti, la globalizzazione ha portato maggiore e diffusa competizione economica nel mondo, ed ha fatto della Cina e dell'India, dei potenti con-

correnti, quasi imbattibili dai paesi più avanzati, visti costi produttivi, salari e prezzi. Ma la maggiore concorrenza, ha aumentato le disuguaglianze in Occidente, ma anche in Cina, India e altri paesi emergenti dove, tra l'altro, sono sensibilmente cresciuti anche i ricconi, mentre redditi di capitale e quotazioni borsistiche, hanno registrato notevoli rialzi. Senza proporzioni, rispetto ai redditi di lavoro e salari del mondo intero, USA compresi. Inoltre, le formidabili entrate da export, di Cina, India e paesi esportatori, non soltanto di petrolio, ora consentono forti acquisti nelle Borse, anche di decisivi pacchi azionari di importanti imprese occidentali. Come ha tentato di fare un'azienda cinese con una società petrolifera americana, offrendo assai più del concor-

rente americano. Ma l'acquisto venne impedito, nonostante l'apertura dei mercati, e scattò l'allarme, perché esso lascerebbe via libera ad aziende predatrici di paesi anche a modello economico dirigista e comunque non liberal-liberista, e magari controllate da governi, come il caso cinese, con fini più politici che commerciali ed economici. E con l'allarme, negli Stati Uniti si è accentuata anche la critica, talora sulla scia di alcuni Premi Nobel come Joseph E. Stiglitz, Paul Samuelson ecc.

Così, nelle TV, sono stati programmati attacchi alle tante imprese americane, tra cui Boeing, General Electric, IBM, Ford ecc. che hanno «delocalizzato» attività in paesi emergenti, sacrificando posti di lavoro di molti americani. Tra i programmi di punta di questo

genere, quello della CNN, «Exporting America». Tutti improntati alla difesa dei posti di lavoro americani e quindi al cambiamento di musica di questa globalizzazione, per preservare l'«american way of life». E si chiede, in sostanza, la priorità per gli interessi nazionali. Mentre, anche dai sindacati si levano proteste e rivendicazioni consimili: non si tratta, dicono, di tornare al protezionismo, ma occorre rivedere e riflettere su quello che sta accadendo, per trovare un modo che preservi e difenda i posti e gli interessi dei lavoratori americani, ma anche quelli dei consumatori. Che diventa un grosso rebus, stante l'implicita incoerenza e un gran nodo da sciogliere, tra i tanti, di questa globalizzazione. Che pur giova al mondo. Non più tondo, ma piatto?

RIFERIMENTI BIBLIOGRAFICI

«La fine del *laissez faire*» è stato letto nel 1924 ad una delle scuole estive del Partito Liberale, e parzialmente pubblicato nel 1926. La versione integrale è riprodotta nei *Collected Writings*, vol. IX, pp. 272-94. Keynes ha ripreso le due sezioni finali negli *Essays on Persuasion* (1933), di cui esiste una traduzione italiana (*Esortazioni e profezie*, Milano: Il Saggiatore, 1994).

Il programma liberale del 1929, noto col nome di *Libro giallo* (per il colore della copertina), si intitola *Britain's Industrial Future*.

I passaggi della *Teoria Generale* (Torino: UTET) su individualismo e intervento pubblico si trovano nel capitolo conclusivo «Sulla filosofia sociale alla quale la Teoria Generale potrebbe condurre».