

Le lezioni di Keynes del 1910 sulla speculazione: alcune osservazioni sulla loro attualità

di Anna Carabelli

Nelle note manoscritte per la preparazione delle lezioni sul mercato azionario Keynes [Mss 1910] esamina la natura della speculazione. Le influenze teoriche sulla sua visione giovanile della speculazione sono varie. Il Marshall della *Evidence to the Royal Commission on the Values of Gold and Silver* (1887, 1888) e della *Evidence to the Committee Appointed to Inquiry into the Indian Currency* (1898) è ovviamente l'autore cui Keynes deve molto. Nelle lezioni del 1910-1913 Keynes riconosce il debito al punto di dichiarare che tutto ciò che egli sostiene è preso da Marshall [Keynes Cw XII, cap. 5, *Early Lectures*]. Tuttavia, nelle note manoscritte per le lezioni del 1910 sulla speculazione non ci sono rimandi espliciti a Marshall: l'autore maggiormente utilizzato è Emery. Altri sono Layton («*Economic Journal*»), Duguid e Davis.

In questa analisi della speculazione di Keynes nel 1910 presterò particolare attenzione, oltre alla sostanza della sua argomentazione, al suo approccio, cioè al suo metodo¹. Come sarà subito chiaro, Keynes assorbe certamente da altri autori molte idee ma le filtra sempre attraverso un metodo personale. È su questo approccio su cui voglio attirare l'attenzione in quanto esso è specifico a Keynes ed è rilevante per un'analisi della speculazione in generale.

Nella discussione sulla natura della speculazione Keynes distingue quattro situazioni a seconda della natura del rischio [Keynes Mss, UA/6/3]. Egli parla di rischio calcolabile o non calcolabile; non viene da lui usato il termine incertezza anche se il termine ricorre nei passi degli autori da lui utilizzati (per es. in Emery). Keynes distingue tra:

1) situazioni in cui il rischio è incalcolabile. L'esempio è l'assicu-

Ringrazio i Keynes Trustees per l'autorizzazione a citare dai manoscritti di Keynes (Mss, King's College Library, Cambridge). L'abbreviazione Cw sta per «The Collected Writings of J.M. Keynes» seguita dal numero del volume, TP per «A Treatise on Probability» (1921), TM per «A Treatise on Money» (1930), GT per «The General Theory» (1936).

¹ Si veda anche Carabelli [1988; 1992; 1994; 1995].

razione di fatti politici presso i Lloyd's («some political insurances at Lloyd's»);

2) situazioni in cui il rischio è più o meno calcolabile. Questo caso è ulteriormente distinto in due sottocasi. Nel primo sottocaso (2a), il rischio non è normalmente distribuito (*not averaged*). L'esempio è quello della roulette a Montecarlo. Nel secondo sottocaso (2b), il rischio è invece normalmente distribuito (*averaged*). L'esempio è l'assicurazione sulla vita o sugli incendi;

3) la speculazione. Questo terzo caso è quello che a noi interessa. Viene definito da Keynes come quella situazione in cui la conoscenza o il giudizio dello speculatore è superiore alla conoscenza o al giudizio del mercato.

Le situazioni 1) e 2a) sono considerate da Keynes situazioni paragonabili al gioco d'azzardo, cioè *gambling*. La 2b) è una situazione spiegata con l'assicurazione. La situazione 3) viene invece descritta in negativo: come non identica a quella di *taking risk*. In particolare, una situazione diversa dalle situazioni 1) e 2a), cioè dal *gambling*.

La distinzione tra speculazione e *gambling* è fondamentale per l'analisi di Keynes dei mercati finanziari ed è inoltre uno dei temi ricorrenti nel suo pensiero.

Vediamo qual'è, secondo Keynes, «la caratteristica essenziale» della speculazione che la distingue dal gioco d'azzardo. È la *conoscenza*. Inoltre, la speculazione dipende da una conoscenza *diversa* da quella del mercato e, più precisamente, da una conoscenza *superiore* a quella del mercato:

the essential characteristic of speculation is, it seems to me, the possession of superior knowledge (p. 93).

where the speculator's knowledge or judgement is superior to that of the market (p. 93).

I shall regard the possession of superior knowledge as the vital distinction between the speculator and the gambler (p. 98).

Nell'analisi di Keynes della speculazione notiamo, per prima cosa, il ruolo centrale della conoscenza. Inoltre egli chiama conoscenza (o giudizio) sia la conoscenza dello speculatore individuale, sia quella relativa al mercato. L'individuo viene considerato un soggetto dotato di conoscenza ma anche il mercato viene considerato, allo stesso modo, un aggregato dotato di conoscenza (aggregata).

Il *gambler* è per Keynes un individuo ignorante: la sua conoscenza è infatti assente o «insufficiente». Il *gambling* è associato a situazioni

in cui il rischio è, in sé, non calcolabile o, se calcolabile, non è normalmente distribuito.

Inoltre va notato che un dato comportamento è da considerarsi speculativo o gioco d'azzardo, cioè razionale o meno, a seconda della conoscenza che sta alla sua base. Quindi la razionalità di un determinato comportamento (o la valutazione della sua razionalità) non può essere un giudizio assoluto ma è relativo, proprio in quanto dipendente dalla conoscenza che l'individuo o il mercato hanno in quel momento; la qualità e l'ammontare della conoscenza variano infatti al variare del grado di conoscenza e al variare delle circostanze cognitive. Inoltre il fatto che la razionalità del comportamento dipenda alla fine da condizioni cognitive specifiche fa in modo che la razionalità stessa sia, per Keynes, in qualche modo relativa alla soggettività dell'individuo speculatore, del gruppo di speculatori o dell'aggregato-mercato. È importante notare come le due entità – individuo e mercato – siano comunque concettualmente autonome per Keynes. L'individuo e il mercato (un concetto aggregato) vengono da lui considerati come entità concettuali non riducibili una nell'altra. Il comportamento del mercato, in particolare, non è riducibile a quello individuale.

Oltre a riconoscere nella soggettività e nella psicologia le radici ultime dei comportamenti individuali e di mercato, Keynes mira però, nella sua distinzione tra speculazione e *gambling*, a separare ciò che è ragionevole da ciò che non lo è. Questo criterio non è né la razionalità come coerenza di tipo bayesiano né la razionalità come mero successo empirico della previsione. Il gioco d'azzardo non è per lui ragionevole, mentre la speculazione lo può essere. Keynes usa il termine *sound* per la speculazione. Questo termine sta per «comportamento giustificato logicamente», «valido *a priori* dal punto di vista logico», cioè un comportamento che può essere giudicato oggettivamente razionale – o, meglio, plausibile o adeguato – da un osservatore esterno. Il termine ragionevolezza pare adatto a cogliere questa nozione di razionalità di Keynes. Nelle note, Keynes rimanda alla nozione di avere (qualche) ragione conosciuta alla base delle opinioni («he has reason to believe», p. 100). Ragioni che possono venire valutate in modo oggettivo anche se in ultimo variano da soggetto a soggetto – ragioni parziali che però possono essere utilizzate a fini persuasivi.

Ciò su cui si fonda la distinzione tra speculazione e gioco d'azzardo è la conoscenza e non altri motivi. È quindi una distinzione cognitiva, non morale o etica. Su questo punto Keynes è in disaccordo con Emery: «To make the distinction between speculation and gambling

one of knowledge, rather than of intent and purpose, is, I am convinced, the correct course» (p. 97).

Inoltre, Keynes nota che il rischio di una speculazione non è il suo rendimento futuro scontato, ma è il grado di probabilità del rendimento che ci aspettiamo: la probabilità della speculazione. Questa probabilità è logica. In linea con quanto affermato nel TP, (1907-1921) essa dipende dal grado di conoscenza². Il ragionamento di Keynes sulla speculazione chiude il circolo concettuale rischio-speculazione-conoscenza-probabilità logica. Vediamo ora tutto il passo che abbiamo finora utilizzato:

the essential characteristic of speculation is, it seems to me, the possession of superior knowledge. We do not mean by the risk of an investment its actual future yield – we mean the degree of probability of the yield we expect. The probability depends upon the degree of knowledge. In a sense, therefore it is subjective. What would be gambling for one man would be sound speculation for another (instance from betting) [Keynes Mss 1910, UA/6/3, p. 93]³.

Nel passo appena citato si può notare come Keynes dichiara che il comportamento speculativo mira a prevedere i rendimenti attesi, mentre questo comportamento è da lui identificato nella GT come *enterprise*. In altri passi delle note del 1910, però, egli chiama questo comportamento, più propriamente, investimento. Lo speculatore – in linea con quanto Keynes sosterrà nella GT – ha un'ottica di breve («who buys to sell again soon»; «within a relatively short period», p. 100); mentre l'investitore ha un'ottica di lungo e mira a prevedere i rendimenti attesi.

Per i nostri scopi ciò che va notato è che lo speculatore è comunque, per Keynes, un investitore *intelligent* che, come l'investitore di lungo periodo, tenta *ragionevolmente* di prevedere il futuro dai dati che sono a sua conoscenza nella situazione cognitiva attuale «If we regard speculation as a reasoned attempt to gauge the future from present known data, it may be said to form the basis of all intelligent investment» (p. 95).

² Si noti che la prima versione del lavoro che diventerà il TP (1921) è del 1907. Si intitola *Principles of Probability*.

³ Sulla distinzione tra *gambling* e speculazione, la posizione di Keynes è in contrasto con quella di Emery proprio in relazione al ruolo della conoscenza e alla visione della probabilità legata alla conoscenza. Secondo Keynes si può speculare sulle previsioni del monzone come su quelle del raccolto. Dipende dalla conoscenza: se non si ha conoscenza si è un *gambler* e si scommette; se si ha conoscenza si specula. Egli nota: «If the careful study of probability did the gambler any good, it *would* cease to be gambling. Suppose a student of probabilities *did* succeed in discovering a system and

La speculazione (di breve) è considerata razionale come lo è l'investimento intelligente (di lungo). Dal punto di vista della razionalità, sia lo speculatore di breve sia l'investitore di lungo si contrappongono a colui che gioca d'azzardo.

Lo speculatore di breve si distingue però dall'investitore di lungo per altre caratteristiche specifiche. Per lo speculatore c'è un'indicazione da parte di Keynes di una generica capacità di previsione del futuro, di una capacità di prevedere i mutamenti (di breve) dei prezzi o dei valori, senza un esplicito riferimento ai rendimenti attesi: «a good working definition: Speculation consists in the use of superior skill in forecasting changes of value to take advantage of them by buying and selling» (p. 100).

La capacità di prevedere il futuro da parte dello speculatore di breve è, però, vista in contrapposizione alle capacità previsive del mercato. C'è quindi in queste note un esplicito riferimento di Keynes alle capacità di previsione del mercato in generale. In particolare esiste un «ordinary power of forecasting the future». Questa capacità è identificata a volte con quella «of the market» e a volte con quella della maggioranza degli operatori nel mercato («the generality think»).

In generale, lo speculatore viene caratterizzato da Keynes come dotato di «superior skill», di «power superior to the ordinary», cioè di abilità superiori rispetto a quelle del mercato o della maggioranza degli operatori del mercato: «But it is better, I think, to regard the speculator as a person who endeavour to make a profit by means of a power of forecasting the future superior to the ordinary» (p. 95).

Abbiamo notato precedentemente come la speculazione non abbia in alcuni passi delle note del 1910 una connotazione limitata al breve termine (*short termism*), anche se questa tende ad essere prevalente. Interessante è comunque notare come Keynes definisca speculatore anche l'investitore di lungo quando quest'ultimo si forma razionalmente un'aspettativa diversa da quella della generalità degli agenti, cioè quanto l'investitore, come fa di norma lo speculatore, si confronta con le aspettative del mercato e ha (qualche) ragione per credere che il rendimento sarà diverso da quello atteso dalla maggioranza. Keynes riconduce questo comportamento dell'investitore a un comportamento speculativo. Abbiamo anche in questo caso una prima indicazione dell'attenzione prestata da Keynes a quella caratteristica dei

went to Monte Carlo to carry it out, would it be reasonable to regard him as a gambler?» (p. 97).

mercati finanziari che nel T_M e nella G_T sarà da lui identificata con la «diversity of opinion» in contrasto con la «consensus opinion»:

When, however, we are considering philosophically the true nature of speculation, we must admit that the investor who buys stocks with the full intention of holding it, because he has reason to believe that its future yield will be higher than the generality think, is equally with him, who buys to sell again soon, a speculator (p. 100).

Nel 1910 Keynes analizza anche le funzioni economiche della speculazione alla luce della posizione di Emery. Alcune funzioni appaiono a lui positive, altre negative; e questo spesso in contrasto con l'analisi di Emery. Le funzioni positive della speculazione secondo Emery – e su cui Keynes concorda – sono le seguenti:

– la presenza della speculazione serve ad assicurare informazioni accurate. Dal momento che il successo (attenzione: per Keynes, non la razionalità) di uno speculatore dipende dalla «accuracy of his estimate», Keynes concorda con Emery che «when we find speculation we find the best perfected facilities for securing accurate information»;

– ogni aumento della conoscenza relativa agli eventi futuri è un vantaggio sia per il pubblico che per l'individuo. Questa tesi di Emery è accettata da Keynes e rientra nel suo approccio generale al ruolo centrale che la conoscenza ha nel T_P . Diventerà anche una delle ragioni a favore della riduzione dell'incertezza sui mercati finanziari. Se la mancanza di conoscenza è la causa (o una delle cause) dell'incertezza, la sua identificazione può portare a suggerire eventuali rimedi. Rimedi che saranno, ovviamente, di tipo conoscitivo.

Keynes non è invece d'accordo con Emery che la speculazione abbia una funzione stabilizzatrice dei prezzi. Egli, da una parte, fa propria l'affermazione di Emery che in borsa, «events are anticipated and exert their influence before they arrive [...] Wall Street discount everything». Egli nota infatti come la borsa sconti anche la morte. Dall'altra parte, sul ruolo della speculazione come stabilizzatrice della frequenza e dell'ampiezza delle fluttuazioni egli non è, in generale, d'accordo con Emery se non per alcuni casi specifici come quelli relativi all'andamento del prezzo del grano e del cotone portati come prova da Emery. Secondo Keynes – e questo è in linea con quanto da lui sostenuto nel T_P – è «difficult to advance an inductive proof» (p. 104) del ruolo stabilizzante della speculazione. Egli rimanda all'esistenza di una pluralità di cause. Un tema, questo, che ritorna spesso nel suo approccio alla teoria economica e che ritroviamo, in particolare, nella sua polemica con Tinbergen sull'econometria nel 1939. A

suo parere, nel periodo considerato da Emery, oltre alla speculazione ci possono essere state altre cause – come l'allargamento dei mercati – che hanno contribuito alla stabilizzazione dei prezzi. A suo parere, comunque, la speculazione vive solo nelle situazioni in cui c'è fluttuazione. Se non c'è fluttuazione, non c'è speculazione: «speculation thrives most in markets that are naturally fluctuating» (p. 104).

Vediamo ora quali sono gli elementi negativi della speculazione che sono analizzati da Emery e che Keynes fa propri. Il primo elemento negativo è che la speculazione ostacola l'investimento di capitale. È interessante vedere quanto Keynes riporta da Emery e il suo breve commento:

«[Emery] if speculative prices guide any portion of the producers in their planting, the effect is felt by all». «The distinctive influence of speculation is felt in the same way in the investment of capital» – [Keynes] although this is sometimes denied, on account of the circumstance that the quantity of any given stock is fixed.

But «securities of all kinds are available to the purchaser. What is his guide? Prices, of course, as much as in the case of commodities [...] Hence the market that fixes the prices for securities has become the controlling influence in the market [matter?] of investment» (p. 105).

Da qui è facile trarre la conclusione che, per Emery e per Keynes, l'investimento dipende dalla speculazione. Una tesi che – notiamo – non è altro che la tesi centrale della Gr.

In particolare, tra gli elementi negativi della speculazione elencati da Emery, due sono considerati da Keynes «the evils of speculation» (p. 109). Nella discussione di Keynes del primo male della speculazione torna la distinzione tra *gambler* e speculatore vista all'inizio, – cioè la distinzione fondata sull'assenza o sulla presenza della conoscenza. Poiché il *gambler* ha, per Keynes, una conoscenza «insufficient», uno degli elementi negativi della speculazione è che persone con poca conoscenza possono essere indotte a operare in borsa, cioè a giocare d'azzardo. D'altra parte, osserva cinicamente Keynes, senza costoro gli speculatori non potrebbero guadagnare. Vediamo il passo:

(1) Gamblers whose speculation is not based on knowledge may be drawn into the market. Yet, without people with insufficient knowledge, how could the possessor of superior knowledge possibly gain? Superior knowledge underlies successful speculation, not «speculation» at large (p. 104).

Keynes distingue qui tra successo empirico e ragionevolezza della speculazione. L'accuratezza della previsione e la conoscenza *superiore*

rispetto a quella del mercato assicurano il *successo* della speculazione. Tuttavia, ricordiamo che è la presenza della conoscenza a spiegare la ragionevolezza della speculazione («sound speculation», p. 93). Il successo *ex post* della previsione non è da confondersi per Keynes – in linea con quanto affermato nel TP [1921, pp. 339-340] – con la ragionevolezza *a priori* dell'aspettativa. Il successo dipende dalla conoscenza *superiore*, mentre la ragionevolezza dipende solo dalla *conoscenza*. Il gioco d'azzardo non è ragionevole a causa della conoscenza insufficiente⁴.

Tra gli elementi negativi della speculazione indicati da Emery, il secondo male che Keynes nota è la manipolazione del mercato con mezzi disonesti. Questo aspetto si ricollega a quanto da Keynes sostenuto e da noi riportato precedentemente circa la necessità delle fluttuazioni per l'esistenza stessa della speculazione e al suo rifiuto di riconoscere – in generale – la funzione stabilizzatrice della speculazione. Senza fluttuazioni, abbiamo notato, non c'è speculazione per Keynes. In questo passo Keynes osserva come l'interesse personale della speculazione sia in contrasto con l'esistenza di mercati stabili. Troviamo qui la contrapposizione tra interesse privato (volatilità dei mercati) e interesse generale (stabilizzazione dei mercati) che è una costante del Keynes giovanile e che sarà un'altra caratteristica del Keynes maturo.

Inoltre, e questo è un punto estremamente illuminante dell'analisi giovanile di Keynes, le oscillazioni del mercato possono essere sia reali che provocate, cioè possono essere il risultato di cause reali o di «false rumours». Egli riconosce qui che vi sono *effetti reali* provocati dalla diffusione di notizie false.

Un aspetto importante di questa analisi di Keynes sui pericoli della speculazione è l'anticipazione del famoso tema del «beauty contest» della Gr (cap. 12): la differenza tra il giudizio su quella che si ritiene la candidata più bella in base a evidenze o ragioni reali (ciò che si pensa realmente) e il giudizio che mira a prevedere quella che si ritiene sarà la più bella secondo l'opinione media del mercato (anticipazioni su ciò che non si pensa realmente ma su ciò che il mercato sembra pensare). Vediamo prima il passo e proviamo poi ad interpretarlo alla luce del «beauty contest» della Gr:

⁴ Notiamo come questa situazione d'insufficienza della conoscenza avrebbe potuto essere spiegata da Keynes con probabilità logiche caratterizzate da un basso «peso dell'argomentazione». Ma nelle note del 1910 non c'è alcun esplicito riferimento al «peso» e tutte le difficoltà teoriche sono ricondotte all'incalcolabilità in sé del rischio (probabilità).

Manipulation of the market by more or less dishonest means.

The activity of the speculative market depends upon the existence and contrivance of fluctuations. The personal interest of the speculative class is not advanced by the increasing steadiness of the market.

Spreading of false rumours.

Possible wisdom of acting on a rumour, which one does not himself believe, if one thinks it will be generally believed (p. 109).

Nell'analisi del 1910 il riferimento è alla distinzione tra aspettative o previsioni fondate su «false rumours» e aspettative o previsioni fondate su informazioni o conoscenze reali. Possiamo dire che in questo caso, per Keynes, lo speculatore forma nella sua mente, contemporaneamente, due giudizi, – uno su basi reali e uno su basi solo apparentemente reali. Lo speculatore, come Keynes fa notare, *non crede in realtà* al «false rumour» e quindi, razionalmente, non dovrebbe comportarsi tenendo conto di tale notizia che egli crede o sa (*knows*) falsa e in cui comunque non crede realmente. Lo speculatore quindi è (o sarebbe) in grado di formarsi un giudizio individuale ragionevole su basi conoscitive reali (limitate, aggiungiamo noi). Questo giudizio è quello che Keynes nella Gr chiama «real» o «genuine judgement», cioè un giudizio che ha come base o come evidenza conoscitiva ragioni in cui si crede realmente. Nella Gr Keynes scriverà:

Thus certain classes of investment [...] by the average expectation of those who deal on the Stock Exchange as revealed in the prices of shares, rather than by the genuine expectations of the professional entrepreneur [Gr, p. 151].

It is not a case of choosing those which, to the best of one's judgement, are really the prettiest, nor even those which average opinion genuinely thinks the prettiest [Gr, p. 156].

L'idea di una credenza reale o di un giudizio genuino è legata al tema del Tp: «The results of our endeavours are very uncertain but we have a genuine probability, even when the evidence upon which it is founded is slight» [Tp, p. 342].

Dal passo del 1910 è facile notare che lo speculatore tuttavia non utilizza questo giudizio *genuino* (fondato su conoscenza reale o su ragioni in cui crede realmente) per operare sui mercati finanziari come dovrebbe fare se, aggiungiamo noi, mirasse all'interesse generale e non al suo interesse personale. Insieme a questo giudizio egli si forma un giudizio su un oggetto solo apparentemente reale, il «false rumour». Un giudizio, diciamo non genuino o reale, in cui egli non crede realmente in quanto è fondato su basi che gli *appaiono* reali ma

che non *sono* reali. Su questa contrapposizione, nelle note del 1910 Keynes osserva: «What I have described [...] is a picture of what really happens. The fashion in which it appears to the speculator is somewhat different» [Mss, UA/6/3, p. 83].

Lo speculatore inoltre sa o ragionevolmente crede che l'oggetto non reale o apparentemente reale sarà in generale creduto dal mercato e che, se creduto dalla maggioranza del mercato, esso diventerà reale (si autorealizzerà). Quindi tra le sue conoscenze vi è anche la conoscenza specifica (che gli deriva dall'esperienza passata) delle abituali reazioni psicologiche del mercato. Troviamo qui il tema – tema anch'esso presente nel TM e nella GT – della ragionevolezza da parte degli speculatori di agire in modo tale da anticipare l'opinione media del mercato. Nel 1910, come si vede dal passo sopra citato, Keynes utilizza il termine comunemente usato per indicare la ragionevolezza pratica aristotelica: «wisdom» (p. 109).

Nelle note del 1910 il passo sui «false rumours» va legato al tema della natura del panico sui mercati azionari cui Keynes accenna in un'altra pagina delle stesse note, che però appare inserita in data posteriore rispetto alle altre in quanto datata 18 maggio 1912 o 1914 [Mss 1910, UA/6/3/13]. Keynes descrive, in un brevissimo ma estremamente significativo passo, la natura di un pericolo *non reale* (cioè un pericolo immaginario, apparente o apparentemente reale) e i suoi *effetti reali*. La somiglianza che Keynes traccia è tra il panico in borsa e il panico in una stanza. Di nuovo l'affinità con il tema del «beauty contest» della GT è evidente. Come è presente l'osservazione – osservazione che Keynes ripeterà spesso nella GT – che nessuno in realtà crede realmente nel panico, eppure esso si trasforma in un pericolo reale. Nota Keynes:

Nature of a Stock Exchange panic.

An unreal danger in which no one believes may become a real one if every one else believes that everyone else will act as if it were real: example of panic from a room [Mss 1910, UA/6/3/13].

Vediamo di interpretare questo passo. In esso Keynes distingue tra aspettative reali e aspettative, diciamo, apparenti. Le une sono fondate su evidenze conoscitive reali o su ragioni in cui si crede realmente; le altre su evidenze o ragioni solo apparentemente reali, in cui comunque non si crede in realtà. Le prime – possiamo dire – hanno basi, fondamenti che sono al di fuori di se stesse; le altre hanno basi o fondamenti solo in se stesse. Le prime hanno una referenza esterna; le seconde sono autoreferenziali. Come abbiamo notato, secondo

Keynes, nessuno crede in realtà nel panico, cioè nell'«unreal danger». Nessuno pensa o crede che esso sia reale; cioè si sa (si ha conoscenza) che non è reale. Tuttavia, nonostante ciò, esso può diventare reale se ognuno pensa che ogni altro pensa che altri agiranno *come se* sia reale. Inoltre troviamo qui l'idea che ciò che è creduto (sia su basi reali che su basi che appaiono reali), se creduto *dalla maggioranza* si realizza (si verifica; diventa effettivo nella realtà). E questo, va notato, vale sia che le aspettative abbiano basi reali, sia che abbiano basi apparentemente reali. In ogni caso, aspettative condivise dalla maggioranza si autorealizzano. Per cui, in particolare, aspettative apparentemente reali, se condivise dalla maggioranza, si autorealizzano e diventano reali: un pericolo non reale diventa un pericolo reale.

Vi sono quindi tre aspetti da notare in questa lettura dei mercati finanziari da parte di Keynes:

1) ci sono in generale opinioni (aspettative) in cui non si crede in realtà. Vi è qui un contrasto tra realtà e apparenza: tra ciò che è reale e ciò che appare reale ma non è reale;

2) opinioni o eventi apparentemente reali possono dare origine a eventi reali;

3) opinioni reali o apparentemente reali (e quindi anche opinioni su opinioni), se condivise dalla maggioranza, si autorealizzano e diventano reali.

Troviamo qui, *in nuce*, molte delle idee che diventeranno comuni nelle opere economiche del Keynes maturo. Nella *GT*, le convenzioni sono opinioni, come il panico, in cui non crediamo realmente. Ad esempio, la convenzione che il futuro sia uguale al presente è di questo genere:

The essence of this convention [...] lies in assuming that the existing state of affairs will continue indefinitely [...] This does not mean that we really believe that the existing state of affairs will continue indefinitely. We know from extensive experience that this is most unlikely [*GT*, p. 152].

Nel *TM* e nella *GT* è inoltre presente l'idea che le aspettative determinano la realtà, sia che esse abbiano basi reali sia che esse abbiano basi apparentemente reali. Nel *TM*, va ricordato, la «consensus opinion» determina la realtà in un modo del tutto particolare [*TM*, *Cw* V, pp. 224-230]. Le aspettative condivise dalla maggioranza sono capaci di autorealizzarsi in modo estremamente rapido così come accade per gli effetti reali del panico. Keynes applicherà questa idea non solo al comportamento dei mercati finanziari [*GT*, pp. 198-199] ma anche al comportamento degli imprenditori. Nel *TM*, in particola-

re, aspettative autoreferenziali ampiamente condivise tendono nel breve ad autorealizzarsi (un chiaro esempio di *self-fulfilling expectations*): «The behaviour of entrepreneurs [...] Furthermore, widely held anticipations will tend for a short time to bring about their own verification, even if they have no basis outside themselves» [T_M, Cw V, pp. 143-144].

Nel T_M e nella G_T, inoltre, aspettative «widely held» determinano la realtà immediatamente («forthwith» scrive nella G_T, 198) senza che siano necessarie transazioni effettive di mercato e senza che queste aspettative possano essere controllate dalla politica monetaria [T_M, Cw V, p. 229]. Più gli agenti economici sono simili nelle loro reazioni (al panico, ad esempio), più si trovano nelle stesse circostanze conoscitive o interpretano la situazione nello stesso modo, più i «false rumours» (o, ricordiamo, le informazioni reali) fanno loro cambiare opinione all'istante senza che nessuno di loro debba necessariamente agire: «since everyone will change his ideas [...] no transaction will result» [G_T, p. 199]. E questo avrà ovviamente effetti immediati e dirompenti sui prezzi di mercato delle attività finanziarie. I movimenti dei prezzi sono «out of proportion to the activity of dealing» [G_T, p. 199]. In presenza di una «consensus opinion», al mutare delle opinioni (reali o apparentemente reali) i prezzi delle attività finanziarie (e nella G_T il tasso di interesse monetario) mutano senza che alcuna transazione effettiva avvenga o debba avvenire. Questo spiega la reazione eccessiva dei mercati finanziari e la loro estrema volatilità.

Da questa analisi possiamo capire il ruolo positivo che svolge, nell'analisi della speculazione di Keynes, la «diversity of opinion». Pur determinando anch'essa la realtà è, rispetto alla «consensus opinion», stabilizzante per i mercati finanziari [G_T, p. 198] in quanto la sua realizzazione avviene attraverso transazioni sul mercato – transazioni che possono essere influenzate dalle autorità monetarie:

since, in fact, a change will influence the ideas of different individuals differently by reasons partly of differences of environment and the reason for which money is held and partly of differences in knowledge and interpretation of the new situation [G_T, p. 198].

È chiaro ora come l'analisi di Emery che Keynes utilizza per le sue note sulla speculazione sia filtrata dal metodo del T_P. L'attenzione alla conoscenza, alle differenze nella conoscenza, a ciò che è reale e a ciò che appare reale, all'incalcolabilità in sé del rischio (probabilità) e, eventualmente, al ruolo della fiducia («peso dell'argomentazione») nella formazione di calcoli ragionevoli permette un'analisi dei

mercati finanziari estremamente ricca di sfumature, dove i concetti di imprecisione, vaghezza e ambiguità si trovano a loro agio. Nelle opere economiche, il riferimento costante di Keynes, in positivo e in negativo, è alla probabilità logica e al peso dell'argomentazione del TP: cioè ai due criteri logici e non solo psicologici per giudicare la ragionevolezza del ragionamento:

the best estimates we can make of probabilities and the confidence with which we make them [Gr, p. 240].

Associate risk premium with probability [...] and liquidity premium with [...] weight [...] a risk premium is expected to be rewarded on the average by an increased return at the end of the period; a liquidity premium is not even expected to be so rewarded. It is payment, not for the expectation of increased tangible income [...] but for an increased sense of comfort and confidence during the period [Cw XXIX, pp. 293-294].

Nel 1936, come nel 1910, Keynes continua a ritenere che sui mercati finanziari ci sia troppo poca «real knowledge» e troppi giocatori d'azzardo: «persons who [...] have no special knowledge of the circumstances, either actual or prospective [...] the element of real knowledge in the valuation of investments [...] has seriously declined» [Gr, p. 153].

Nel 1937, come nelle lezioni 1910, i mercati speculativi non sono efficienti e sono dominati da «perplexities and uncertainties» causate dalla mancanza di conoscenza o dalla incalcolabilità in sé del rischio (probabilità):

Speculative markets [...] Moreover, they are governed by doubt rather than by conviction, by fear more than by forecast, by memories of last time and not by foreknowledge of next time. The level of stock exchange prices does not mean that investors *know*, it means that they do *not* know. Faced with the perplexities and uncertainties of the modern world, market values will fluctuate much more widely than will seem reasonable in the light of after-events; and one would hope that in such circumstances insurance offices will show a good example of steadiness.

The notion of us all selling out to the other fellow in good time is not, of course, a practicable policy for the community as a whole; yet the attempt to do so may deflect prices substantially from a reasonable estimation of their intrinsic value, and become a serious impediment to constructive investment [Cw XII, p. 238].

Già nel 1924, in risposta ad alcune domande poste dal *Committee on National Debt and Taxation* Keynes traccia il legame esplicito tra

convenzioni ed ignoranza («lack of knowledge») che ritroviamo nel capitolo 12 della *GT*. C'è qui, rispetto all'analisi del 1910, anche un chiaro riferimento al «peso dell'argomentazione» («he, rightly, does not like to trust his own judgement»):

(Mrs Wootton) What prevents this diversion from correcting itself? What prevents the tendency to invest in guilt-edged securities to straighten it out again? [Keynes] The fact that there is very imperfect fluidity in the investment market. It is not true that capital seeks the channels of most lucrative investment by itself. It does nothing of this kind. The business of investment is most unsuccessfully carried on, because it is largely conducted by persons, namely, the individual investors, who know nothing whatever about it. It is lack of knowledge.

(Sir J. Stamp) Is it conservatism too? [Keynes] It is conservatism, obedience to convention, and lack of knowledge. That is inevitable, and those characteristics exist in the greatest degree in the guilt-edge type of investor. He goes into that class of security precisely because he, rightly, does not like to trust his own judgement.

There, you are putting the resources of the community, if you repay debt too fast, into the hands of the class of persons who have least courage and least skill in the utilisation of resources [Committee on National Debt and Taxation 1924, Cw XIX, p. 312].

Alcune osservazioni finali. Dall'analisi della speculazione che Keynes elabora nel 1910 per la preparazione delle sue lezioni sui mercati azionari possiamo vedere come il punto di arrivo cui siamo giunti oggi nell'analisi dei mercati finanziari dopo la revisione critica della teoria bayesiana e della teoria dei mercati efficienti non sia altro che il punto di partenza di Keynes³. Con i recenti sviluppi critici ci ritroviamo là dove Keynes era partito nel 1910; in ritardo di quasi un secolo. Keynes, come abbiamo visto, nella sua analisi segue da subito un percorso diverso da quello della teoria bayesiana e della teoria dei mercati efficienti. Cammina già dall'inizio su percorsi accidentati da incertezza, ambiguità, imprecisione, elementi arbitrari e indeterminati. Avanza un'analisi dei mercati finanziari che nel 1910 è già estremamente realistica: inefficienza, volatilità eccessiva dei prezzi di mercato, comportamento spiegato dal panico, ottica di breve periodo (*short termism*), opinioni «apparenti» che coabitano in modo del tutto ragionevole con opinioni «reali» nella mente dello stesso agente speculatore.

³ Ci riferiamo alla recente introduzione delle nozioni di incertezza, vaghezza e ambiguità nell'analisi dei mercati finanziari. Si vedano in particolare Dow e Werlang [1992a; 1992b]; Esptein e Wang [1994]; Einhorn e Hogarth [1985; 1986]; Kelsey e Quiggin [1992].

Alle basi di quest'analisi abbiamo già probabilità con ordinamenti parziali, probabilità non additive; probabilità non comparabili perché multidimensionali; abbiamo spesso anche situazioni di totale incomensurabilità e di non ordinabilità delle probabilità – situazioni dotate però di scappatoie pratiche. Un'analisi – quella di Keynes del comportamento umano *effettivo ma ragionevole* – in cui oltre alla probabilità (non bayesiana, ricordiamo) si tiene anche conto del «peso dell'argomentazione» e del «rischio morale». Un'analisi del comportamento speculativo che è fondata sull'analisi di Keynes del T_P . Ricordiamo che Keynes lavora ai temi del T_P , anche se non in modo continuativo, dal 1907 al 1921.

L'analisi della speculazione di Keynes del 1910 ci permette anche di identificare nuove continuità tra il Keynes giovanile e quello maturo; sorgono però anche nuovi problemi interpretativi. Abbiamo visto come ciò che eravamo abituati a considerare un elemento originale della G_T è già presente nel 1910; che il giovanile approccio di Keynes alla speculazione ha legami specifici con la sua discussione nel T_P e che, nonostante le critiche di Ramsey alla sua visione logica della probabilità, egli la riutilizza nella G_T . Abbiamo visto come le novità del capitolo 12 della G_T non sono vere novità: le convenzioni appaiono esplicitamente nell'analisi di Keynes ben prima del 1936: ad esempio, come abbiamo visto, sono già presenti esplicitamente nel 1924; il ruolo del capriccio nel risolvere ragionevolmente le situazioni indeterminate o ambigue della probabilità è già presente nelle prime versioni del T_P nel 1907; la situazione del *beauty contest* è così normale per Keynes da essere da lui raccontata ai suoi studenti già nel 1910 attraverso la descrizione del «panico in borsa» e così via.

Questo passo all'indietro nel 1910 non sederà certo le recenti polemiche sull'approccio di Keynes alla probabilità, ma almeno ci illumina sul suo giovanile approccio alla speculazione e sulla sua discussione di ciò che può essere considerato ragionevole nei mercati finanziari senza dover essere costretti a introdurre i cosiddetti paradossi bayesiani del comportamento⁶.

Riferimenti bibliografici * X

- Carabelli, A.M. (1988), *On Keynes's Method*, London, Macmillan.
 — (1992), *Organic Interdependence and the Choice of Units in the General*

⁶ Si vedano Cottrell [1993]; Davis [1995]; Runde [1994a; 1994b]; Mini [1994].

- Theory*, in B. Gerrard e J.V. Hillard (a cura di), *The Philosophy and Economics of J.M. Keynes*, Aldershot, Elgar.
- (1994), *Keynes on Mensuration and Comparison*, in K. Vaughn (a cura di), *Perspectives on the History of Economic Thought*, Aldershot, Elgar.
- (1995), *Uncertainty and Measurement in Keynes: Probability and Organicism*, in S. Dow e J. Hillard (a cura di), *Keynes, Knowledge and Uncertainty*, Aldershot, Elgar, pp. 137-160.
- Cottrell, A.F. (1993), *Keynes's Theory of Probability and its Relevance to Economics: Three Theses*, in «Economics and Philosophy», 9, pp. 25-51.
- Davis, J.B. (1995), *Keynes's Philosophical Development*, Cambridge, Cambridge University Press.
- Dow, J. e Werlang, S.R. (1992a), *Excess Volatility of Stock Prices and Knightian Uncertainty*, in «European Economic Review», vol. 36, pp. 631-638.
- (1992b), *Uncertainty Aversion, Risk Aversion, and the Optimal Choice of Portfolio*, in «Econometrica», 60, pp. 197-204.
- Einhorn, H.J. e Hogarth, R.M. (1985), *Ambiguity and Uncertainty in Probabilistic Inference*, in «Psychological Review», 92, pp. 433-461.
- (1986), *Decision Making Under Ambiguity*, in «Journal of Business», 59, 4 part, 2, S225-S250.
- Epstein, L.G. e Wang, T. (1994), *Intertemporal Asset Pricing under Knightian uncertainty*, in «Econometrica», vol. 62, n. 3, pp. 283-322.
- Kelsey, D. e Quiggin, J. (1992), *Theories of Choice under Ignorance and Uncertainty*, in «Journal of Economic Surveys», vol. 6, n. 2, pp. 133-153.
- Keynes, J.M. (1910), *8 Lectures on Company Finance and Stock Exchange*, Lent Term 1910 (Notebook), Keynes Mss, King's College Library, Cambridge, UA/6/3.
- (1971-80), *The Collected Writings of J.M. Keynes*, London, Macmillan.
- Mini, P. (1994), *J.M. Keynes. A Study in the Psychology of Original Work*, London, Macmillan.
- Runde, J. (1994a), *Keynesian Uncertainty and Liquidity Preference*, in «Journal of Economics», 18, pp. 129-144.
- (1994b), *Keynes after Ramsey: in defence of «A Treatise on Probability»*, in «Studies in History and Philosophy of Science», 25, n. 1, pp. 97-121.