

*Los mercados de materias primas: especulación,
inestabilidad y perspectivas*

Keynes y los mercados de materias primas: de la
especulación a la regulación

María Cristina Marcuzzo*

Keynes operó como especulador en los mercados de productos básicos entre 1921 y 1939 (desde 1926 a través de su empresa Tilton). Cuando la guerra interrumpió el comercio exterior, el economista se dedicó a estudiar los aspectos regulatorios de estos mercados, y desarrolló un esquema de existencias de intervención para frenar la volatilidad de los precios de las materias primas, como parte de su propuesta para estabilizar el sistema monetario internacional y fomentar el crecimiento y la prosperidad mundiales. Sus puntos de vista sobre la especulación y las medidas para contrarrestar sus efectos nocivos se vinculan claramente con su experiencia como especulador. En una carta que envió a Hawtrey un mes antes de la publicación de su Teoría General, Keynes escribió: “conozco bien los mercados de materias primas así como sus usos y costumbres”, ya que “durante muchos años estuve en contacto constante con los comercializadores de una gran variedad de productos básicos y procuré permanentemente dimensionar sus factores significativos en la práctica” (CWK XIII: 627-8).

Este artículo recorre la evolución de las ideas de Keynes sobre los mercados de productos básicos, desarrolladas a partir de su profundo conocimiento acerca de ellos y de su práctica como operador activo en estos mercados. También se presentan algunas conclusiones preliminares sobre sus actividades de especulación, se examinan dos ejemplos de su comportamiento comercial en los mercados de estaño y trigo, en 1924-1925 y desde mediados de la década de 1920 hasta la mitad de los treinta, que constituyen casos representativos de sus negocios en los mercados de materias primas.

* Profesora de la Universidad de Roma La Sapienza. Traducción de Noemí Brenta.

Aquí surgen dos cuestiones que merecen subrayarse: a) en las décadas de 1920 y 1930 los mercados organizados de materias primas eran espacios sofisticados en los que se comercializaban gran variedad de derivados, lo que atraía a especuladores astutos, muy apalancados, quienes podían influir considerablemente sobre los precios; b) Keynes era uno de ellos, y especuló fuertemente en opciones (sobre todo en metales) y en futuros (principalmente de cultivos). Si bien se requiere más investigación para evaluar plenamente su éxito con los productos básicos, podemos concluir provisionalmente, de acuerdo con Moggridge, que su desempeño fue mixto, variable según el año y el tipo de mercancía (CWK XII, 15-19); c) también los resultados de sus operaciones en las bolsas de valores para el King's College fueron mixtos, según un estudio reciente (Chambers y Dimson 2012), demostrando un desempeño no tan estelar como a menudo se ha dicho. Sea como fuere, después de veintisiete años de especular en los mercados de productos básicos Keynes se convirtió en un regulador, y abogó por la creación de un organismo internacional que disciplinara a estos mercados a través de un sistema de reservas de estabilización financiado por la Unión de Compensaciones (denominación de la institución que propuso crear en lugar del FMI, N de la T).

Es claro que su “conocimiento práctico muy amplio de los mercados de productos básicos y de sus modalidades” (Keynes a Hawtrey, 6 de enero de 1936, en CWK XIII: 627-8) marcó sus puntos de vista sobre los peligros de la “libre competencia” y la importancia de la regulación.

Las operaciones de Keynes en el mercado de futuros

Los principales productos que Keynes operó en el mercado de futuros fueron: algodón, cobre, estaño, plomo, peltre, azúcar, yute, caucho, trigo, maíz, aceite de algodón, manteca de cerdo y aceite de lino. Sus conocimientos adquiridos a través del ejercicio de su profesión de economista sin dudas influyeron en la selección de estas materias primas. Entre 1923 y 1930 Keynes escribió una serie de memorándums para el Servicio Económico de Londres y Cambridge (Keynes 1923-30) sobre algunos productos que él mismo operaba (algodón, cobre, estaño, plomo, peltre, azúcar, yute, caucho, trigo), y sobre otros que no parece haber transado (nitrato, café, té, petróleo, lana). Estos memorandos, que tenían una estructura similar, informaban sobre el nivel de las existencias, el consumo, la producción y la tendencia de los precios, e incluían una evaluación de la calidad y fiabilidad de los datos. Por eso, podemos afirmar que en estos análisis el foco del interés de Keynes era evaluar la cantidad de información disponible para cada materia prima y el grado de incertidumbre sobre la evolución futura de los principales factores subyacentes.

Obtener la “información relevante” disponible era la premisa principal para evaluar el “peso” de cualquier argumento que pudiera deducirse de la misma, de acuerdo al marco conceptual que Keynes utiliza en su *Tratado de la Probabilidad* para ilustrar los procesos de toma de decisiones. Desde este punto de vista, es

decir, según la cantidad de información y el grado de incertidumbre (que afecta la confianza pasible de conceder a los datos disponibles), los productos se dividían en tres grupos: a) cobre, estaño y caucho, la información era abundante pero de calidad variable, de modo que era difícil predecir el patrón que mostrarían las existencias; b) nitrato, plomo y peltre, tenían un bajo grado de incertidumbre, por lo tanto era posible realizar predicciones fiables; c) algodón y trigo, para ellos había mucha información fiable, pero gran incertidumbre debido a la imprevisibilidad de los factores extraeconómicos (como el clima y las enfermedades de los cultivos).

Otra distinción importante entre las materias primas, en opinión de Keynes, es que las extractivas (metales) se producen todo el año, mientras que los cultivos de alimentos y fibras textiles se cosechan en una estación en particular. Esta diferencia es relevante debido a los recursos financieros requeridos en el pasaje de la producción al consumo: bajos en el caso de los productos extractivos y elevados en los cultivos. Cuando el crédito juega un papel importante en el proceso productivo, recurrir a los mercados de futuros en busca de cobertura es muy importante, y en ciertos casos incluso es obligatorio para el prestatario, ya que los bancos a menudo lo exigen.

Antes de analizar las opiniones y prácticas de Keynes, es útil repasar el comportamiento y los instrumentos financieros típicos de los mercados de futuros y opciones en aquellos tiempos, que aún rigen hoy en muchos aspectos.

En los mercados organizados no es fácil trazar una línea entre quienes buscan cobertura (*hedgers*¹) y los especuladores, pero los primeros se distinguen del conjunto de agentes del mercado que no tienen intenciones de poseer, usar, ni producir la mercancía que compran o venden a futuro. Los especuladores -a diferencia de los *hedgers*- operan sólo en contratos de futuro, es decir, no compran ni reciben físicamente las materias primas, ni las venden o entregan.² En lugar de terminar la operación con la entrega de la mercadería, los contratos de futuros se compensan con contratos que revierten el compromiso anterior. Los especuladores que han vendido (comprado) un contrato de futuro de un determinado plazo, antes de su

1 *Hedger* significa “compensador de compromisos”, pero los mercados hispanoparlantes utilizan habitualmente el término en inglés, y aquí hemos seguido ese mismo criterio. N. de la T.

2 Esta definición corresponde aproximadamente a la distinción entre un operador comercial o no comercial de acuerdo con la Commodity Futures and Trading Comision de los Estados Unidos. “Un operador comercial es aquel que está comprometido comercialmente con actividades empresariales cubiertas por el uso de los mercados de futuros u opciones. Estas actividades incluirían la producción, comercialización o transformación de una mercancía al contado, la gestión de riesgo de activos y pasivos a través de una institución de depósito, la gestión de riesgo de una cartera de títulos financieros, etc.” (CFTC Formulario 40). El resto de los grandes operadores que no cumplen estos criterios se clasifican como no comerciales. Los comerciales normalmente se conocen como *hedgers*, mientras que los no comerciales no realizan negocios al contado y por lo tanto son tratados como operadores puramente especulativos (ver Sigl-Grüb y Schiereck, 2010: 47).

vencimiento deben comprar (vender) la misma cantidad del mismo bien. Si vendieron, tienen una posición “corta” en un contrato determinado, si compraron, su posición es “larga”.

Los *hedgers* que cubren sus ventas futuras de materias primas y los especuladores que esperan menores precios futuros de determinada materia prima venden este producto a futuro (toman una posición “corta”), mientras que los *hedgers* que cubren sus compras futuras de materias primas o los especuladores que esperan mayores precio de los productos subyacentes compran futuros de este bien (posición “larga”) (véase Stewart 1949).

El beneficio en el mercado de futuros se realiza cuando hay una diferencia positiva entre el precio de compra y el de venta de un contrato de futuros. Si los precios caen, el “corto” que ha vendido el producto a futuro a un precio más alto puede comprar (“cubrir” su posición) a un precio inferior, realizando un beneficio. El “largo” que ha comprado el futuro a un precio más alto y lo vende (“liquida” su posición) a precios más bajos, tiene una pérdida. A la inversa, si los precios suben, el “corto” sufre una pérdida y el “largo” hace un beneficio. Así los especuladores que esperan subas de los precios futuros toman, en promedio, posiciones “largas” y quienes esperan que los precios caigan, toman posiciones “cortas”.

Además de los contratos de futuros, también las opciones eran negocios habituales en los mercados de productos básicos en tiempos de Keynes (y lo siguen siendo ahora). Una opción en futuros es un contrato para comprar o vender un contrato de futuros en un tiempo determinado. Hay dos tipos de opciones: a) opciones de compra (put), que dan derecho a comprar el producto subyacente a un precio determinado dentro de un tiempo especificado, (b) opciones de venta (call), que dan el derecho de vender el futuro subyacente a un precio estipulado en la fecha especificada. Si un comerciante espera un aumento en el precio de un producto dado, comprará una opción de compra, que le da derecho a comprar en el futuro a un precio especificado. Si el precio realmente sube por encima del precio convenido en el contrato, el comerciante obtiene un beneficio al ejercer la opción, es decir, compra el producto al precio menor estipulado y lo vende a un precio más alto. A la inversa, si un comerciante espera una caída en el precio de futuro, podría comprar una opción de venta, que le da derecho a vender el futuro a un precio determinado. Si el precio en realidad cae, puede obtener un beneficio mediante la compra del producto a futuro en el mercado y el ejercicio de la opción, es decir, la venta de un futuro en el precio estipulado más alto. Si los precios no se corresponden con las expectativas la opción no se ejerce y la pérdida es sólo de la prima, es decir, del precio pagado por la opción. Mientras que el comprador de la opción tiene el derecho a comprar o vender el subyacente al precio y plazo estipulados, el vendedor de la opción tiene la obligación de vender o comprar el futuro subyacente al precio y tiempo estipulados. Los vendedores de opciones put y call tienen típicamente una posición correspondiente (“larga” en el caso de una opción de compra y “corta” en el caso de una opción de venta) de los futuros

subyacentes y negocian en la expectativa de que la opción expire sin valor para que puedan llevarse el precio de la opción (la llamada “prima”) como ganancia. Comprar o vender opciones es menos costoso que comprar o vender futuros, ya que cuando la opción no se ejerce sólo se pierde la prima.

Por último debemos mencionar los tipos de opciones en las cuales Keynes operaba, especialmente en estaño y cobre, y también en aceite de lino y plomo: “opción del comprador de duplicar” (BOD), “opción del vendedor de duplicar” (SOD) y “doble”. La BOD es la combinación de una compra ordinaria de un futuro y una opción de compra; SOD es una venta ordinaria de un futuro junto con la compra de una opción de venta; y la “doble”³ combina una opción de venta y de compra, dando el derecho a ejercer sólo una de los dos en la fecha de expiración.⁴

Por una suma dada sobre el precio futuro el comprador de una BOD tenía derecho a comprar, y el vendedor la obligación de vender, el doble de la cantidad especificada, avisando un par de días antes de la expiración de la opción.⁵ Por una cantidad inferior al precio de futuro, el vendedor SOD tiene el derecho a vender y el comprador tiene la obligación de comprar el doble de la cantidad. Suponiendo que el precio de un contrato de futuros en el momento de su vencimiento converge⁶ con el precio spot (de la mercadería física) futuro de la mercancía, las variables relevantes para las decisiones del especulador son el precio del contrato de futuros con un vencimiento determinado (FP), el precio spot (SP) de la mercancía, el precio al contado esperado (ESP), y el precio futuro esperado (EFP) hasta su vencimiento.

Los precios de los futuros reflejan las opiniones sobre la futura demanda y oferta de la mercancía, así como las diferencias entre los diversos mercados del mismo producto, en diferentes momentos en el tiempo. A su vez, la demanda y la oferta de opciones reflejan las opiniones referidas a los precios futuros. En ambos casos,

3 “La combinación de una opción de venta y una de compra se denomina ‘straddle’ en las bolsas americanas” (Smith 1922: 46).

4 La cobertura necesaria para llevar una posición con un corredor (*broker*) varía de acuerdo con el instrumento y el producto subyacente. Por ejemplo, en julio de 1922, Buckmaster & Moore dijo a Keynes: “Esperamos cubrir las siguientes proporciones para mantener intactas en todo momento las posiciones abiertas en su valor actual: divisas 20%, materias primas 30%, pago pleno en las opciones de compra. Nos contentamos con que no sólo los saldos de caja disponibles para su crédito y los valores depositados en nuestra firma (tomados a su valor corriente de mercado) cuenten para las proporciones de cobertura exigida sino también las ganancias de libros de su posición abierta.” (JMK Papers SE/2/2/25).

5 Ruper Trouton, quien en ese momento estaba en la firma de su corredor, Buckmaster & Moore explicó a Keynes en 1921 cómo funcionaban estas opciones (papeles JMK: SE/2/1/126-7).

6 “En un mercado perfecto sin costos de entrega en un lugar y una fecha dadas, el arbitraje debería obligar que a su vencimiento los precios de los futuros igualen a los precios de contado. De lo contrario se violaría la ley de un solo precio. Pero, en realidad, la entrega en los contratos de futuros no es gratuita y se complica por la existencia de grado, localización y opciones sobre los plazos de entrega” (Bose 2009: 20).

las “opiniones acerca de las opiniones” de los participantes en el mercado en cada momento son muy importantes.⁷

¿Cómo describe Keynes la formación de expectativas? ¿Cómo formaba él sus propias expectativas? ¿Cuál es el “comportamiento especulador” que explica mejor sus decisiones? ¿Cómo analizar la conducta de Keynes? Trataremos de abordar estas preguntas en las siguientes secciones.

Keynes, sobre la especulación

No existe un tratamiento sistemático acerca de la especulación en los trabajos de Keynes,⁸ por ello examinaremos sus puntos de vista analizando, en orden más o menos cronológico, las observaciones sobre este tema que se encuentran diseñadas en su escritos.

Podemos partir de las notas manuscritas para la preparación de sus *Lectures on the Stock Exchange* (1910)⁹, sobre las que Anna Carabelli (2002) ha atraído la atención y también ha realizado comentarios útiles e interesantes. Aquí Keynes cuida distinguir entre el juego y la especulación, aplicando el primer término a las situaciones en las que el riesgo no es calculable o no tiene una distribución normal, como el juego de la ruleta, y las situaciones en las que el riesgo es calculable y está distribuido normalmente, como los seguros de vida. El criterio de diferenciación se basa en la cantidad de conocimientos que el actor posee en ambos casos: “la posesión de un conocimiento superior es la distinción vital entre el especulador y el jugador” (Keynes 1910: 98).

El conocimiento superior confiere al especulador una ventaja sobre el mercado. Para Keynes esto no es relevante para medir el éxito comparativo en el juego y en la especulación, que puede depender de otros factores, sino para evaluar la naturaleza del comportamiento en ambos casos. A diferencia de la especulación, el juego no es racional porque no se basa en el conocimiento, a pesar de que un jugador a veces puede ganar y un especulador puede perder.

La siguiente pregunta es si este “conocimiento superior” permite al especulador predecir el curso futuro de los acontecimientos. Algunos pasajes de las *Lectures* parecen confirmarlo:

7 Como muy bien se ha dicho: “el especulador está más interesado en lo que la opinión promedio del mercado piensa, y en lo que la opinión promedio del mercado va a pensar acerca de la demanda de consumo dentro de tres meses, que en la demanda de consumo en sí” (Eastham 1939: 108-9).

8 Dardi y Gallegati (1992) han argumentado que el enfoque de Keynes sobre la especulación puede remontarse a Marshall. Por otro lado Carabelli y Lanteri (2011) sostienen que hay diversidad de comportamientos del tipo “curso de belleza”, es decir, que actúan sobre la base de la previsión de la opinión promedio, e insisten en la peculiaridad del enfoque de Keynes en el que el curso de belleza es un juego no cooperativo.

9 MSS, UA/6/3, Notebook, 8 Lectures on Finance Company and Stock Exchange, Lent Term 1910.

- “la especulación [es un] intento razonado de evaluar el futuro a partir de los datos actuales conocidos” (Keynes 1910: 95);
- “El especulador [es] una persona que trata de obtener un beneficio a través de su poder superior al normal de predecir el futuro” (Keynes 1910: 95);
- “La especulación consiste en el uso de una habilidad superior en pronosticar los cambios de valor para tomar ventaja de ellos, comprando y vendiendo” (Keynes 1910:100).

Este enfoque es similar a lo que hoy llamaríamos la “teoría de la previsión”, según la cual la evolución de los precios en los mercados de futuros no posee una tendencia clara y los beneficios se determinan por la capacidad de los especuladores para pronosticar los precios con mayor precisión (Lee y Zhang 2009).

La siguiente fase del pensamiento de Keynes –a medida que fue conociendo mejor el funcionamiento de los mercados– es el análisis de la especulación en futuros (monedas y materias primas) que presenta en su *The Forward Market in Foreign Exchanges* (“El Mercado a Término en Bolsas Extranjeras”, 1922), incorporado en el *Tract of Monetary Reform* (“Tratado de la reforma monetaria”, 1924) y en su artículo de 1923 *Some Aspects of Commodity Markets* (“Algunos aspectos de los mercados de materias primas”, CWK XII: 255-65). La cuestión del especulador como portador de riesgo se reitera en el *Treatise on Money* (“Tratado sobre el dinero”), donde ofreció una versión más refinada de su teoría.

El especulador no es un jugador, según Keynes, y, además, su capacidad para predecir el futuro a través de sus conocimientos superiores es mínima. No es “un profeta” (CWK XII: 260), sino más bien un portador de riesgo: “La función más importante del especulador en los mercados de futuros [es la de] un portador de riesgo ...” (CWK XII: 260).

Los beneficios constituyen la remuneración del especulador por asumir riesgos, no por su habilidad de predecir.

Y aquí encontramos la teoría de la situación normal de *backwardation* o *contango*, asociada con el nombre de Keynes, según la cual para obtener ganancias o los especuladores toman posiciones largas netas (*backwardation*) o los hedgers toman posiciones largas netas (*contango*). En el primer caso los precios futuros normalmente aumentan a lo largo de la duración de cada contrato, mientras que en el segundo, los precios de los futuros tenderán a caer. La teoría predice que los precios futuros tienen una tendencia al alza (*backwardation*) o a la baja (*contango*).

En la situación de *backwardation*, si los precios futuros son estimaciones sesgadas a la baja de los precios esperados, entonces deberían aumentar a medida que los contratos se acercan a su madurez. El exceso del precio spot esperado sobre el precio futuro disminuye a medida que el contrato de futuros se aproxima a su madurez, porque el riesgo de cambios no previstos en los precios se reduce con el tiempo, y lo mismo ocurre con las primas de riesgo que los *hedgers* están dispuestos a pagar a los especuladores. Suponiendo que los precios spot se mantienen constantes, los precios de los futuros deberían aumentar. El aumento de

precios, que es provocado por hedgers “largos” en el producto subyacente (esto es, con contratos de compra de futuros de materia prima) y “cortos” en los futuros de productos básicos, proporciona el incentivo a los especuladores para mantenerse “largos” en estos últimos.

En el caso de contango, si los precios futuros están sesgados hacia arriba respecto del precio esperado estimado, entonces deben caer a medida que los contratos alcanzan su madurez.

Suponiendo que el precio esperado (EP) a la fecha de estipulación de un contrato de futuros equivale, en promedio, al precio de contado de la fecha de madurez del contrato de futuros (FSP), es decir,

$$[1] \text{ EP} = \text{FSP}$$

Keynes define que: “la remuneración por asumir riesgos se mide por el promedio del exceso del precio de contado esperado a tres o seis meses, por lo tanto, [FSP] sobre el precio futuro hoy [FP] para entrega en tres o seis meses” (CWK XII: 263). En otras palabras,

$$[2] r = \text{FSP} - \text{FP}$$

Cuando la oferta y la demanda están equilibradas y no hay existencias redundantes ni escasez de oferta, FP está por debajo de SP [precio spot contemporáneo], es decir, la situación es de *backwardation*. De lo contrario, cuando hay existencias redundantes o abundancia de oferta, FP está por encima de SP, es decir, la situación es de *contango*. Es importante tener en cuenta la diferencia entre la base, que compara los precios de futuros con los precios spot contemporáneos, y la prima de riesgo, que es la diferencia entre los precios de futuros y los precios spot esperados en el futuro. Para los productos que se almacenan, los precios de los futuros deben exceder los precios al contado para compensar a los tenedores de los inventarios por los costos de almacenamiento. Sólo cuando las existencias caen por debajo del nivel esperado el precio al contado puede superar el precio futuro.

Así que si hay un *contango*, la prima de riesgo debe ser mayor que en la *backwardation* normal: “el elemento adicional de incertidumbre introducido por la existencia de stocks y la asunción adicional de riesgo que ello requiere significa que [el productor] tiene que pagar más de lo usual” (CWK V: 129). Entonces tenemos [3] $r = (\text{FSP} - \text{SP}) + (\text{SP} - \text{FP})$.

Las inversiones de Keynes en estaño y trigo

¿Cómo utilizó Keynes su conocimiento de los mercados de materias primas para realizar operaciones especulativas?. A continuación, examinaré sus inversiones en

dos productos, estaño y trigo, en dos intervalos temporales: 1924-26 para el estaño y 1937-38 para el trigo. Las operaciones de Keynes en estas dos materias primas fueron numerosas y cuantitativamente significativas, y por ende estos ejemplos son representativos de su comportamiento comercial.

Estaño

Desde 1877 el estaño se negoció en el mercado de Londres (London Metal Exchange, LME) a través de operaciones en efectivo, en futuros y en opciones comunes y dobles. Desde 1928 los futuros de estaño también se negociaron en la Bolsa Nacional de Metales de Nueva York (National Metal Exchange, Reitler 1931).

Keynes comenzó a especular con estaño en septiembre de 1921 y continuó hasta 1929, reduciendo su participación en la década de 1930; el estaño fue el principal producto de su cartera (medida por el valor de sus transacciones). Sus operaciones fueron especulativas, con fuerte peso de las opciones durante 1924-1925, como veremos a continuación.

El principal problema que Keynes enfrentó a lo largo de la década de 1920 fue la falta de datos fiables acerca de las existencias líquidas mundiales, disponibles para su uso inmediato. De hecho, en la década de 1920 la cantidad y calidad de la información sobre el mercado de estaño fue muy variable, debido principalmente a las grandes distancias entre sus centros de producción.

La mayor zona productora de estaño era el sudeste asiático, principalmente la Federación Malaya de Estados, bajo control británico, y las Indias Orientales Holandesas. Otra parte importante de la oferta provenía de Bolivia, mientras que China, Siam, Nigeria, Congo, Australia, India y Cornwall (Eastham 1939: 17-8) proveían cantidades menores. Desde la Revolución Industrial, el Reino Unido importó grandes volúmenes de este producto, pero luego de la Primera Guerra Mundial, Estados Unidos se convirtió en el principal importador de estaño.

Dado que la producción se localizaba tan lejos de los principales importadores, era muy difícil conocer cuál sería su precio cuando los barcos llegaran, meses después. Con la invención del telégrafo se establecieron líneas intercontinentales de comunicación y los comerciantes pudieron anticipar el momento de la llegada de una carga de metal, y vender a futuro para entregar en una fecha determinada, protegiéndose contra la caída de los precios durante el viaje.¹⁰

En la década de 1920 la tendencia del mercado de estaño estuvo dominada por el crecimiento paralelo pero desigual de la producción y del consumo. Las fluctuaciones de los precios fueron considerables y se atribuyeron a la extrema rigidez

10 “En 1869, la apertura del Canal de Suez redujo el tiempo de entrega del estaño de Malasia para que el plazo coincidiera con los tres meses para el cobre de Chile. Esto dio lugar al sistema único de LME de comercialización diaria de hasta tres meses a futuro, que todavía existe hoy” (ver <http://e-bursa.ro/burse-demarfuri-2/burse-marfuri-europa/london-metal-exchange-lme/>).

de la oferta y de la demanda, característica del mercado de este metal que Keynes observaba con frecuencia (por ejemplo, en CWK XII: 377 y 421).

Tras la crisis de la posguerra, el consumo creció más rápido que la producción y el aumento de precios culminó en el boom de 1925 y 1926, cuando el primero superó a la segunda. Durante seis meses, los precios se mantuvieron alrededor del pico alcanzado en octubre de 1926, pero en 1928 iniciaron una fuerte caída.

Cuando el consumo de estaño empezó a aumentar después de 1921, las grandes existencias en manos de un grupo de compañías radicadas en la Malasia Británica y las Indias Orientales Holandesas (“el acuerdo de Bandung”)¹¹ demoraron en adaptar la producción al aumento del consumo. Pocos años más tarde, en 1925, cuando el acuerdo de Bandung ya se había extinguido y los precios trepaban a niveles sin precedentes, los productores realizaron nuevas inversiones y adoptaron nuevas técnicas. Por ello, a pesar de la tendencia en alza de la demanda, la situación finalmente se invirtió en 1928, cuando la producción igualó al consumo y comenzaron a adoptarse nuevos esquemas de restricción (Eastham 1936). La caída de los precios se prolongó hasta finales de 1930.

Un error relativamente pequeño en las estimaciones de las existencias líquidas, que normalmente eran muy bajas (inferiores a un mes de consumo) podía generar pronósticos erróneos de la duración del exceso de stocks. Para tratar de evaluar los inventarios y de captar la tendencia del mercado en el largo plazo, Keynes se basaba en una amplia gama de fuentes de información, incluyendo artículos de revistas, cartas informales que le enviaba su corredor Buckmaster & Moore, y datos diversos derivados de la correspondencia privada con otras autoridades en este campo. Entre 1923 y 1926, Keynes adoptó como válidas las estadísticas de oferta “visible” reportadas por A. Strauss & Co. Sin embargo, a partir de 1925, empezó a dudar de esta fuente de información, porque no incluía un análisis preciso de la mercadería “visible” que estaba “a flote” (y por lo tanto no disponible para el consumo inmediato), y porque carecía de una estimación de las grandes acumulaciones de existencias en el sudeste asiático, o, al menos, de su tendencia. Por lo tanto, a partir de 1927, los Memorandos de Keynes toman como referencia las definiciones y estimaciones de la oferta visible elaboradas por la Bolsa de Metales de Londres, agregando sus propias evaluaciones, muy abundantes.

Un episodio que aumentó los esfuerzos de Keynes para perfeccionar su cálculo de los stocks fue la existencia de una situación de *backwardation* en el mercado del estaño luego de un largo período de *contango*, debido al superávit de inventarios que se extendió hasta el otoño de 1925. En ese momento Keynes comenzó a compartir la opinión general de “hambruna” de estaño en el muy largo plazo y a afirmar que el aumento de la producción de este metal era el menos probable en el futuro cercano (CWK XII: 359-60). Finalmente, se conocieron nuevos datos que progresivamente finalizaron el período de fuertes expectativas alcistas, y en 1928

11 Este fue un “plan diseñado para poner 19.000 toneladas de estaño fuera del mercado con el fin de elevar el precio a £ 240 por tonelada”. (Eastham 1936: 18).

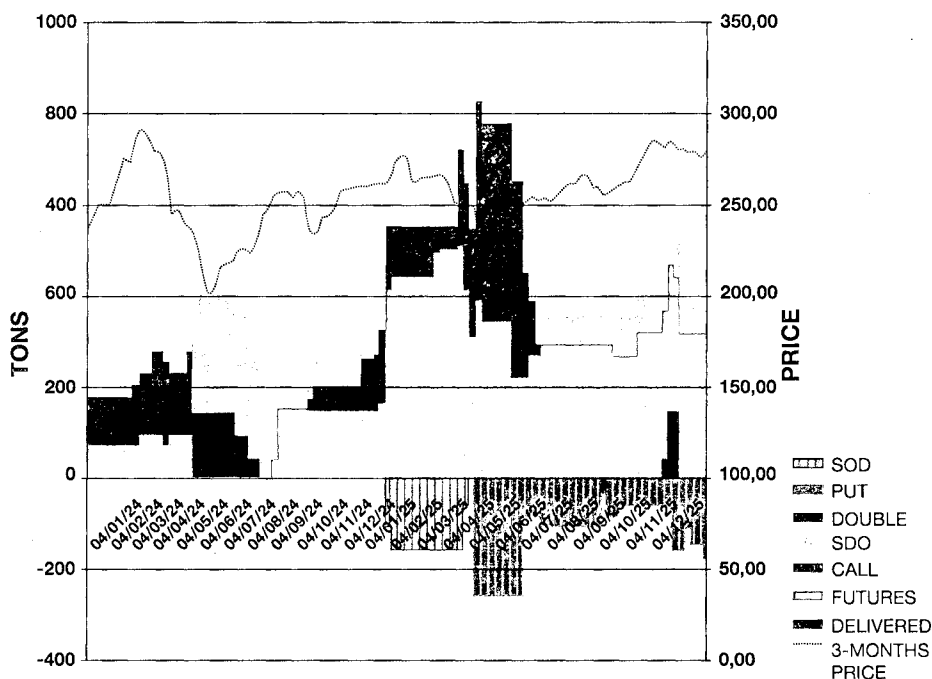


Gráfico 1: Cuentas de Interés Abierto* de Keynes. 1924-1925, semanal

*Interés abierto: consiste en el número total de contratos que todavía no han sido liquidados por compensación o entrega en contratos de futuros; para opciones de futuros, el interés abierto consiste en el número de opciones de compra o calls u opciones de venta o puts pendientes. N del T. Fuente: Center for Futures Education Inc, 2013. Fuente: Cavalli y Cristiano (2012).

la tendencia de los precios se había revertido totalmente.

Ahora examinemos más de cerca su comportamiento comercial en 1924-1925. El Gráfico 1 muestra la cuenta de Interés Abierto semanal de Keynes según sus libros de contabilidad, la fecha y el precio en que cada posición se abrió y se cerró, la cantidad comprada o vendida y el tipo de contrato. Para cada contrato de futuros el precio está expresado por tonelada, mientras que para las opciones el dato disponible es el precio de compra y el precio de ejercicio de la opción. El precio de los futuros típicos de tres meses se obtuvo de los archivos de Times on line, según lo registrado para cada viernes.

Keynes incrementó su posición en estaño a partir de marzo de 1924 con una serie de compras (opciones de compra, BDO y futuros). En mayo de 1925 el economista comenzó a participar en un grupo privado organizado con el propósito de evitar la caída de los precios. Por su correspondencia, sabemos que Oswald Falk, Trouton Rupert y Jack Budd (hijo de Cecil) formaban parte de ese grupo, y de los libros

contables se puede inferir que la participación de Keynes se prolongó hasta octubre de 1925, si bien es probable que el grupo se haya disuelto a finales de ese año.

El ciclo de inversión iniciado en marzo de 1924 generó grandes pérdidas, sólo parcialmente compensadas por el aumento de los precios que comenzó en agosto de ese mismo año. Aunque las pérdidas de la posición abierta en marzo superaron las £ 3.000 a principios del verano, Keynes mantuvo su posición larga prácticamente sin cambios hasta noviembre de 1924. Esta estrategia le permitió una recuperación sustancial antes de fin de año, cuando decidió aumentar su posición a un nivel sin precedentes. Sin embargo, el mayor riesgo asociado con esta posición ampliada, junto con la volatilidad de los precios, sugirió a Keynes (y probablemente a su agente de bolsa también) mayor prudencia al combinar compras de futuros con contratos de SOD. Posiblemente también como consecuencia de su preocupación por el nivel real de los inventarios, al agregar una serie de compras a lo largo de diciembre de 1924, cubrió cada nueva posición larga con una posición corta equivalente a la mitad de la cantidad comprada. Con el fin de cubrir el importe de los futuros comprados Keynes adquirió opciones y vendió SOD (a precio de descuento), opciones que finalmente ejerció en marzo de 1925. Sus expectativas de una tendencia al alza de los precios se vieron frustradas por los acontecimientos a corto plazo, pero las SOD fueron decisivas para limitar sus pérdidas. De hecho en marzo de 1925 el precio futuro del estaño resultó no sólo más bajo que en diciembre, sino inferior al precio de descuento en que se negociaron las SOD.

Cavalli y Cristiano, quienes analizaron las inversiones de Keynes en estaño durante el período 1921-30, hallaron que el economista obtuvo beneficios apreciables entre mayo y diciembre de 1925, en un contexto de constante aumento de los precios, posiblemente influidos por el propio grupo del que formaba parte. Luego sufrió algunas pérdidas menores durante una caída transitoria de los precios en el primer semestre de 1925. Por último, el subsiguiente período del auge que el mercado había estado esperando finalmente ocurrió, y los precios alcanzaron un máximo entre septiembre y octubre de 1926. Mientras tanto, favorecido por el período de *backwardation*, Keynes comenzó a realizar algunos de sus futuros y a acumular existencias de estaño en los almacenes certificados de la LME, trasladando parte de sus operaciones al mercado spot. Por medio de esta técnica, Keynes pudo extender el horizonte temporal de sus especulaciones más allá de los tres meses de un contrato estándar de futuros, con rendimientos considerables en la mayoría de los casos. Al final de este período crucial, las ganancias acumuladas de Keynes habían superado £ 17.000, principalmente gracias a los beneficios obtenidos durante el boom de 1926, pero, como los precios cayeron de su punto más alto, Keynes pronto comenzó a perder dinero (2012: 74).¹²

Podemos concluir, en base a nuestro análisis, que su especulación en estaño mostró una combinación de estrategias basadas en información “interna” y en su-

12 Hay que recordar la doble naturaleza del LME, que era a la vez un mercado de cobertura y de entrega física.

puestos acerca de los inventarios, en las que la cobertura de su posición en futuros, en producto físico y en el mercado de opciones, jugó un papel muy importante.

Trigo

A diferencia del estaño, el mercado de trigo se caracterizaba por la enorme cantidad de información a disposición de los operadores. Todas las estadísticas y datos relativos a los volúmenes de producción por país, las importaciones netas, las cantidades remanentes de la campaña previa, los envíos a todo el mundo, las diferentes calidades de trigo, incluso el clima y las condiciones del suelo en diferentes áreas, así como los informes sobre las perspectivas, análisis y pronósticos, eran publicados regularmente por numerosas instituciones. Así, según la información disponible, este mercado estaba cerca de ser “perfecto”, en el sentido de que todos los agentes involucrados -agricultores, comerciantes, propietarios de elevadores de granos, especuladores, e incluso los consumidores- podían tener acceso a la información necesaria para tomar sus decisiones.

Para Keynes, su fuente más importante de información fue George Broomhall de la *Corn Trade News*, una revista especializada que proporcionaba estadísticas, informes y pronósticos no sólo de la producción, transporte, y los precios del trigo, sino también del comercio de futuros. La segunda fuente importante de información, en particular para los mercados de América del Norte, eran los informes oficiales publicados por las principales instituciones estadounidenses y canadienses, mientras la tercera fuente consistía en información y sugerencias de un corresponsal estadounidense de Keynes, el banquero Walter Case.

El mercado de trigo mostró una gran volatilidad de precios en la época analizada. Tras aumentar entre 1921 y 1924, los precios se redujeron lentamente en la segunda mitad de la década de 1920, y cayeron agudamente en 1930, en correlato con la Gran Depresión (Cuadro 1; ver Foresti y Sanfilippo 2012).

Según Keynes, dos razones fundamentales dificultaban acoplar la demanda y la oferta en los mercados de trigo y, por lo tanto, mantener los precios estables: a) el exceso sistemático de la oferta sobre la demanda, y b) las fluctuaciones de la oferta. En su opinión, la primera derivaba de los subsidios y los aranceles aplicados por los gobiernos para sostener los precios internos del cereal y contrarrestar la caída del poder de compra de los productores y agricultores, y del estímulo para aumentar la producción resultante de los años ocasionales de precios altos. Cinco de cada siete veces, la sección “trigo” de los Memorandos se abre con el siguiente comentario: “El trigo es un producto desconcertante para el compilador de estadísticas comparativas de las existencias, porque es un cultivo estacional, procedente de muy diversas fuentes, y se cosecha en diferentes épocas del año. Al igual que en otros productos básicos, las estadísticas disponibles regularmente mes a mes son las de la oferta ‘visible’ en ‘segundas manos’, pero, debido a las grandes cantidades mantenidas en los campos y en otros lugares ‘fuera del alcance de la vista’ y de la

Año	Manitoba N°3	Arg. Rosafé	Australiano
1922-23	43.1	44.5	47.8
1923-24	43.5	44.1	46.8
1924-25	61.2	60.10	61.2
1925-26	55.3	54.7	57.9
1926-27	53.11	52.5	55.0
1927-28	50.8	49.6	52.4
1928-29	45.6	42.3	45.11
1929-30	45.2	40.3	43.6
1930-31	25.4	23.5	26.4
1931-32	24.10	23.8	26.3
1932-33	25.2	23.2	25.9
1933-34	24.6	19.5	23.10
1934-35	28.5	22.4	26.4
1935-36	30.5	28.9	30.2
1936-37	43.6	39.4	43.4
1937-38	41.10	38.2	37.7
1938-39	23.11	22.11	24.4

Cuadro 1: precios anuales promedio de trigo importado en el Reino Unido, 1922-1938 (en chelines por quarter de 480 lb) Fuente: De Heveys (1940:828)

irregularidad estacional de la oferta, estas cifras son moderadamente útiles en el caso del trigo.” (CWK XII, *passim*).

En los memorandums tercero, cuarto y quinto, la expresión “particularmente insatisfactorias” es sustituida por “moderadamente útiles” como señal de la creciente incertidumbre acerca del nivel de existencias.

La gran volatilidad de los precios hacían del trigo un mercado perfecto para la negociación de futuros, para ambos *hedgers* y especuladores.

Liverpool, Chicago y Winnipeg fueron los principales mercados en los que Keynes operó entre 1925 y 1935, diferentes no sólo por su ubicación geográfica sino también por otras características. Chicago y Winnipeg están localizados cerca de los grandes productores y exportadores de trigo. Por lo tanto, los contratos de futuros sobre estos mercados, aunque especificaban los términos de los contratos genéricos de trigo, se relacionaban con las cualidades específicas del cereal producido en América del Norte (en particular, trigo duro de invierno y de primavera en Chicago, trigo de Manitoba en Winnipeg). Por otra parte, estos dos mercados estaban dotados de sistemas de almacenamiento bien desarrollados (Santos 2006). En consecuencia, los costos de mantenimiento de las existencias eran importantes para determinar la diferencia entre los precios del producto físico y de los futuros en estos mercados. Por su parte, Liverpool era el puerto principal de arribo del trigo importado de todas partes del mundo, puerto obligado no sólo para los británicos, sino también para los importadores continentales. Este mercado no estaba equi-

pado con instalaciones de almacenamiento de gran capacidad, sino que se basaba en la afluencia de los productores durante todo el año (Working 1942). Entonces, la diferencia entre los precios spot y de futuros obedecía más a la sucesión de los arribos, y, por lo tanto, a las condiciones de producción, que a los costos de transporte del producto. La continuidad de las llegadas estaba garantizada por la sucesión de cosechas de los hemisferios sur y norte a lo largo del año, a partir de Australia en octubre, para concluir en septiembre en el Reino Unido. Cada mercado negociaba futuros de diversos vencimientos, que se correspondían con el momento de la cosecha y la entrega al mercado del trigo disponible.

Los libros de comercio que registraban las operaciones de Keynes en los futuros de trigo contienen datos desde el 30 de diciembre de 1924 al 3 de agosto de 1926, y desde el 17 de octubre de 1929 hasta el 9 de diciembre de 1935, con una brecha de tres años que no es fácil interpretar.

Su actividad se caracterizó en el primer ciclo de inversiones (1925-1926) por una serie de ventas en corto, en los mercados de Winnipeg y Chicago, que le reportaron algunas ganancias. Durante este período el mercado de trigo era bastante estable y podía preverse una ligera disminución de los precios, observando la acumulación creciente de existencias iniciada en noviembre de 1924, que se prolongó durante el primer semestre de 1925. (Ver CWK XII: 401).

En el segundo período (1929-1935) la estrategia de inversión de Keynes parece más compleja y sofisticada. Operaba al mismo tiempo en cuatro mercados (incluyendo Buenos Aires), adoptando una estrategia diferente de acuerdo a las condiciones específicas de cada uno de ellos (ver Foresti y Sanfilippo 2012). De hecho, al parecer, Keynes llevó a cabo tres tipos diferentes de comercialización, alternativamente: a) futuros largos (contratos de compra) de productos básicos, dirigidos a obtener la prima de riesgo normal; b) futuros largos de diferentes plazo, con mayor exposición cuando la prima era grande en relación al riesgo y viceversa (esta estrategia también puede implicar el cierre de una posición en un mercado específico y/o en determinada mercancía si la prima de riesgo era muy baja en comparación con otras inversiones); c) especulación pura y simple sobre diferenciales de los precios futuros, cuando Keynes consideraba que el mercado cometía un error (esta estrategia implica asumir una posición corta en lugar de una larga, o una cobertura larga con una posición corta en un mercado diferente, es decir, realizando un *straddle*). Un *straddle* es la combinación de dos posiciones opuestas en dos mercados distintos (y posiblemente dos fechas diferentes) con el fin de cerrar las posiciones simultáneamente especulando con la diferencia de precios. Una razón del especulador para participar en un *straddle* puede ser la menor volatilidad de los diferenciales de precios entre los dos mercados, en comparación con la volatilidad de los precios en ambos mercados.

Sólo a partir de 1935 (y al menos hasta 1937, según Fantacci, Marcuzzo y Sanfilippo 2010), se observa un predominio sistemático de las posiciones largas, es decir, compras de cantidades determinadas de trigo a plazos definidos y, cuando su madurez se aproximaba, eran prorrogadas para una fecha posterior.

Podemos concluir este análisis afirmando que la especulación de Keynes en metales -estaño cobre, plomo, barras de hierro dulce y caucho- incluía opciones simples y dobles, que ejercía la mayor parte del tiempo. Las opciones eran medios menos costosos que los futuros para realizar pronósticos sobre los precios en los mercados de futuro y al contado. Se debe recordar que la mitad de la cartera de Keynes se financiaba con dinero prestado, y por lo tanto, sus operaciones a plazo requerían márgenes mínimos del 20 por ciento, y como máximo 30.¹³ Sus pronósticos eran muy dependientes de la información sobre las existencias, “visibles” e “invisibles”, y de los acuerdos de producción prevalecientes (carteles, cuotas y acuerdos de restricción), de los que en ocasiones el mismo Keynes formó parte. En ambos aspectos Keynes se mantenía informado a través de su agente de bolsa, Buckmaster y Moore, y también confiaba en el consejo de sus amigos asociados a B & M, como Rupert Trouton y Oswald Falk quienes fueron sus asistentes en el Tesoro durante la Primera Guerra Mundial, y también actuaban en el comercio del estaño.

Keynes combinó diferentes estrategias de comercialización al especular en cultivos – además de trigo, también operó sobre maíz y algodón- donde las opciones no estaban disponibles en aquellos tiempos, basando sus decisiones en la abundante información que relevaba sobre la producción y las condiciones del mercado.

Un cambio de enfoque

En la *Teoría General*, capítulo 12, el análisis de Keynes acerca de la especulación se aparta de sus visiones previas, como se observa en las siguientes citas: “el término ‘especulación’ [es apropiado] para la actividad de prever la psicología del mercado” y se distingue de la empresa, definida como “la actividad de prever el rendimiento esperado de los activos por todo el tiempo que duren”. Y agrega: “A medida que la organización de los mercados de inversiones mejora, el riesgo del predominio de la especulación [...] se incrementa”(CWK VII: 158).

Así, la “especulación” ya no es un intento de medir el “rendimiento potencial”, sobre la base de ciertos fundamentos, sino una apuesta por un cambio “favorable en la base convencional de valoración” (CWK VII: 159). La base convencional es la opinión promedio del mercado, tal como se describe en el ejemplo del “concurso de belleza”, por lo tanto es el azar, como en el casino, lo que explica “el éxito obtenido en Wall Street”, más que la opinión informada.

En su discurso ante la reunión anual de la *National Mutual*, el 20 de febrero de 1938, Keynes hizo otro comentario en el mismo sentido: “los mercados especulativos [...] son gobernados por la duda más que por la convicción, por miedo más que por pronósticos, por los recuerdos de los últimos tiempos y no por la previsión de los que se aproximan” (CWK XII: 238).

Esto explica por qué la especulación no promueve la estabilidad de los precios

13 Sobre los márgenes requeridos antes de la crisis de 1929, véase Rappoport y White, 1994.

en esos mercados. A diferencia de la teoría de los mercados eficientes, según la cual comprando barato y vendiendo caro los especuladores elevan los precios bajos y empujan hacia abajo los precios elevados, Keynes señala la posible naturaleza desestabilizadora de la especulación, cuyos efectos pueden describirse como un aumento grande y repentino de las posiciones abiertas, sin relación con la nueva información acerca de los fundamentos de los mercados: los precios de futuros subirán si la demanda aumenta (mayor cantidad de posiciones largas) y bajarán si el incremento es en la oferta (más posiciones cortas). Así acumular posiciones largas netas en futuros (contratos de compra), constituye una apuesta de que los precios van a subir, lo que hace aumentar los precios de contado. Por el contrario, la acumulación de posiciones cortas haría caer los precios al contado.

En 1938, Keynes señaló que para cuatro productos (caucho, algodón, trigo y plomo) “que son representativos de las materias primas comercializadas en mercados competitivos, el rango del promedio *anual* de los precios durante la década anterior a 1938 fue del 67 por ciento. No es posible en tales condiciones la programación ordenada de la producción de materias primas ni de sus manufacturas” (CWK XXI: 459).

Para Keynes, la necesidad de regular los mercados de materias primas se había convertido en un imperativo en las vísperas del estallido de la II Guerra, pero esta postura también puede haber reflejado su cambio de opinión sobre la naturaleza de la especulación, surgida a partir de su experiencia como especulador.¹⁴

Aunque desde 1926 Keynes había abogado por el almacenamiento de los alimentos y las materias primas por parte de los gobiernos, no fue hasta 1938 en su artículo *The Policy of Government Storage of Foodstuffs and Raw Materials* (“La Política del Gobierno de almacenamiento de alimentos y materias primas”), que empezó a elaborar diversos esquemas de regímenes de existencias reguladoras, como medio para estabilizar los precios. A fines de 1941 Keynes estaba trabajando, plenamente comprometido, sobre un plan internacional de existencias de estabilización, llamado Control de Productos Básicos (Commodity Control), del que bosquejó nueve versiones entre enero de 1942 y febrero de 1943 (Hirai 2008).

El quinto proyecto contiene el plan de stocks de intervención que Keynes esperaba que se implementara, y proponía crear organismos internacionales (denominados “Controles de Materias Primas”), que se ocuparían de los distintos productos, estarían integrados por representantes de los principales países productores y consumidores, y gestionados por especialistas independientes. La tarea de cada organismo de control sería fijar el precio inicial básico de cada producto a un nivel que reflejara las condiciones existentes de oferta y demanda, y, posteriormente vendería o compraría a un precio comprendido en un rango en más o en menos del 10% del precio base, para que los precios se ajustaran si las existencias fueran inferiores o superiores a los objetivos fijados. La financiación necesaria para estas operaciones provendría del beneficio derivado de la diferencia entre los precios de

14 Véase la discusión sobre el esquema de existencias reguladoras en Fantacci et al (2012).

compra y venta, o, en su defecto, sería provista por acuerdos entre los bancos centrales o de sobregiros en la Unión Internacional de Compensación (CWK XXV: 190).

El principio fundamental de este plan era “combinar las ventajas de largo plazo de la libre competencia, con las ventajas de corto plazo que aseguren la realización constante y lenta de los cambios en la escala de producción y distribución, necesarios para responder a la evolución constante y lenta de las tendencias subyacentes” (CWK XXVII: 126).

Keynes afirmaba que los mecanismos de mercado no pueden lograr este objetivo de estabilidad porque:

“El sistema de competencia es, en su forma ideal, el mecanismo perfecto para asegurar el ajuste más rápido de la oferta o de la demanda a cualquier cambio de las condiciones, aunque sea transitorio, pero también es el mecanismo más despiadado, [...]. Si la demanda fluctúa, inmediatamente sobreviene una divergencia entre *el interés general* de conservar existencias de reserva y el curso de acción más ventajoso para *cada productor competitivo* actuando en forma independiente.” (CWK XXVII: 131, cursiva añadida)

La razón por la que los especuladores son incapaces de operar el mecanismo de ajuste lento y constantemente, generando un ambiente de precios estable, es que la ausencia de incentivos para comprar stocks excedentes en un mercado en baja, hace “más seguro y más rentable esperar una mayor disminución”, y las tenencias de stocks en el largo plazo por parte de los especuladores “sólo pueden ser puestas en acción en escala suficiente por una drástica caída de los precios que restringirá la producción sustancialmente y marcará un sendero de precios inferiores a cualquier costo normal de producción probable en el futuro” (ibid.: 132-3).¹⁵

Asimismo, como aumentar la oferta lleva cierto tiempo, los especuladores pueden actuar como factores de amplificación de la inestabilidad empujando los precios al alza y estimulando una “producción antieconómica y excesiva”.

Observaciones finales

En este trabajo he tratado de analizar la “familiaridad extremadamente amplia” de Keynes con el tema de los mercados organizados, procurando entender su práctica como especulador y la evolución de sus opiniones sobre la especulación, que finalmente lo llevaron a argumentar contra “la competencia sin restricciones” y a asumir una posición en favor de regular estos mercados.

Keynes basaba sus decisiones en la información disponible sobre cada mercado y producto, sopesando la calidad y confiabilidad de esa información a través del cálculo de los datos relevantes, del asesoramiento de expertos y de su propia evaluación de las condiciones del mercado y de las opiniones de otros participantes.

15 Este pasaje es reproducido textualmente del artículo 1938 (véase CWK XXI: 457).

La comprensión de la “psicología empresarial” se convirtió en un elemento cada vez más importante en su estrategia de inversión y en sus reflexiones sobre la especulación.

En la *Teoría General* dejó claro que en su opinión “las energías y habilidades del inversor y del especulador profesional no están ocupadas principalmente [...] en elaborar pronósticos superiores a largo plazo del rendimiento probable de una inversión durante toda su vida, sino en prever los cambios en la base convencional de valoración un corto tiempo antes que el público general” (CWK VII: 154).

La cubierta interior de un libro en el que Kahn llevó un registro de sus transacciones en la Bolsa de Valores llevaba un lema que Keynes le sugirió en 1934: “Los principios de la especulación bursátil exitosa se basan en el supuesto de que la gente continuará en el futuro cometiendo los mismos errores que ha cometido en el pasado” (RFK papeles 15/1).

Su propia filosofía como inversor parece haber cambiado en la década de 1930, a raíz de las grandes pérdidas que sufrió en el mercado de materias primas, de la crisis de 1929 y, posiblemente, de su progreso en sus nuevos desarrollos teóricos que culminaron en la *Teoría General*. El rol de la opinión informada acerca de los datos pertinentes lo llevó a evaluar los sentimientos de los mercados, sus convenciones y su comportamiento de rebaño. En el límite, la capacidad del especulador descansaba, para Keynes, en su juicio individual, en oposición a la visión promedio del mercado: “Mi principio central para invertir” -explicó en 1944 a un banquero crítico de sus sugerencias sobre la gestión de las finanzas de Eton- “es ir en contra la opinión general, sobre la base de que si todos están de acuerdo acerca de sus méritos, la inversión es inevitablemente demasiado cara y poco atractiva” (CWK XII: 111).

En el caso de los mercados de materias primas, que tuvieron un importante rol en sostener o deprimir la demanda efectiva mundial, Keynes se preocupó cada vez más por el efecto de las opiniones de los mercados, adversas o excesivamente optimistas, y por las graves consecuencias de confiar en ellos para garantizar el buen funcionamiento del sistema económico. Con la explosión de la burbuja de los productos básicos¹⁶ es hora de que esta idea de Keynes de limitar la especulación, entre muchas otras que resultan relevantes en la crisis actual, se tome en serio y se actúe en consecuencia.

16 Un informe de Standard & Poors (S & P) de 22 páginas, publicado el 1 de junio de 2011, titulado *The potential risk of China's large and growing presence in commodities markets*, advierte que los precios record de estas mercancías pueden representar una burbuja insostenible, sujeta a corrección súbita, sobre todo si la economía china se ve afectada por una importante desaceleración o recesión.

RESUMEN

Marcuzzo analiza el amplio conocimiento teórico y práctico de Keynes acerca de los mercados organizados, como un modo de entender su comportamiento como especulador y la evolución de su pensamiento acerca de la especulación, que eventualmente lo llevó a argumentar contra la "competencia sin restricciones" y a posiciones favorables a regular los mercados de materias primas.

Keynes se basó para tomar sus decisiones en la información relativa a cada mercado individual y a cada producto, sopesando la calidad y confiabilidad de la información disponible a través del cálculo de los datos relevantes, del asesoramiento de expertos, y de su propio análisis de las condiciones del mercado, así como de la opinión de otros participantes. La comprensión de la "psicología de los negocios" devino un elemento de importancia creciente en sus estrategias de inversión y en sus opiniones sobre la especulación.

Su propia filosofía como inversor parece haber cambiado a comienzos de la década de 1930, luego de las fuertes pérdidas que sufrió en el mercado de materias primas, del crac de 1929 y de los posibles progresos en sus nuevos desarrollos teóricos que culminaron con la Teoría General. El rol de la opinión informada acerca de los datos relevantes abrió paso para analizar los sentimientos de los mercados, las convenciones y los comportamientos de rebaño. Finalmente, la habilidad del especulador consiste, para Keynes, en su juicio individual, en oposición a la visión promedio del mercado. En el caso de las materias primas, que jugaron un rol importante en sostener o deprimir el nivel de demanda efectiva en todo el mundo, Keynes se preocupó cada vez más acerca del efecto de las opiniones adversas o demasiado optimistas de los operadores, y se volvió cada vez más aprensivo de las consecuencias de confiar en los mercados para asegurar el funcionamiento aceitado del sistema económico.

Palabras clave: materias primas, Keynes, mercados, especulación

ABSTRACT

In her paper Marcuzzo analyses Keynes's 'extremely wide practical acquaintance' with organized market as a way to understand his practice as speculator and his evolving views on speculation which eventually led him to argue against 'unfettered competition' and in favour of regulation of commodity markets.

He relied heavily on information relative to each individual market and commodity, weighing up the quality and reliability of that information through calculation of the relevant data, the advice of experts, and his own assessment of market conditions and of other participants' opinions. The grasp of 'business psychology' became an increasing important element both in his investment strategy and in his views on speculation.

His own investment philosophy seems to have changed in the early 1930s, following heavy losses in the commodity market, the 1929 crash and possibly progress in his new theoretical developments which culminated in the General Theory. The role of informed opinion about the relevant data gave way to evaluation of market sentiment, conventions and herd behaviour. In the end the ability of the speculator rested, for Keynes, on individual judgment, as opposed to the average market view. In the case of the commodity markets, which played an important role in sustaining or depressing the level of effective demand worldwide, Keynes became increasingly worried about the effect of adverse or excessively optimistic market opinions and ever more apprehensive of the dire consequences of trusting them to ensure the smooth working of the economic system.

Key words: commodities, Keynes, markets, speculation

Referencias

- Bose, S. (2009) 'The Role of Futures Market in Aggravating Commodity Price Inflation and the Future of Commodity Futures in India', *Money and Finance*, 4 (1): 1-28.
- Carabelli, A. (2002) 'Speculation and Reasonableness: A Non-Bayesian Theory of Rationality', in S. Dow y J. Hillard (eds), *Keynes, Uncertainty and the Global Economy: Beyond Keynes*, Vol. II, 165-85, Aldershot: Edward Elgar.
- Carabelli, A. y Lanteri, A. (2011) 'Beauty Contested. How much of Keynes' Remains in Behavioural Economics' Beauty Contests?', *European Journal of the History of Economic Thought*, 18 (2): 269-86.
- Cavalli, N. y Cristiano, C. (2012) 'Keynes's Speculation in the London Tin Market: 1921-1930', en Marcuzzo, Maria Cristina, ed., *Speculation and regulation in commodity markets: The Keynesian approach in theory and practice*, Dipartimento di Scienze Statistiche, Rapporto Tecnico N. 21, 2012, Università di Roma La Sapienza, pp. 57-77.
- Chambers, D. y Dimson, E. (2012) 'Keynes the Stock Market Investor', Social Science Research Network Working Paper, available online at: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2023011> (accessed 27 October 2012).
- Dardi, M. y Gallegati, M. (1992), 'Alfred Marshall on Speculation', *History of Political Economy*, 24 (3): 571-94.
- De Hevesy, P. (1940), *World Wheat Planning and Economic Planning in General*, London: Oxford University Press.
- Eastham, J.K. (1936) 'Rationalisation in the Tin Industry', *Review of Economic Studies*, 4: 13-32.
- Eastham, J.K. (1939), 'Commodity Stocks and Prices', *Review of Economic Studies*, 6: 100-10.
- Fantacci, L., Marcuzzo, M.C., y Sanfilippo, E. (2010) 'Speculation in Commodities: Keynes' "Practical Acquaintance" with Future Markets', *Journal for the History of Economic Thought*, 32 (3): 397-418.
- Fantacci, L., Marcuzzo, M.C., Rosselli, A., y Sanfilippo, E. (2012) 'Speculation and Buffer Stocks: The Legacy of Keynes and Kahn', *The European Journal of the History of Economic Thought*, 19 (3): 453-73.
- Foresti, T. y Sanfilippo, E. (2012) 'An Analysis of Keynes's Investments in the Wheat Futures Market: 1925-1935', en Marcuzzo, Maria Cristina, ed., op. cit, pp. pp. 79-106.
- Keynes, J.M. (1971-1989) *The Collected Writings of John Maynard Keynes* (CWK), Managing Editors E. A. G. Robinson and D. Moggridge, London: Macmillan.

- CWK V. *A Treatise on Money. Part 1. The Pure Theory of Money.*
- CWK VI. *A Treatise on Money. Part 2. The Applied Theory of Money.*
- CWK VII. *The General Theory of Employment, Interest and Money.*
- CWK XII. *Economic Articles and Correspondence, Investment and Editorial.*
- CWK XIII. *The General Theory and After. Part 1. Preparation.*
- CWK XXI. *Activities 1931-1939. World Crisis and Policies in Britain and America.*
- CWK XXV. *Activities 1940-1944. Shaping the Post-War World: The Clearing Union.*
- CWK XXVII. *Activities 1940-1946. Shaping the Post-War World: Employment and Commodities.*
- Keynes, J.M. (1910) *Lectures on the Stock Exchange*, 8 Lectures on Company Finance and Stock Exchange, Lent Term 1910, MSS, UA/6/3, Notebook.
- Keynes, J.M. (1923) 'Some Aspects of Commodity Markets', *The Manchester Guardian Commercial, European Reconstruction Series*, Section 13, 29 March, as reprinted in CWK XII, 255-66.
- Keynes, J.M. (1923-30) *Special Memoranda on Stocks of Staple Commodities*, London and Cambridge Economic Service, en CWK XII, 267-647.
- Hirai, T. (2008), 'Aimed at the Stabilisation of Commodity Prices. Keynes's Hopes Betrayed and the Transmutation Process of the International Control Scheme', presentado en 13th Annual Conference of the European Society for the History of Economic Thought (ESHET) on *Technical change and economic analysis*, Thessaloniki, University of Macedonia, Grecia, 23-26 April 2009.
- Lee, J.W. and Zhang, Y. (2009) 'Evidence on Normal Backwardation and Forecasting Theory in Futures Markets', *Journal of Derivatives & Hedge Funds*, 15 (2): 158-70.
- Reitler, I. (1931) 'The Metal Exchange', *Annals of the American Academy of Political and Social Science*, 155 (1): 127-32.
- Rappoport, P. y White, E. (1994) 'Was the Crash of 1929 Expected?', *The American Economic Review*, 84 (1): 271-81.
- Santos, J. (2006) 'Going against the Grain: Why Did Wheat Marketing in the United States and Canada Evolve So Differently?' *Business and Economic History (On-Line)*, 4: 1-21.
- Sigl-Grüb, C. and Schiereck, D. (2010) 'Returns to Speculators in Commodity Futures Markets: A Comprehensive Revisit', *International Research Journal of Finance and Economics*, 44: 44-73.
- Smith, J.G. (1922) *Organized Produce Market*, New York: Longmans and Green.
- Stewart B. (1949), *An Analysis of Speculative Trading in Grain Futures*, Technical Bulletin, no. 1001, US Department of Agriculture Commodity Exchange Authority, Washington, D.C. Working, H. (1942) 'Quotations on Commodity Futures as Price Forecasts', *Econometrica*, 10 (1): 39-52.