

ECONOMIA SOCIALE



UN GIUDIZIO DI

JOHN MAYNARD KEYNES

Come funziona la Borsa

Da quanto si può sentire e leggere — *Dadesso che i contatti riprendono — sembra che il pubblico inglese tributasse ormai a Keynes tutti quegli omaggi che spettano ad un pontefice massimo degli studi economici. Questo caposcuola dalla mentalità così poco scolastica, questo studioso che è stato elevato alla dignità di Lord, ma non ha mai avuto una cattedra, è arrivato ad essere acclamato profeta in patria, mentre continua a penetrare sempre più profondamente della sua influenza il pensiero economico di tutto il mondo.*

E' vero che Keynes non potrebbe stare accanto a Cournot come scopritore solitario di nuovi sentieri; nè accanto a Marshall come sagace sistematore dell'opera di generazioni di studiosi. Ma è stato l'araldo di un'interpretazione pratica ed eterodossa della teoria della probabilità («Un trattato sulla probabilità», 1921), di un rinnovato orientamento degli studi monetari («Un trattato sulla moneta», 1930), di una rivoluzione nei postulati dello studio generale dell'equilibrio economico («La teoria generale dell'impiego, dell'interesse e della moneta», 1936), di arditi atteggiamenti nelle questioni politiche («Le conseguenze economiche della pace», 1919): e, poichè sin che c'è vita c'è speranza, nulla esclude che altre facce del sapere acquisteranno per opera di questo ingegno vulcanico nuovi e felici riflessi. Si potrebbe dire che il genio di Keynes è caratterizzato da particolari attitudini «strategiche»: una fresca sensibilità che lo chiama direttamente verso le verità vitali (quelle verità che più rispondono alle urgenti esigenze della pratica attuale), facendogli trascurare le altre mille verità ugualmente possibili ma meno opportune; ed un fuoco da cui tutti i suoi argomenti ricevono la violenza propria di una rivelazione.

Il più impressionante messaggio di Keynes è certo quello cui fu dedicata nel 1936 la «Teoria dell'impiego» sulla cui tesi centrale dovremo tornare presto, poichè non c'è problema economico che non ne risulti radicalmente influenzato. Dallo stesso libro riportiamo oggi alcune considerazioni, che anche prese da sole conservano valore come analisi di un fenomeno particolare.

Gli elementi di conoscenza di cui disponiamo per stimare quale rendimento darà una linea ferroviaria, una miniera, una tessitura, una specialità medicinale, un transatlantico o uno stabile nella City di qui a dieci (o persino cinque) anni sono — se vogliamo confessar la verità — ben scarsi e in certi

casi nulli. Di fatto, le persone che tentano sul serio di fare simili stime costituiscono spesso una minoranza così esigua, che non è il loro comportamento a dettar la legge del mercato.

Nei tempi passati, quando le imprese erano in massima parte proprietà degli stessi uomini che ne prendevano l'iniziativa o dei loro amici, l'investimento dipendeva da una sufficiente provvista di individui forniti di temperamento sanguigno e slancio costruttivo, i quali si dedicavano agli affari come ad una vocazione, senza basarsi realmente sopra un calcolo preciso delle prospettive di profitto. La faccenda si presentava in parte come un gioco al lotto: sia pure un gioco al lotto particolare, il cui risultato finale era largamente determinato dalla circostanza che l'abilità ed il carattere dei dirigenti fosse al disopra o al disotto della media. Alcuni avrebbero fatto fiasco, altri avrebbero avuto successo. Ma, anche a fatti avvenuti, nessuno avrebbe saputo se la media dei risultati, riferita alle somme investite, risultava superiore, uguale o inferiore al tasso corrente dell'interesse: per quanto, se escludiamo lo sfruttamento di risorse naturali e di monopoli, sembra probabile che gli effettivi risultati medi degli investimenti — persino nei periodi di progresso e prosperità — abbiano deluso le speranze che li avevano suscitati. Gli uomini d'affari giocano una partita mista d'azzardo e di abilità, nella quale il risultato che tocca in media ai partecipanti non è a conoscenza di chi si mette a giocare. Se la natura umana fosse insensibile all'attrattiva di tentar la sorte ed alla soddisfazione (prescindendo dal profitto) di costruir qualcosa — una fabbrica, una linea ferroviaria, una miniera o una fattoria —, il freddo calcolo non basterebbe certo a porre in essere tanti investimenti.

La decisione di fare un investimento nell'impresa privata del vecchio stampo era, però, una decisione quasi totalmente irrevocabile: non soltanto dal punto di vista della comunità nel suo insieme, ma anche dal punto di vista del singolo. Con la separazione fra proprietà e direzione che esiste al giorno d'oggi e con lo sviluppo di mercati organizzati dei titoli di investimento, è entrato in scena un nuovo fattore di grande importanza, che talvolta agevola gli investimenti ma talvolta aggrava seriamente l'instabilità del sistema. La Borsa infatti rivaluta una massa di investimenti di giorno in giorno; e questa rivalutazione fornisce all'individuo (anche se non alla comunità presa nel suo insieme) frequenti opportunità di rivedere i propri impegni. E' come se un agricoltore, dando un'occhiata al

barometro dopo la prima colazione, potesse decidere di ritirare fra le 10 e le 11 i capitali che ha investito nella fattoria e riservarsi eventualmente di ricollocarli qualche giorno dopo. Ma le quotidiane rivalutazioni della Borsa, pur essendo principalmente destinate a facilitare il trasferimento dei vecchi investimenti da un'individuo all'altro, esercitano inevitabilmente un'influenza decisiva sul ritmo degli investimenti nuovi. Infatti non c'è nessuna ragione di metter su una nuova impresa, quando per farlo ci vogliono più soldi che per comprare un'impresa analoga già esistente; e d'altra parte abbiamo tutti i motivi di spendere per un nuovo progetto cifre apparentemente stravaganti, se possiamo poi collocarlo in Borsa realizzando un profitto immediato. Ne risulta che certe categorie di investimenti sono regolate dalla media delle previsioni fatte dai clienti della Borsa — le quali si riflettono nel prezzo delle azioni — anzichè dalle previsioni genuine che potrebbe fare l'imprenditore professionista. Vediamo un po' come vengono effettuate in pratica queste rilevantissime rivalutazioni quotidiane (o persino «orarie») degli investimenti esistenti.

In pratica gli uomini hanno tacitamente accettato di ricorrere ad un principio che in realtà è puramente convenzionale. La sostanza di questa convenzione — sebbene il suo funzionamento risulti poi più complesso — si riduce ad assumere che lo stato di cose attuale continuerà indefinitamente, a meno che non sian ben note delle ragioni positive per prevedere un dato cambiamento. Per quanto nessuno di noi creda davvero che lo stato di cose attuale continuerà indefinitamente, questo metodo di calcolo convenzionale è compatibile con una notevole misura di continuità e stabilità nei nostri affari, sintantochè possiamo fidarci che la convenzione rimanga in vigore. Infatti, se esiste un mercato organizzato degli investimenti e se non ci sono dubbi sul mantenimento della convenzione, ognuno può legittimamente confortarsi con il pensiero che l'unico rischio a suo carico è un cambiamento genuino dei fatti noti che intervenga nell'immediato futuro; sarà quindi un cambiamento sulla cui probabilità è possibile cercare di formarsi un giudizio proprio; e le cui dimensioni non minacciano di essere molto grandi. Infatti, se assumiamo che la convenzione mantenga il suo vigore, sono soltanto dei cambiamenti di questo genere che possono influenzare il valore dei nostri investimenti: ed il fatto di non poter assolutamente prevedere che valore avrà un no-

stro investimento di qui a dieci anni non deve più turbare i nostri sonni. Così gli investimenti risultano ragionevolmente « sicuri » per l'individuo, entro i limiti del prossimo futuro — e quindi anche entro una successione, sia pure lunghissima, di simili « periodi brevi » — purché esso possa contare che la convenzione non crollerà e che gli sarà garantita la opportunità di rivedere in qualsiasi momento il suo giudizio e cambiare il suo investimento, prima che fatti gravi abbiano avuto il tempo di accadere. Degli investimenti che rimangono « fissi » dal punto di vista della comunità son così resi « liquidi » dal punto di vista dell'individuo. Non c'è però da stupirsi che una convenzione, in senso assoluto così arbitraria, abbia i suoi punti deboli.

Possiamo brevemente accennare ad alcuni dei fattori che accentuano la sua precarietà.

(1) Con il graduale aumento, nel capitale investito complessivamente dalla comunità, della proporzione dei titoli posseduti da persone che non entrano nell'amministrazione e non hanno una speciale conoscenza circa le condizioni (attuali e prospettive) degli affari di cui trattano, sono seriamente diminuiti gli elementi di conoscenza utilizzati dal proprietario di un titolo (o da chi pensa di acquistarlo) per stimare il valore reale dell'investimento.

(2) Quelle fluttuazioni nei profitti degli investimenti esistenti, che si verificano di giorno in giorno e che hanno ovviamente un carattere effimero e non significativo, tendono ad esercitare un'influenza del tutto eccessiva e persino assurda sul mercato. Si dice, p. es., che le azioni delle società americane produttrici di ghiaccio tendono a raggiungere prezzi maggiori in estate — quando i profitti della produzione sono stagionalmente elevati — che in inverno, quando il ghiaccio non serve a nessuno.

(3) Una valutazione convenzionale, che si è stabilita come risultato della « psicologia di massa » di un vasto numero di individui incompetenti, è esposta a cambiare violentemente per effetto di brusche fluttuazioni di opinione che son motivate da fattori i quali in realtà non significano nessun cambiamento apprezzabile nelle prospettive di rendimento. Questo avviene perché la valutazione non è ancorata a solide radici di convinzione.

(4) Ma c'è un aspetto che merita particolarmente la nostra attenzione. A priori avremmo anche potuto supporre che la concorrenza fra gli esperti del mestiere, forniti di giudizio e cognizioni superiori a quelle possedute in media dai privati, avrebbe corretto gli sbandamenti cui tendono gli incompetenti quando sono lasciati a se stessi. In pratica, tuttavia, l'energia e l'abilità delle persone che investono e speculano per professione sono esercitate in un altro senso. Molti di costoro si preoccupano infatti, non di effettuare seri prognostici a lunga scadenza circa il reddito che un investimento promette di fornire per tutta la sua durata, ma piuttosto di prevedere un po' in anticipo rispetto alla massa del pubblico i cambiamenti che interverranno nella valutazione convenzionale di quell'investimento. Nè si può dire che tale comportamento derivi da ten-

denze insane: è il risultato fatale di un mercato degli investimenti organizzato secondo i principi descritti. Infatti sarebbe sciocco pagare 25 per un investimento, il cui rendimento prospettivo giustifica a nostro avviso il valore di 30, quando abbiamo tuttavia una ragione per credere che il mercato lo valuterà 20 di qui a tre mesi.

Questa gara di astuzia — a chi indovinerà meglio il prossimo livello delle valutazioni convenzionali — non richiede neppure che ci sian dei gonzi in mezzo al pubblico come vittime dei professionisti. Nemmeno è necessario che qualcuno riponga ingenua fiducia sopra la consistenza e la durata della base convenzionale di valutazione. Poiché si tratta, per così dire, di una partita all'Uomo Nero: un passatempo dove per vincere basta passare l'asso di bastoni al proprio vicino prima che il gioco sia chiuso. La partita può esser giocata con eccitamento e diletto, anche se tutti sanno che la carta che sta circolando è l'asso di bastoni.

Per variare leggermente la metafora, l'investimento professionale può esser paragonato anche a quei concorsi banditi dai giornali, dove i concorrenti debbon scegliere fra un centinaio di fotografie le sei facce più carine ed il premio spetta al concorrente che si sarà più avvicinato, con la sua scelta, alla media di tutte le risposte. Così ciascun concorrente deve individuare, non le facce che a suo giudizio son più carine, ma quelle che a suo giudizio han maggior probabilità di conquistare la fantasia degli altri, i quali a loro volta stanno tutti affrontando il problema da un analogo punto di vista. Non è il caso di scegliere quelle che, considerate in tutta serietà, sarebbero realmente le più carine rispetto ai nostri gusti e neppure quelle che corrisponderebbero ai gusti genuini dell'opinione media. Abbiamo raggiunto un terzo stadio, nel quale la nostra intelligenza è rivolta ad indovinare come l'opinione media immaginerà che sia fatta l'opinione media. Ed esistono persone, credo bene, che praticano addirittura un terzo, quarto, quinto o successivi stadi.

Queste considerazioni debbono essere tenute sott'occhio dall'economista, ma vanno situate nella loro giusta prospettiva. Se conveniamo di distinguere con il termine *speculazione* l'attività rivolta ad indovinare la psicologia del mercato e con il termine *intrapresa* l'attività rivolta a prevedere il rendimento che si deve attendere da un capitale per tutto il periodo della sua durata, non si può affatto dire che la speculazione predomini sull'intrapresa in tutti quanti i casi. Il rischio di un sopravvento della speculazione va, tuttavia, aumentando man mano che si perfeziona l'organizzazione dei mercati degli investimenti. Gli speculatori possono rimanere innocui sin che sono bolle che galleggiano sopra un flusso costante di intrapresa. Ma la situazione è grave se l'intrapresa stessa diviene la bolla che galleggia su un vortice di speculazione. Quando lo sviluppo dei capitali di un paese diventa il sottoprodotto dell'attività di un casino da gioco, il lavoro ha tutte le probabilità di riuscir male. Non si può sostenere che i successi conseguiti da Wall Street — come organo rispondente alla precisa funzione sociale di avviare i nuovi inve-

stimenti verso le direzioni più convenienti dal punto di vista del rendimento futuro — rappresentino un clamoroso successo del capitalismo liberista. Nè c'è da meravigliarsene, se è giusta la mia opinione che di fatto le migliori intelligenze di Wall Street sono state rivolte verso tutt'altri scopi.