کیمیاگری اقتصادی
جورج سوروس

تحلیلی ژرف از هنر سرمایه‌گذاری و تفکر مالی، با نگرشی نوین بر بازارها و اقتصاد جهانی

ترجمه ای از امیرحسین دادبین



کیمیاگری اقتصادی

نویسنده: جورج سوروس

مترجم: امیرحسین دادبین

قدردانی

افراد زیادی در مراحل مختلف تکمیل این دست‌نوشته به من یاری رسانده‌اند. تعدادی از آن‌ها بخش‌هایی یا حتی کل دست‌نوشته را مطالعه کرده‌اند و با نظرات و انتقادات خود به من در بهبود آن کمک کرده‌اند. تعدادشان آن‌قدر زیاد است که نام بردن از تک‌تک آن‌ها ممکن نیست، اما مایلم از همه آن‌ها به خاطر حمایت و انتقادات سازنده‌شان تشکر کنم.

به‌ویژه، از **بایرون وین** سپاسگزارم که فراتر از انتظار، در سه مرحله مختلف دست‌نوشته را مطالعه و بازخوردهای ارزشمندی ارائه کرد. همچنین قدردان کمک‌های ویژه **آنتونیو فُگلیا** هستم که گرافیک‌های مرتبط با آزمایش‌های زمان واقعی را فراهم کرد. **لری چیا** نیز اعداد و اطلاعات لازم را در اختیار من قرار داد.

علاوه بر این، می‌خواهم از تیمی که در طول آزمایش به عملکرد **Quantum Fund** کمک کردند، تشکر کنم: **بیل ارمن**، **گری گلدستین**، **تام لارکین**، **رابرت میلر**، **استیون اوکین**، **جو اوروفینو**، **استیون پلنت**، **آلن رافائل** و **آن استایرز**.

قدردانی.....3
پیش‌گفتار.....8
مقدمه مترجم.....20
معرفی 21
نظریه 42
نظریه بازتاب‌پذیری.....43
مشکل درک ناقص.....48
دو مجموعه مشکل مرتبط 49
دو نقش متداخل تفکر فعالان 50
چالش‌های درک کامل در علوم اجتماعی.....51
تأثیر محدودیت‌های علمی بر علوم اجتماعی.....53
چالش‌های علم اجتماعی و نیاز به بازنگری روش‌ها 53
سوگیری شرکت‌کنندگان.....57
مفهوم بازتابی‌گری.....59
بازتابی‌گری در مقابل تعادل 64
بازتابندگی در بازار سهام 68
دلیل وجود تراست‌های رهنی.....85

تاریخچه گزارش من.....90
بازتابی در بازار ارز 98
چرخه‌های اعتباری و مقررات مالی 114
یادداشت: دسامبر ۱۹۸۶ 122
چشم‌انداز تاریخی 124
مشکل بدهی بین‌المللی 125
دایره امپریالیستی ریگان 156
تکامل سیستم بانکی.....172
"اولیگاپولی" آمریکا.....189
یادداشت دسامبر ۱۹۸۶.....205
مرحله ۱: اوت ۱۹۸۵-دسامبر ۱۹۸۵ 219
آغاز آزمایش: یکشنبه، ۱۸ اوت ۱۹۸۵ 219
دوشنبه، ۹ سپتامبر ۱۹۸۵.....229
شنبه، ۲۸ سپتامبر ۱۹۸۵.....235
یکشنبه، ۲۰ اکتبر ۱۹۸۵.....244
شنبه، ۲ نوامبر ۱۹۸۵.....247
شنبه ۹ نوامبر ۱۹۸۵ 253
شنبه ۲۳ نوامبر ۱۹۸۵.....256
پایان مرحله ۱: یکشنبه، ۸ دسامبر ۱۹۸۵ 261
یادداشت: دوشنبه شب، ۹ دسامبر ۱۹۸۵.....281
دوره کنترل: ژانویه ۱۹۸۶-ژوئیه ۱۹۸۶.....292
شنبه، ۱۱ ژانویه ۱۹۸۶.....292
صبح سه‌شنبه، ۲۱ ژانویه ۱۹۸۶ 299
شنبه، ۲۲ فوریه ۱۹۸۶ 304
پنجشنبه، ۲۷ مارس ۱۹۸۶ 307

یکشنبه، ۶ آوریل ۱۹۸۶ 313
چهارشنبه، ۹ آوریل ۱۹۸۶ 330
چهارشنبه، ۲۱ مه ۱۹۸۶ 334
دوشنبه، ۲۱ ژوئیه ۱۹۸۶: پایان دوره کنترل 336
مرحله ۲: ژوئیه ۱۹۸۶-نوامبر ۱۹۸۶ 351
دوشنبه، ۲۱ ژوئیه ۱۹۸۶ 351
دوشنبه شب، ۲۸ ژوئیه ۱۹۸۶ 356
پنجشنبه شب، ۳۱ ژوئیه ۱۹۸۶ 358
دوشنبه شب، ۴ اوت ۱۹۸۶ 361
شنبه، ۹ اوت ۱۹۸۶ 363
دوشنبه شب، ۱۸ اوت ۱۹۸۶ 368
دوشنبه، ۸ سپتامبر ۱۹۸۶ 371
صبح پنجشنبه، ۱۱ سپتامبر ۱۹۸۶ 382
شنبه، ۱۳ سپتامبر ۱۹۸۶ 383
یکشنبه، ۲۸ سپتامبر ۱۹۸۶ 386
چهارشنبه شب: ۱ اکتبر ۱۹۸۶ 394
چهارشنبه، ۲۲ اکتبر ۱۹۸۶ 395
شنبه، ۲۵ اکتبر ۱۹۸۶ 402
شنبه، ۱ نوامبر ۱۹۸۶ 405
شنبه، ۸ نوامبر ۱۹۸۶ 410
نتیجه‌گیری: نوامبر ۱۹۸۶ 423
یادداشت: ۲۹ دسامبر ۱۹۸۶ 432
یادداشت: فوریه ۱۹۸۷ 433
ارزیابی 440
دامنه کیمیاگری مالی: ارزیابی آزمایش 441

معضل علوم اجتماعی 454
نسخه 461
بازارهای آزاد در مقابل مقررات..... 462
به سوی یک بانک مرکزی بین‌المللی..... 468
قسمت‌های اضافی و مشکلات ناشی از ناپایداری .. 474
نرخ‌های ارز..... 475
بدهی بین‌المللی 478
نفت..... 484
طرح ذخیره‌سازی بین‌المللی برای نفت 485
یک ارز بین‌المللی 492
پارادوکس اصلاحات سیستمی..... 497
سقوط سال ۱۹۸۷..... 504
اپیلاگ..... 525
یادداشت‌ها..... 534
ضمائم 537
چشم‌انداز فروپاشی اروپا..... 538

پیش‌گفتار

احتمال موفقیت جورج سوروس در دستیابی به رکورد سرمایه‌گذاری‌هایش به‌عنوان مدیر **Quantum Fund**[1] از سال 1968 تا 1993، چهارصد و هفتاد و سه میلیون به یک است. این رکورد بی‌نظیر، قوی‌ترین رد برای نظریه **Random Walk**[2] یا فرضیه‌ی پیاده‌روی تصادفی است.

به‌عنوان یک معامله‌گر که در نیمه‌ی دوم دهه 1970 و دهه 1980 به بلوغ رسیدم، کتاب **کیمیاگری اقتصادی** برای من انقلابی بود. به یاد دارم که این دوره زمانی بود که پیروی از روندها و استفاده از اندیکاتورها در سرمایه‌گذاری به شدت محبوب شده بود. زمانی که **تحلیل تکنیکال** (مطالعه‌ی حرکات قیمت به‌عنوان ابزاری برای پیش‌بینی) در اوج خود قرار داشت. معامله‌گران هم‌نسل من خود را با نمودارها و گرافیک‌های تولیدشده توسط کامپیوتر مجهز کرده بودند تا بتوانند پیش‌بینی کنند قیمت‌ها به کدام سمت حرکت می‌کند. ما روزها و روزها در مقابل نمایشگرها می‌نشستیم و از نورهای چشمک‌زن و اعداد در حال تغییر که در هارمونی‌ای پرشور از اطلاعات اضافه، به هم می‌پیچیدند، حیرت‌زده بودیم. با وجود نظریه **امواج الیوت**، یک

---

[1] صندوق سرمایه‌گذاری مشهوری که توسط جورج سوروس مدیریت می‌شد.

[2] فرضیه‌ای در اقتصاد که بیان می‌کند قیمت‌های بازار تصادفی تغییر می‌کنند و غیرقابل پیش‌بینی هستند.

چارچوب فکری برای درک رویدادهای اجتماعی، سیاسی و اقتصادی به‌طور قابل‌توجهی به فراموشی سپرده شده بود؛ و به‌جای آن تنها اطمینان از این‌که بخشی از این روند سریع هستیم، اهمیت داشت.

کتاب **کیمیاگری اقتصادی** برای من مثل نوری در تاریکی بود. این کتاب کمک کرد تا یک گام بزرگ به جلو بردارم؛ البته با عقب رفتن و بررسی دوباره‌ی رویدادهایی که پیچیده و گاه گمراه‌کننده به نظر می‌رسیدند. در دوره‌ای که سرمایه‌گذاران پول زیادی از رویدادهای مهم کسب می‌کردند – از فشاری که برادران هانت در سال 1979 به بازار نقره وارد کردند تا تصاحب **RJR Nabisco**[3] توسط **KKR**[4] در سال 1989 – نظریه **Reflexivity** یا نظریه بازتابندگی سوروس، اولین تلاش مدرن و غیرفنی برای توضیح و پیش‌بینی تعاملات دینامیک میان فعالان بازار بود. این یکی از مهم‌ترین نقاط درخشان این کتاب است. کتاب به شکلی هوشمندانه دینامیک مسیر بین نقاط ارزیابی افراطی و تعادل در بازار را شرح می‌دهد، که این موضوع برای سرمایه‌گذار عادی بسیار مهم است. چندین بار پیش آمده که درست در نزدیکی پایین‌ترین یا بالاترین نقطه یک حرکت بزرگ بازار، خرید یا فروش کرده‌ایم؟ اما به دلیل عدم درک صحیح از مسیر حرکات بزرگ قیمت، توان ماندگاری ما در این موقعیت‌ها

---

[3] یک شرکت بزرگ آمریکایی که در دهه 1980 توسط KKR خریداری شد.

[4] یک شرکت بزرگ مدیریت سرمایه‌گذاری

ضعیف بوده (همچنین بازدهی ما). سوروس با ارائه بینشی عمیق از این مسیر، اعتماد بیشتری به سرمایه‌گذاری‌های ما می‌دهد. این اعتماد، 70 درصد از هر استراتژی سرمایه‌گذاری موفق را تشکیل می‌دهد.

وقتی که در دوره‌های ضرر قرار می‌گیرم – که اجتناب‌ناپذیر است و هر سرمایه‌گذاری آن را تجربه می‌کند – دوباره به سراغ کتاب **کیمیاگری اقتصادی** می‌روم و به کمپین‌های معاملاتی آقای سوروس نگاه می‌کنم. مطالعه‌ی نحوه‌ی مقابله‌ی او با مشکلات، آموزش بسیار ارزشمندی است برای غلبه بر الگوهای منفی‌ای که گاه سرمایه‌گذاران را گرفتار می‌کند. موفقیت، مسری است و این کتاب مملو از مثال‌هایی از رفتارهای معاملاتی است که همه دوست دارند آن‌ها را تقلید کنند. مهم‌تر از همه، هوش بالای آقای سوروس به او اعتماد به نفس و قوت قلبی می‌دهد که حتی در دوران‌های سخت به موقعیت‌های خود پایبند بماند. به این ترتیب، **کیمیاگری اقتصادی** به کتابی مشابه **خاطرات یک معامله‌گر بورس** اثر **ادوین لفلور** تبدیل شده است که به‌عنوان راهنمایی بی‌زمان برای سرمایه‌گذاری در بازار شناخته می‌شود. به همین دلیل است که باید همیشه به سوروس توجه داشت!

در فیلم **پتُن**، صحنه‌ای وجود دارد که در دوران جنگ جهانی دوم، ژنرال آمریکایی **جورج اس. پتُن** هفته‌ها به مطالعه‌ی نوشته‌های دشمن آلمانی‌اش، مارشال میدان **اروین رومل** پرداخته بود. او سرانجام در نبردی حماسی در تونس، رومل را شکست می‌دهد. پتُن با غرور از مقر فرماندهی‌اش به میدان

نبرد نگاه می‌کند و با لحن پیروزمندانه می‌گوید: "رومل، تو احمق بزرگ! من کتاب تو را خواندم!"

کیمیاگری اقتصادی همچنین یک تاریخچه‌ی اقتصادی و سیاسی برجسته از زمان‌های اخیر ارائه می‌دهد. از ارائه‌ی نادانسته‌ی راه‌حلی برای بحران **پس‌انداز و وام** در ایالات متحده شش سال قبل (صفحه 124) تا پیش‌بینی سقوط بازار سهام در سال 1987 دو سال قبل از وقوع آن (صفحه 181)، سوروس خود را به‌عنوان یکی از بزرگ‌ترین بینندگان بازار زمانه‌ی ما نشان داده است.

شاید تاریخ، آقای سوروس را به‌عنوان معامله‌گری به یاد آورد که در سال 1992 به **بانک انگلستان** حمله کرد و مردم انگلیس را از رکود نجات داد. داستان موفقیت یک میلیارد دلاری او به قدری جذاب است که نمی‌توان از آن چشم‌پوشی کرد. خود آقای سوروس احتمالاً دوست دارد به‌عنوان یک اقتصاددان بزرگ یا حتی یک دانشمند شناخته شود. اما من او را به دلیل چیزی به‌یاد خواهم آورد که کمتر از آن تقدیر شده است؛ این‌که او کسی است که واقعاً به وضعیت بشر اهمیت می‌دهد و سعی در بهبود آن دارد. تلاش‌های خیرخواهانه‌ی فراوان او، او را به یکی از بزرگ‌ترین خیرین تاریخ تبدیل کرده است. حتی امروز، در سن 62 سالگی، او با انرژی و اخلاق کاریِ یک جوان که تازه در مسیر موفقیت قدم گذاشته، فعالیت‌های شش بنیاد خود را هدایت می‌کند و روزهای 18 ساعته‌ای را دور از خانه برای اهداف خود کار می‌کند. او فقط چک نمی‌نویسد – کاری که هر

ثروتمندی می‌تواند انجام دهد – بلکه خود را در پروژه‌ها به طور عمیق درگیر می‌کند و به‌طور مستقیم کیفیت زندگی کسانی را که کمتر خوش‌شانس هستند، بهبود می‌بخشد. این واقعاً نشانگر بزرگی اوست.

هفت سال از انتشار نخستین نسخه کتاب «کیمیاگری اقتصادی» گذشته است و در این مدت بسیار پربار بوده است. صندوق سرمایه‌گذاری من، یعنی «صندوق کوانتوم»، همچنان به شکوفایی ادامه می‌دهد و سهامداران آن در این مدت به طور میانگین سالانه ۳۵.۸ درصد سود کسب کرده‌اند؛ حتی با وجود بحران مالی سال ۱۹۸۷. در این مدت، ما چندین صندوق زیرمجموعه جدید ایجاد کردیم که برخی از آن‌ها از «مرغ تخم‌طلای» اصلی هم عملکرد بهتری داشته‌اند. از سال ۱۹۸۹، تصمیم گرفتیم بخشی از درآمد خود را به سهامداران توزیع کنیم، چه به‌صورت نقدی و چه از طریق سهام این صندوق‌های جدید. در حال حاضر، ما هفت صندوق سرمایه‌گذاری با مجموع دارایی بیش از ۱۰ میلیارد دلار را مدیریت می‌کنیم.

به تدریج نقش فعال من در مدیریت صندوق‌ها کمتر شد. خوش‌شانس بودم که از طریق کتاب «کیمیاگری اقتصادی» با **استنلی دراکن‌میلر** آشنا شدم. او در آن زمان یک صندوق سرمایه‌گذاری دیگر را اداره می‌کرد و به دلیل علاقه‌اش به کتاب من، با من تماس گرفت. ما شروع به گفتگو کردیم و سرانجام او به شرکت من پیوست. ابتدا، احساس می‌کرد که کار کردن با من دشوار است. هرچند اختیارات زیادی به او داده بودم، اما به

خاطر حضور من، احساس می‌کرد که عملکردش در شرکت جدید ضعیف‌تر از دوران قبل از پیوستن به ماست. خوشبختانه، من به تدریج درگیر فرآیند انقلابی سقوط کمونیسم شدم و تمرکزم بر روی فعالیت‌های بنیادها در جهان کمونیستی بیشتر شد. این باعث شد که سفرهای متعددی به مناطقی داشته باشم که ارتباطات در آن‌ها بسیار ضعیف بود. در تابستان ۱۹۸۹، به استن گفتم که مدیریت کامل صندوق را به عهده بگیرد. از آن زمان به بعد، هیچ مشکلی نداشتیم.

نقش من به مربی تبدیل شد و او نیز به رقیب. عملکرد کلی ما بهبود یافت و وارد دوره‌ای از رشد پایدار شدیم. طی سه سال گذشته، هر سال بیش از ۵۰ درصد رشد داشتیم. با توجه به اندازه‌ی بزرگ صندوق‌ها، این موفقیت‌ها استثنایی بود. دراکن‌میلر نه تنها مدیر بسیار خوبی است، بلکه یک شریک عالی نیز هست. تحت مدیریت او، ما توانستیم تیم مدیریت خود را گسترش دهیم و تقویت کنیم. نتیجه‌ی این همکاری، بهبود چشمگیر در عمق و توانایی مدیریت ما بود. به این ترتیب، شکوفایی در فعالیت‌های خیریه‌ام نیز منعکس شد و کسب‌وکارم نیز رشد یافت. این توسعه به من امکان داد که شبکه بنیادهایم را با سرعت بیشتری گسترش دهم.

مشارکت من در سقوط کمونیسم داستان دیگری است که باید در جایی دیگر به تفصیل روایت شود. در واقع، دو کتاب در این زمینه نوشته‌ام: «انقلاب در سیستم شوروی» در سال ۱۹۳۰ و «تضمین دموکراسی» در سال ۱۹۹۱. نکته‌ای که باید بیان کنم این

است که همان فلسفه‌ای که در فعالیت‌های خیریه‌ام در اروپا شرقی به کار بردم، در بازارهای مالی نیز استفاده کرده‌ام. همان‌طور که در ادامه خواهید خواند، من تحولات در بازارهای مالی را به‌عنوان یک فرآیند تاریخی در نظر می‌گیرم. این امر باعث شد نظریه من به‌خوبی برای یک فرآیند تاریخی مانند سقوط کمونیسم نیز قابل اعمال باشد. من این نظریه را به کار بستم و این به من کمک کرد که رویدادها را بهتر از بسیاری دیگر پیش‌بینی کنم. بین فرآیند رونق و رکود در بازارهای مالی و صعود و سقوط سیستم شوروی، شباهت‌های زیادی وجود دارد.

با این حال، جالب است که من به خاطر فعالیت‌هایم در اروپا شرقی مشهور نشدم، بلکه به دلیل سودی که در جریان خروج بریتانیا از «مکانیزم نرخ ارز» در تاریخ ۱۶ سپتامبر ۱۹۹۲ به دست آوردم، به شهرت رسیدم. این اتفاق باعث شد که ابتدا در بریتانیا و سپس در سراسر جهان شناخته شوم. وقتی مشخص شد که صندوق‌های کوانتوم مقدار زیادی از سهام «نیومونت ماینز» را خریداری کرده‌اند، قیمت طلا به شدت افزایش یافت. هرچند که هیچ اظهارنظری در مورد طلا نداشتم، تمامی تحلیل‌های مربوط به طلا به من نسبت داده شد. تلاش‌هایی برای رد این انتساب صورت گرفت، اما بی‌فایده بود. با این‌که قصد نداشتم به یک «گورو» در بازارهای مالی تبدیل شوم، این وضعیت را نادیده نگرفتم. در واقع، به استقبالش رفتم چون فکر می‌کردم این شهرت به من کمک می‌کند صدایم در مسائل سیاسی نیز شنیده شود. اما این کار به این سادگی که تصور می‌کردم نبود.

زمانی که گفتم سیاست‌های نرخ بهره بالای **بوندس‌بانک** در حال ناکارآمد شدن است، بازارها با کاهش ارزش مارک آلمان واکنش نشان دادند. اما وقتی از سیاست‌های اروپا در مورد بوسنی انتقاد کردم، یا نادیده گرفته شدم یا به من گفته شد که بهتر است به تخصص خودم برگردم. به‌ویژه در فرانسه، بدشانس بودم؛ زیرا از سفته‌بازی علیه **فرانک فرانسه** خودداری کردم، چون نمی‌خواستم مسئولیت سقوط آنچه از مکانیزم نرخ ارز اروپا باقی مانده بود را بر عهده بگیرم. با این وجود، باز هم به خاطر این کار سرزنش شدم. دولت فرانسه از مشاوره‌های من حتی بیشتر از فعالیت‌های سفته‌بازی‌ام بیزار بود. این تجربه به من نشان داد که بهتر است سفته‌بازان به کار خود ادامه دهند و در عین حال، سکوت کنند.

شهرت من به‌عنوان یک گوروی مالی باعث افزایش تقاضا برای کتاب «کیمیاگری اقتصادی» شد و همین امر منجر به انتشار نسخه جدید این کتاب گردید. باید اعتراف کنم که از زمان نوشتن این کتاب، دیدگاه‌ها و تفکراتم به طور قابل توجهی تکامل یافته است، اما بیشتر در مورد فرآیندهای تاریخی و نه مسائل مالی. نمی‌توانم تمامی ایده‌هایم را در این مقدمه خلاصه کنم – برای این کار باید کتاب دیگری بنویسم. قصد دارم این کار را به‌محض اینکه زمان مناسبی پیدا کنم، انجام دهم. اما یک نکته نظری مهم وجود دارد که باید به آن اشاره کنم و آن را با تفکرات فعلی‌ام هماهنگ کنم.

در کتاب «کیمیاگری اقتصادی»، من نظریه «رفلکسیویتی[5]» را به‌گونه‌ای مطرح کردم که به نظر می‌رسد در همه زمان‌ها قابل اعمال است. در این نکته درست است که مکانیزم بازخورد دوطرفه که شاخصه رفلکسیویتی است، می‌تواند در هر لحظه‌ای فعال شود، اما این به این معنا نیست که همیشه فعال است. در واقع، در بیشتر مواقع، این مکانیزم به‌قدری ضعیف است که می‌توان به راحتی آن را نادیده گرفت. ما باید بین دو وضعیت مختلف تمایز قائل شویم: وضعیت نزدیک به تعادل که در آن مکانیزم‌های اصلاحی خاصی از انحراف بین «درک» (perceptions) و «واقعیت» جلوگیری می‌کند، و وضعیت دور از تعادل که در آن مکانیزم بازخورد دوگانه رفلکسیویتی فعال می‌شود و هیچ تمایلی برای نزدیک شدن این دو وجود ندارد، مگر اینکه تغییری اساسی در شرایط غالب رخ دهد؛ چیزی که من آن را «تغییر رژیم» می‌نامم. در حالت اول، نظریه اقتصادی کلاسیک قابل اجرا است و انحراف بین «درک» و «واقعیت» را می‌توان به‌عنوان نویزی کم‌اهمیت نادیده گرفت. در حالت دوم، نظریه تعادل دیگر کارایی ندارد و ما با یک فرآیند تاریخی یک‌طرفه مواجه هستیم که تغییرات در هر دو بخش «درک» و «واقعیت» غیرقابل برگشت است. تمایز بین این دو وضعیت

---

[5] این نظریه توسط جورج سوروس معرفی شده و به نوعی بازخورد دوطرفه بین شرکت‌کنندگان بازار و واقعیت‌های بازار اشاره دارد. یعنی ادراکات و باورهای شرکت‌کنندگان می‌تواند خود واقعیت بازار را تغییر دهد و برعکس.

بسیار مهم است؛ چرا که آنچه در یکی طبیعی است، در دیگری غیرطبیعی خواهد بود.

ایده تمایز بین شرایط نزدیک به تعادل و دور از تعادل در کتاب «کیمیاگری اقتصادی» مطرح شده است. در پایان فصل اول، من بین تغییرات خسته‌کننده و تحولات تاریخی تمایز قائل می‌شوم، اما اهمیت این تمایز را نادیده می‌گیرم و آن را صرفاً توصیفی می‌دانم. اکنون می‌فهمم که این نگرش اشتباه بوده است. وقتی موضوع را تنها به شکل توصیفی بررسی می‌کنیم، در واقع تفاوت‌های بنیادین ساختاری در رویدادها را پنهان می‌کنیم.

در اکثر پدیده‌های علمی، یک مجموعه شرایط مستقل از تفکرات افراد به دنبال یکدیگر می‌آیند. اما پدیده‌هایی که توسط علوم اجتماعی و مالی مورد بررسی قرار می‌گیرند، به دلیل نقش شرکت‌کنندگان و تأثیرات ذهنی آن‌ها پیچیده‌تر هستند. همان‌طور که پیشتر توضیح داده‌ام، دیدگاه‌های شرکت‌کنندگان به‌طور ذاتی مغرضانه است. در این پدیده‌ها، به‌جای حرکت مستقیم از یک نقطه به نقطه دیگر، معمولاً وارد یک سیستم غیرخطی می‌شویم که دائماً با انحرافاتی روبه‌روست و این انحرافات می‌توانند ما را به دو وضعیت متفاوت برسانند.

اگر در یک لحظه خاص، دیدگاه‌های گروهی از افراد به سمتی خاص منحرف شود، ممکن است این انحراف به تغییرات عمیق‌تر و بنیادی‌تری منجر شود، مانند تغییر رژیم یا نقطه عطف. از آنجا که پدیده «رفلکسیویتی» (Reflexivity) به شدت

تحت تأثیر نظرات و احساسات قرار دارد، تحلیل تاریخی نیز بهتر می‌تواند به بررسی رفلکسیویتی و تحولات ناشی از آن بپردازد. به‌ویژه در بحران‌های مالی اخیر، این پدیده کاملاً مشهود است که ما اغلب در آستانه "خطای بازار" یا نوعی از رفلکسیویتی قرار داریم. نظرات و باورهای مردم به معنای واقعی کلمه می‌تواند مسیر تاریخ را تغییر دهد، و این موضوع به‌ویژه در بازارهای مالی برجسته است.

اما این سوال برای من پیش می‌آید که آیا این تحلیل تنها به بازارهای مالی محدود می‌شود؟ آیا می‌توان این رویکرد را به تاریخ و سایر جنبه‌های تحولات اجتماعی و سیاسی نیز تعمیم داد؟ به‌طور خاص، آیا می‌توان گفت که رفتارهای تاریخی و اجتماعی جوامع به رویدادهایی مشابه گسل‌های ژئولوژیکی وابسته‌اند؟ آیا تحولات اجتماعی و سیاسی با یکدیگر پیوند دارند؟ آیا ممکن است که اشتباهات نظری و انحرافات فکری منجر به تغییرات غیرقابل بازگشت و بحران‌های بزرگ شود؟ احتمالاً این ارتباط وجود دارد، و تا زمانی که نظریه مناسبی برای تحلیل این مسائل نداشته باشیم، این سؤالات به شکل پیچیده‌ای باقی خواهند ماند.

حالا که کتاب «کیمیاگری اقتصادی» به‌عنوان مرجعی معتبر در دنیای سرمایه‌گذاری شناخته شده است، انتظار دارم این نسخه جدید به‌عنوان راهنمایی برای درک رفتار بازار در بحران‌ها و پس از آن مورد استفاده قرار گیرد. با توجه به تحولات تاریخی، به‌ویژه در زمینه اقتصادی و اجتماعی، این کتاب فرصتی فراهم می‌آورد

که خود را با تفکرات نوین انسانی همگام سازم و امیدوارم بتواند به درک بهتر تأثیر نظریات بر وضعیت مالی کمک کند.

مقدمه مترجم

کتاب «Alchemy of Finance» نوشته جورج سوروس، یکی از مهم‌ترین منابع برای درک فرآیندهای اقتصادی و مالی است. این کتاب از دیدگاه فردی که هم نظریه‌پرداز و هم عمل‌گرای موفق بازارهای مالی است، نوشته شده است. انگیزه من برای ترجمه این اثر به فارسی، فراهم کردن دسترسی به منابع معتبر و اثبات‌شده‌ای بود که به تریدرهای ایرانی کمک کند تا با ذهنیت و تصمیم‌گیری‌های اقتصادی یکی از موفق‌ترین تریدرهای جهان آشنا شوند.

به‌عنوان فردی که در حوزه تحلیل داده‌ها و توسعه الگوریتم‌های معاملاتی فعالیت می‌کنم، مطالعه دقیق این کتاب برای من و برای تمام کسانی که در بازارهای مالی فعالیت دارند، می‌تواند دیدگاهی نوین و کاربردی فراهم کند. این ترجمه اولین قدم از یک پروژه بزرگ‌تر است که شامل دوره‌های آموزشی مبتنی بر همین کتاب خواهد بود و به‌زودی در دسترس علاقه‌مندان قرار می‌گیرد. امیدوارم این ترجمه بتواند به ارتقای دانش اقتصادی و بهبود استراتژی‌های معاملاتی فارسی‌زبانان کمک کند.

فصل اول: معرفی

این کتاب در واقع بازتاب زندگی من است و بسیاری از علایق دیرینه‌ام را در بر می‌گیرد. در این اثر، دو مسیر اصلی فکری من - یکی نظری و دیگری عملی - به هم پیوند می‌خورند.

همه چیز با مسیر نظری آغاز شد. از زمانی که به خودآگاهی رسیدم، همیشه به درک از خودم علاقه‌مند بودم و این موضوع را چالشی اساسی می‌دانستم. شناخت خود، همان‌طور که در فلسفه‌ی باستانی هم مطرح شده: «خودت را بشناس»، به نظر غیرممکن است. برای شناخت خود باید بتوانیم بین "خود" به عنوان فاعل اندیشه و "خود" به عنوان موضوع اندیشه تمایز قائل شویم. اما وقتی که خود هم فاعل و هم موضوع است، این تمایز از بین می‌رود و قضاوت بی‌طرفانه غیرممکن می‌شود.

در دانشگاه اقتصاد خواندم، اما نظریه‌های اقتصادی به نظرم رضایت‌بخش نبودند؛ چراکه این مسائل بنیادی را نادیده می‌گرفتند. اقتصاد تلاش می‌کند تا خود را به عنوان یک علم عینی و مستقل معرفی کند، اما وقتی با واقعیت انسانی که اساساً غیرعینی است مواجه می‌شود، به مشکل برمی‌خورد.

در آن زمان، اندیشه‌های **کارل پوپر** درباره روش علمی تأثیر زیادی بر من گذاشت. پوپر به وحدت روش اعتقاد داشت؛ یعنی معتقد بود که روش‌های علوم طبیعی را می‌توان برای مطالعه‌ی پدیده‌های اجتماعی هم به‌کار برد. اما من با این دیدگاه مخالف بودم؛ زیرا به نظرم تفاوت اساسی بین این دو حوزه وجود داشت.

علت این تفاوت، ماهیت پدیده‌های اجتماعی و طبیعی بود. در پدیده‌های اجتماعی، انسان‌ها به عنوان شرکت‌کنندگان حضور دارند و همین موضوع پیچیدگی‌هایی را ایجاد می‌کند که در علم طبیعی وجود ندارد. در **فیزیک کوانتوم**، اصل عدم قطعیت هایزنبرگ به تأثیر مشاهده‌گر بر پدیده‌ها اشاره دارد؛ اما در علوم اجتماعی، خودِ تفکر شرکت‌کنندگان منبع عدم قطعیت است، نه صرفاً حضور ناظران.

در علوم طبیعی، زنجیره علّی مستقیماً از یک واقعیت به واقعیت دیگری منتهی می‌شود. اما در پدیده‌های اجتماعی، این زنجیره شامل ادراکات شرکت‌کنندگان نیز می‌شود؛ یعنی مسیر از واقعیت به ادراک و سپس دوباره از ادراک به واقعیت بازمی‌گردد. مشکل اینجاست که ادراکات شرکت‌کنندگان لزوماً با واقعیت منطبق نیست و بیشتر به تصورات ذهنی آن‌ها وابسته است.

اقتصاد با فرض "رفتار عقلانی" تلاش می‌کند این تفاوت‌ها را نادیده بگیرد. طبق این فرض، افراد همیشه بهترین انتخاب‌ها را انجام می‌دهند. اما این فرض نادیده می‌گیرد که ادراکات افراد با واقعیت‌ها متفاوت است و همین تفاوت می‌تواند نتایج غیرمنتظره‌ای در پی داشته باشد. این نظریه یک مدل پیچیده ولی غیرواقعی از جهان است که در آن افراد با دانش کامل عمل می‌کنند و تعادلی بهینه در تخصیص منابع به دست می‌آید. اما در دنیای واقعی، افراد با ادراکات ناقص تصمیم می‌گیرند و دستیابی به تعادل، امری بسیار دشوار است.

پس از فارغ‌التحصیلی، مدام به رابطه بین درک افراد و موقعیت‌های واقعی‌شان فکر می‌کردم. در آن زمان، هدف اصلی من یافتن راهی برای کسب درآمد بود. به موازات آن، کتابی فلسفی به نام **بار آگاهی** را شروع به نوشتن کردم. جذاب‌ترین بخش این کتاب، عنوان آن بود، زیرا تا زمانی که نوشتنش را تمام کردم، خودم هم با محتوای آن موافق نبودم. سه سال به بازنگری آن پرداختم، اما در نهایت، وقتی متوجه شدم که از نوشته‌های روز قبل چیزی نمی‌فهمم، تصمیم گرفتم کتاب را کنار بگذارم. این نقطه‌ای بود که مسیر عملی به‌طور کامل بر من غالب شد.

مهارت‌های عملی من را اگر بخواهم در یک کلمه خلاصه کنم، آن کلمه "بقا" است. وقتی نوجوان بودم، جنگ جهانی دوم آغاز شد و این دوران برای من درس بزرگی از بقا بود که هرگز فراموش نمی‌کنم. خوشبختانه، پدرم در این زمینه بسیار ماهر بود. او در زمان انقلاب روسیه به عنوان یک زندانی جنگی فراری توانسته بود زنده بماند و مهارت‌هایش را به من آموخت. جنگ جهانی دوم برای من مثل یک دوره‌ی پیشرفته‌ی بقا در نوجوانی بود. مهارت‌هایی که در این دوران یاد گرفتم، بعدها در سرمایه‌گذاری‌هایم بسیار به کار آمدند.

بعد از دانشگاه، در چند شغل مختلف شروع نادرستی داشتم، تا این‌که به‌عنوان معامله‌گر **آربیتراژ** بین‌المللی در حوزه‌ی سهام مشغول به کار شدم. ابتدا در لندن و سپس در نیویورک. زمانی که بازار مشترک اروپا در سال ۱۹۵۷ شکل گرفت، سرمایه‌گذاران

آمریکایی به سهام اروپایی علاقه‌مند شدند و من به عنوان تحلیل‌گر به آن‌ها مشاوره می‌دادم. برای مدتی مثل یک پادشاه در میان کورها بودم. اما این موقعیت با معرفی **مالیات هم‌سان‌سازی بهره** توسط رئیس‌جمهور کندی، که عملاً خرید اوراق بهادار خارجی را متوقف کرد، به سرعت پایان یافت. در نتیجه تصمیم گرفتم فعالیت‌های تجاری‌ام را موقتاً کنار بگذارم و دوباره روی کتاب **بار آگاهی** کار کنم.

پس از سه سال بازنگری، در سال ۱۹۶۶ تصمیم گرفتم دوباره به دنیای واقعی بازگردم. یک سبد سرمایه‌گذاری مدل طراحی کردم که در سال ۱۹۶۹ به یک **صندوق پوشش ریسک (hedge fund)** تبدیل شد. از آن زمان مدیریت این صندوق را به عهده گرفتم، هرچند بین سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۴ مسئولیت بیشتری به دیگران سپردم. این صندوق از ۴ میلیون دلار اولیه به حدود ۲ میلیارد دلار رشد کرد و بخش عمده‌ای از این رشد به دلیل سرمایه‌گذاری‌های داخلی حاصل شد. سرمایه‌گذاران اولیه تا ۳۰۰ برابر افزایش در سرمایه خود را تجربه کردند و هیچ صندوق دیگری به چنین نتایجی دست نیافته است.

در ده سال اول فعالیت‌هایم، آنچه در دانشگاه آموخته بودم تقریباً هیچ کاربردی نداشت. کارم در بازارهای سهام بیشتر شبیه به یک بازی بود که بدون تأثیر بر هویت واقعی‌ام انجام می‌دادم. این جدایی بین فعالیت‌های عملی و علایق نظری‌ام کاملاً مشهود بود.

اما وقتی مدیریت یک صندوق سرمایه‌گذاری را بر عهده گرفتم، اوضاع به کلی تغییر کرد. دیگر نمی‌توانستم خودم را از تصمیمات مالی‌ام جدا کنم، چون پول خودم هم در خطر بود. در نتیجه مجبور شدم از تمام دانش و توانایی‌های فکری‌ام استفاده کنم. با تعجب متوجه شدم که ایده‌های انتزاعی‌ام در عمل هم مفید هستند. اگر بگویم این ایده‌ها دلیل اصلی موفقیت من بوده‌اند، اغراق کرده‌ام، اما قطعاً به من مزیتی خاص بخشیدند.

رویکرد من به سرمایه‌گذاری، با دیدگاه‌های رایج تفاوت داشت. در حالی که بسیاری از افراد بر این باورند که بازارها همواره درست عمل می‌کنند و قیمت‌ها بازتاب دقیق آینده هستند، من به این باور رسیده‌ام که قیمت‌های بازار در بسیاری از مواقع اشتباه هستند و تصویری نادرست و مغرضانه از آینده ارائه می‌دهند. این خطاها نه تنها بر تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاران تأثیر می‌گذارند، بلکه روند واقعی رویدادها را نیز تغییر می‌دهند. به ظاهر این‌طور به نظر می‌رسد که بازارها آینده را پیش‌بینی می‌کنند، اما در واقع این انتظارات و پیش‌بینی‌های حال حاضر هستند که آینده را شکل می‌دهند. من این فرآیند دوسویه را "بازتاب‌پذیری" (Reflexivity) نامیده‌ام.

در جریان فعالیت‌های سرمایه‌گذاری خود، شباهت‌هایی میان بازارهای مالی و روش علمی کشف کردم. تصمیم‌گیری‌های سرمایه‌گذاری بسیار شبیه به تدوین فرضیه‌های علمی است که باید در عمل مورد آزمون قرار گیرند، با این تفاوت که در

سرمایه‌گذاری هدف به‌جای کشف قوانین جهانی، کسب سود است. هر دو فعالیت با ریسک‌های بالایی همراه هستند و پاداش آن‌ها بسته به میزان موفقیتشان است. به این ترتیب، بازارهای مالی می‌توانند به نوعی به عنوان آزمایشگاه‌هایی برای آزمون فرضیه‌ها عمل کنند، حتی اگر این فرضیه‌ها کاملاً علمی نباشند. در واقع، سرمایه‌گذاری موفق بیشتر شبیه به کیمیاگری اقتصادی است.

اکثر سرمایه‌گذاران این دیدگاه را ندارند. آن‌ها غالباً آگاهی ندارند که چه فرضیه‌ای را در حال آزمون هستند و بسیاری از فرضیه‌هایشان سطحی و ساده‌انگارانه است. این فرضیه‌ها اغلب به چیزی بیش از این خلاصه نمی‌شود که یک سهام خاص بهتر از میانگین بازار عمل خواهد کرد.

من نسبت به سایرین برتری داشتم، چرا که دست‌کم نظریه‌ای درباره چگونگی عملکرد بازارها داشتم. اما اگر ادعا کنم که همیشه توانسته‌ام بر اساس نظریه‌ام فرضیه‌های دقیقی تنظیم کنم، حقیقت را نگفته‌ام. گاهی اوقات فرآیند بازتاب‌پذیری در بازار وجود نداشت، یا من نتوانستم آن را به درستی تشخیص دهم. دردناک‌تر از این، اشتباهات بزرگی بود که مرتکب شدم. با این حال، همیشه نسبت به این فرآیندها حساس بودم و موفقیت‌های بزرگم زمانی رخ داد که توانستم از فرصت‌هایی که این فرآیندها ایجاد می‌کردند، بهره‌برداری کنم.

رویکرد من به سرمایه‌گذاری آن‌قدرها هم که به نظر می‌رسد، انتزاعی نبود. این رویکرد برای من کاملاً شخصی و حتی احساسی بود. موفقیت به من حس رهایی می‌داد و آزمون‌ها با درد و فشار همراه بود. وقتی می‌گفتم «بازارها همیشه مغرضانه هستند»، این تنها یک نظریه نبود، بلکه یک احساس عمیق را منتقل می‌کرد. من اعتماد کمی به خرد سرمایه‌گذاران حرفه‌ای داشتم و هرچه موقعیت آن‌ها بالاتر بود، کمتر به تصمیمات آن‌ها اعتماد می‌کردم. من و شریکم از اینکه در موقعیت‌های فروش استقراضی (short selling) سهام‌هایی که محبوب مؤسسات مالی بودند، سود می‌بردیم، لذت خاصی می‌بردیم. با این حال، میان ما تفاوتی وجود داشت. شریکم باور داشت که تنها دیگران اشتباه می‌کنند، در حالی که من معتقد بودم که ما هم مانند دیگران مستعد خطا هستیم. این باور به ادراکات نادرست با نگرش خودانتقادی من سازگار بود.

مدیریت صندوق پوشش ریسک (hedge fund) تا حد زیادی از اصول بقا و زنده ماندن الهام گرفته بود. استفاده از اهرم مالی (leverage) در زمان‌های مناسب می‌تواند نتایج مثبتی به بار آورد، اما اگر اوضاع بر وفق مراد نباشد، می‌تواند ویرانگر باشد. یکی از چالش‌های اصلی، تعیین میزان ریسک قابل‌تحمل است. هیچ معیار مطلق و جهانی برای این کار وجود ندارد و هر موقعیت باید به صورت جداگانه ارزیابی شود. در نهایت، باید به غرایز بقای خود اعتماد کرد. به این ترتیب، مدیریت صندوق

پوشش ریسک برای من هم با علایق نظری و هم با مهارت‌های عملی مرتبط بود.

من به بازارهای مالی به‌عنوان یک بازی با قوانین ثابت نگاه نمی‌کردم؛ بلکه به تغییراتی که در این قوانین رخ می‌داد، علاقه داشتم. فعالیت من با فرضیه‌هایی درباره شرکت‌های خاص شروع شد، اما با گذشت زمان، توجه بیشتری به مسائل اقتصاد کلان پیدا کردم. این تغییر در نتیجه رشد صندوق و ناپایداری فزاینده در اقتصاد کلان رخ داد. به‌عنوان مثال، تا سال ۱۹۷۳ نرخ‌های ارز ثابت بودند، اما پس از آن بازار ارز به زمینه‌ای مناسب برای سفته‌بازی تبدیل شد.

در چند سال اخیر، احساس می‌کردم که فاجعه‌ای مالی در راه است. یک دوره طولانی رشد اقتصادی به تدریج غیرمنطقی و ناپایدار به نظر می‌رسید و ما به سمت یک رکود بزرگ در حال حرکت بودیم. یکی از دلایل کاهش مدیریت فعال صندوق در سال ۱۹۸۱ و همچنین کاهش سطح کلی سرمایه‌گذاری‌ام، همین احساس بود.

علاقه من از بقای شخصی به بقای سیستم تغییر کرد. من شروع به مطالعه موضوع بدهی‌های بین‌المللی کردم و چند مقاله در این زمینه منتشر کردم. از همان چارچوب نظری که در سرمایه‌گذاری‌های خود به کار می‌بردم، استفاده کردم و تحلیل‌هایم بدون ارزش نبودند. با این حال، هرچه سیستم پیچیده‌تر شود، احتمال خطا نیز بیشتر می‌شود. من در

تحلیل‌های خود اشتباهاتی مرتکب شدم که دقت پیش‌بینی‌هایم را کاهش داد و این خطاها تأثیر منفی بر نتایج سرمایه‌گذاری‌ام داشتند. تا جایی که در حین نوشتن این کتاب، نظراتم را اصلاح کردم.

هرچه در به‌کارگیری ایده‌هایم در بازارهای مالی موفق‌تر شدم، تمایل بیشتری به فرموله کردن آن‌ها به‌صورت نظری پیدا کردم. باور داشتم که مفهوم بازتاب‌پذیری می‌تواند درک ما از جهان را عمیق‌تر کند. به اعتقاد من، تعصبات شرکت‌کنندگان کلید فهم فرایندهای تاریخی هستند، همان‌طور که جهش‌های ژنتیکی کلید تکامل زیستی‌اند. اما همچنان نمی‌توانستم نظریه بازتاب‌پذیری را به شکلی رضایت‌بخش فرمول‌بندی کنم. هر زمان که تلاش می‌کردم «ادراکات ناقص شرکت‌کنندگان» را تعریف کنم، با مشکل مواجه می‌شدم. برای صحبت درباره تحریف، باید بدانیم که وضعیت بدون ادراکات شرکت‌کنندگان چگونه خواهد بود. اما به‌نظر می‌رسد این امر امکان‌پذیر نیست، زیرا افکار شرکت‌کنندگان جزء جدایی‌ناپذیر از واقعیت مورد نظرشان هستند. از این رو، طبیعی است که بازتاب‌پذیری با چنین چالش‌هایی همراه باشد؛ اگر این مفهوم ساده‌تر بود، اقتصاددانان و سایر دانشمندان اجتماعی تا این حد تلاش نمی‌کردند آن را از مباحث خود حذف کنند.

این کتاب تلاشی نهایی برای بررسی پیامدهای بازتاب‌پذیری است. سعی کرده‌ام از مشکلاتی که در گذشته با آن‌ها مواجه بوده‌ام، با نزدیک شدن به موضوع از یک زاویه متفاوت، دوری

کنم. به‌جای غرق شدن در نظریه‌های انتزاعی، هدفم این بوده که تا حد امکان از یافته‌های تجربی و عملی خود استفاده کنم. نمی‌توانم به‌طور کامل از بحث‌های انتزاعی اجتناب کنم، اما آن‌ها را محدود به یک فصل کرده‌ام. در بررسی پیامدهای عملی، با ساده‌ترین موارد شروع کرده و به تدریج به موارد پیچیده‌تر پرداخته‌ام. این رویکرد به‌طور تصادفی با ترتیب تاریخی که من توسعه‌های بازتابی را در عمل تجربه کرده‌ام، هم‌خوانی دارد: ابتدا بازار سهام، سپس بازار ارز، بعد مسئله بدهی‌های بین‌المللی و در نهایت چرخه اعتباری.

بازار سهام نمونه‌های خالصی از الگوی رونق و رکود را ارائه می‌دهد؛ نرخ‌های ارز شناور آزاد به من این امکان را داد تا الگوهای موجی که شکل گرفته‌اند را مطالعه کنم. رونق و رکود در وام‌دهی بین‌المللی بخشی از فرآیند پیچیده‌تر و تاریخی گسترش و انقباض اعتبار است. این فرآیند منجر به پدیده‌ای شده که «نظام سرمایه‌داری جهانی» نام دارد. من بیشترین توجه را به پدیده اعتبار و وام‌دهی بین‌المللی معطوف کرده‌ام، چراکه معتقدم پویایی‌های بازتابی در این حوزه اهمیت بیشتری پیدا کرده‌اند.

برای درک نقش نهادهای نظارتی در اقتصاد، باید توجه داشت که آن‌ها نیز مانند دیگر بازیگران اقتصادی، شرکت‌کننده‌ای فعال هستند. این نهادها درک کاملی از وضعیت ندارند و تصمیمات آن‌ها، ناخواسته ممکن است نتایج پیش‌بینی‌نشده‌ای به همراه داشته باشد. رابطه میان نهادهای

نظارتی و اقتصاد نیز پدیده‌ای بازتابی (Reflexive) است، به این معنا که این رابطه به صورت چرخه‌ای نوسان می‌کند؛ از یک نقطه افراط به نقطه افراط دیگر، حرکت می‌کند.

حال این سؤال مطرح می‌شود که چه ارتباطی بین چرخه‌های نظارتی و چرخه‌های اعتباری (Credit Cycles[6]) وجود دارد؟ دیدگاه من در این زمینه، بسیار موقتی و احتمالاً ناپایدار است. من معتقدم که این دو چرخه معمولاً به‌طور همزمان رخ می‌دهند. به این معنا که در دوره‌های کمترین میزان نظارت، معمولاً شاهد بیشترین گسترش اعتبار هستیم و بالعکس. با این حال، این همزمانی کامل نیست و درون آن، تعامل دائمی میان این دو چرخه وجود دارد که هم شکل و هم مدت‌زمان هر یک از آن‌ها را تحت تأثیر قرار می‌دهد. به همین دلیل، این چرخه‌ها مسیر منحصربه‌فردی را طی می‌کنند که نمی‌توان آن را در هیچ الگوی منظم یا تکراری جای داد.

من سعی کردم از این چارچوب پیچیده برای تفسیر تاریخ اقتصادی و مالی معاصر استفاده کنم. بی‌تردید عوامل زیادی در این زمینه دخیل هستند، اما تمرکز اصلی من بر روی دو چرخه موازی اعتباری و نظارتی بوده است. مواردی که در اینجا به آن‌ها پرداخته‌ام شامل تغییرات در صنعت بانکداری از نظارت شدید

---

[6] دوره‌ای است که شامل مراحل گسترش و کاهش اعتبارات بانکی و وام‌ها می‌شود. در مرحله گسترش، دسترسی به اعتبار آسان‌تر می‌شود و در مرحله کاهش، شرایط اعتبار سخت‌تر و محدودتر می‌شود.

به نظارت ضعیف، دوره‌های رونق و رکود در وام‌دهی بین‌المللی، تب خرید و ادغام شرکت‌ها، و تحرکات سرمایه بین‌المللی است.

تا سال ۱۹۸۲، این داستان تقریباً یک نمونه ساده از دوره‌های رونق و رکود بود. با این حال، پس از آن، وضعیت بسیار پیچیده‌تر شد. اگر به وقایع اجازه داده می‌شد تا روند طبیعی خود را ادامه دهند، گسترش اعتبار در دهه ۱۹۷۰ به یک پایان ناخوشایند منجر می‌شد. اما با توجه به پتانسیل ویرانی این پیامدها، مقامات مالی وارد عمل شدند و موفق به جلوگیری از رکود اقتصادی شدند. از آن زمان به بعد، ما وارد مرحله‌ای جدید از تاریخ شدیم. دوران رونق به پایان رسیده، اما این روند به‌طور مصنوعی تمدید شده است تا از وقوع یک رکود بزرگ جلوگیری شود.

من تلاش کرده‌ام تا مسیری را که رویدادها پیموده‌اند، دنبال کنم: **حفظ بار انباشته بدهی‌های بین‌المللی** از طریق آنچه من آن را "سیستم جمعی وام‌دهی" می‌نامم و ظهور ایالات متحده به‌عنوان "وام‌دهنده آخرین چاره" (Lender of Last Resort). هر دوی این تحولات بی‌سابقه بوده‌اند و منجر به شکل‌گیری چیزی شده‌اند که من آن را "دایره امپریالی" (Imperial Circle) می‌نامم: یک دایره مثبت در مرکز و یک دایره منفی در حاشیه سیستم جهانی که بر پایه دلار قوی، اقتصاد مستحکم ایالات متحده، کسری بودجه در حال رشد، کسری تجاری در حال افزایش و نرخ‌های بهره واقعی بالا استوار است.

این دایره امپریالی سیستم مالی بین‌المللی را به‌طور موقت حفظ کرده است، اما ذاتاً ناپایدار است. چرا که دلار قوی و نرخ‌های بهره واقعی بالا نهایتاً بر تأثیرات تحریک‌کننده کسری بودجه غلبه خواهند کرد و باعث ضعف اقتصاد ایالات متحده خواهند شد. دایره امپریالی نمی‌تواند تا ابد ادامه یابد. حال، این سؤال پیش می‌آید که چه اتفاقی بعد از آن رخ خواهد داد؟

برای پاسخ به این پرسش، از آگوست ۱۹۸۵ به بعد، دست به یک آزمایش زدم. من دفتر یادداشتی داشتم که در آن افکار و تحلیل‌هایی را که منجر به تصمیمات سرمایه‌گذاری‌ام می‌شدند، به‌طور روزانه ثبت می‌کردم. از آنجایی که سرنوشت دایره امپریالی برای من اهمیت ویژه‌ای داشت، این آزمایش به نوعی آزمونی برای ارزیابی توانایی من در پیش‌بینی رویدادها بود و از چارچوب نظری که در این کتاب توضیح داده‌ام، استفاده می‌کردم. از نظر مالی، این آزمایش بسیار موفق بود و صندوق سرمایه‌گذاری من نتایج فوق‌العاده‌ای به دست آورد. اما نتیجه‌ای که از این آزمایش به‌دست آمد، بسیار شگفت‌انگیز بود: من از این تجربه با انتظاراتی کاملاً متفاوت نسبت به آینده خارج شدم.

ابتدا با این فرض شروع کردم که دایره مثبت در حال فروپاشی است. من معتقد بودم که ترکیب یک دلار ضعیف و یک اقتصاد ضعیف منجر به حفظ نرخ‌های بهره‌ای بالاتر از حد طبیعی خواهد شد و این امر، بدون امکان اقدامات پولی یا مالی بیشتر، منجر به سقوط غیرقابل بازگشت هر دو یعنی اقتصاد و دلار

خواهد شد. اما بار دیگر، مداخله مقامات پولی توانست اوضاع را کنترل کند. با تغییر سیستم به سمت "نرخ ارز شناور کثیف" (Dirty Float[7])، از کاهش ارزش دلار جلوگیری شد و در نتیجه، با کمک نرخ‌های بهره پایین‌تر و بازارهای مالی پررونق، از رکود اقتصادی ممانعت شد. بدین ترتیب، ما وارد مرحله‌ای جدید از تاریخ اقتصادی شدیم.

این کتاب چندین هدف را دنبال می‌کند. از یک‌سو نظریه کلی "بازتاب‌پذیری" را مطرح می‌کند و از سوی دیگر، نظریه‌ای خاص تحت عنوان "چرخه اعتبار و نظارت" ارائه می‌دهد. البته، نظریه اخیر تا حدی نامطمئن است که شاید حتی نتوان آن را یک نظریه کامل دانست. با این حال، تلاش کرده‌ام تا از این نظریه برای توضیح تاریخ معاصر و پیش‌بینی آینده استفاده کنم و در این مسیر، تفاوت‌های اساسی میان تبیین و پیش‌بینی پدیده‌های بازتاب‌پذیر را روشن سازم. همچنین سعی کرده‌ام از تحلیل‌های خود برخی نتایج کلی به دست آورم. مهم‌ترین این نتایج عبارتند از: **اولاً، اعتبار (Credit) از پول (Money) مهم‌تر است.** به عبارت دیگر، نظریه "پول‌گرایی" (Monetarism[8]) یک ایدئولوژی نادرست است. **ثانیاً، مفهوم "تعادل عمومی"**

---

[7] یک سیستم نرخ ارز که در آن ارزش ارز توسط بازار تعیین می‌شود، اما مقامات پولی برای تأثیرگذاری بر نرخ ارز، گهگاهی مداخله می‌کنند.

[8] نظریه‌ای اقتصادی که تأکید بر کنترل عرضه پول و تأثیر آن بر سطح قیمت‌ها و فعالیت‌های اقتصادی دارد.

(General Equilibrium[9]) هیچ ارتباطی با واقعیت‌های دنیای ما ندارد. به این معنا که اقتصاد کلاسیک به‌طور بنیادین ناکارآمد است. همچنین، بازارهای مالی ذاتاً ناپایدار هستند. بنابراین، سوال اساسی این است که چه تدابیری برای ایجاد ثبات در سیستم اقتصادی ما لازم است؟

این کتاب اگر تنها بر یک موضوع متمرکز بود، قطعاً خواندنش آسان‌تر می‌شد. اما این امکان‌پذیر نیست، چراکه مسائل مختلف به یکدیگر وابسته‌اند. اگر «نظریه بازتابی» به‌طور گسترده‌ای شناخته شده بود، می‌توانستم تنها بر چرخه‌های اعتبار و نظارت تمرکز کنم. همچنین، اگر همه به این باور رسیده بودند که بازارهای مالی ذاتاً ناپایدارند، نیازی نداشتیم که زمان زیادی را صرف نشان دادن ناکارآمدی مفهوم تعادل در نظریه‌های اقتصادی کنیم. بنابراین، مجبورم هم‌زمان به چندین موضوع بپردازم.

علاوه بر این، کتاب حاضر به‌عنوان یک محصول نهایی کامل نیست. وقتی نوشتن آن را آغاز کردم، گمان می‌کردم «نظریه بازتابی» را به‌خوبی پرداخته‌ام و چالش من تنها در ارائه آن است. اما وقتی سعی کردم این نظریه را در موقعیت‌های مختلف به کار ببرم، متوجه شدم که هنوز به شکلی کامل و منسجم تبدیل نشده است. این ایده که تعصبات

[9] یک نظریه اقتصادی که بیان می‌کند همه بازارها به‌طور همزمان در تعادل قرار می‌گیرند، به‌طوری که عرضه و تقاضا در تمامی بازارها برابر می‌شود.

شرکت‌کنندگان در فرآیندهای تاریخی نقش علی دارند، از یک‌سو صحیح و از سوی دیگر جذاب است، اما...

الگوی «رونق و رکود» که من مطرح کرده‌ام، به برخی تحولات اقتصادی قابل اعمال است، اما به همه آن‌ها نه. تلاش برای تبیین هر توسعه‌ای به‌عنوان یک فرآیند خودتقویتی و سپس خودتخریبی، ممکن است منجر به تفسیرهای نادرست و تحریف‌های جدی شود. در این وضعیت، احساس می‌کنم مانند ستاره‌شناسان اولیه‌ام که تلاش می‌کردند مسیر حرکت سیارات را با استفاده از دایره‌ها و نیم‌دایره‌ها توضیح دهند؛ با این تفاوت که مسیر رویدادهای بازتابی از ابتدا نامنظم است.

ابتدا تصور می‌کردم بتوانم یک نظریه جامع از بازتاب ارائه دهم که مشابه نظریه عمومی کینز درباره اشتغال، بهره و پول باشد و قادر باشد رکود بزرگ دهه ۱۹۸۰ را توضیح دهد. اما در عمل چنین رکودی رخ نداد و من نیز موفق به ارائه نظریه‌ای جامع نشدم. آنچه اکنون در دست دارم، رویکردی است که می‌تواند به درک وضعیت ناپایدار کنونی سیستم مالی کمک کند. این رویکرد نمی‌تواند رویدادها را به شیوه علوم طبیعی توضیح دهد یا پیش‌بینی کند، زیرا فرآیندهای بازتابی به این روش قابل تحلیل نیستند. به همین دلیل به رویکردی متفاوت نیاز داریم و این کتاب تلاشی است برای توسعه چنین رویکردی. بهتر است آن را بخشی از یک فرآیند کشف بدانیم تا یک محصول نهایی کامل.

همین پیچیدگی‌ها ممکن است کتاب را دشوار و چالش‌برانگیز کند، اما به شما قول می‌دهم که چیزی که در ادامه می‌آید، به اندازه این مقدمه پیچیده نخواهد بود. موضوعات پیچیده‌ای را بررسی می‌کنم و به شیوه‌ای پیچیده به آن‌ها می‌پردازم. با این حال، می‌توانم در دفاع از خود بگویم که این پیچیدگی به خوبی نمایانگر پیچیدگی بازارهای مالی است، همان‌طور که نتایج مالی آزمایش‌هایی که در زمان واقعی انجام دادم، این موضوع را تایید کرد. پس حداقل دلیلی برای شنیدن سخنان من وجود دارد و اطمینان می‌دهم از این فرصت سوءاستفاده نخواهم کرد.

شاید توضیح ساختار کتاب برایتان مفید باشد. بخش اول به ارائه «نظریه بازتابی» اختصاص دارد. فصل اول مفهوم بازتاب را به‌صورت کلی مطرح می‌کند و به بررسی مشکلات مربوط به درک پدیده‌های بازتابی می‌پردازد. این فصل بیان می‌کند که تقارن بین تبیین و پیش‌بینی که در قوانین علوم طبیعی مشاهده می‌شود، در اینجا دست‌یافتنی نیست. سه فصل بعدی، نظریه را به بازارهای مالی مرتبط می‌کنند: فصل دوم به بازار سهام، فصل سوم به بازار ارز و فصل چهارم به چرخه اعتبار و نظارت (Credit and Regulatory Cycle) می‌پردازد.

بخش دوم تلاش می‌کند با استفاده از فرضیات مطرح‌شده در فصل چهارم، تاریخ اقتصادی و مالی معاصر را توضیح دهد. این بخش به ناچار انتخابی است و تمرکز خود را بر تحولات مرتبط با مفهوم چرخه اعتبار و نظارت قرار می‌دهد. موضوعات اصلی

شامل بانکداری، وام‌دهی بین‌المللی و ادغام‌های شرکتی هستند.

بخش سوم یک آزمایش در زمان واقعی است که همزمان یک آزمون و یک پیش‌بینی است. این آزمایش از منظر علمی نمی‌تواند یک آزمایش کامل مطابق با استانداردهای علوم طبیعی باشد؛ اما ممکن است به‌عنوان نمونه‌ای از آزمون نظریه‌های مربوط به توسعه‌های بازتابی (Reflexive Developments) عمل کند.

بخش چهارم به ارزیابی نتایج این آزمایش در زمان واقعی می‌پردازد. فصل پانزدهم موضوع «کیمیاگری» را بررسی می‌کند. این آزمایش را می‌توان به‌عنوان یک تمرین در کیمیاگری مالی (Financial Alchemy) دانست. فصل شانزدهم به محدودیت‌های علوم اجتماعی پرداخته است.

بخش پنجم سعی می‌کند پیشنهاداتی برای سیاست‌گذاری اقتصادی ارائه دهد. فصل هفدهم به بررسی مزایا و معایب نسبی بازارهای آزاد و مقررات‌گذاری می‌پردازد و فصل هجدهم از ایجاد یک بانک مرکزی بین‌المللی حمایت می‌کند. در شرایطی که هم سازوکار بازار و هم تلاش‌های تنظیمی ذاتاً ناکامل هستند، شاید بتوان این‌طور استدلال کرد که تمامی تلاش‌ها برای اصلاح سیستم محکوم به شکست‌اند. با این حال، من در فصل نوزدهم این استدلال را رد می‌کنم.

در بخش پایانی (اپیلوگ)، پیامدهای نظریه بازتاب را خارج از حوزه مالی بررسی می‌کنم و در یک پرواز خیالی به برخی از سوالات متافیزیکی قدیمی پاسخ می‌دهم.

به دلیل تحولات فکری‌ام در طول نوشتن این کتاب، ممکن است برای خواننده مفید باشد که بداند فصول مختلف چه زمانی نوشته شده‌اند. بخش اول قبل از شروع آزمایش در زمان واقعی در اوت ۱۹۸۵ به پایان رسید. علاوه بر این، فصول پنجم تا نهم، که به تاریخ اخیر می‌پردازند، پیش از فصل چهارم نوشته شدند که به توضیح مفهوم چرخه اعتبار و نظارت اختصاص دارد. فصل چهارم شامل کشفیات من در طول نوشتن است و به همین دلیل ویژگی موقتی دارد.

در نهایت، باید تأکید کنم که این کتاب به‌عنوان راهنمای عملی برای ثروتمند شدن در بازار سهام نوشته نشده است. بیشتر آنچه می‌دانم، دست‌کم به‌صورت نظری، در این کتاب وجود دارد و هیچ چیز را عمداً پنهان نکرده‌ام. اما رویکرد من برعکس کار می‌کند: من تلاش نمی‌کنم توضیح دهم که چطور می‌توان از این رویکرد برای کسب درآمد استفاده کرد؛ بلکه از تجربیاتم در بازارهای مالی بهره گرفته‌ام تا رویکردی برای مطالعه فرآیندهای تاریخی به‌طور کلی و وضعیت کنونی به‌طور خاص، توسعه دهم. اگر باور نداشتم که فعالیت‌های سرمایه‌گذاری من می‌تواند به این هدف کمک کند، احتمالاً هرگز درباره آن‌ها نمی‌نوشتم. تا زمانی که من به‌طور فعال در عرصه تجارت مشغول هستم، بهتر است این موضوعات را به‌عنوان یک راز تجاری حفظ کنم. اما از

هر موفقیت تجاری برایم مهم‌تر، این است که اگر بتوانم به درک بهتری از دنیای پیرامون کمک کنم، یا بهتر از آن، به حفظ سیستمی که به من اجازه داده است به‌عنوان یک شرکت‌کننده رشد کنم، افتخار خواهم کرد.

فصل دوم: نظریه

نظریه بازتاب‌پذیری

نظریه اقتصادی عمدتاً به تحلیل موقعیت‌های تعادلی می‌پردازد. مفهوم تعادل برای تمرکز بر نتایج نهایی و نه بر فرآیندهای منتهی به آن، بسیار مفید است، اما می‌تواند گمراه‌کننده نیز باشد. تعادل، حالتی فرضی است که ممکن است در مشاهدات تجربی به‌ندرت مشاهده شود؛ چرا که قیمت‌های بازار اغلب دچار نوسانات شدید هستند و به‌ندرت به تعادل می‌رسند. دلیل این موضوع این است که شرکت‌کنندگان در بازار دائماً خود را با قیمت‌های در حال تغییر تطبیق می‌دهند. این تطبیق می‌تواند به هدفی ختم شود که مدام تغییر می‌کند. در این شرایط، شاید استفاده از عنوان "فرآیند تنظیم" برای توصیف رفتار شرکت‌کنندگان صحیح نباشد و نظریه تعادل عملاً ارتباط خود را با واقعیت از دست دهد.

تعادل، نتیجه‌ای است که از یک سیستم اصولی حاصل می‌شود. نظریه اقتصادی شبیه به منطق یا ریاضیات، بر مبنای اصول و فرضیات معینی استوار است و نتایج آن از طریق استدلال منطقی استخراج می‌شود. هرچند که دسترسی به تعادل در جهان واقعی ممکن است نادر باشد، این عدم تعادل لزوماً ساختار منطقی نظریه را نقض نمی‌کند. اما زمانی که تعادل فرضی به‌عنوان مدلی از واقعیت معرفی شود، ممکن است به یک تحریف شناختی منجر شود؛ مانند تصور وجود مثلثی که

مجموع زوایای آن کمتر یا بیشتر از ۱۸۰ درجه باشد، اما در هندسه اقلیدسی این امر گمراه‌کننده تلقی می‌شود.

یکی از دستاوردهای رویکرد اصولی، نظریه رقابت کامل است. این نظریه، با وجود اینکه دو قرن از پیدایش آن می‌گذرد، همچنان در اقتصاد مدرن جایگاه خود را حفظ کرده و تنها روش تحلیل آن بهبود یافته است. این نظریه اظهار می‌دارد که در شرایط خاص، پیگیری بی‌قید و شرط منافع شخصی می‌تواند به تخصیص بهینه منابع منجر شود. تعادل در این نظریه، زمانی حاصل می‌شود که هر بنگاه در سطحی تولید می‌کند که هزینه نهایی آن با قیمت بازار برابر است، و هر مصرف‌کننده نیز مقداری از کالا را خریداری می‌کند که مطلوبیت نهایی آن معادل قیمت بازار باشد. این تحلیل نشان می‌دهد که موقعیت تعادل، منافع تمام شرکت‌کنندگان را به حداکثر می‌رساند، البته به‌شرط آنکه هیچ خریدار یا فروشنده‌ای توان تأثیرگذاری بر قیمت بازار را به‌تنهایی نداشته باشد. این منطق پایه‌گذار نظریه آزادی اقتصادی در قرن نوزدهم و مفاهیم «جادوی بازار» است.

اما بیایید نگاهی به فرضیات اصلی این نظریه بیندازیم. این فرضیات شامل دانش کامل، محصولات همگن و قابل تقسیم، و تعداد کافی از شرکت‌کنندگان است، به‌گونه‌ای که هیچ‌کدام نتوانند بر قیمت بازار اثر بگذارند. فرض دانش کامل، تردیدهایی را به همراه دارد؛ چرا که درک هر فرد از موقعیت خود نمی‌تواند به‌عنوان "دانش" تلقی شود. برای من، به‌عنوان یک دانشجو، این فرض همیشه غیرقابل قبول بود. اقتصاددانان کلاسیک این

فرض را به گونه‌ای به‌کار می‌بردند که به نظر من اشتباه می‌آمد. پس از ظهور مشکلات معرفت‌شناسی، اقتصاددانان تلاش کردند تا با استفاده از واژه «اطلاعات»، مشکل را رفع کنند. نسخه مدرن این نظریه تنها فرض «اطلاعات کامل» را مطرح می‌کند.

این فرض به‌تنهایی کافی نیست. برای پر کردن این خلا، اقتصاددانان مدرن به روش جدیدی متوسل شدند: آن‌ها منحنی‌های عرضه و تقاضا را به‌عنوان داده‌هایی مستقل تعریف کردند. این استدلال بر مبنای روش‌شناسی بنا شده بود و نه اصول مطلق. آن‌ها استدلال می‌کردند که وظیفه علم اقتصاد، مطالعه رابطه بین عرضه و تقاضا است، و نه هیچ‌کدام به‌تنهایی. اما سوال اینجاست که منظور از شرایط مستقل عرضه و تقاضا چیست؟ آیا این منحنی‌ها بدون دخالت متغیرهای دیگر، به‌طور مستقل شکل گرفته‌اند؟ فرضیاتی به‌صورت ضمنی در کار است که شرکت‌کنندگان، اطلاعاتی کامل از ترجیحات و گزینه‌های خود دارند.

این فرض غیرواقعی است، زیرا شکل منحنی‌های عرضه و تقاضا نمی‌تواند به‌عنوان داده‌ای مستقل تلقی شود، زیرا شامل انتظارات شرکت‌کنندگان درباره وقایع آینده است. نقش انتظارات، خصوصاً در بازارهای مالی، به‌وضوح خود را نشان می‌دهد. تصمیمات خرید و فروش بر اساس پیش‌بینی‌هایی از قیمت‌های آینده است و خود این پیش‌بینی‌ها نیز به نوبه خود تحت تأثیر قیمت‌های جاری قرار دارند. بنابراین، هرگونه تحلیل عرضه و تقاضا که فرض استقلال از انتظارات را داشته باشد،

گمراه‌کننده است. در مورد کالاها، وضعیت به این وضوح نیست، زیرا عرضه عمدتاً از تولید و تقاضا از مصرف شکل می‌گیرد، اما حتی در این حالت، قیمت‌های بازار اغلب به‌جای قیمت‌های جاری، بر اساس انتظارات آینده تعیین می‌شوند.

برای آن دسته از کسانی که با اصول اقتصاد کلاسیک آشنایی دارند، غیرقابل تصور است که نیروهای بازار بتوانند بر منحنی‌های عرضه و تقاضا اثر بگذارند. این فرضیه که منحنی‌های عرضه و تقاضا قیمت بازار را تعیین می‌کنند، به‌شدت دفاع می‌شود. اما اگر این منحنی‌ها خود تحت تأثیر نیروهای بازار قرار گیرند، آنگاه قیمت‌ها دیگر به‌طور منحصر به فرد تعیین نمی‌شوند و نوسانات شدیدی خواهیم داشت. در نتیجه، نتایج نظریه اقتصادی ارتباط خود را با واقعیت از دست خواهند داد.

برای اجتناب از این نتیجه، از ابزار روش‌شناختی فرض استقلال منحنی‌های عرضه و تقاضا استفاده شده است. اما این نوعی پرده‌پوشی است که اگر مستقیماً مطرح شود، به‌سختی قابل پذیرش خواهد بود. اگر نظریه اقتصادی بخواهد به‌عنوان یک سیستم اصولی و منسجم باقی بماند، فرضیات آن باید به‌صراحت بیان شوند. از همین رو، می‌توان گفت که نظریه اقتصادی در بسیاری موارد فاقد ارتباط با دنیای واقعی است.

نظریه رقابت کامل ممکن است این نتیجه‌گیری را داشته باشد که روندهای بازار انحرافات کوتاه‌مدت هستند و توسط نیروهای

بنیادین بازار تصحیح می‌شوند. این نظریه البته مسیر این تعدیل را تشریح نمی‌کند و تنها وضعیت پس از انجام تعدیلات را تحلیل می‌کند. اما مسئله این است که هیچ تضمینی وجود ندارد که نیروهای بنیادین بتوانند روندهای سوداگرانه را کنترل کنند. ممکن است حتی شرایط به‌ظاهر بنیادین نیز تحت تأثیر روندهای سوداگرانه تغییر کند.

در شرایط عادی، افزایش قیمت سوداگرانه باعث ایجاد نیروهای مخالف می‌شود؛ عرضه افزایش یافته و تقاضا کاهش می‌یابد. این چرخه عموماً اصلاح می‌شود، اما استثنائاتی هم وجود دارد. به عنوان مثال، در بازار ارز، یک حرکت مستمر در قیمت می‌تواند خودتأییدکننده باشد و حتی بر قیمت‌های داخلی نیز تأثیر بگذارد. در بازار سهام، عملکرد یک سهم ممکن است به‌طور مستقیم بر عملکرد شرکت مربوطه تأثیر بگذارد. در وام‌دهی بین‌المللی، وام‌دهی بیش از حد در ابتدا شرایط کشور بدهکار را بهبود می‌بخشد، اما هنگامی که بانک‌ها بخواهند وام‌ها را بازپرداخت کنند، این کشورها ممکن است دچار مشکل شوند.

به‌طور کلی، نوسانات در اعتبار می‌تواند بر توانایی و تمایل بدهکاران در بازپرداخت تأثیر بگذارد. بنابراین، پرسش این است که آیا این استثنائات قوانین نظریه را تایید می‌کنند یا نظریه‌ها نیازمند بازنگری هستند؟ اگر این موارد به دفعات و شدت بالا رخ دهند، احتمالاً باید در نظریه شک کنیم.

من ادعا می‌کنم که این نوع رفتار پارادوکسیکال نه‌تنها در بازارهای مالی بلکه در اغلب موارد اقتصادی رخ می‌دهد. نظریه‌های اقتصاد خرد ممکن است این موضوع را نادیده بگیرند، اما در سطح کلان اقتصادی، این پدیده بسیار اهمیت دارد. در یک اقتصاد جهانی با نرخ‌های ارز متغیر و جابه‌جایی سرمایه، ممکن است شرایطی ایجاد شود که در آن، به‌جای اینکه عرضه و تقاضا بازار را شکل دهند، این تحولات بازار است که شرایط عرضه و تقاضا را تعیین می‌کند.

اگر فرآیند تعدیل به تعادل نرسد، آنگاه چه بر سر نتایج نظریه اقتصادی می‌آید؟ پاسخ این است که این نتایج همچنان به‌عنوان استنتاجات معتبر باقی می‌مانند، اما ارتباط خود را با دنیای واقعی از دست می‌دهند. این دقیقاً مشابه اتفاقی است که در علم هندسه رخ می‌دهد؛ هنگامی که فرضیات تغییر می‌کنند، خواص هندسی نیز تغییر خواهند کرد.

مشکل درک ناقص

یکی از مشکلات مهم در بازارهای مالی، عدم توانایی درک کامل روندهای واقعی است؛ روندهایی که با فرض تعادل در اقتصاد فرق دارند و با پیچیدگی‌هایی همراه‌اند که به‌خوبی درک نشده‌اند. دلیل اصلی این مشکل، نه‌تنها مواجهه با عوامل اقتصادی، بلکه تأثیرات عمیق ناشی از انتظارات، احساسات و رفتارهای سایر فعالان بازار است. این ویژگی منجر به ناتوانی

ذاتی در فهم درست شرایط بازار می‌شود و درک فعالان را متغیر و ناقص می‌کند.

تصمیمات فعالان بازار معمولاً تحت تأثیر اطلاعات نادرست، پیش‌داوری‌ها و تفاسیر اشتباه قرار می‌گیرد. آن‌ها به جای اتکا به واقعیت‌های مستقل، بر ادراکات و پیش‌فرض‌های ذهنی خود تکیه می‌کنند که ممکن است نادرست یا ناقص باشد. این نقص درک فردی نه‌تنها بر تصمیم‌گیری‌های آن‌ها تأثیر می‌گذارد، بلکه می‌تواند به نوسانات و بی‌ثباتی‌های بازار نیز منجر شود. به‌عنوان مثال، اگر اکثر شرکت‌کنندگان بر این باور باشند که قیمت‌ها افزایش خواهد یافت، حتی اگر این باور با واقعیت هماهنگ نباشد، می‌تواند به افزایش واقعی قیمت‌ها منجر شود. بنابراین، انتظارات نه‌تنها به‌دلیل درک ناقص بازار شکل می‌گیرند، بلکه خودشان عاملی مؤثر در تغییر شرایط بازار هستند.

دو مجموعه مشکل مرتبط

در این‌جا با دو مجموعه مشکل روبرو هستیم که باید مد نظر قرار گیرند:

1. **عدم درک کامل فعالان بازار:** این مفهوم به سادگی قابل تعریف و تحلیل نیست. مشابه آنچه در علوم طبیعی اتفاق می‌افتد، درک کامل از واقعیت‌ها

امکان‌پذیر نیست، اما استانداردهایی برای ارزیابی ادعاها وجود دارد.

2. **عدم درک کامل دانشمندان علوم اجتماعی**: این موضوع نشان می‌دهد که دانشمندان علوم اجتماعی نیز به‌دلیل مواجهه با پیچیدگی‌های درک ناقص فعالان، با چالش‌های خاصی روبه‌رو هستند که باید به آن‌ها پرداخته شود.

عدم درک کامل فعالان بازار به این معناست که وضعیت ایده‌آل آن‌ها به‌طور مستقل وجود ندارد و تصمیمات آن‌ها بر آن تأثیرگذار است. معیارهای ارزیابی حقیقت یا اعتبار نظراتشان ناقص بوده و برخی انتظارات می‌توانند با رویدادهای بعدی همخوانی داشته باشند و برخی دیگر نه. با این حال، هیچ‌گاه به‌طور قطعی نمی‌توان دانست آیا انتظارات ما دقیقاً با واقعیت‌های آینده تطابق دارد یا خیر. برخلاف علوم طبیعی که در آن جدایی کاملی میان تفکر و رویدادها وجود دارد، در اینجا چنین چیزی ممکن نیست.

دو نقش متداخل تفکر فعالان

تفکر فعالان در بازار نقشی دوگانه دارد؛ از یک‌سو، آن‌ها تلاش می‌کنند وضعیت را به‌درستی درک کنند و از سوی دیگر، همین درک مبنای تصمیماتی است که خود به‌نوبه‌خود بر روند رویدادها تأثیر می‌گذارد. این دو نقش در تعامل بوده و به‌ندرت به‌طور کامل و مستقل از یکدیگر انجام می‌شوند. اگر رویدادها

مستقل از تصمیمات شرکت‌کنندگان جریان داشت، آن‌گاه درک آن‌ها می‌توانست مشابه درک یک دانشمند علوم طبیعی باشد. اما در واقعیت، آن‌ها بر اساس درک ناقص خود عمل می‌کنند و همین نقص درک در جریان رویدادها نیز نقش دارد.

در علم فیزیک، نیز چنین مسئله‌ای مطرح می‌شود. مثلاً در فیزیک کوانتوم، عمل مشاهده بر پدیده مشاهده‌شده تأثیر می‌گذارد که به اصل **عدم‌قطعیت هایزنبرگ**[10] (Heisenberg Uncertainty Principle) منجر می‌شود و حدودی برای دستیابی به دانش ایجاد می‌کند. اما این مشکل در علم طبیعی تنها در مرزهای آن رخ می‌دهد، در حالی‌که در علوم اجتماعی، این موضوع در مرکز تفکر فعالان قرار دارد. به‌عبارت دیگر، در فیزیک کوانتوم، تنها عمل مشاهده است که با موضوع تداخل می‌کند، نه نظریه‌ای که عدم‌قطعیت را تبیین می‌کند. اما در علوم اجتماعی، تفکرات خود فعالان نیز بخشی از موضوع مطالعه است.

چالش‌های درک کامل در علوم اجتماعی

از آنجا که نظریه وحدت علم (Unity of Science) که کارل پوپر (Karl Popper) آن را مطرح کرد، به این می‌پردازد که روش‌ها و

---

[10] نظریه‌ای در فیزیک کوانتوم که بیان می‌کند مقدار دقیق هم‌زمان یک جفت متغیرهای خاص، مانند مکان و تکانه، قابل اندازه‌گیری نیست.

معیارهای یکسانی در علوم طبیعی و اجتماعی قابل‌اعمال هستند، این موضوع هنوز به‌طور کامل پذیرفته نشده است. برای درک مشکل ناشی از تفکر فعالان، بهتر است به عملکرد روش علمی دقت کنیم.

مدل **قیاسی-قانون‌گذاری**[11] یا **مدل D-N** که کارل پوپر[12] آن را توسعه داده، نسخه‌ای ساده و ایده‌آل از واقعیتی پیچیده‌تر را ارائه می‌دهد و شامل سه نوع بیان است: شرایط اولیه خاص، شرایط نهایی خاص، و تعمیم‌های با اعتبار جهانی. ترکیب تعمیم‌ها با شرایط اولیه شناخته‌شده، به پیش‌بینی‌هایی منجر می‌شود که می‌توانند به‌عنوان آزمون برای تعمیم‌های مربوطه عمل کنند. در این مدل، یک تقارن بین پیش‌بینی‌ها و توضیحات وجود دارد، اما باید توجه داشت که این روش علمی تنها زمانی کار می‌کند که شرایط خاصی برآورده شوند.

یکی از مهم‌ترین الزامات این مدل، جداسازی کامل محتوا از بیانات دیگر است تا معیار مستقلی برای ارزیابی حقیقت فراهم شود. اما وقتی موضوع بررسی رفتار انسان‌ها باشد، این الزامات به‌شدت دشوار می‌شوند. در واقع، فرآیند تصمیم‌گیری انسانی به‌دلیل درک ناقص از وضعیت، ماهیتی متفاوت دارد.

---

[11] مدل قیاسی-قانون‌گذاری (Deductive-Nomological Model) که برای تبیین پدیده‌ها از روش‌های استقرایی و قیاسی استفاده می‌کند.

[12] فیلسوف مشهور قرن بیستم که مفهوم «وحدت علم» را برای پیوند میان علوم طبیعی و اجتماعی مطرح کرد.

تأثیر محدودیت‌های علمی بر علوم اجتماعی

یکی از چالش‌های علم اجتماعی این است که تا حد زیادی تحت تأثیر محدودیت‌های تفکر و تصمیمات شرکت‌کنندگان قرار دارد. به‌عبارت دیگر، وقتی رویکرد علمی در بررسی رفتار انسانی به‌کار گرفته می‌شود، مشاهده علمی که باید اساس استدلال‌ها باشد، با محدودیت‌هایی روبه‌رو می‌شود. در علم طبیعی، این محدودیت‌ها بیشتر به اصل عدم‌قطعیت هایزنبرگ محدود می‌شود، اما در علوم اجتماعی، این محدودیت‌ها درک اولیه فعالان بازار را تحت‌الشعاع قرار می‌دهند و مدل D-N را با مشکل مواجه می‌کنند.

چالش‌های علم اجتماعی و نیاز به بازنگری روش‌ها

دانشمندان اجتماعی مدتی است تلاش می‌کنند تا روش‌های علمی مشابه علم طبیعی را در تحقیقات خود به‌کار گیرند؛ بااین‌حال، موفقیت‌های چشمگیری نداشته‌اند. این کوشش‌ها، بی‌شباهت به تلاش‌های کیمیاگران نیست که زمانی می‌کوشیدند جادوگری را به علم طبیعی پیوند دهند. اگرچه کیمیاگران در این راه ناکام ماندند، دانشمندان اجتماعی به دستاوردهایی در زمینه کاری خود رسیده‌اند. ممکن است تفکر و درک شرکت‌کنندگان در مطالعات اجتماعی با روش‌های علمی طبیعی سازگار نباشد، اما به‌راحتی تحت‌تأثیر نظریه‌ها قرار

می‌گیرد. در حوزه‌های اجتماعی، سیاسی و اقتصادی، گاه نظریه‌ها با وجود نداشتن اعتبار علمی، تأثیرگذار هستند. به همین ترتیب، در حالی که کیمیاگری در علم طبیعی نتیجه‌بخش نبوده است، علم اجتماعی را می‌توان به نوعی به‌عنوان کیمیاگری موفق قلمداد کرد.

این موضوع ما را به بررسی ارتباط میان دانشمندان و موضوعات تحقیق آن‌ها می‌کشاند. همان‌طور که اشاره شد، مدل *(Deductive-Nomological (D-N* نیازمند آن است که دانشمندان یافته‌ها و مشاهدات خود را به‌دقت از موضوع مورد مطالعه جدا کنند؛ تنها با این جداسازی، موضوع پژوهش می‌تواند به‌عنوان معیاری عینی برای قضاوت درباره اعتبار و صحت فرضیه‌های علمی استفاده شود. کنوانسیون‌های روش علمی برای حفظ این جداسازی طراحی شده‌اند.

در علم طبیعی، این کنوانسیون‌ها کارایی دارند، زیرا تفکر دانشمند از موضوع مطالعه‌اش مجزاست؛ دانشمند تنها می‌تواند از طریق آزمایش و بررسی عملی بر موضوع تأثیر بگذارد، نه صرفاً با تفکر خود. به‌عنوان مثال، دانشمند نمی‌تواند صرفاً با تفکر یا نظریه‌پردازی، فلزات بی‌ارزش را به طلا تبدیل کند. ممکن است گاهی دانشمندی با نادیده‌گرفتن قوانین علمی به منافعی برسد، اما این دستاوردها غالباً دیر یا زود آشکار می‌شوند.

اما در پدیده‌های اجتماعی شرایط متفاوت است. درک ناکامل شرکت‌کنندگان باعث می‌شود که مدل D-N با مشکلاتی مواجه

شود و این امر پیامدهای مهمی برای کنوانسیون‌های علمی به همراه دارد. این وضعیت محدودیت‌هایی بر نتایج قابل‌دستیابی از طریق رعایت این کنوانسیون‌ها اعمال می‌کند و حتی ممکن است در برخی موارد نتایج ارزشمندی از نقض آن‌ها حاصل شود.

باوجوداین، بسیاری از نتایج نیز از تظاهر به رعایت روش‌های علمی بدون رعایت واقعی آن‌ها به‌دست می‌آید. علم طبیعی به دلیل اعتبار علمی خود، تأثیر زیادی بر افکار عمومی دارد. به این ترتیب، یک نظریه که ادعای علمی بودن دارد، می‌تواند تأثیر بیشتری بر افکار عمومی داشته باشد تا یک نظریه که موضع سیاسی یا ایدئولوژیک خود را آشکارا بیان کند. به‌عنوان مثال، هر دو نظریه مارکسیسم و روان‌تحلیل‌گری (Psychoanalysis) از اعتبار علمی خود برای توجیه برخی از نتایجشان بهره گرفته‌اند.

با درک این نکته، اصطلاح «علم اجتماعی» ممکن است جای تردید داشته باشد. این اصطلاح شاید همانند جادوی کلماتی است که کیمیاگران اجتماعی برای تحمیل دیدگاه‌هایشان بر موضوعات پژوهش از آن استفاده می‌کنند.

چگونه می‌توان از سوءاستفاده‌های روش علمی جلوگیری کرد؟

شاید تنها راه جلوگیری از چنین سوءاستفاده‌هایی، جدا کردن علم اجتماعی از علم طبیعی باشد. علم اجتماعی باید به‌عنوان

یک استعاره تشبیهی و نه یک علم واقعی در نظر گرفته شود. این موضوع به‌معنای کنارگذاشتن جستجوی حقیقت در مطالعه پدیده‌های اجتماعی نیست، بلکه نیاز به پذیرش این دارد که مدل D-N در شرایطی که در آن مشارکت فکری افراد دخیل است، کارایی ندارد. ما باید از ایده وحدت روش‌ها دست برداریم و تقلید از علم طبیعی را متوقف کنیم.

مدل D-N در علم طبیعی بسیار موفق بوده و معادل روش علمی تلقی می‌شود، اما با وجود تلاش‌های فراوان، علوم اجتماعی نتوانسته‌اند به دستاوردهای مشابه دست یابند. موضوع مطالعه در علوم اجتماعی با چارچوب D-N سازگار نیست. بااین‌حال، این به‌معنای ناتوانی روش علمی در حل مسائل علوم اجتماعی نیست؛ بلکه شاید تعمیم‌های آماری و احتمالی ابزارهای مؤثرتری باشند.

در این کتاب، من به بررسی رویکردی جدید و نوآورانه می‌پردازم؛ اما باید تأکید کنم که این رویکرد نباید بر اساس معیارهای مدل D-N سنجیده شود. دنیای درک ناقص به تعمیم‌هایی نمی‌انجامد که بتوان از آن‌ها برای تبیین و پیش‌بینی دقیق رویدادها استفاده کرد. در واقع، تقارن بین تبیین و پیش‌بینی تنها زمانی برقرار است که مشارکت‌کنندگان فکری در مدل حضور نداشته باشند. اگر این مشارکت‌ها در نظر گرفته شوند، پیش‌بینی‌ها همیشه باید بر پایه درک شرکت‌کنندگان قرار گیرد و نمی‌توانند به همان قطعیت مدل D-N دست یابند.

با رها کردن این محدودیت، می‌توانیم چارچوب نظری مناسبی را ایجاد کنیم که با ویژگی‌های علوم اجتماعی سازگار باشد. بااین‌حال، نمی‌توان این نظریه‌ها را به شیوه‌ای آزمود که نظریه‌های منطقی *Popper* آزمایش می‌شوند. این بدان معنا نیست که باید آزمایش را کنار بگذاریم؛ بلکه برعکس، نیاز به تأکید بیشتر بر آزمایش دیدگاه‌ها داریم. ازاین‌رو، در این کتاب روش‌های جدیدی برای آزمایش ارائه می‌دهم که به‌طور صریح به امکان کیمیاگری در بررسی پدیده‌های اجتماعی توجه دارند و از آن بهره می‌برند.

سوگیری[13] شرکت‌کنندگان

در این بخش، رویکرد من به‌طور مستقیم به مشکل درک ناقص می‌پردازد. درک شرکت‌کنندگان تحت تأثیر افکار آن‌ها درباره وضعیتی که در آن قرار دارند، شکل می‌گیرد. این تأثیر تفکر بر پدیده‌های مورد مطالعه، مشابهی در علم طبیعی ندارد. اگرچه افکار شرکت‌کنندگان تنها یکی از عوامل تأثیرگذار بر روند رویدادها هستند، اما تأثیر آن‌ها بر وقایعی که در آن‌ها دخیل‌اند، غیرقابل انکار است. بنابراین، این موضوع باید در کانون توجه قرار گیرد.

[13] تمایل به تفکر یا عمل به‌شیوه‌ای که بر تصمیم‌گیری و قضاوت تأثیر منفی بگذارد.

درک ناقص، مفهومی پیچیده و دشوار برای مطالعه است. ما نشان داده‌ایم که بین تفکر شرکت‌کنندگان و وضعیتی که به آن مربوط می‌شود، عدم تطابق وجود دارد؛ اما تعریف و اندازه‌گیری این عدم تطابق کار آسانی نیست. تفکر شرکت‌کننده بخشی از وضعیتی است که او سعی در درک آن دارد و به همین دلیل، مفهوم عدم تطابق برای توصیف این رابطه مناسب به نظر نمی‌رسد. این ایده از علم طبیعی و فلسفه آمده است، جایی که حقایق و بیانیه‌ها به جهان‌های جداگانه تعلق دارند و تطابق به‌عنوان معیار حقیقت عمل می‌کند.

اما این قیاس در مورد شرکت‌کننده‌ای که به‌تعریف بخشی از وضعیتی است که سعی دارد آن را درک کند، صادق نیست. ما می‌توانیم از عدم تطابق صحبت کنیم، اما نمی‌توانیم آن چیزی را که درک شرکت‌کننده به آن نمی‌رسد، تعریف کنیم زیرا این مفهوم وجود ندارد. برای ساده‌سازی موضوع، من به سوگیری ذاتی در تفکر شرکت‌کنندگان اشاره خواهم کرد. از آنجا که این سوگیری ذاتی است، به‌دست آوردن عدم سوگیری غیرممکن به نظر می‌رسد.

با این حال، در دنیای خارج هنجاری وجود دارد که می‌توان به‌وسیله آن سوگیری شرکت‌کنندگان را اندازه‌گیری کرد. اگرچه واقعیتی مستقل از ادراکات شرکت‌کنندگان وجود ندارد، اما واقعیتی هست که به این ادراکات وابسته است. به عبارتی، دنباله‌ای از رویدادها وجود دارد که در واقع اتفاق می‌افتد و این دنباله رفتار شرکت‌کنندگان را منعکس می‌کند. مسیر واقعی

رویدادها احتمالاً با انتظارات شرکت‌کنندگان تفاوت دارد و این انحراف می‌تواند به‌عنوان نشانه‌ای از سوگیری شرکت‌کنندگان در نظر گرفته شود. با این حال، این فقط به‌عنوان یک نشانه قابل درک است و نه به‌عنوان یک اندازه‌گیری کامل، زیرا مسیر واقعی رویدادها از قبل تحت تأثیر تفکر شرکت‌کنندگان قرار دارد. بنابراین، سوگیری شرکت‌کنندگان هم در انحراف بین نتایج و انتظارات و هم در مسیر واقعی رویدادها نمایان می‌شود.

پدیده‌ای که به‌طور جزئی قابل مشاهده و به‌طور جزئی در جریان رویدادها غوطه‌ور است، به راحتی در تحقیقات علمی قابل بررسی نیست. اکنون می‌توانیم درک کنیم که چرا اقتصاددانان از آن به‌عنوان یک عامل نامطلوب در نظریه‌های خود پرهیز کرده‌اند. ما این موضوع را به‌عنوان نقطه کانونی تحقیق خود قرار خواهیم داد.

مفهوم بازتابی‌گری

پیوند بین تفکر شرکت‌کنندگان و وضعیتی که در آن شرکت می‌کنند، می‌تواند به دو رابطه عملکردی تقسیم شود. من تلاش‌های شرکت‌کنندگان برای درک وضعیت را "عملکرد شناختی[14]" یا "غیرفعال" می‌نامم و تأثیر تفکر آن‌ها بر دنیای

[14] فرآیندهای ذهنی که در درک و یادگیری اطلاعات نقش دارند.

واقعی را "عملکرد مشارکتی[15]" یا "فعال" می‌خوانم. در عملکرد شناختی، ادراکات شرکت‌کنندگان به وضعیت وابسته است؛ در حالی که در عملکرد مشارکتی، وضعیت تحت تأثیر ادراکات شرکت‌کنندگان قرار می‌گیرد. این دو عملکرد به‌طور معکوس عمل می‌کنند: در عملکرد شناختی، وضعیت متغیر مستقل است؛ در حالی که در عملکرد مشارکتی، تفکر شرکت‌کنندگان متغیر مستقل به حساب می‌آید.

موارد زیادی وجود دارد که یکی از این دو عملکرد به‌طور جداگانه قابل مشاهده است، اما همچنین نمونه‌هایی وجود دارد که هر دو عملکرد همزمان عمل می‌کنند. یک مثال واضح از عملکرد شناختی، زمانی است که فردی از تجربه خود می‌آموزد. در مقابل، مثال‌هایی از عملکرد مشارکتی را می‌توان در کتاب‌های درسی اقتصاد مشاهده کرد، جایی که شرکت‌کنندگان ترجیحات خود را به مجموعه‌ای از فرصت‌ها اعمال می‌کنند و در این فرایند، قیمت‌ها را تعیین می‌کنند.

زمانی که هر دو عملکرد به‌طور همزمان عمل می‌کنند، بر یکدیگر تأثیر می‌گذارند. در این حالت، یکی از عملکردها به‌عنوان متغیر مستقل و دیگری به‌عنوان متغیر وابسته عمل می‌کند. به‌جای اینکه نتیجه‌ای معین داشته باشیم، به یک تعامل می‌رسیم که در آن هم وضعیت و هم دیدگاه‌های شرکت‌کنندگان متغیرهای

[15] تأثیر و نقش فعال شرکت‌کنندگان در شکل‌دهی به وضعیت‌های اقتصادی یا اجتماعی.

وابسته هستند؛ به‌طوری که یک تغییر اولیه می‌تواند تغییرات بیشتری را در وضعیت و دیدگاه‌های شرکت‌کنندگان به وجود آورد. من این تعامل را "بازتابی‌گری" می‌نامم و از این واژه به‌همان شکلی استفاده می‌کنم که فرانسوی‌ها زمانی که یک فعل را که موضوع و مفعول آن یکی است، توصیف می‌کنند، به کار می‌برند. با استفاده از ریاضیات ساده، بازتابی‌گری را می‌توان به‌صورت یک جفت تابع بازگشتی به تصویر کشید.

$$y = f(x) \quad \text{cognitive function}$$
$$x = \phi(y) \quad \text{participating function}$$

$$y = f[\phi(y)]$$
$$x = \phi[f(x)]$$

این بنیاد نظری، رویکرد من است. دو تابع بازگشتی[16] که مورد بحث قرار می‌گیرند، به‌جای ایجاد یک تعادل ثابت، یک فرآیند

[16] **(Recursive Function)**: تابعی که در تعریف آن به خود اشاره می‌شود و می‌تواند برای حل مسائل به‌کار رود.

بی‌پایان از تغییرات را ایجاد می‌کنند. این فرآیند به‌طور بنیادی با فرآیندهایی که در علم طبیعی مورد مطالعه قرار می‌گیرد، متفاوت است. در علم طبیعی، یک سری حقایق به‌صورت متوالی بدون هیچ‌گونه تأثیرگذاری از افکار یا ادراکات به دنبال یکدیگر می‌آیند. اگرچه در فیزیک کوانتومی، مشاهده می‌تواند عدم‌قطعیت را به‌وجود آورد، اما وقتی که یک وضعیت شامل شرکت‌کنندگان فکری است، دنباله رویدادها به‌طور مستقیم از یک مجموعه حقایق به مجموعه دیگر منتقل نمی‌شود. بلکه حقایق به ادراکات مربوط می‌شوند و ادراکات هم به حقایق در یک الگوی متصل به هم، شبیه بند کفش، ارتباط دارند. بنابراین، مفهوم بازتابی‌گری به نظریه‌ای شبیه "بند کفش" در تاریخ می‌انجامد.

این نظریه به‌نوعی دیالکتیک[17] محسوب می‌شود. می‌توان آن را به‌عنوان ترکیبی از دیالکتیک ایده‌ها در هگل و دیالکتیک مادی‌گرایی در مارکس تفسیر کرد. به‌جای اینکه افکار یا شرایط مادی به‌تنهایی به‌صورت دیالکتیکی تکامل یابند، این تعامل بین هر دو است که فرآیند دیالکتیکی را به وجود می‌آورد. دلیل اینکه من از این واژه کمتر استفاده می‌کنم، این است که نمی‌خواهم با بار اضافی که به‌همراه دارد، درگیر شوم. من هگل را مبهم می‌دانم و نظریه تاریخی مارکس را که به‌طور کامل با دیدگاه من در تضاد است، نمی‌پسندم.

---

[17] **(Dialectic)**: روش تفکر و استدلال که بر پایه تعامل و تضاد ایده‌ها و شرایط بنا شده است.

به‌نظر من، فرآیند تاریخی باز است. نیروی محرکه اصلی آن، سوگیری شرکت‌کنندگان است. البته این تنها نیروی مؤثر نیست، اما این نیرو مختص فرآیند تاریخی است و آن را از فرآیندهای مورد مطالعه در علم طبیعی متمایز می‌کند. در تکامل زیستی، جهش‌های ژنتیکی نقش دارند، در حالی که من معتقدم فرآیندهای تاریخی تحت تأثیر سوءتفاهم‌های شرکت‌کنندگان شکل می‌گیرند. می‌توان گفت ایده‌هایی که تاریخ را شکل می‌دهند، شامل خطاهای باروری هستند. یک خطای بارور ابتدا به‌عنوان یک بینش در نظر گرفته می‌شود؛ اما تنها زمانی که به واقعیت تبدیل می‌شود، نواقص آن آشکار می‌شود و سپس خطای دیگری که متضاد آن است، به‌وجود می‌آید و این چرخه ادامه می‌یابد. هر خطا یک تجربه جدید ایجاد می‌کند و تا زمانی که مردم از این تجربیات بیاموزند، این فرآیند می‌تواند به‌عنوان پیشرفت توصیف شود. البته، واژه "خطا" ممکن است قوی به نظر برسد، اما در جلب توجه به سوگیری شرکت‌کنندگان مفید است.

من در اینجا موضوع را بیشتر دنبال نخواهم کرد، اما واضح است که مفهوم بازتابی‌گری، همان‌طور که در اینجا توصیف شده، پیامدهای زیادی فراتر از موضوعاتی که در این کتاب مورد بررسی قرار گرفته است، دارد.

بازتابی‌گری در مقابل تعادل

با بازگشت به نظریه اقتصادی، می‌توان گفت که سوگیری شرکت‌کنندگان باعث می‌شود که رسیدن به موقعیت تعادل غیرممکن شود. هدفی که فرآیند تنظیم به آن می‌رسد، شامل یک سوگیری است که ممکن است در طول این فرآیند تغییر کند. وقتی این تغییر اتفاق می‌افتد، فرآیند به‌جای حرکت به سمت تعادل، به سمت هدفی در حال حرکت است.

برای بهتر درک مسائل، می‌توانیم رویدادها را به دو دسته تقسیم کنیم: رویدادهای روزمره و عادی که به‌راحتی توسط شرکت‌کنندگان پیش‌بینی می‌شوند و تغییری در ادراکات آن‌ها ایجاد نمی‌کنند، و رویدادهای تاریخی و منحصر به‌فرد که بر سوگیری شرکت‌کنندگان تأثیر می‌گذارند و تغییرات بیشتری ایجاد می‌کنند. نوع اول رویدادها مستعد تحلیل تعادل هستند، در حالی که نوع دوم این‌طور نیستند و فقط در چارچوب یک فرآیند تاریخی قابل درک هستند.

در رویدادهای روزمره، تنها عملکرد مشارکتی فعال است و عملکرد شناختی از قبل مشخص است. اما در مورد تحولات منحصر به‌فرد تاریخی، هر دو عملکرد به‌طور همزمان عمل می‌کنند و نه دیدگاه‌های شرکت‌کنندگان و نه وضعیتی که به آن مربوط هستند، مانند قبل باقی نمی‌مانند. این موضوع توجیه‌کننده توصیف چنین تحولات به‌عنوان تاریخی است.

باید تأکید کنم که تعریف من از تغییر تاریخی شامل نوعی تائوتولوژی (تعریف دایره‌ای) است. اول، من رویدادها را بر اساس تأثیر آن‌ها بر سوگیری شرکت‌کنندگان دسته‌بندی می‌کنم: آن‌هایی که سوگیری شرکت‌کننده را تغییر می‌دهند، تاریخی هستند و آن‌هایی که این کار را نمی‌کنند، عادی هستند. سپس می‌گویم که تغییرات در سوگیری شرکت‌کنندگان است که یک دنباله از رویدادها را به‌عنوان تاریخی واجد شرایط می‌سازد.

تائوتولوژی‌ها[18] می‌توانند مفید باشند، به شرط اینکه به‌عنوان چنین شناخته شوند. در اینجا، این موضوع کمک می‌کند که تحلیل تعادل در چشم‌انداز مناسب قرار گیرد. من تغییر تاریخی را به‌عنوان تعامل بین عملکردهای شناختی و مشارکتی تعریف کرده‌ام. آنچه تغییر را تاریخی می‌سازد، تأثیر آن بر دنباله رویدادها و ادراکات شرکت‌کنندگان است به‌طوری‌که رویداد بعدی نمی‌تواند صرفاً تکرار رویداد قبلی باشد.

تحلیل تعادل تغییر تاریخی را با فرض عملکرد شناختی نادیده می‌گیرد. منحنی‌های عرضه و تقاضا[19] (Supply and Demand Curves) که در نظریه اقتصادی استفاده می‌شوند، تنها بیانگر عملکرد مشارکتی هستند. عملکرد شناختی به‌جای آنکه در نظر

---

[18] تعریفی که نتیجه‌ای را تکرار می‌کند و عملاً به همان معنی است.

[19] مدل‌هایی در اقتصاد که رابطه بین عرضه و تقاضا را برای یک کالا یا خدمات خاص نشان می‌دهد.

گرفته شود، با فرض وجود دانش کامل از بین رفته است. اگر عملکرد شناختی فعال بود، رویدادها در بازار می‌توانستند شکل منحنی‌های عرضه و تقاضا را تغییر دهند و تعادلی که اقتصاددانان مطالعه می‌کنند، هرگز به‌دست نمی‌آمد.

سوال این است که اهمیت حذف عملکرد شناختی چقدر است؟ به عبارت دیگر، تحریف ناشی از نادیده‌گرفتن سوگیری شرکت‌کنندگان چقدر مهم است؟

در تحلیل میکرو اقتصادی، تحریف معمولاً ناچیز است و سوگیری شرکت‌کنندگان به‌راحتی قابل‌حساب است. به‌عنوان اولین قدم، می‌توان سوگیری شرکت‌کنندگان را به‌عنوان داده‌ای ثابت در نظر گرفت: این یک تعادل ایستا فراهم می‌آورد. برای دینامیک‌تر کردن تحلیل، تغییرات در سوگیری شرکت‌کنندگان می‌توانند به‌صورت تدریجی اضافه شوند که به‌صورت تغییرات در عادات مصرف‌کنندگان یا روش‌های تولید ظاهر شوند. تنها چیزی که در این رویکرد تدریجی پنهان می‌شود، ارتباط ممکن بین تغییرات مختلف در شرایط عرضه و تقاضا است، اما این حذف تأثیر منفی بر نتایج تحلیل میکرو اقتصادی نخواهد گذاشت.

اما وقتی به بازارهای مالی می‌رسیم، تحریف جدی‌تر است. سوگیری شرکت‌کنندگان نقش مهمی در تعیین قیمت‌ها دارد و هیچ تحولی در بازار وجود ندارد که بر سوگیری شرکت‌کنندگان

تأثیر نگذارد. جستجو برای قیمت تعادلی[20] (Equilibrium Price) به‌نظر می‌رسد که در واقع تلاش بی‌فایده‌ای است و نظریه‌ها درباره قیمت تعادلی خود می‌توانند منبعی برای سوگیری باشند. به عبارت دیگر، بازارهای مالی به نوسانات خود ادامه خواهند داد.

در تلاش برای تحلیل تحولات کلان اقتصادی، تحلیل تعادل کاملاً نامناسب است. فرض اینکه شرکت‌کنندگان تصمیمات خود را بر اساس دانش کامل می‌گیرند، نمی‌تواند از واقعیت دورتر باشد. مردم در تلاشند تا با استفاده از هر راهنمایی که می‌توانند ایجاد کنند، آینده را پیش‌بینی کنند. نتیجه معمولاً از انتظارات منحرف می‌شود و منجر به انتظارات و نتایج دائماً در حال تغییر می‌شود. این فرآیند بازتابی است.

در نظریه عمومی استخدام، بهره و پول، کینز[21] (Keynes) موفق شد نشان دهد که استخدام کامل یک مورد خاص است. اگر بتوانیم نظریه عمومی از بازتابی‌گری توسعه دهیم، تعادل به‌عنوان یک مورد خاص ظهور می‌کند. در حالی که این به‌سختی می‌تواند به‌عنوان یک نظریه عمومی شناخته شود، من سعی می‌کنم نقش بازتابی‌گری را در بازارهای مالی بررسی کنم و به این

---

[20] قیمتی که در آن مقدار عرضه و تقاضا برابر است و بازار در تعادل قرار دارد.

[21] اقتصاددان مشهور بریتانیایی که نظریه‌هایش تأثیر زیادی بر اقتصاد مدرن گذاشت.

معناست که تلاش می‌کنم عملکرد آن‌ها را به‌عنوان یک فرآیند تاریخی تفسیر کنم.

بازتابندگی در بازار سهام

در آغاز بحث درباره نظریه بازتابندگی (reflexivity)، به بازار سهام می‌پردازم. این بازار به دو دلیل انتخاب شده است: اولاً، به دلیل آشنایی من با آن، که به عنوان یک سرمایه‌گذار حرفه‌ای بیش از بیست و پنج سال تجربه دارم؛ و ثانیاً، به عنوان یک آزمایشگاه مناسب برای بررسی نظریه‌ها عمل می‌کند. در بازار سهام، تغییرات به راحتی قابل اندازه‌گیری و داده‌ها به آسانی در دسترس هستند. همچنین، دیدگاه‌های مشارکت‌کنندگان معمولاً در گزارش‌های کارگزاران وجود دارد. مهم‌تر از همه، من خودم این نظریه را در بازار سهام آزمایش کرده‌ام و چندین مطالعه موردی جالب نیز دارم.

همان‌طور که در مقدمه اشاره کردم، ایده‌های خود را درباره بازتابندگی به‌طور مستقیم از تجربیاتم در بازار سهام توسعه ندادم. این نظریه ابتدا به عنوان یک تأمل فلسفی آغاز شد و به تدریج متوجه شدم که چگونه این نظریه با رفتار قیمت‌های سهام مرتبط است. من در انتقال نظریه‌ام به زبانی که آن را درک کرده بودم، موفق نبودم و این ناکامی به عنوان یک فیلسوف با موفقیتم به عنوان یک حرفه‌ای در سرمایه‌گذاری در تضاد بود. امیدوارم با ارائه ایده‌هایم به‌صورت معکوس نسبت به روشی

که آن‌ها را کشف کردم، از افتادن به دام انتزاعات پیچیده جلوگیری کنم.

دلیل دیگری که بازار سهام ممکن است بهترین نقطه شروع برای مطالعه پدیده‌های بازتابنده باشد، این است که این بازار به طرز چشمگیری با شرایط رقابت کامل[22] (perfect competition) مطابقت دارد: یک بازار مرکزی، محصولات مشابه، هزینه‌های پایین، ارتباطات سریع و تعداد کافی شرکت‌کننده برای جلوگیری از تأثیر فردی در قیمت‌ها. همچنین، قوانین خاصی برای معاملات افراد مطلع وجود دارد.

وجود مقررات و تدابیری ویژه به منظور دسترسی همه شرکت‌کنندگان به اطلاعات مرتبط نیز وجود دارد. چه چیزی بهتر از این می‌توان انتظار داشت؟ اگر جایی باشد که نظریه رقابت کامل باید در عمل به‌کار گرفته شود، آن بازار سهام است.

با این حال، شواهد تجربی کمی نشان می‌دهد که قیمت‌ها به سمت یک تعادل خاص تمایل دارند. مفهوم تعادل در بهترین حالت بی‌ربط و در بدترین حالت گمراه‌کننده به نظر می‌رسد. شواهد نشان می‌دهد که نوسانات مداوم قیمت‌ها وجود دارد، صرف‌نظر از اینکه چه مدت به عنوان دوره مشاهده انتخاب شود. البته، شرایطی که قرار است در قیمت‌های سهام منعکس شوند، به‌طور مداوم در حال تغییرند، اما ایجاد هرگونه رابطه

[22] حالتی از بازار که در آن تعداد زیادی فروشنده و خریدار وجود دارد و هیچ کدام نمی‌توانند به تنهایی بر قیمت‌ها تأثیر بگذارند.

مشخص بین تغییرات قیمت سهام و تغییرات در شرایط بنیادین دشوار است. هر رابطه‌ای که پیدا شود، باید به‌طور ضمنی استنتاج شود و نه اینکه مستقیماً مشاهده گردد. من قصد دارم از نظریه بازتابندگی برای نقد توجه بیش از حد نظریه‌های اقتصادی به موقعیت تعادلی استفاده کنم. بازار سهام نمونه‌ای مناسب برای این بحث است.

نظریه‌های موجود درباره رفتار قیمت‌های سهام به طور قابل توجهی ناکافی هستند. این نظریه‌ها آن‌قدر برای فعالان بازار بی‌ارزش هستند که من حتی کاملاً با آن‌ها آشنا نیستم. این که من بدون این نظریه‌ها نیز می‌توانم پیش بروم، خود بیانگر ناکارآمدی آن‌هاست.

به‌طور کلی، نظریه‌ها به دو دسته تقسیم می‌شوند: بنیادی (fundamental) و تکنیکی (technical). اخیراً نظریه «راه رفتن تصادفی» (Random Walk Theory) رواج یافته است. این نظریه ادعا می‌کند که بازار همه تحولات آینده را به‌طور کامل پیش‌بینی و تخفیف می‌دهد، به‌گونه‌ای که شانس هر فرد برای عملکرد بهتر یا بدتر از بازار به‌طور مساوی است. این نظریه به عنوان توجیهی برای افزایش تعداد مؤسساتی که سرمایه خود را در صندوق‌های شاخص (Index Funds) سرمایه‌گذاری می‌کنند، مورد استفاده قرار گرفته است. این نظریه به وضوح نادرست است و من با عملکرد مداوم بهتر از میانگین‌ها در طول یک دوره دوازده‌ساله، آن را رد کرده‌ام. مؤسسات ممکن است به‌درستی توصیه شوند که در صندوق‌های شاخص

سرمایه‌گذاری کنند به‌جای اینکه تصمیمات سرمایه‌گذاری خاص بگیرند، اما دلیل آن، عملکرد پایین آن‌هاست، نه غیرممکن بودن عملکرد بهتر از میانگین.

تحلیل تکنیکی به مطالعه الگوهای بازار و عرضه و تقاضای سهام می‌پردازد. این تحلیل بدون شک در پیش‌بینی احتمالات ارزشمند است، اما نه در پیش‌بینی دقیق رویدادها. برای هدف این بحث، تحلیل تکنیکی اهمیت خاصی ندارد، زیرا بنیادی نظری ندارد، جز ادعای این‌که قیمت سهام توسط عرضه و تقاضا تعیین می‌شود و تجربیات گذشته برای پیش‌بینی آینده مرتبط هستند.

تحلیل بنیادی جالب‌تر است زیرا به رشد نظریه تعادل مربوط می‌شود. فرض بر این است که سهام دارای یک ارزش ذاتی یا بنیادی است که با قیمت فعلی بازار متفاوت است. ارزش بنیادی یک سهم ممکن است بر اساس قدرت سودآوری دارایی‌های زیر بنایی تعریف شود یا در مقایسه با ارزش بنیادی سایر سهام. در هر دو حالت، فرض بر این است که قیمت بازار یک سهم در طول زمان به سمت ارزش بنیادی آن گرایش پیدا می‌کند و بنابراین تحلیل ارزش‌های بنیادی می‌تواند راهنمای مفیدی برای تصمیمات سرمایه‌گذاری باشد.

نکته مهم در این رویکرد این است که ارتباط بین قیمت سهام و شرکت‌های مربوط به آن به یک جهت فرض می‌شود. وضعیت مالی شرکت‌ها - هرچند به‌طور تاخیری - ارزش نسبی سهام

مختلفی که در بازار معامله می‌شود را تعیین می‌کند. این فرض نادیده گرفته می‌شود که تحولات بازار سهام ممکن است بر وضعیت مالی شرکت‌ها تأثیر بگذارد. این موضوع مشابه نظریه قیمت است که در آن منحنی بی‌تفاوتی[23] (indifference curve) میزان مصرف نسبی را تعیین می‌کند و احتمال تأثیر بازار بر منحنی بی‌تفاوتی نادیده گرفته می‌شود. این شباهت تصادفی نیست؛ رویکرد بنیادی بر پایه نظریه قیمت بنا شده است. اما این غفلت در بازار سهام به‌خصوص مشهود است. ارزیابی‌های بازار سهام به‌طور مستقیم می‌تواند بر ارزش‌های زیر بنایی تأثیر بگذارد: از طریق انتشار و بازخرید سهام و اختیارها و همچنین از طریق معاملات شرکتی مانند ادغام‌ها (mergers)، خریدها (acquisitions) و غیره. همچنین راه‌های ظریف‌تری نیز وجود دارد که قیمت سهام می‌تواند بر وضعیت یک شرکت تأثیر بگذارد: مانند رتبه اعتباری (credit rating)، پذیرش مصرف‌کننده (consumer acceptance)، اعتبار مدیریت (management reputation) و غیره. تأثیر این عوامل بر قیمت سهام شناخته شده است؛ اما تأثیر قیمت سهام بر این عوامل به‌طور عجیب و غریبی در رویکرد بنیادی نادیده گرفته می‌شود.

اگر هرگونه تفاوت آشکاری بین قیمت‌های فعلی سهام و ارزش‌های بنیادی وجود داشته باشد، به تحولات آینده

---

[23] منحنی‌ای که نقاط مختلفی از ترکیب کالاها را نشان می‌دهد که برای یک مصرف‌کننده، میزان رضایت یا Utility یکسان است.

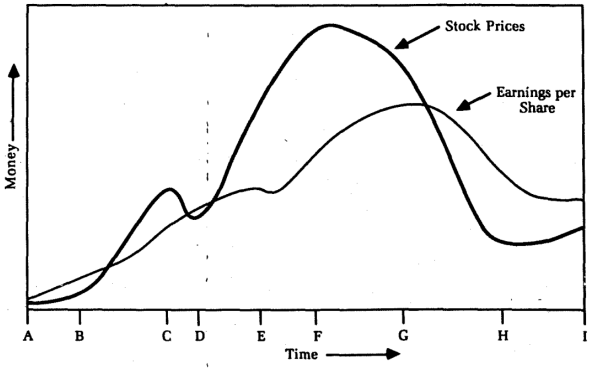
شرکت‌های مربوطه نسبت داده می‌شود که هنوز شناخته نشده‌اند اما به درستی توسط بازار سهام پیش‌بینی شده‌اند. باور بر این است که نوسانات قیمت سهام مقدم بر تحولات بعدی است که آن‌ها را توجیه می‌کنند. نحوه تخفیف تحولات آینده موضوعی است که به‌طور مداوم مورد بحث قرار می‌گیرد، اما فرض بر این است که بازار این کار را به درستی انجام می‌دهد، حتی اگر روش صحیح آن به‌طور نظری قابل اثبات نباشد. این دیدگاه به‌طور طبیعی از نظریه رقابت کامل پیروی می‌کند و با این جمله خلاصه می‌شود که "بازار همیشه درست است."

این ادعا به‌طور کلی پذیرفته شده است، حتی توسط کسانی که چندان به تحلیل بنیادی اعتماد ندارند. من دیدگاهی کاملاً مخالف دارم. من نه این فرض را می‌پذیرم که قیمت‌های سهام بازتابی منفعل از ارزش‌های زیر بنایی هستند و نه این‌که این بازتاب به سمت همخوانی با ارزش‌های زیر بنایی تمایل دارد. من ادعا می‌کنم که ارزیابی‌های بازار همیشه دچار تحریف هستند؛ علاوه بر این، این تحریف‌ها می‌توانند بر ارزش‌های زیر بنایی تأثیر بگذارند. قیمت‌های سهام صرفاً بازتاب‌های منفعل نیستند؛ آن‌ها عناصر فعال در فرآیندی هستند که در آن هم قیمت‌های سهام و هم سرنوشت شرکت‌هایی که سهام آن‌ها معامله می‌شود، تعیین می‌گردند. به عبارت دیگر، من تغییرات قیمت سهام را بخشی از یک فرآیند تاریخی می‌دانم و بر اختلاف میان انتظارات شرکت‌کنندگان و مسیر واقعی رویدادها به‌عنوان یک عامل علّی در آن فرآیند تمرکز می‌کنم.

برای توضیح این فرآیند، من از این اختلاف به‌عنوان نقطه شروع استفاده می‌کنم. من احتمال این را که رویدادها ممکن است واقعاً با انتظارات مردم همخوانی داشته باشند رد نمی‌کنم، اما آن را به‌عنوان یک حالت محدود می‌نگرم. در نهایت، تنها در یک بازار بسیار خاص، یک تعادل تعیینی در زمان نامعین ایجاد می‌شود و در آن بازار، هر شرکت‌کننده می‌تواند در پیش‌بینی خود از آینده اشتباه کند.

چرا این فرآیند به‌عنوان یک فرآیند تاریخی تعریف می‌شود؟ زیرا وقتی یک رخداد یا نوسان پیش‌بینی می‌شود، و این پیش‌بینی به‌عنوان جزئی احساسی، درک‌پذیر و حتی عینی قابل دسترس است، تأثیراتی بر محیط به‌وجود می‌آورد که بر تعادل و تعامل آن با اجزای دیگر اثر می‌گذارد. بنابراین، بر خلاف نظریه‌های سنتی، به‌نظر می‌رسد که هم ارزش‌های بنیادی (fundamentals) و هم قیمت‌های سهام در یک فرآیند بازتابندگی (reflexivity) مشترک هستند، جایی که یک قیمت خاص تأثیر عمیقی بر وضعیت آینده خود دارد.

در واقع، بازار از زمان‌های دور به‌عنوان یک فضای اجتماعی مستقل برای سرمایه‌گذاری و تجارت مورد استفاده قرار می‌گرفته است. این خود، بینشی درباره نظریه‌های بازتابندگی ارائه می‌دهد. به همین ترتیب، در متن‌های آینده، یک تجزیه و تحلیل مختصر از عناصر اصلی نظریه بازتابندگی و شواهد تجربی ارائه خواهد شد. در این زمینه، من تأثیر اجتماعی و تاریخی قیمت‌های سهام را به‌طور خاص بررسی می‌کنم.



در این تصویر، نموداری از "بازتابندگی در بازار سهام" ارائه شده است که شامل دو منحنی اصلی: قیمت‌های سهام و سود هر سهم (EPS) می‌باشد. توضیحات مربوط به این نمودار به شرح زیر است:

این آزمون ممکن است چندین بار تکرار شود، اما در اینجا تنها یک بار نمایش داده شده است. در ابتدا، اعتماد به روند شکل می‌گیرد و دیگر به عقب‌گرد در روند سود تحت تأثیر قرار نمی‌گیرد. سپس انتظارات به‌طور غیرواقعی افزایش می‌یابد و این انتظارات از سوی واقعیت پشتیبانی نمی‌شوند. پس از آن، خطا در انتظارات شناسایی می‌شود و انتظارات کاهش می‌یابند. در این مرحله، قیمت‌های سهام آخرین پایه خود را از دست می‌دهند و به سقوط دچار می‌شوند. روند زیرساختی معکوس

شده و این افت را تشدید می‌کند. در نهایت، بدبینی شدید می‌شود و بازار به ثبات می‌رسد.

شایان ذکر است که این تنها یکی از مسیرهای ممکن است که از تعامل یک روند زیرساختی و یک گرایش غالب ناشی می‌شود. ممکن است چندین روند هم‌زمان وجود داشته باشد و گرایش غالب می‌تواند پیچیدگی‌های زیادی داشته باشد؛ بنابراین، توالی وقایع ممکن است نیاز به نمایش متفاوتی داشته باشد.

در مورد ساختار نظری مدل، ما به تعامل بین گرایش شرکت‌کنندگان و مسیر واقعی رویدادها علاقه‌مند هستیم. با این حال، گرایش شرکت‌کنندگان به‌طور مستقیم در مدل ما نشان داده نمی‌شود؛ بلکه هر دو منحنی، مسیر واقعی رویدادها را نمایش می‌دهند. گرایش غالب تا حدی در دو منحنی گنجانده شده و تا حدودی با اختلاف بین آن‌ها نمایان می‌شود.

مزیت این ساختار این است که از متغیرهایی استفاده می‌کند که می‌توان آن‌ها را کمی‌سازی کرد. قیمت‌های سهام به‌عنوان نماینده‌ای مناسب از موقعیتی که گرایش شرکت‌کنندگان به آن مرتبط است، به کار می‌رود. در سایر فرآیندهای تاریخی، موقعیت‌های مرتبط با شرکت‌کنندگان معمولاً به‌راحتی قابل اندازه‌گیری و مشاهده نیستند.

این نمودار، یک توالی زمانی از افزایش و کاهش قیمت‌های سهام و سود هر سهم را نشان می‌دهد که تأثیرات روانی بازار و

گرایش‌های شرکت‌کنندگان در هر مرحله از آن نقش بسزایی دارند. درک شرکت‌کنندگان به وسیله عملکردهای شناختی و مشارکتی بسیار دشوار است و حتی امکان کمی‌سازی آن وجود ندارد. وجود یک نماینده مناسب، بازار سهام را به آزمایشگاهی مفید برای مطالعه بازتابندگی تبدیل می‌کند.

متأسفانه، این مدل تنها توضیحی جزئی درباره چگونگی تعیین قیمت‌های سهام ارائه می‌دهد. مفهوم روند زیرساختی به‌عنوان یک اصطلاح نگهدارنده معرفی شده است تا تغییرات در "مبانی" را نشان دهد. اینکه مبانی چه چیزهایی هستند، تعریف نشده و حتی به این سؤال که چگونه باید مبانی اندازه‌گیری شوند، پاسخی داده نشده است. سود، سود سهام، ارزش دارایی، جریان نقدی آزاد: همه این معیارها مرتبط هستند، اما وزن نسبی هرکدام بستگی به قضاوت سرمایه‌گذاران دارد و تابع تعصبات آن‌ها است. ما می‌توانیم از سود هر سهم (EPS) به عنوان مثال استفاده کنیم، اما این فقط تأخیر در پاسخ به سؤالات را به همراه دارد. این سؤالی است که تحلیلگران امنیتی مدت‌هاست با آن دست و پنجه نرم می‌کنند. برای توسعه نظریه‌ای درباره بازتابندگی نیازی به پاسخ دقیق به آن نداریم.

بدون اینکه اطلاعاتی درباره مبانی داشته باشیم، می‌توانیم برخی تعمیم‌های مفید انجام دهیم. اولین تعمیم این است که قیمت‌های سهام باید تأثیری بر مبانی داشته باشند (هرچند که این مبانی چه چیزهایی هستند) تا الگوی رونق-رکود (boom-bust pattern) ایجاد شود. گاهی این ارتباط مستقیم

است، همان‌طور که در مثال‌هایی که در این فصل ارائه می‌کنم، اما به‌طور کلی این تأثیر غیرمستقیم است. اغلب، این تأثیر از طریق فرآیندهای سیاسی مانند تغییرات در مالیات، مقررات یا نگرش‌ها به پس‌انداز و سرمایه‌گذاری احساس می‌شود.

ممکن است ارتباط بازتابی (reflexive relationship) بین قیمت‌های سهام و تعصبات غالب وجود داشته باشد حتی اگر مبانی تغییر نکنند، اما این ارتباط زمانی جالب می‌شود که مبانی نیز درگیر باشند. بدون تغییر در مبانی، احتمالاً تعصبات غالب به‌زودی اصلاح می‌شوند، همان‌طور که در نوسانات روزانه قیمت‌های سهام مشاهده می‌کنیم. نادیده گرفتن این تعصبات به‌عنوان صرفاً نویز (noise) کاملاً منطقی است. این همان چیزی است که نظریه رقابت کامل و رویکرد تحلیل بنیادی (fundamental analysis) به امنیت انجام داده‌اند. اما هنگامی که مبانی تحت تأثیر قرار می‌گیرند، نمی‌توان تعصب را نادیده گرفت بدون اینکه تحریف شدیدی رخ دهد، زیرا این تعصب منجر به یک فرآیند خودتقویتی یا خودتخریبی (self-reinforcing or self-destructive process) می‌شود که نه قیمت‌های سهام، نه مبانی و نه دیدگاه‌های شرکت‌کنندگان را به حالت قبلی خود بازنمی‌گرداند.

دومین تعمیم این است که درک شرکت‌کنندگان از مبانی همیشه دارای نقص است. این نقص ممکن است در مراحل اولیه آشکار نباشد، اما احتمالاً در مراحل بعدی خود را نشان می‌دهد. وقتی این اتفاق می‌افتد، زمینه را برای معکوس شدن

تعصبات غالب فراهم می‌کند. اگر تغییر در تعصب، روند زیرساختی را معکوس کند، یک فرآیند خودتقویتی در جهت مخالف آغاز می‌شود. شناخت این نقص و اینکه چگونه و چه زمانی احتمال دارد خود را نشان دهد، کلید درک توالی‌های رونق و رکود است.

مدلی که در بالا ارائه کرده‌ام بر پایه این دو تعمیم بنا شده است. تأکید بر این است که این مدل چقدر ابتدایی است. با این حال، در شناسایی ویژگی‌های حیاتی یک توالی رونق-رکود معمولی، ارزشمند است. این ویژگی‌ها شامل روند ناشناخته، آغاز یک فرآیند خودتقویتی، آزمایش موفق، اعتقاد روزافزون که منجر به گسترش واگرایی بین واقعیت و انتظارات می‌شود، نقص در ادراکات، اوج و یک فرآیند خودتقویتی در جهت مخالف است. با شناسایی این ویژگی‌ها، می‌توانیم بینش‌هایی درباره رفتار قیمت‌های سهام به دست آوریم و نباید انتظار بیشتری از مدل ابتدایی خود داشته باشیم.

به هر حال، یک مدل بازتابی نمی‌تواند جایگزین تحلیل بنیادی شود؛ تنها کاری که می‌تواند انجام دهد این است که یک عنصر کمبود را در آن فراهم کند. در واقع، این دو رویکرد می‌توانند با هم سازگار شوند. تحلیل بنیادی تلاش می‌کند تا مشخص کند که چگونه ارزش‌های زیرساختی در قیمت‌های سهام منعکس می‌شوند، در حالی که نظریه بازتابندگی نشان می‌دهد که چگونه قیمت‌های سهام می‌توانند بر ارزش‌های زیرساختی تأثیر بگذارند. یکی تصویر ایستا و دیگری تصویر پویا را ارائه می‌دهد.

نظریه‌ای که توضیحاتی درباره حرکات قیمت‌های سهام ارائه می‌دهد، می‌تواند برای سرمایه‌گذار بسیار مفید باشد، به‌ویژه اگر ارتباطی را روشن کند که سایر سرمایه‌گذاران قادر به درک آن نیستند. سرمایه‌گذاران با بودجه و هوش محدود کار می‌کنند: آن‌ها نیازی به دانستن همه چیز ندارند. تا زمانی که آن‌ها چیزی را بهتر از دیگران درک کنند، مزیت دارند. مشکل با هر نوع دانش تخصصی این است که ممکن است حوزه تخصص فرد چندان جالب نباشد، اما نظریه بازتابندگی به شناسایی حرکات قیمت‌های تاریخی مهم کمک می‌کند و بنابراین به قلب موضوع می‌پردازد.

مدل ابتدایی که در بالا ترسیم کرده‌ام، در طول کارم به‌عنوان یک سرمایه‌گذار بسیار پاداش‌دهنده بوده است. این ممکن است شگفت‌انگیز به نظر برسد، زیرا این مدل بسیار ساده است و به‌خوبی با الگوی بازار سهام مشهور سازگار است، به‌طوری که انتظار می‌رود هر سرمایه‌گذاری با آن آشنا باشد. اما اینطور نیست. چرا؟ بخشی از پاسخ این است که شرکت‌کنندگان در بازار دچار خطا شده‌اند...

راهنمایی‌شده توسط یک ساختار نظری متفاوت، یکی که از اقتصاد کلاسیک و، حتی مهم‌تر، از علوم طبیعی نشأت گرفته است. نگرش عمیق این است که قیمت‌های سهام بازتابی غیرفعال از برخی واقعیت‌های زیرساختی هستند و نه یک عنصر فعال در فرآیند تاریخی. این دیدگاه به سادگی نادرست است و

جالب است که هنوز این اشتباه به‌طور کامل شناسایی نشده است.

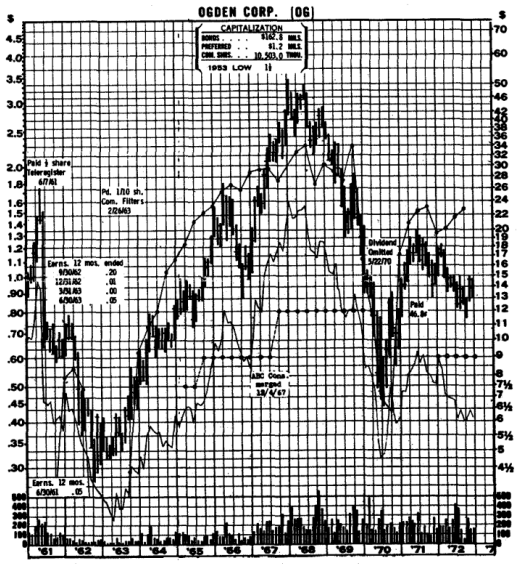
با این حال، سرمایه‌گذاران توالی‌ای را که من توصیف کرده‌ام شناسایی کرده و به آن پاسخ می‌دهند، فقط آن‌ها دیرتر از کسی که مفاهیم بازتابندگی را درک می‌کند، وارد عمل می‌شوند. آنها انتظارات در حال تغییر را تا زمانی که روشنایی جدیدی افکنده می‌شود، پیش‌بینی می‌کنند، اما وقتی یک شوک تأثیر می‌گذارد، معمولاً در نقطه‌ای که سرمایه‌گذاران هوشمند تصمیمات صحیح خود را برای خرید یا فروش اتخاذ می‌کنند، داخل می‌شوند. این تاخیر فاحش یک توالی رونق-رکود در مراحل مختلف را با محدودیت‌های ذاتی در فرآیند تصمیم‌گیری تحت تأثیر قرار می‌دهد.

اهمیت این مدل در مدیریت ریسک نهفته است. پیش‌بینی‌های بازار سهام مستلزم درک انحرافات بین انتظار و واقعیت است. با شناخت این انحرافات و نشانه‌های تغییر در تعصبات، سرمایه‌گذاران می‌توانند نقاط ضعف را شناسایی کنند و از آن‌ها بهره‌برداری کنند. به‌عنوان مثال، اگر یک سرمایه‌گذار بتواند شکاف بین سود واقعی و انتظار خود را درک کند و تأثیر آن بر قیمت‌های سهام را پیش‌بینی کند، می‌تواند در زمان مناسب اقدام کند و در نتیجه سود بیشتری ببرد.

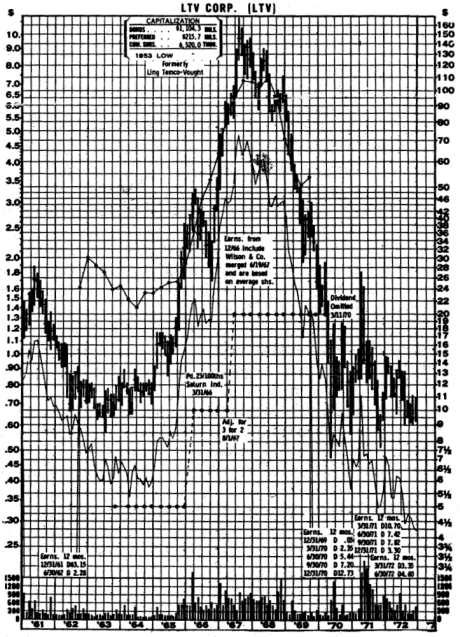
مدل ما حتی به سادگی اولیه نیز می‌تواند برای پیش‌بینی به کار رود و به سرمایه‌گذاران کمک کند تا عواقب ناشی از حرکت

نادرست در بازار سهام را شناسایی کنند. این شناخت و تجزیه و تحلیل کمک می‌کند تا نقاط عطف مهم بازار را شناسایی و اقداماتی را به‌موقع انجام دهند. در نهایت، هدف نهایی هر سرمایه‌گذاری این است که با استفاده از درک عمیق‌تری از بازتابندگی، سود خود را افزایش دهد و ریسک را کاهش دهد.

در پایان، نظریه بازتابندگی، به‌عنوان ابزاری تحلیلی، برای سرمایه‌گذاران درک عمیق‌تری از حرکات قیمت‌های سهام و شناسایی فرصت‌های بالقوه را فراهم می‌آورد و می‌تواند به‌عنوان یک راهنمای مفید در مدیریت ریسک و بهینه‌سازی تصمیمات سرمایه‌گذاری عمل کند.



Courtesy of Securities Research Company, a Division of Babson-United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St., Boston, MA 02116.



Courtesy of Securities Research Company, a Division of Babson-United Investment Advisors, Inc., 208 Newbury St., Boston, MA 02116.

دلیل وجود تراست‌های رهنی[24]

فوریه ۱۹۷۰

مفهوم

تراست‌های رهنی به‌ظاهر شبیه صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک هستند که هدف اصلی آن‌ها ارائه بازده‌های بالای جاری است. اما این قیاس می‌تواند گمراه‌کننده باشد. جذابیت واقعی تراست‌های رهنی در توانایی آن‌ها برای تولید سود سرمایه از طریق فروش سهام اضافی با قیمت بالاتر از ارزش دفتری نهفته است. برای مثال، اگر یک تراست با ارزش دفتری ۱۰ دلار و بازده ۱۲ درصد، سهام اضافی را به قیمت ۲۰ دلار بفروشد، ارزش دفتری به ۱۳.۳۳ دلار افزایش می‌یابد و درآمد به ازای هر سهم از ۱.۲۰ دلار به ۱.۶۰ دلار می‌رسد.

سرمایه‌گذاران به دلیل بازده بالای سرمایه و انتظار رشد درآمد به ازای هر سهم، مایلند قیمت‌های بالایی بپردازند. هرچه حق بیمه[25] بالاتر باشد، تأمین این انتظار برای تراست آسان‌تر خواهد بود. این فرآیند خودتقویت‌کننده است و زمانی که آغاز شود، تراست می‌تواند رشد ثابتی در درآمد به ازای هر سهم نشان دهد، حتی اگر تقریباً تمام درآمد خود را به‌عنوان

---

[24] **(Mortgage Trust)**: نوعی سرمایه‌گذاری که در آن سرمایه‌گذاران منابع مالی خود را به منظور اعطای وام به خریداران املاک تجاری و مسکونی جمع‌آوری می‌کنند.

[25] **(Premium)**: مقداری که سرمایه‌گذاران بیش از ارزش دفتری یک سهم می‌پردازند، به امید کسب سود بیشتر در آینده.

سود تقسیم کند. سرمایه‌گذارانی که به موقع در این فرآیند وارد می‌شوند، می‌توانند از مزایای ترکیبی بازده بالا بر سرمایه، افزایش ارزش دفتری و حق بیمه در حال افزایش بهره‌مند شوند.

رویکرد تحلیلی

روش متعارف تحلیل امنیت معمولاً شامل پیش‌بینی مسیر آینده درآمد و سپس برآورد قیمت‌هایی است که سرمایه‌گذاران ممکن است برای آن درآمدها پرداخت کنند. این روش برای تحلیل تراست‌های رهنی مناسب نیست، زیرا قیمت‌هایی که سرمایه‌گذاران برای سهام می‌پردازند، عاملی کلیدی در تعیین مسیر آینده درآمدها هستند.

در عوض، ما تلاش خواهیم کرد تا مسیر آینده کل فرآیند خودتقویت‌کننده را پیش‌بینی کنیم. برای این منظور، سه عامل اصلی را شناسایی می‌کنیم که یکدیگر را تقویت می‌کنند و سناریویی از مسیر احتمالی توسعه ترسیم خواهیم کرد:

۱. نرخ مؤثر بازده بر سرمایه تراست رهنی

۲. نرخ رشد اندازه تراست رهنی

۳. شناسایی سرمایه‌گذاران، به این معنی که سرمایه‌گذاران برای نرخ رشد مشخصی در درآمد به ازای هر سهم چقدر می‌پردازند.

سناریو

عمل اول: در حال حاضر، بازده مؤثر وام‌های ساخت‌وساز در بهترین حالت خود قرار دارد. نرخ بهره بالا و ضررها نیز در سطح نسبتاً پایینی هستند. تقاضا برای مسکن انباشته شده و خانه‌های جدید به‌راحتی خریدار پیدا می‌کنند. کمبود منابع

مالی باعث می‌شود پروژه‌ها از لحاظ اقتصادی توجیه‌پذیر باشند. سازندگانی که هنوز در این صنعت فعال هستند، نسبت به انتهای رونق قوی‌تر و قابل اعتمادترند و تمام تلاش خود را می‌کنند تا مرحله ساخت را هر چه سریع‌تر به پایان برسانند، زیرا هزینه پول بسیار بالاست. کمبود نیروی کار و مصالح ممکن است باعث تأخیر و عدم پرداخت شود، اما افزایش هزینه‌ها به تراست‌های رهنی اجازه می‌دهد تا تعهدات خود را بدون ضرر تسویه کنند.
پول کمیاب است و منابع جایگزین تأمین مالی در دسترس نیست. شناسایی سرمایه‌گذاران به حدی پیشرفت کرده که اجازه تشکیل تراست‌های جدید و گسترش سریع تراست‌های موجود را می‌دهد و فرآیند خودتقویت‌کننده آغاز می‌شود.

عمل دوم: اگر و زمانی که تورم کاهش یابد، بازده مؤثر وام‌های ساخت‌وساز نیز کاهش خواهد یافت. در عوض، رونق مسکن ایجاد می‌شود و اعتبار بانکی با نرخ‌های مطلوب در دسترس خواهد بود. با اهرم بیشتر، نرخ بازده بر سرمایه می‌تواند علی‌رغم بازده مؤثر پایین‌تر حفظ شود. با رشد بازار و شناسایی سرمایه‌گذاران بیشتر، حق بیمه بالای ارزش دفتری ممکن است به افزایش خود ادامه دهد. تراست‌های رهنی احتمالاً از حق بیمه به‌طور کامل بهره‌برداری کرده و افزایش سریع در هر دو اندازه و درآمد به ازای هر سهم را نشان خواهند داد. از آنجا که ورود به این حوزه محدودیتی ندارد، تعداد تراست‌های رهنی نیز افزایش خواهد یافت.

عمل سوم: فرآیند خودتقویت‌کننده ادامه خواهد یافت تا زمانی که تراست‌های رهنی بخش قابل توجهی از بازار

وام‌های ساخت‌وساز را به خود اختصاص دهند. افزایش رقابت آن‌ها را وادار به پذیرش ریسک‌های بیشتری خواهد کرد. فعالیت‌های ساخت‌وساز به‌طور فزاینده‌ای سفته‌بازانه خواهند شد و وام‌های بد افزایش خواهند یافت. در نهایت، رونق مسکن کند می‌شود و مازاد مسکن در بخش‌های مختلف کشور بروز خواهد کرد که با یک بازار املاک ضعیف و کاهش موقتی قیمت‌های املاک همراه خواهد بود. در این مرحله، برخی از تراست‌های رهنی احتمالاً تعداد زیادی وام معوقه در پرتفوی خود خواهند داشت و بانک‌ها در وحشت قرار خواهند گرفت و درخواست خواهند کرد که خطوط اعتبار آن‌ها تسویه شود.

عمل چهارم: ناامیدی سرمایه‌گذاران بر ارزش‌گذاری گروه تأثیر خواهد گذاشت و حق بیمه پایین‌تر همراه با رشد کندتر، کاهش پیشرفت درآمد به ازای هر سهم را به دنبال خواهد داشت. مضرب کاهش خواهد یافت و گروه دوره‌ای از نوسانات را تجربه خواهد کرد. پس از این دوره، صنعت به بلوغ خواهد رسید: ورود جدیدها کم خواهد بود، ممکن است مقرراتی معرفی شود و تراست‌های موجود به رشد معتدل‌تری دست خواهند یافت.

ارزیابی

این نوسان هنوز زمان زیادی باقی مانده است. قبل از وقوع آن، تراست‌های رهنی به‌طور چند برابری در اندازه رشد خواهند کرد و سهام تراست‌های رهنی شاهد افزایش چشمگیری خواهند بود. این خطر نیست که باید سرمایه‌گذاران را در زمان حاضر نگران کند.

تنها خطر واقعی در حال حاضر این است که فرآیند خودتقویت‌کننده ممکن است اصلاً آغاز نشود. در صورت بروز کاهش شدید در بازار سهام، ممکن است سرمایه‌گذاران حاضر به پرداخت هیچ حق بیمه‌ای حتی برای بازده ۱۲ درصد بر سرمایه نباشند. با این حال، ما شک داریم که چنین شرایطی ایجاد شود. ما بیشتر به‌دنبال محیطی هستیم که در آن بازده ۱۲ درصد بیشتر از آنچه اخیراً بوده، استثنایی باشد و در آن فرآیندهای خودتقویت‌کننده سال‌های اخیر، به‌ویژه شرکت‌های چندمنظوره و اجاره‌های کامپیوتری، در حال تجربه دوره نوسانات[26] خود هستند. در چنین محیطی، باید پول کافی برای یک فرآیند خودتقویت‌کننده که تازه در حال شروع است، وجود داشته باشد، به‌ویژه اگر این تنها گزینه موجود در بازار باشد.

اگر فرآیند شروع نشود، سرمایه‌گذاران می‌توانند از ارزش دفتری حمایت کنند. تراست‌های جدید با ارزش دفتری به‌علاوه حق کمیسیون (معمولاً ۱۰ درصد) به بازار می‌آیند. تراست‌های تازه تأسیس با حق بیمه‌ای که هنوز هم معتدل است، به فروش می‌رسند. به یاد داشته باشید که وقتی دارایی‌های آن‌ها به‌طور کامل در وام‌های موقتی مشغول هستند، تراست‌های رهنی می‌توانند بدون اهرم ۱۱ درصد و با اهرم ۱:۱، ۱۲ درصد کسب کنند. حق بیمه‌ای معتدل بر ارزش دفتری حتی در غیاب رشد به‌نظر می‌رسد موجه باشد.

اگر فرآیند خودتقویت‌کننده آغاز شود، سهامداران تراست‌های رهنی خوب مدیریت‌شده باید از مزایای ترکیبی بازده بالا بر

---

[26] **(Volatility)**: تغییرات قیمت یک دارایی در یک بازه زمانی خاص، که می‌تواند نشانه‌ای از عدم ثبات در بازار باشد.

سرمایه، افزایش ارزش دفتری و افزایش حق بیمه بر ارزش دفتری در چند سال آینده بهره‌مند شوند. پتانسیل سود سرمایه از نظر مقدار مشابه با آغاز سایر فرآیندهای خودتقویت‌کننده در تاریخ اخیر بازار سهام است.

تاریخچه گزارش من

گزارش من دارای تاریخچه‌ای جالب و قابل توجه است. این گزارش در زمانه‌ای منتشر شد که مدیران سرمایه‌گذاری به شدت تحت تأثیر زیان‌های ناشی از فروپاشی شرکت‌های چندمنظوره قرار گرفته بودند. آن‌ها حق داشتند که از سودهای خود بهره‌مند شوند، اما نیازی به تحمل زیان‌های ناشی از صندوق‌هایی که مدیریت می‌کردند نداشتند. به همین دلیل، به دنبال فرصت‌هایی بودند که چشم‌انداز سود سریع را برای آن‌ها فراهم کند. آن‌ها به‌خوبی درک کرده بودند که فرآیندهای self-reinforcing چگونه عمل می‌کنند، زیرا به تازگی در یکی از آن‌ها مشارکت کرده بودند و بسیار مشتاق بودند در این فرآیندها شرکت کنند.

گزارش من با استقبال فوق‌العاده‌ای روبه‌رو شد و من فقط زمانی به وسعت این استقبال پی بردم که تماسی از یک بانک در کلیولند دریافت کردم که درخواست نسخه جدیدی از گزارش را

داشت، زیرا نسخه‌های آن‌ها پس از چندین بار کپی‌برداری دیگر قابل خواندن نبود. در آن زمان، تنها چند REIT (تراست‌های سرمایه‌گذاری املاک و مستغلات) وجود داشت، اما سهام آن‌ها به قدری مورد توجه قرار گرفت که قیمت آن‌ها تقریباً در عرض یک ماه دو برابر شد. افزایش تقاضا منجر به عرضه بیشتر شد و سیل جدیدی از عرضه‌ها به بازار آمد. وقتی مشخص شد که جریان جدید REIT ها بی‌پایان است، قیمت‌ها به سرعت کاهش یافتند. به‌وضوح، خوانندگان گزارش به سادگی متوجه آسانی ورود به این بازار نشده بودند و اشتباه آن‌ها به سرعت اصلاح شد. با این حال، استقبال اولیه آن‌ها باعث شد تا فرآیند خودتقویت‌کننده‌ای که در گزارش توصیف شده بود، آغاز شود. رویدادهای بعدی طبق روندی که در گزارش ترسیم شده بود، پیش رفتند. سهام REIT ها رونقی را تجربه کردند که از رونق اولیه ناشی از انتشار گزارش بیشتر پایدار شد.

من به شدت در REIT ها سرمایه‌گذاری کرده بودم و وقتی استقبال از مطالعه‌ام فراتر از انتظاراتم بود، برخی از سودها را برداشت کردم. اما به قدری در موفقیت خود غرق شدم که با موجودی قابل توجهی در معرض کاهش ارزش قرار گرفتم. من مقاومت کردم و حتی موضع خود را تقویت کردم. به مدت یک سال یا بیشتر این صنعت را با دقت زیر نظر داشتم و دارایی‌هایم را با سود خوبی فروختم. سپس تا چند سال بعد که مشکلات شروع به ظهور کردند، از بازار خارج شدم. وسوسه

شدم که یک موقعیت فروش کوتاه ایجاد کنم، اما دیگر با محیط آشنا نبودم. با این حال، وقتی گزارشی را که چند سال پیش نوشته بودم دوباره خواندم، تحت تأثیر پیش‌بینی‌های خودم قرار گرفتم. تصمیم گرفتم به طور تدریجی سهام را بفروشم. با کاهش قیمت‌ها، همان سطح از ریسک را با فروش سهام اضافی حفظ کردم. پیش‌بینی اولیه‌ام محقق شد و بیشتر REIT ها ورشکسته شدند. نتیجه این بود که من بیش از ۱۰۰٪ سود از موقعیت‌های کوتاه خود کسب کردم، چیزی که به نظر غیرممکن می‌رسید، زیرا حداکثر سود در یک موقعیت فروش کوتاه ۱۰۰٪ است. (توضیح این است که من به فروش سهام اضافی ادامه دادم.)

چرخه‌های خودتقویت‌کننده که خود را از بین می‌برند، مانند رونق شرکت‌های چندمنظوره و REIT ها، هر روز اتفاق نمی‌افتند. دوره‌های طولانی عدم فعالیت وجود دارد که در آن متخصصان در این زمینه‌ها بیکار هستند. با این حال، او نیازی به گرسنگی ندارد. اختلاف بین روندهای زیرین و شناسایی سرمایه‌گذاران در تمام زمان‌ها وجود دارد و سرمایه‌گذار هوشمند می‌تواند از آن بهره‌برداری کند. صنایع جدیدی شکل می‌گیرند یا صنایع قدیمی دوباره مورد توجه قرار می‌گیرند. معمولاً در ابتدا این صنایع به‌طور ناکافی مورد توجه قرار می‌گیرند. برای مثال، زمانی که هزینه‌های دفاعی در اوایل دهه ۱۹۷۰ پس از یک دوره طولانی کاهش، شروع به افزایش کردند،

تنها دو یا سه تحلیل‌گر باقی ماندند که به پیگیری این صنعت می‌پرداختند، در حالی که این صنعت هنوز بخش قابل توجهی از اقتصاد را تشکیل می‌داد. کسانی که در این صنعت باقی مانده بودند، به قدری دلسرد شده بودند که نتوانستند شروع یک روند جدید بزرگ را شناسایی کنند. این زمان فوق‌العاده‌ای برای سرمایه‌گذاری در سهام دفاعی بود.

در مورد سهام دفاعی، هیچ فرآیند خودتقویت‌کننده‌ای در کار نبود، اما شناسایی سرمایه‌گذاران به‌طور قطع به قیمت سهام کمک کرد. در واقع، موارد نادری وجود دارد که سوگیری سرمایه‌گذاران به‌طور کامل بر اصول بنیادی تأثیر بگذارد. حتی در مورد سهام دفاعی، سوگیری غالب نقش داشت، اما این نقش منفی بود. Lockheed مجبور شد توسط دولت نجات یابد و شرکت‌هایی مانند Sanders Associates مجبور شدند بدهی‌های خود را با ارائه اوراق قرضه قابل تبدیل در قیمت‌هایی که در بازنگری بسیار پایین به نظر می‌رسید، بازسازی کنند. تنها زمانی که سوگیری منفی اصلاح شد، بازخورد کمی وجود داشت: شرکت‌ها به سرمایه اضافی نیاز نداشتند و مدیریت‌هایی که قبلاً یک بار آسیب دیده بودند، از خروج از بخش دفاعی محتاط بودند. استثناهایی مانند United Aircraft وجود داشت، اما سوگیری سرمایه‌گذاران هرگز به حدی مثبت نشد که اجازه دهد یک فرآیند خودتقویت‌کننده آغاز شود. نتیجه این شد که شرکتی

بزرگ‌تر و متنوع‌تر ایجاد شد، اما هیچ رونق و افولی در سهام اتفاق نیفتاد.

شاید جالب‌ترین مورد سوگیری منفی در سهام فناوری اتفاق افتاد. پس از فاجعه بازار سهام در سال ۱۹۷۴، سرمایه‌گذاران از هر شرکتی که نیاز به جذب سرمایه از منابع خارجی داشت، احتیاط می‌کردند. پردازش داده‌های توزیع‌شده در مراحل اولیه توسعه خود بود. شرکت‌های جدیدی مانند Datapoint و Four-Phase در خط مقدم بودند، در حالی که IBM به شدت عقب‌افتاده بود. بازار تقریباً در حال انفجار بود، اما این شرکت‌های کوچک تحت نظارت نبودند. به دلیل ناتوانی در جذب سرمایه، این شرکت‌ها محدود شده بودند. سهام این شرکت‌ها با ضریب‌های بسیار پایینی از درآمدهای پیش‌بینی‌شده معامله می‌شد و اصلی‌ترین استدلال علیه آن‌ها این بود که قادر نخواهند بود به اندازه کافی سریع رشد کنند تا به تقاضا پاسخ دهند و در نهایت IBM وارد بازار خواهد شد. این استدلال درست از آب درآمد، اما نه قبل از آنکه این شرکت‌ها بزرگ و موفق شوند و سرمایه‌گذاران مشتاق شوند که پول خود را با ضریب‌های بالا به آن‌ها تزریق کنند. کسانی که حاضر بودند با سوگیری منفی مقابله کنند، به خوبی پاداش گرفتند.

با همگرایی نواحی مختلفی که این شرکت‌های کوچک اشغال کرده بودند، بازار بزرگی شکل گرفت. بیشتر آن‌ها توسط شرکت‌های بزرگ‌تر جذب شدند و آن‌هایی که مستقل ماندند، به روزهای بدی افتادند. Datapoint اکنون به دنبال یک خانه با ضریب بسیار کمتری است. Four-Phase به تازگی توسط Motorola خریداری شد که در این معامله متحمل ضرر شد. اگر واکنش اولیه بازار به شرکت‌های پردازش داده‌های توزیع‌شده مثبت‌تر بود، ممکن بود برخی از شرکت‌های آغازین به اندازه کافی سریع رشد کنند تا زنده بمانند، درست مانند موج قبلی تولیدکنندگان میکروکامپیوتر که چند شرکت پایدار مانند Digital Equipment و Data General را به وجود آوردند.

سوگیری منفی در دوره ۱۹۷۵-۱۹۷۶ جای خود را به افراطی مخالف داد. این تغییر در یک رونق سرمایه‌گذاری خطرپذیر بروز یافت که در نیمه دوم سال ۱۹۸۳ به اوج خود رسید. توالی رویدادها به اندازه مورد REIT ها واضح نیست، اما این فقط به این دلیل است که فناوری بالا به عنوان یک صنعت چندان همگن نیست. همان تعامل انعکاسی بین قیمت‌های سهام، سوگیری غالب و اصول بنیادی قابل مشاهده است، اما برای ردیابی مسیر رویدادها، دانش خاص‌تری مورد نیاز است.

دسترسی به سرمایه‌گذاری خطرپذیر بر اساس شرایط مطلوب منجر به پیدایش تعداد زیادی از شرکت‌های جدید شد. هر شرکت جدید به تجهیزات و همچنین موجودی نیاز داشت، به طوری که تولیدکنندگان تجهیزات الکترونیکی از رونق بهره‌مند شدند و همچنین تولیدکنندگان محصولات و قطعات. صنعت الکترونیک مشتری بزرگ محصولات خود است، بنابراین رونق خودتقویت‌کننده بود. اما پیدایش شرکت‌های جدید رقابت را تشدید کرد. رهبران صنعت موقعیت خود را از دست دادند، زیرا نسل جدیدی از محصولات معرفی شد. افرادی که مسئول توسعه آن‌ها بودند، خود را از چرخه‌های رکود قبلی دور نگه داشتند و احتمال تجدید حیات در کسب‌وکارهایی مانند Motorola را کاهش دادند.

آیا اکنون به مکانی در جهان خوش‌آمدید؟ ممکن است. کسانی که در REIT ها سرمایه‌گذاری کردند و از رقابت‌های فناوری بالا غافل نشدند، ممکن است دو یا سه برابر نرخ رشد درآمد شرکت خود را تجربه کنند. بدون شک زمان‌هایی وجود دارد که کارمندان بازاریابی، مهندسان و تحلیل‌گران سعی می‌کنند فعالیت‌های جدیدی را شروع کنند. غالباً، سوگیری‌ها تنها به اصول بنیادی تغییر می‌کنند و مجدداً منجر به تشدید فرآیندهای خودتقویت‌کننده می‌شوند.

بسیار شگفت‌انگیز خواهد بود که توالی رویدادها در هر دو صنعت مشابه باشد. بیایید به چند الگوی واضح‌تر نگاه کنیم. وقتی قیمت‌ها به شدت افزایش می‌یابند و مردم یاد می‌گیرند که با سوگیری مثبت غلبه کنند، به طور طبیعی خریداران بیشتری وارد بازار می‌شوند. چه خودتقویت‌کننده باشد و چه نه، آن‌ها به یک الگو پایبند خواهند بود. افزایش در کیفیت سهام، اما افزایش در قیمت سهام در اوج قرار خواهد داشت و سودها در نهایت در یک نقطه پایین خواهند آمد.

در نهایت، هنگامی که همه‌چیز منجر به یک سرمایه‌گذاری بلندمدت می‌شود، شرایط ابتدایی قابل مشاهده خواهد بود. وقتی این وضعیت به بحران منجر شود، شرکت‌ها معمولاً تغییراتی در وضعیت خود ایجاد می‌کنند، اما تا زمانی که آن بحران به تعویق بیفتد، آن‌ها به دقت با دقت قابل توجهی نشان داده شده‌اند که همیشه حرکت می‌کنند.

در نهایت، من باید بگویم که من دلیلی ندارم که فکر کنم زمانی که خوانندگان با سوگیری مثبت غلبه می‌کنند، ما دلیلی برای نگران بودن داریم. با تکیه بر تجربیات گذشته، هنگامی که به وضوح با سوگیری مثبت بزرگ‌تر می‌شویم، می‌توانیم بر نیاز به گام‌های بزرگ و سودمند در مدیریت خود تأکید کنیم.

بازتابی در بازار ارز

در حالی که تعاملات انعکاسی در بازار سهام به‌صورت مقطعی رخ می‌دهند، این نوع تعاملات در بازار ارزها به‌طور مداوم اتفاق می‌افتند. در این متن، سعی می‌کنم نشان دهم که نرخ‌های ارز شناور آزاد ذاتاً بی‌ثبات هستند و این بی‌ثباتی به‌صورت تجمعی افزایش می‌یابد. در نهایت، فروپاشی سیستم نرخ ارز شناور آزاد تقریباً قطعی است.

دیدگاه سنتی درباره بازار ارز بر این اصل استوار است که این بازار به سمت تعادل حرکت می‌کند. به این معنا که اگر یک نرخ ارز بیش از حد بالا برود، باعث افزایش واردات و کاهش صادرات می‌شود تا تعادل دوباره برقرار گردد. به‌طور مشابه، بهبود موقعیت رقابتی یک کشور موجب تقویت نرخ ارز آن می‌شود و مازاد تجاری کاهش می‌یابد تا به تعادل برسد. در این حالت، گمانه‌زنی و سفته‌بازی نمی‌توانند روند حرکت به سمت تعادل را مختل کنند؛ زیرا اگر سفته‌بازان آینده را به‌درستی پیش‌بینی کنند، روند را تسریع کرده و اگر اشتباه کنند، توسط روند اصلی بازار جریمه می‌شوند.

تجربه‌ها از زمان معرفی نرخ‌های ارز شناور در سال ۱۹۷۳ خلاف این دیدگاه را نشان داده است. به‌جای اینکه عوامل بنیادی تعیین‌کننده نرخ ارز باشند، نرخ‌های ارز توانسته‌اند بر این عوامل تأثیر بگذارند. برای مثال، یک نرخ ارز قوی می‌تواند باعث کاهش تورم شود: دستمزدها ثابت می‌مانند و قیمت واردات

کاهش می‌یابد. زمانی که صادرات یک کشور وابستگی زیادی به واردات دارد، آن کشور می‌تواند تقریباً به‌طور نامحدود رقابتی باقی بماند، حتی با وجود یک روند افزایشی مداوم.

افزایش ارزش پول، همان‌طور که آلمان در دهه ۱۹۷۰ نشان داد، می‌تواند تأثیرات پیچیده‌ای داشته باشد. واقعیت این است که رابطه بین نرخ تورم داخلی و نرخ ارز بین‌المللی یک‌طرفه نیست، بلکه یک رابطه دایره‌وار است. تغییرات در یکی ممکن است بر دیگری پیشی بگیرد، اما نمی‌توان یکی را علت و دیگری را معلول دانست، زیرا این دو عامل یکدیگر را تقویت می‌کنند. بهتر است از چرخه‌های معیوب صحبت کنیم که در آن ارزش پول کاهش می‌یابد و تورم تسریع می‌شود، یا از چرخه‌های سالم که عکس آن اتفاق می‌افتد.

این چرخه‌های معیوب و سالم بسیار دور از تعادل هستند. با این حال، اگر رابطه انعکاسی و تقویت‌کننده متقابل آن‌ها به‌طور نامحدود حفظ شود، ممکن است شرایطی شبیه به تعادل ایجاد کنند، اما این‌طور نیست. این فرآیند خودتقویت‌کننده با گذشت زمان آسیب‌پذیرتر می‌شود و در نهایت مجبور به تغییر جهت می‌شود، و یک فرآیند خودتقویت‌کننده در جهت مخالف به راه می‌افتد.

یک چرخه کامل با نوسانات شدید نه تنها در نرخ ارز بلکه در نرخ بهره، تورم و یا سطح فعالیت اقتصادی مشخص می‌شود. تمایلات و سوگیری‌های شرکت‌کنندگان در بازار باعث می‌شود که

عنصری از بی‌ثباتی وارد سیستم شود. اگر سیستم به‌طور ذاتی به سمت تعادل گرایش داشت، سوگیری شرکت‌کنندگان نمی‌توانست آن را مختل کند و در بدترین حالت، فقط نوسانات کوتاه‌مدت و تصادفی به وجود می‌آورد. اما وقتی ارتباطات علّی انعکاسی هستند، این سوگیری‌ها می‌توانند چرخه‌های معیوب یا سالم را ایجاد، حفظ یا از بین ببرند. علاوه بر این، سوگیری غالب تبدیل به بخشی از رابطه دایره‌وار می‌شود و خودش به‌عنوان یک عامل مستقل بروز می‌کند، به‌ویژه در جریان‌های سرمایه‌ای سفته‌بازانه که ممکن است به‌عنوان وزنه‌ای برای عدم تعادل در تجارت عمل کنند. این جریان‌های سرمایه‌ای می‌توانند مازاد یا کسری تجاری را از نظر اندازه و مدت، بیشتر از آنچه در غیاب آن‌ها ممکن بود، افزایش دهند. در چنین حالتی، سفته‌بازی به یک عامل بی‌ثبات‌کننده تبدیل می‌شود.

حرکت‌های بین‌المللی سرمایه گرایشی مشابه با الگوی خودتقویت‌کننده یا خودنابودکننده‌ای دارند که قبلاً در بازار سهام شناسایی کرده بودیم. اما مدلی که برای حرکت قیمت سهام استفاده کردیم، بدون اصلاحات قابل‌توجه نمی‌تواند به بازار ارزها اعمال شود. در بازار سهام، ما بر رابطه انعکاسی بین دو متغیر، یعنی قیمت سهام و یک روند زیرین واحد تمرکز کرده بودیم. هدف ما ساختن مدلی ساده بود و برای این منظور واقعیتی بسیار پیچیده‌تر را تا حد ممکن ساده‌سازی کردیم.

در بازار ارز، نمی‌توانیم فقط با دو متغیر کار کنیم؛ حتی ساده‌ترین مدل به هفت یا هشت متغیر نیاز دارد. ما چهار نرخ و چهار مقدار را انتخاب کرده‌ایم، یعنی:

e	nominal exchange rate (number of foreign currency units for one domestic currency unit; $\uparrow e$ = strengthening)	
i	nominal interest rate	
p	domestic versus foreign price level ($\uparrow p$ = increase in domestic prices faster than in foreign prices and vice versa)	
v	level of economic activity	
N	nonspeculative capital flow	$\uparrow$ = increased outflow
S	speculative capital flow	$\downarrow$ = increased inflow
T	trade balance	$\uparrow$ = surplus
B	government budget	$\downarrow$ = deficit

وظیفه ما این است که مشخص کنیم این متغیرها چگونه با یکدیگر ارتباط دارند. ما در تلاش نیستیم که تمامی این روابط را بررسی کنیم، بلکه فقط آن‌هایی را در نظر می‌گیریم که برای ساخت مدل‌های ساده لازم هستند. به عبارت دیگر، هدف ما ایجاد یک نظریه عمومی نیست، بلکه تنها توضیحی جزئی از حرکت ارزها ارائه می‌دهیم. تمرکز ما بر نرخ ارز است و سایر متغیرها را تنها زمانی وارد می‌کنیم که به آن‌ها نیاز داشته باشیم. در این تحلیل، هیچ‌یک از متغیرها را به‌صورت کمی

بررسی نمی‌کنیم؛ بلکه فقط جهت (مثلاً بالا یا پایین) یا ترتیب بزرگی (بزرگتر یا کوچکتر) آن‌ها را مشخص می‌نماییم.

پیش از شروع، می‌توان دو نکته کلی را مطرح کرد. اول اینکه روابط بین متغیرها تمایل به دایره‌وار بودن دارند؛ به این معنا که متغیرها می‌توانند هم علت و هم معلول برای سایر متغیرها باشند. ما این ارتباط علّی را با علامت افقی (+) نشان خواهیم داد. نکته دیگر این است که روابط بین متغیرها لازم نیست به‌طور داخلی سازگار باشند؛ در واقع، این ناسازگاری‌ها هستند که باعث می‌شوند سیستم در جهت خاصی حرکت کند و چرخه‌های معیوب یا سالم ایجاد نمایند. تعادل نیازمند سازگاری داخلی است، اما تغییرات تاریخی معمولاً این‌گونه نیستند. توصیف تغییرات تاریخی از طریق چرخه‌های معیوب و سالم فقط یک تعبیر استعاری است. حرکت دایره‌وار بین اجزای مختلف، در حالی که کل سیستم در حال حرکت است، می‌تواند به‌عنوان یک مارپیچ نیز توصیف شود. همچنین، آنچه که سالم و آنچه که معیوب است، بستگی به دیدگاه ناظر دارد.

نرخ‌های ارز توسط عرضه و تقاضای ارزها تعیین می‌شوند. برای اهداف کنونی، می‌توانیم عوامل مختلفی که عرضه و تقاضا را تشکیل می‌دهند، تحت سه دسته کلی قرار دهیم: تجارت، معاملات سرمایه‌ای غیرسفته‌بازانه و معاملات سرمایه‌ای سفته‌بازانه. این سه دسته ساده‌ترین مدل یک سیستم نرخ ارز شناور آزاد را به ما می‌دهند

$$(\downarrow T + \uparrow N + \uparrow S) \rightarrow \downarrow e$$

به عبارت دیگر، مجموع تراکنش‌های ارزی در سه دسته مذکور، جهت حرکت نرخ ارز را تعیین می‌کند. تمرکز اصلی ما بر بررسی نقش سوگیری‌ها یا تمایلات شرکت‌کنندگان در حرکت نرخ ارز است. برای تسهیل این بررسی، فرض می‌کنیم که این سوگیری فقط در تراکنش‌های سرمایه‌ای سفته‌بازانه[27] (Speculative Transactions) نمود پیدا می‌کند، در حالی که تراکنش‌های مربوط به تجارت و جریان‌های سرمایه‌ای غیرسفته‌بازانه (Non-Speculative Capital Flows[28]) مستقل از انتظارات هستند و آن‌ها را به‌عنوان "عوامل بنیادی" (Fundamental Factors) در نظر می‌گیریم. البته در واقعیت، "عوامل بنیادی" نیز تحت تأثیر انتظارات شرکت‌کنندگان نسبت به مسیر آینده نرخ‌های ارز قرار می‌گیرند.

آمارهای تجاری معمولاً به دلیل تأخیر یا تسریع در پرداخت‌ها تحریف می‌شوند، چه برسد به اثر انتظارات بر سیاست‌های ذخیره‌سازی صادرکنندگان و واردکنندگان. در مورد جریان‌های

---

[27] تراکنش‌های سفته‌بازانه، معاملاتی که به‌منظور سودآوری از نوسانات قیمت انجام می‌شوند.

[28] جریان‌های سرمایه‌ای غیرسفته‌بازانه، سرمایه‌گذاری‌هایی که عمدتاً به‌منظور تأمین مالی و کسب درآمد ثابت انجام می‌شوند.

سرمایه‌ای، شاید تنها تراکنشی که کاملاً مستقل از انتظارات است، پرداخت بهره بر بدهی‌های انباشته‌شده باشد؛ سرمایه‌گذاری مجدد سود بهره، خود یک تراکنش سفته‌بازانه محسوب می‌شود.

بازگرداندن بدهی‌های بانکی از کشورهای کمتر توسعه‌یافته احتمالاً بهتر است به‌عنوان یک تراکنش غیرسفته‌بازانه توصیف شود، هرچند در صورتی که دارایی‌ها مجدداً تخصیص داده شوند، ملاحظات سفته‌بازانه نیز وارد عمل می‌شوند. درباره سرمایه‌گذاری مستقیم چه؟ اگر مدیریت‌ها تنها به نرخ بازگشت سرمایه کلی توجه داشتند، باید آن را به‌عنوان سفته‌بازانه طبقه‌بندی کرد؛ اما اغلب ملاحظات صنعتی مهم‌تری وجود دارند.

مشخص است که بین تراکنش‌های سفته‌بازانه و غیرسفته‌بازانه طیف گسترده‌ای وجود دارد، اما با دسته‌بندی آن‌ها در دو گروه کلی، واقعیت را به‌شدت تحریف نمی‌کنیم. ما بر تراکنش‌های سرمایه‌ای سفته‌بازانه تمرکز خواهیم کرد، زیرا اینجا جایی است که سوگیری شرکت‌کنندگان نمود پیدا می‌کند. سرمایه سفته‌بازانه در جستجوی بالاترین بازده کلی حرکت می‌کند.

بازده کلی از سه عامل تشکیل شده است: اختلاف نرخ بهره (Interest Rate Differential)، اختلاف نرخ ارز (Exchange Rate Differential) و افزایش ارزش سرمایه به پول محلی. از آنجا که عامل سوم از موردی به مورد دیگر متفاوت است،

می‌توانیم این قاعده کلی را پیشنهاد کنیم: سرمایه سفته‌بازانه به سمت نرخ‌های ارز و نرخ‌های بهره در حال افزایش جذب می‌شود.

$$\uparrow (e + i) \rightarrow \downarrow S$$

از میان دو عامل (نرخ بهره و نرخ ارز)، نرخ ارز اهمیت بیشتری دارد. یک افت کوچک در ارزش پول می‌تواند بازده کلی را به شدت تحت تأثیر قرار دهد. به همین ترتیب، زمانی که ارزی تقویت می‌شود و مزیت نرخ بهره نیز دارد، بازده کلی بیشتر از آن چیزی می‌شود که یک دارنده دارایی مالی معمولاً انتظار دارد.

این به این معنی نیست که تفاوت نرخ بهره اهمیت ندارد؛ اما بخش عمده‌ای از اهمیت آن به تأثیر آن بر نرخ ارز بستگی دارد و این موضوع به برداشت‌های شرکت‌کنندگان وابسته است. گاهی اوقات، نرخ بهره نسبی به‌عنوان یک عامل اصلی به نظر می‌رسد، در حالی که در مواقع دیگر کاملاً نادیده گرفته می‌شود. برای مثال، از سال ۱۹۸۲ تا ۱۹۸۶، سرمایه به سمتی جذب شد که بالاترین نرخ بهره را داشت، یعنی دلار آمریکا. اما در اواخر دهه ۱۹۷۰، سوئیس حتی با اعمال نرخ بهره منفی نیز نتوانست جلوی جریان ورودی سرمایه را بگیرد. همچنین، برداشت‌ها در مورد اهمیت نرخ بهره اغلب نادرست است. به عنوان مثال، تا نوامبر ۱۹۸۴، قدرت دلار به‌طور گسترده‌ای به نرخ بهره بالای

ایالات متحده نسبت داده می‌شد. وقتی نرخ بهره کاهش یافت بدون اینکه دلار ضعیف شود، این دیدگاه بی‌اعتبار شد و ارزش دلار به شدت افزایش یافت.

انتظارات درباره نرخ ارز در بازار ارز نقشی مشابه انتظارات درباره قیمت سهام در بازار سهام ایفا می‌کنند: این انتظارات عامل اصلی برای کسانی است که به دنبال بازده کلی هستند. در بازار سهام، این شامل تقریباً همه سرمایه‌گذاران می‌شود، و در بازار ارز شامل تمام معاملات سفته‌بازانه (Speculative Transactions) است.

در بازار سهام، ما مدلی را استفاده کردیم که بر قیمت سهام تمرکز داشت و درآمد سود سهام را نادیده گرفت. این امر تغییر زیادی ایجاد نکرد، زیرا در شرایط رونق یا رکود، تغییرات قیمت سهام به‌مراتب از درآمد سود سهام بیشتر بود. شرایط مشابهی در بازار ارز وجود دارد: انتظارات درباره نرخ ارز آینده، انگیزه اصلی در معاملات سرمایه‌ای سفته‌بازانه است.

تفاوت عمده بین بازار سهام و بازار ارز به نقش "عوامل بنیادی" (Fundamental Factors) مربوط می‌شود. ما مشاهده کردیم که حتی در مورد سهام، عوامل بنیادی مبهم بودند، اما حداقل می‌دانستیم که قیمت سهام به نوعی با این عوامل مرتبط است. اما در مورد ارزها، تراز تجاری (Trade Balance) به‌وضوح مهم‌ترین عامل بنیادی است؛ با این حال، بین سال‌های ۱۹۸۲ و ۱۹۸۵، دلار تقویت شد در حالی که تراز تجاری ایالات متحده در

حال بدتر شدن بود. به نظر می‌رسد که عوامل بنیادی در تعیین روند قیمت‌ها حتی کمتر از بازار سهام اهمیت دارند. برای توضیح این موضوع لازم نیست دور بگردیم: این مسئله به اهمیت نسبی جریان‌های سرمایه سفته‌بازانه (Speculative Capital Flows) برمی‌گردد.

همان‌طور که دیدیم، سرمایه سفته‌بازانه عمدتاً تحت تأثیر انتظارات درباره نرخ ارز آینده قرار دارد. تا جایی که نرخ ارز تحت سلطه انتقالات سرمایه سفته‌بازانه قرار دارد، این نرخ‌ها به‌طور کامل انعکاسی هستند: انتظارات به انتظارات مربوط می‌شوند و سوگیری غالب می‌تواند به‌طور نامحدودی خود را تأیید کند. این وضعیت بسیار ناپایدار است: اگر سوگیری مخالف غالب شود، می‌تواند خود را نیز تأیید کند. هرچه اهمیت نسبی سفته‌بازی بیشتر شود، سیستم ناپایدارتر می‌شود؛ بازده کلی می‌تواند با هر تغییر در سوگیری غالب دچار نوسان شود.

در بحث ما درباره بازار سهام، برخی از روندها مانند رونق شرکت‌های کنگلومرایی شناسایی شد که در آن سوگیری غالب بخش مهمی از روند زیرین را تشکیل می‌داد. با این حال، نتیجه‌گیری کردیم که چنین نمونه‌هایی از انعکاس‌پذیری استثنایی هستند. در مقابل، در یک سیستم نرخ ارز شناور آزاد، انعکاس‌پذیری قاعده است. البته، هیچ وضعیتی کاملاً انعکاسی نیست. سفته‌بازی فقط یکی از عوامل تعیین‌کننده نرخ ارز است و سایر عوامل نیز باید در انتظارات در نظر گرفته شوند. بنابراین،

انتظارات نمی‌توانند کاملاً خودسرانه باشند؛ آن‌ها باید بر پایه چیزی غیر از خودشان بنا شوند.

مهم‌ترین سؤالاتی که با آن‌ها روبرو هستیم این است که سوگیری غالب چگونه شکل می‌گیرد و حتی مهم‌تر، چگونه معکوس می‌شود. هیچ پاسخ جهانی معتبری برای این پرسش‌ها وجود ندارد. فرآیندهای انعکاسی تمایل دارند که یک الگوی خاص را دنبال کنند. در مراحل اولیه، روند باید خودتقویت‌کننده باشد، در غیر این صورت فرآیند متوقف می‌شود. با گسترش روند، آن روند آسیب‌پذیرتر می‌شود زیرا عوامل بنیادی مانند تجارت و پرداخت بهره طبق اصول تحلیل کلاسیک برخلاف روند حرکت می‌کنند و این روند به‌طور فزاینده‌ای به سوگیری غالب وابسته می‌شود. در نهایت نقطه عطفی فرا می‌رسد و در یک توالی کامل، یک فرآیند خودتقویت‌کننده در جهت مخالف آغاز می‌شود.

در این الگوی کلی، هر توالی منحصر به فرد است. ویژگی متمایز یک فرآیند انعکاسی این است که نه درک‌های شرکت‌کنندگان و نه شرایطی که با آن مواجه هستند تحت تأثیر قرار نمی‌گیرد. بنابراین، هیچ توالی‌ای نمی‌تواند خود را تکرار کند. حتی متغیرهایی که به‌صورت دایره‌ای با یکدیگر تعامل دارند هم لزوماً یکسان نخواهند بود؛ قطعاً در موقعیت‌های مختلف وزن یکسانی نخواهند داشت.

ما از زمان فروپاشی سیستم برتون وودز، دو حرکت انعکاسی بزرگ در دلار و حداقل همین تعداد در پوند استرلینگ مشاهده کرده‌ایم. مقایسه دو حرکت بزرگ دلار آموزنده است، زیرا تعامل بین تراز تجاری و جریان‌های سرمایه در این دو مورد کاملاً متفاوت بود.

در اواخر دهه ۱۹۷۰، دلار به تدریج ضعیف‌تر شد، به‌ویژه در مقابل ارزهای اروپایی، در حالی که در دهه ۱۹۸۰ دلار به تدریج قوی‌تر شد. ما این دو روند را به‌عنوان "چرخه معیوب کارتر" و "چرخه سالم ریگان" نام‌گذاری می‌کنیم. می‌توانیم مدل‌های ساده‌ای بسازیم تا نشان دهیم این دو روند چقدر متفاوت بودند.

در اواخر دهه ۱۹۷۰، مارک آلمان قوی بود. خریدهای سفته‌بازانه نقش عمده‌ای در تقویت مارک و حفظ چرخه سالم داشت. آلمان با مازاد تجاری شروع کرد و قدرت ارز به پایین نگه داشتن سطح قیمت‌ها کمک کرد. از آنجایی که صادرات بخش بزرگی از واردات را شامل می‌شد، نرخ واقعی ارز (Real Exchange Rate) (برخلاف نرخ اسمی) کم‌وبیش ثابت ماند و تأثیر آن بر تراز تجاری ناچیز بود. با غالب شدن جریان ورودی سرمایه سفته‌بازانه، چرخه سالم خودتقویت‌کننده شد.

$$\uparrow e \rightarrow \downarrow p \rightarrow \updownarrow(ep) \rightarrow (\updownarrow T < \downarrow S) \rightarrow \uparrow e$$

این واقعیت که نرخ افزایش ارزش **Deutsche Mark** (مارک آلمان) از تفاوت نرخ بهره بیشتر بود، باعث شد که نگه‌داشتن مارک آلمان بسیار سودآور باشد. بنابراین، جریان سرمایه سفته‌بازانه هم خودتقویت‌کننده و هم خودتأییدکننده شد.

آنچه برای آلمان یک چرخه سالم به شمار می‌آمد، برای ایالات متحده یک چرخه معیوب بود. با کاهش نرخ ارز، تورم افزایش یافت. با وجود افزایش نرخ بهره اسمی، نرخ‌های واقعی همچنان بسیار پایین یا حتی منفی باقی ماندند. تلاش‌های مختلفی برای جبران خروج سرمایه صورت گرفت که از جمله مهم‌ترین آن‌ها انتشار اوراق قرضه موسوم به "اوراق قرضه کارتر" بود که به ارز مارک آلمان و **Swiss Franc** (فرانک سوئیس) منتشر شدند. اما هیچ‌یک از این اقدامات کارساز نبود تا اینکه **Federal Reserve** (فدرال رزرو[29]) سیاست سخت‌گیرانه پولی مبتنی بر نظریه پول‌گرایی را اتخاذ کرد. سپس انتخابات ریاست‌جمهوری ایالات متحده برگزار شد و **Ronald Reagan** (رونالد ریگان[30]) به قدرت رسید و دلار وارد یک روند صعودی پایدار شد.

در طول چرخه سالم ریگان، دلار قوی باعث شد که تراز تجاری ایالات متحده به‌طور چشمگیری بدتر شود. برخلاف آلمان در اواخر دهه ۱۹۷۰، ایالات متحده از ابتدا مازاد تجاری نداشت.

---

[29] بانک مرکزی ایالات متحده

[30] رئیس‌جمهور ایالات متحده از ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۹.

علاوه بر این، افزایش ارزش دلار با تفاوت‌های نرخ تورم همخوانی نداشت. نرخ تورم در ایالات متحده کاهش یافت، اما در سایر کشورها نیز تورم پایین باقی ماند. در نتیجه، ایالات متحده با کسری تجاری بی‌سابقه و همچنین تفاوت نرخ بهره بی‌سابقه به نفع دلار مواجه شد. تا زمانی که دلار قوی می‌ماند، نگه‌داشتن دلار بسیار جذاب بود و دلار هم تا زمانی قوی ماند که کسری حساب جاری به‌طور کامل با مازاد حساب سرمایه جبران می‌شد.

$$\{\uparrow e + \uparrow i\} \rightarrow (\downarrow S > \downarrow T) \rightarrow \uparrow e \rightarrow (\downarrow S > \downarrow T)$$

مدل‌هایی که ارائه شده‌اند، به وضوح ساده‌سازی‌شده هستند. ما در ادامه به‌طور عمیق‌تری به چرخه سالم ریگان خواهیم پرداخت. نکته‌ای که در اینجا می‌خواهیم مطرح کنیم، این است که هر دنباله اقتصادی ساختار کاملاً متفاوتی دارد. در مورد آلمان در اواخر دهه ۱۹۷۰، افزایش ارزش پول به واسطه تفاوت نرخ تورم حفظ شد و تراز تجاری تغییر چندانی نکرد. اما چرخه سالم ریگان بیشتر بر تفاوت نرخ بهره **interest rate** تکیه داشت تا نرخ تورم، و کسری تجاری ایالات متحده به‌طور پیوسته افزایش می‌یافت که با ورود پیوسته سرمایه جبران می‌شد. در حالی که در مورد آلمان می‌شد نوعی تعادل را مشاهده کرد، در مورد ایالات متحده عدم تعادل کاملاً آشکار بود. جریان ورودی سرمایه وابسته به قدرت دلار بود و قدرت دلار هم وابسته به جریان پیوسته و افزایشی سرمایه‌ای بود که

با آن تعهدات بازپرداخت و بهره‌های فزاینده‌ای به همراه می‌آمد. آشکار بود که این چرخه سالم نمی‌توانست تا ابد ادامه یابد. با این حال، در مدتی که این چرخه پایدار بود، هر سفته‌بازی که جرات می‌کرد با این روند مخالفت کند، بهای سنگینی پرداخت می‌کرد. سفته‌بازی نه‌تنها تعادل را بازنمی‌گرداند، بلکه برعکس، روند را تقویت کرده و عدم تعادل را بیشتر می‌کرد که در نهایت باید اصلاح می‌شد.

اگرچه هر چرخه خودتقویت‌کننده منحصربه‌فرد است، می‌توانیم برخی تعمیم‌های کلی درباره نرخ‌های ارز شناور **floating exchange rates** ارائه دهیم. اول اینکه، اهمیت نسبی معاملات سفته‌بازانه در طول یک روند خودتقویت‌کننده افزایش می‌یابد. دوم اینکه، تعصب غالب بر پیروی از روند است و هرچه این روند بیشتر ادامه یابد، این تعصب قوی‌تر می‌شود. سوم اینکه، وقتی یک روند آغاز می‌شود، تمایل دارد که به‌طور کامل ادامه یابد و وقتی تغییر رخ می‌دهد، معمولاً یک فرآیند خودتقویت‌کننده در جهت مخالف به جریان می‌افتد. به عبارت دیگر، ارزها معمولاً در موج‌های بزرگی حرکت می‌کنند که هر موج چندین سال طول می‌کشد.

این سه گرایش با هم به شکل خودتأییدکننده عمل می‌کنند. رشد جریان‌های سرمایه سفته‌بازانه که از روند پیروی می‌کنند، روند را پایدار می‌کند؛ پایداری روند، تعصب به پیروی از روند را پاداش‌دهنده می‌کند؛ و سودهای به‌دست‌آمده از سفته‌بازی، سرمایه‌های بیشتری را جذب می‌کند.

هرچه چرخه سالم طولانی‌تر شود، نگهداری دارایی‌های مالی در ارزهای با افزایش ارزش، جذاب‌تر می‌شود و نرخ ارز اهمیت بیشتری در محاسبه بازده کل پیدا می‌کند. کسانی که تمایل به مقابله با روند دارند، به تدریج حذف می‌شوند و در نهایت تنها پیروان روند به‌عنوان شرکت‌کنندگان فعال باقی می‌مانند. وقتی سفته‌بازی اهمیت بیشتری پیدا می‌کند، عوامل دیگر تأثیر کمتری دارند. چیزی برای هدایت سفته‌بازان وجود ندارد جز خود بازار، و بازار هم تحت سلطه پیروان روند است. این موضوع توضیح می‌دهد که چگونه دلار می‌توانست علی‌رغم کسری تجاری فزاینده، همچنان افزایش یابد. نهایتاً، نقطه‌ای از تغییر فرا می‌رسید که جریان ورودی سرمایه‌های سفته‌بازانه نمی‌توانست با کسری تجاری و تعهدات بهره‌ای همخوانی داشته باشد و روند معکوس می‌شد. از آنجا که تعصب غالب پیروی از روند است، سرمایه سفته‌بازانه به سمت مخالف حرکت می‌کرد. اگر چنین اتفاقی می‌افتاد، این تغییر می‌توانست به‌سرعت به یک سقوط آزاد تبدیل شود.

در طول این تغییر، حجم معاملات سفته‌بازانه ممکن است به‌طور چشمگیری افزایش یابد. در حالی که در طول یک روند، جریان‌های سفته‌بازانه تدریجی هستند، اما یک تغییر روند شامل نه‌تنها جریان جاری بلکه موجودی انباشته سرمایه سفته‌بازانه نیز هست. هرچه روند طولانی‌تر شده باشد، این موجودی بزرگ‌تر خواهد بود. البته شرایط تعدیل‌کننده‌ای وجود دارند. یکی اینکه شرکت‌کنندگان در بازار به‌طور تدریجی تغییر

روند را تشخیص می‌دهند. دیگری اینکه مقامات به خطر آگاه می‌شوند و اقداماتی برای جلوگیری از سقوط انجام می‌دهند.

با در نظر گرفتن این سه تعمیم، می‌توان گفت که سفته‌بازی به تدریج سیستم را بی‌ثبات می‌کند. این بی‌ثباتی نه به این دلیل است که جریان‌های سرمایه سفته‌بازانه باید در نهایت معکوس شوند، بلکه به این دلیل که تا مدت‌ها نیازی به معکوس شدن ندارند. اگر این جریان‌ها مجبور بودند به‌سرعت معکوس شوند، معاملات سرمایه به روند تعدیل کمک می‌کرد و فرآیند تعدیل کمتر دردناک می‌شد. اما اگر نیازی به معکوس شدن نباشد، شرکت‌کنندگان به این جریان‌ها وابسته می‌شوند و زمانی که تغییر رخ می‌دهد، تعدیل بسیار دردناک‌تر خواهد بود.

این تعمیم درباره انباشت سرمایه‌های ناپایدار **hot money** نه‌تنها در یک چرخه، بلکه احتمالاً از یک چرخه به چرخه دیگر نیز صادق است.

چرخه‌های اعتباری و مقررات مالی

به نظر می‌رسد بین مفهوم "انعکاس‌پذیری" (reflexivity) و اعتبار (credit) رابطه‌ی خاصی وجود دارد. این ارتباط عجیب نیست؛ زیرا اعتبار بر مبنای انتظاراتی شکل می‌گیرد که معمولاً با تعصبات خاصی همراه‌اند. اعتبار به نوعی مسیری را برای تعصبات فراهم می‌کند تا در روند رخدادها تأثیرگذار باشند. بااین‌حال، همه‌ی ماجرا این نیست. اعتبار اغلب با الگویی از

چرخه‌های رونق و رکود همراه است که به شکل نامتقارن عمل می‌کنند: رونق به‌آرامی شدت می‌گیرد، در حالی‌که رکود به‌سرعت و اغلب به شکلی ناگهانی رخ می‌دهد. این الگو در جایی که اعتبار عامل اصلی نیست، متقارن‌تر عمل می‌کند؛ برای مثال در بازارهای ارز، حرکت دلار چه در روند صعودی و چه نزولی، از الگویی موج‌مانند پیروی می‌کند.

به باور من، این عدم‌تقارن از ارتباط انعکاسی بین "وام" و "وثیقه" (collateral) ناشی می‌شود. در اینجا "وثیقه" شامل هر دارایی یا منبع درآمدی است که ارزش آن مبنای ارزیابی اعتبار مالی بدهکار قرار می‌گیرد، چه این وثیقه به‌طور رسمی ارائه شده باشد و چه نباشد. این دارایی می‌تواند ملک، درآمدهای آتی، یا هر چیز دیگری باشد که وام‌دهنده حاضر به ارزش‌گذاری آن است. برخلاف تصور رایج که ارزیابی وثیقه صرفاً یک فرایند غیرفعال است و ارزش واقعی دارایی را منعکس می‌کند، در اینجا ارزیابی وثیقه خود به کنشی فعال تبدیل می‌شود که بر ارزش آن تأثیر می‌گذارد. این ارتباط انعکاسی بین اعتبار و ارزش وثیقه می‌تواند روندهای اقتصادی را تقویت کند یا حتی جهت آن‌ها را تغییر دهد.

ما مفهوم انعکاس‌پذیری را به‌صورت دو تعامل متقابل تعریف کرده‌ایم: یک مسیر "عادی" که شامل ارزش‌گذاری بر اساس انتظارات آینده است (مانند ارزیابی سهام یا وام در بانک) که آن را "عملکرد شناختی" می‌نامیم؛ و مسیر دیگری که "عملکرد مشارکتی" (participatory function) نامیده می‌شود و در آن

انتظارات بر خود واقعیت‌ها تأثیر می‌گذارند. این مسیر دوم معکوس است؛ زیرا تأثیر آن معمولاً به‌صورت مستقیم دیده نمی‌شود و وقتی هم که رخ می‌دهد، آن‌قدر پیچیده است که اغلب نادیده گرفته می‌شود. نگاه رایج به نحوه‌ی عملکرد بازارهای مالی، بیشتر عملکرد شناختی را در نظر می‌گیرد و اهمیت مشارکت فعال را نادیده می‌گیرد.

در مثال وام‌دهی‌های بین‌المللی، در دوره‌های رونق اقتصادی، بانک‌ها به این حقیقت پی نمی‌بردند که نسبت بدهی کشورهای وام‌گیرنده تا حد زیادی به عملکرد خودشان وابسته است. در همین راستا، سرمایه‌گذاران دوره‌ی رونق شرکت‌ها درک نمی‌کردند که رشد سود هر سهم می‌تواند تحت‌تأثیر ارزش‌گذاری‌های خودشان باشد. بسیاری از افراد هنوز متوجه نیستند که کاهش ارزش وثیقه‌ها می‌تواند به تضعیف کل اقتصاد منجر شود.

معمولاً وام‌دهی باعث افزایش فعالیت اقتصادی می‌شود، زیرا به وام‌گیرندگان این امکان را می‌دهد که بیش از توان خود مصرف کنند یا در دارایی‌های تولیدی سرمایه‌گذاری کنند. البته، مواردی نیز وجود دارد که اعتبار فقط برای اهداف مالی استفاده می‌شود، نه برای مصرف یا سرمایه‌گذاری واقعی. این موارد اثر اعتبارات مالی را بر اقتصاد واقعی مبهم می‌کند. در این موارد، تمایز بین "اقتصاد واقعی" و "اقتصاد مالی" مفید است؛ فعالیت‌های اقتصادی واقعی مربوط به تولید و مصرف

می‌شوند، در حالی که فعالیت‌های مالی بیشتر به امور تمدید و بازپرداخت اعتبارات مربوط‌اند.

در مراحل اولیه یک چرخه‌ی اعتباری، معمولاً حجم بدهی‌ها کم است و تأثیر زیادی بر ارزش وثیقه‌ها ندارد؛ بنابراین، این دوره‌ها با رشد آرامی شروع می‌شوند و پایه‌های اعتباری به‌طور کلی مستحکم هستند. اما با افزایش حجم بدهی‌ها، نقش وام‌دهی و ارزش وثیقه‌ها به‌طور همزمان تقویت می‌شود، و اینجاست که اقتصاد از حالت متعادل خود خارج می‌شود.

این فرایند ادامه می‌یابد تا زمانی که رشد اعتبار جدید نتواند به اندازه کافی سریع باشد تا همچنان اقتصاد را تحریک کند. در این مرحله، ارزش وثیقه‌ها به‌شدت وابسته به اثر تحریک‌کننده وام‌های جدید می‌شود. با کاهش سرعت اعطای وام، ارزش وثیقه‌ها هم شروع به افت می‌کند. کاهش ارزش وثیقه‌ها بر فعالیت اقتصادی نیز اثر تضعیف‌کننده دارد که این به نوبه خود کاهش ارزش وثیقه‌ها را تشدید می‌کند. این چرخه تا جایی ادامه می‌یابد که وثیقه‌ها به حداکثر استفاده برسند؛ در آن نقطه کاهش اعتبار منجر به تصفیه وام‌ها می‌شود، که خود به افت بیشتری در ارزش‌ها منجر خواهد شد.

این روند، ساختار یک چرخه کلاسیک از رونق و رکود را تشکیل می‌دهد که در آن مراحل رونق و رکود نامتقارن هستند؛ در آغاز رونق، حجم اعتبار و ارزش وثیقه‌ها در پایین‌ترین حد خود قرار دارد، اما در مرحله رکود، این دو به بیشترین مقدار خود

می‌رسند. همچنین، روند تصفیه وام‌ها زمان‌بر است و هرچه این روند سریع‌تر انجام شود، تأثیر عمیق‌تری بر ارزش وثیقه‌ها می‌گذارد. این ویژگی، افت‌های شدید و ناگهانی رکود را به شکلی متفاوت از دوره رونق قبلی شکل می‌دهد.

در نتیجه، می‌توان گفت که چرخه رونق و رکود نوعی خاص از "انعکاس‌پذیری" (Reflexivity) است. رونق‌ها می‌توانند هر زمان که ارتباط دوطرفه‌ای بین ارزش‌ها و فرآیند ارزش‌گذاری برقرار باشد، شکل گیرند. این فرایند ارزش‌گذاری به اشکال مختلفی خود را نشان می‌دهد. در بازار سهام، قیمت سهام ارزش‌گذاری می‌شود؛ در نظام بانکی، ارزش وثیقه.

این الگوی ساده به نظر می‌رسد، اما موضوع جالب این است که هنوز ارتباط انعکاسی بین وام‌دهی و وثیقه چندان شناخته‌شده نیست.

از سوی دیگر، چرخه نظارتی فاقد ویژگی نامتقارن چرخه اعتبار است. به نظر می‌رسد این چرخه بیشتر با الگوی موجی شبیه به بازار ارز سازگار است تا الگوی رونق و رکود چرخه اعتبار. به همان شکلی که ارزهای شناور آزاد بین مقادیر بیش از حد و کمتر از حد در نوسان هستند، اقتصادهای بازار نیز بین تنظیمات بیش‌ازحد و کمتر از حد در تغییرند. به نظر می‌رسد طول این چرخه با چرخه اعتبار مرتبط است، و شهودی می‌توان درک کرد که چرا چنین است. تغییرات در اعتبار می‌تواند بر کفایت مقررات تأثیر بگذارد، و محیط نظارتی نیز بر سرعت و حجم

اعتبار تاثیرگذار است. این تعامل دوجانبه بین اعتبار و نظارت است که الگوی آن همچنان مبهم است و همین یکی از نقاط سردرگمی برای من بوده است.

ما تا اینجا چرخه اعتبار را شناسایی کرده‌ایم که الگوی رونق/رکود را دنبال می‌کند و چرخه نظارتی که الگویی موج‌گونه دارد؛ همچنین به نوعی تعامل بین این دو چرخه اشاره کردیم که الگوی دقیق آن مشخص نیست. در کنار این چرخه‌ها، تحولات بلندمدتی نیز وجود دارند که بر هر یک از این چرخه‌ها اثرگذارند؛ برای مثال، قدرت گرفتن بانک‌های مرکزی پس از هر بحران اقتصادی را می‌توان یک تحول بلندمدت دانست که هر چرخه را منحصربه‌فرد می‌سازد. در رکود بزرگ، سیستم بانکی و تجارت بین‌المللی فروپاشیدند و این بحران به انقباض اعتبارات و فعالیت‌های اقتصادی انجامید. اکنون، همه تلاش‌ها برای جلوگیری از تکرار چنین فروپاشی‌هایی در چرخه‌های کنونی به کار گرفته می‌شود.

دوره پس از جنگ جهانی دوم شاهد گسترش و حذف محدودیت‌ها در تجارت و سرمایه‌گذاری بین‌المللی بود که خود باعث شکل‌گیری یک اقتصاد جهانی یکپارچه شد. در این دوره، تحولاتی نظیر انقلاب اطلاعات و بهبود سیستم‌های حمل‌ونقل نیز نقش مهمی ایفا کردند. با این حال، این دوره همچنین شاهد تغییر جهت کامل از نظارت دولتی به سمت رقابت آزادانه بود. اکنون در موقعیتی قرار داریم که کاهش مقررات اقتصادی همچنان روندی صعودی دارد، اما در برخی حوزه‌ها، ضرورت

مداخله دولت دوباره مطرح شده است. برای مثال، صنعت بانکداری در حال تجربه فشارهایی به سمت مقررات‌گذاری بیشتر است.

می‌توان داستان چرخه اعتبار کنونی را از پایان جنگ جهانی دوم روایت کرد. این چرخه اعتباری با پایان جنگ جهانی دوم آغاز شد و به شکلی همبسته با چرخه نظارتی دوران «نیودیل» و ایجاد سیستم برتون وودز ادامه پیدا کرد. حرکات سرمایه‌های بین‌المللی چالش‌هایی برای سیستم برتون وودز ایجاد کرد که همچنان حل‌نشده باقی مانده‌اند.

من در اینجا قصد ندارم که داستان کامل را شرح دهم؛ بلکه از نقطه‌ای که به‌طور فعال وارد عمل شدم، مسیر دخالتم را بررسی خواهم کرد. تجربه‌های من پس از فروپاشی سیستم نرخ‌های ثابت ارز در سال ۱۹۷۳ آغاز شد. در این زمان، روابطی که تا آن زمان پایدار بودند، تحت تأثیر فرایندهای انعکاسی قرار گرفتند و علاقه من از صنایع و شرکت‌های خاص به فرآیندهای کلان اقتصادی تغییر یافت. پژوهش من در سال ۱۹۷۲ درباره «بانک‌های رشد» یک نقطه عطف بود که در آن زمان به اهمیت آن پی نبردم.

با گذشت زمان، ناپایداری روندهای کلان اقتصادی به دغدغه‌ای فکری و عملی برای من تبدیل شد و در نهایت تصمیم گرفتم در سال ۱۹۸۱ به سرمایه‌گذاری‌های فعالم پایان دهم. پس از بحران سال ۱۹۸۲، مطالعه‌ای نظری درباره مشکل بدهی بین‌المللی

انجام دادم. اشتباهاً فکر می‌کردم که این بحران اوج فرآیند گسترش اعتبار است و مقامات به‌اندازه کافی برای جلوگیری از رکود اقدام نمی‌کنند؛ اما نمی‌دانستم که آن‌ها بیش‌ازحد مداخله کرده و اعتبار را با سرعت بیشتری گسترش می‌دهند.

اکنون ما در عوارض اوج آن دوران قرار داریم. دولت آمریکا به قرض گرفتن‌های کلان ادامه می‌دهد، اما نشانه‌هایی از تغییر در حال بروز است. دلار کاهش یافته و وام‌دهندگان خارجی در ارزی که در حال افت است، وام‌های خود را بازپرداخت خواهند کرد. شاید آخرین محرک بزرگ اعتبار که هنوز کاملاً فعال است، بازار سهام باشد که در اوج خود قرار دارد اما اثر چندانی بر اقتصاد واقعی ندارد.

چارچوب نظری من برای چرخه اعتبار و نظارت به‌تدریج در طول نگارش این کتاب شفاف‌تر شد، اگرچه نمی‌توانم ادعا کنم که به‌طور کامل روشن شده است. با این حال، حس کردم که این چارچوب در این نقطه مناسب است تا آن را خلاصه کنم. اکنون از این چارچوب برای توضیح رویدادهای اقتصادی از سال ۱۹۷۲ استفاده می‌کنم، اگرچه باید به خواننده خاطرنشان کرد که این توضیحات پیش از شکل‌گیری این چارچوب نظری نوشته شده‌اند.

یادداشت: دسامبر ۱۹۸۶

از اوت ۱۹۸۵ تا پایان ۱۹۸۶، در یک آزمایش واقعی و در لحظه، تلاش کردم تا مسیر چرخه اعتبار و نظارت را پیش‌بینی کنم. نتیجه‌ای که به آن رسیدم بسیار عجیب بود. به نظر می‌رسد چرخه در سال ۱۹۸۲ متوقف شده باشد. اگر مقامات پولی مداخله مؤثری نمی‌کردند، بحران بدهی بین‌المللی به فروپاشی کل سیستم بانکی منجر می‌شد. در حال حاضر، فروپاشی نظام بانکی جلوگیری شده است، اما تغییری اساسی که این بحران می‌توانست ایجاد کند، نیز به وقوع نپیوسته است.

اکنون در سیستمی قرار داریم که مرتباً به لبه پرتگاه نزدیک می‌شود و به محض اینکه خطر نمایان می‌شود، به عقب بازمی‌گردد. همبستگی‌ای که در برابر فاجعه به‌دست می‌آید، بلافاصله پس از کاهش خطر از میان می‌رود، و این الگو در قالب‌های مختلف دوباره و دوباره تکرار می‌شود.

این پدیده را می‌توان در عرصه‌های مختلف مشاهده کرد: در وام‌دهی بین‌المللی، کسری بودجه ایالات متحده، سیستم پولی بین‌المللی، سازمان کشورهای صادرکننده نفت (OPEC)، سیستم بانکی، و بازارهای مالی. سال ۱۹۸۷، بدون شک، سالی خواهد بود که در آن حمایت‌گرایی، نظام تجارت بین‌المللی را تا مرز فروپاشی پیش خواهد برد، هرچند به احتمال زیاد از آن فراتر نخواهد رفت.

فصل سوم: چشم‌انداز تاریخی

مشکل بدهی بین‌المللی

تحلیل بازاندیشی (رفلکسیویته) با چالش اصلی روبروست که تعیین کند کدام عناصر را باید برای بررسی انتخاب کرد.
در بازارهای مالی، این چالش تا حدی ساده‌تر است. متغیر اصلی در اینجا، "قیمت بازار" است و عناصر مهم برای تحلیل، عواملی هستند که بر قیمت‌های بازار تأثیرگذارند. با این حال، حتی در اینجا نیز تعداد عوامل درگیر بسیار زیاد و تقریباً بی‌شمار است. استفاده از یک «روند اساسی» و یک «سوگیری غالب» نوعی ساده‌سازی است که می‌تواند برای تبیین پویایی‌ها و تعاملات در یک فرآیند تاریخی مفید باشد؛ با این حال، این ساده‌سازی نمی‌تواند برای توضیح یا پیش‌بینی دقیق مسیر واقعی رویدادها کافی باشد.

به محض خروج از حوزه یک بازار خاص، پیچیدگی انتخاب عوامل بیشتر نیز می‌شود. برای تحلیل دقیق‌تر، باید مجموعه‌ای از اجزای در حال تعامل را شناسایی کنیم که بتوانند پدیده مورد بررسی را توضیح دهند. اما ممکن است چندین مجموعه مختلف از عوامل بتوانند تبیینی مشابه ارائه دهند و هیچ تضمینی وجود ندارد که مجموعه انتخابی دقیقاً درست باشد. تنوع بالقوه عوامل نگران‌کننده است، خصوصاً زمانی که هدف، پیش‌بینی آینده رویدادها باشد؛ چراکه نمی‌دانیم کدام یک از این عوامل در آینده اهمیت بیشتری خواهند یافت.

رونق و رکود در وام‌دهی بین‌المللی نمونه‌ای از این نوع پدیده‌هاست.

این موضوع به‌تنهایی نمونه‌ای تقریباً کامل از یک چرخه رونق و رکود محسوب می‌شود که برای وضعیت اقتصادی کنونی نیز حائز اهمیت است. اما وقتی آن را در چارچوب کلی وضعیت اقتصادی بررسی می‌کنیم، تنها یکی از عوامل مختلفی است که باید مورد توجه قرار گیرد. در عین حال، مسئله بدهی‌های بین‌المللی نقش کلیدی در تکامل سیستم بانکی ایفا کرده است. تکامل سیستم بانکی خود نیز یک فرآیند بازاندیشی است که هم به‌عنوان یک مقوله مستقل اهمیت دارد و هم به‌عنوان عنصری مهم در وضعیت اقتصادی کلی.

بهترین رویکرد برای بررسی وام‌دهی بین‌المللی چیست؟

برای دستیابی به یک تحلیل جامع، باید موضوع را از سه منظر مختلف بررسی کنیم: اول، به‌عنوان یک پدیده بازاندیشانه در ذات خود؛ دوم، به‌عنوان یک عامل تأثیرگذار بر تکامل سیستم بانکی؛ و سوم، به‌عنوان بخشی از وضعیت اقتصادی فعلی. من سعی می‌کنم هم‌زمان به این سه جنبه توجه کنم، زیرا این تنها راه برای جلوگیری از تکرار مکرر و غیرضروری است. با انتخاب این مسیر، همچنین یک نمونه عملی از پیچیدگی‌های فرآیندهای بازاندیشی را در دنیای واقعی ارائه می‌دهم. واضح است که این تحلیل ساده‌ای نیست، اما تلاش می‌کنم سه دیدگاه را هم‌زمان و مجزا نگه دارم. مقداری انحراف از دقت و تحریف در این تحلیل اجتناب‌ناپذیر است؛ چراکه تمرکز ما بر

تکامل سیستم بانکی است و در نتیجه به جنبه وام‌دهندگان توجه بیشتری خواهیم داشت. اگر بخواهیم سرنوشت کشورهای کمتر توسعه‌یافته را بررسی کنیم، باید تمرکز را تغییر دهیم.

ریشه‌های رونق وام‌دهی بین‌المللی حداقل به اولین شوک نفتی در سال ۱۹۷۳ برمی‌گردد.

با این حال، برای تحلیل تکامل سیستم بانکی، باید حتی به پیش از این دوره بازگردیم و برای درک چرخه‌های اقتصادی که تاریخ اخیر را تحت تأثیر قرار داده است، از فروپاشی سیستم "برتون وودز" در سال ۱۹۷۱ شروع کنیم. این بازگشت به گذشته تا حدودی زیاد است؛ بنابراین، من سال ۱۹۷۲ را به‌عنوان نقطه شروع انتخاب می‌کنم و بررسی را از سیستم بانکی در ایالات متحده آغاز می‌کنم. در واقع، این سال زمانی است که گزارشی از بازار سهام به نام «مطالعه‌ای بر بانک‌های رشد» منتشر شد.

در آن زمان، بانک‌ها به‌عنوان محافظه‌کارترین مؤسسات مالی شناخته می‌شدند.

تأثیر شکست‌های اقتصادی دهه ۱۹۳۰ بر مدیریت‌ها باقی مانده بود و ایمنی اولویت اصلی بود که بر سود و رشد سایه افکنده بود. ساختار صنعت تحت تأثیر مقررات تقریباً ثابت مانده بود؛ توسعه به ایالت‌های دیگر ممنوع بود و در برخی ایالت‌ها حتی بانکداری شعبه‌ای نیز غیرقانونی بود. این تجارت کم‌هیجان افراد محافظه‌کار را به خود جذب می‌کرد و صنعت از نظر تحرک یا

نوآوری بسیار کم‌بهره بود. سهام بانک‌ها از سوی سرمایه‌گذارانی که به دنبال سود سرمایه بودند، نادیده گرفته می‌شد.

اما در پس این آرامش، تغییرات مهمی در جریان بود.
نسلی جدید از بانکداران، آموزش‌دیده در دانشکده‌های بازرگانی و با رویکردی مبتنی بر سودآوری در حال ظهور بودند. مرکز این نگرش جدید، "سیتی بانک" در نیویورک بود و کارآموزان آن به تدریج در موقعیت‌های کلیدی بانک‌های دیگر نیز مشغول به کار می‌شدند. ابزارهای مالی جدید معرفی شد و برخی از بانک‌ها از سرمایه‌های خود به‌صورت تهاجمی استفاده کردند و بازده‌های قابل توجهی از درآمد به‌دست آوردند. درون برخی از ایالت‌ها تصاحب‌هایی رخ داد که منجر به شکل‌گیری واحدهای بزرگ‌تر شد. بانک‌های بزرگ معمولاً سرمایه خود را ۱۴ تا ۱۶ برابر و "بانک آمریکا" حتی تا ۲۰ برابر افزایش داد. بانک‌های برتر نشان‌دهنده بازدهی بالای ۱۳ درصد بودند که در هر صنعت دیگری باعث می‌شد سهام با قیمتی بالاتر از ارزش دارایی‌ها معامله شود؛ اما سهام بانک‌ها همچنان با قیمت‌های کمتر از ارزش دارایی به فروش می‌رسید.

تحلیل‌گران این کم‌ارزش‌بودن (Undervaluation) سهام بانک‌ها را می‌دانستند، اما از اصلاح آن ناامید بودند، زیرا تغییرات بنیادی بسیار آهسته و ارزیابی‌های موجود بسیار پایدار به نظر می‌رسید. با این حال، بسیاری از بانک‌ها به حدی رسیده بودند که تقریباً به مرزهای لوریج منطقی خود در آن زمان فشار آورده بودند. برای ادامه رشد نیاز به افزایش سرمایه اضافی داشتند.

در این زمینه، "سیتی بانک" اولین نشست برای تحلیل‌گران مالی برگزار کرد که رویدادی بی‌سابقه در صنعت بانکداری بود. هرچند من دعوت نشدم، اما این موضوع من را تشویق کرد تا گزارشی منتشر کنم که به خرید مجموعه‌ای از سهام بانک‌های مدیریتی با سیاست‌های تهاجمی توصیه می‌کرد. این گزارش شرایط توصیف‌شده را به تصویر کشید و استدلال می‌کرد که سهام بانک‌ها به‌زودی احیا خواهند شد زیرا مدیریت‌ها روایتی خوب برای سرمایه‌گذاران داشتند و شروع به بازگو کردن آن کرده بودند. در حقیقت، اصطلاح "رشد" و "بانک‌ها" در آن زمان تضاد داشت، اما این تضاد به‌زودی با افزایش ارزش سهام بانک‌ها حل می‌شد.

در واقع، سهام بانک‌ها در سال ۱۹۷۲ رشد قابل توجهی داشت و ما حدود ۵۰ درصد سود از سبد سرمایه خود به دست آوردیم. برخی از بانک‌ها توانستند سرمایه خود را افزایش دهند. اگر این فرایند با قیمتی بالاتر از ارزش دفتری تثبیت می‌شد، بانک‌ها می‌توانستند با اصول منطقی رشد کنند و سیستم بانکی مسیر متفاوتی را طی کند. اما این فرایند تنها آغاز شده بود که تورم افزایش یافت و نرخ‌های بهره بالا رفت؛ در این شرایط بازدهی ۱۳ درصدی دیگر کافی نبود تا بانک‌ها بتوانند سهام را با ارزش بالاتر بفروشند.

در پی آن، نخستین شوک نفتی و جریان عظیم وجوه به کشورهای تولیدکننده نفت رخ داد. کشورهای نفت‌خیز نمی‌دانستند با این درآمد چه کنند و این وجوه در بانک‌ها

انباشته شد تا جایی که برخی از بانک‌ها، نظیر "بانکرز تراست"، حتی ناچار شدند سپرده‌ها را بازگردانند. چگونگی مدیریت این به‌اصطلاح پترو دلارها (Petrodollars) به چالشی بزرگ تبدیل شد. در حالی که مذاکراتی برای مدیریت این وجوه در سطح بین‌المللی مطرح شد، اما دستاورد چندانی به‌جز برخی کمک‌های مالی عربستان سعودی به صندوق بین‌المللی پول (IMF) و بانک جهانی به‌دست نیامد. کشورهای صنعتی جهان نتوانستند به این چالش به‌طور مؤثری پاسخ دهند، و این مسئولیت به بانک‌ها واگذار شد.

بانک‌ها به‌سرعت وارد عمل شدند و این نقش را به‌خوبی انجام دادند.

آن‌ها وام‌دهندگان پرانرژی شدند و مشتریان بسیاری یافتند. کشورهای فاقد منابع نفتی برای پوشش کسری‌های خود به وام‌های کلان نیاز داشتند و برخی کشورهای در حال توسعه امیدوار بودند که از تورم برای جبران وام‌ها استفاده کنند.

اما فعالیت‌های وام‌دهی بین‌المللی آن‌چنان سودآور بود که جایی برای احتیاط باقی نمی‌گذاشت. این معاملات می‌توانست در مقیاس وسیعی انجام شود و با استفاده از نرخ‌های شناور، ریسک تغییرات نامطلوب نرخ بهره به حداقل می‌رسید. هزینه‌های اداری نیز به‌مراتب پایین‌تر از وام‌های شرکتی بود. رقابت شدید میان بانک‌ها نیز، اختلاف بین نرخ وام و قرض را بسیار کم کرده بود. با این‌حال، وام‌دهی بین‌المللی به یکی از ساده‌ترین و سودآورترین شیوه‌های بانکداری تبدیل شد و

بسیاری از بانک‌هایی را که تجربه‌ای در این زمینه نداشتند، به این عرصه جذب کرد. تعداد بانک‌های فعال در لندن طی این دوره به‌طور قابل توجهی افزایش یافت و وام‌دهی بین‌المللی به سریع‌ترین بخش در صنعت بانکداری تبدیل شد. طبیعی است که اگر بانک‌ها از قبل، ذخایر مناسبی را مطابق تجربیات بعدی ایجاد کرده بودند، سودآوری این کسب‌وکار به اندازه‌ای که در آن زمان به نظر می‌رسید، نمی‌بود.

ساختار بیرونی صنعت بانکداری ایالات متحده در این دوره تقریباً بدون تغییر باقی ماند، چرا که گسترش از طریق ادغام و تصاحب به‌طور جدی محدود شده بود. با این حال، ساختار داخلی بانک‌ها دچار تغییرات قابل‌توجهی شد. روند اصلی در این دوره، تأسیس شرکت‌های هلدینگ بانکی بود. این تغییر به شرکت‌های هلدینگ اجازه می‌داد که اهرم مالی بیشتری اعمال کنند، به‌طوری که نسبت سرمایه به کل دارایی‌ها به‌مرور تضعیف شد. علاوه بر این، برخی از شعبه‌های موسوم به "Edge Act" با فرار از محدودیت‌های نظارتی، به‌ویژه در خارج از کشور، آزادانه‌تر فعالیت می‌کردند. این شرایط، فرصت‌های بیشتری را برای فعالیت‌های بین‌المللی بانک‌ها فراهم آورد. به‌عنوان مثال، بیش از یک‌چهارم درآمد *Citicorp* از برزیل به دست می‌آمد. این دوره همچنین شاهد نوآوری‌های سریع فناوری بود؛ استفاده از کامپیوترها، سرعت عمل را افزایش داد و به فعالیت‌هایی امکان اجرا بخشید که پیش‌تر غیرقابل تصور به نظر می‌رسیدند. به دنبال این تحولات، ابزارها و تکنیک‌های مالی

جدیدی ابداع شدند و بانکداری به صنعتی پیشرفته‌تر از گذشته تبدیل شد. این روند تاکنون با سرعتی فزاینده ادامه یافته است.

از سوی دیگر، با شتاب گرفتن نوآوری‌ها و رقابت بین‌المللی، وظیفه تنظیم‌کنندگان پیچیده‌تر شد. می‌توان گفت که تنظیم‌کنندگان همواره یک قدم عقب‌تر از فعالان صنعت بودند، چرا که بانک‌ها توانایی زیادی در یافتن راه‌های جدید برای دور زدن مقررات داشتند. در سطح بین‌المللی نیز، مقامات از آن بیم داشتند که اعمال محدودیت‌های نظارتی موجب عقب ماندن صنعت بانکی کشورشان از رقابت بین‌المللی شود. بدون این محدودیت‌ها و با رقابت بانک‌ها برای کسب سهم بازار، بازار وام‌دهی جهانی به سرعت رشد کرد. بانک‌ها به شدت مشتاق جذب کسب‌وکار بودند و به‌ندرت جزئیات معاملات را مورد بررسی دقیق قرار می‌دادند. جالب اینجاست که برای دریافت وام، کشورهای وام‌گیرنده به اطلاعات بسیار محدودی نیاز داشتند؛ حتی بانک‌های وام‌دهنده نمی‌دانستند که این کشورها تا چه حد بدهی دارند.

به‌جای مراجعه به صندوق بین‌المللی پول (IMF)، کشورهای بدهکار ترجیح می‌دادند از بانک‌های تجاری وام بگیرند، به‌ویژه زمانی که با مشکلات تراز پرداخت‌ها مواجه بودند. بانک‌های تجاری، ناخواسته یکی از وظایفی را که مؤسسات برتون وودز (صندوق بین‌المللی پول و بانک جهانی) برای آن طراحی شده بودند، به عهده گرفتند. آن‌ها منابع مالی بسیار بیشتری نسبت به آنچه مؤسسات برتون وودز حاضر به ارائه بودند، در اختیار

کشورهای کمتر توسعه‌یافته قرار دادند و در عین حال، دخالت کمتری در امور داخلی این کشورها داشتند. بنابراین، تعجب‌آور نیست که کشورهای کمتر توسعه‌یافته تمایل بیشتری به بانک‌های تجاری داشتند و از صندوق بین‌المللی پول فاصله می‌گرفتند! کشورهای صنعتی، مانند بریتانیا، به صندوق بین‌المللی پول روی می‌آوردند، در حالی که کشورهای در حال توسعه می‌توانستند نیازهای خود را از بانک‌های تجاری تأمین کنند. از سال ۱۹۷۳ تا ۱۹۷۹، اعتبارات بین‌المللی به شدت افزایش یافت و این امر موجب رونق تورمی جهانی در دهه ۱۹۷۰ شد که سرانجام به شوک دوم نفت منجر گردید.

با نگاهی به گذشته، می‌توان گفت که وام‌گیرندگان اغلب این منابع مالی را به‌طور نادرستی صرف کردند. در بهترین حالت، این پول برای پروژه‌های ناکارآمدی مانند سد ایتایپو در برزیل صرف شد و در بدترین حالت، برای خرید تسلیحات یا حفظ نرخ‌های ارز غیرواقعی، مانند کشورهای "مخروط جنوبی" همچون آرژانتین و شیلی، به کار گرفته شد. در آن زمان، این اشتباهات به‌خوبی شناسایی نشده بودند؛ واقعاً برزیل به عنوان یک معجزه اقتصادی و شیلی به‌عنوان نمونه‌ای از سیاست‌های مکتب پولی ستایش می‌شد.

روند رشد وام‌دهی بین‌المللی با سرعت ادامه یافت و بانک‌های درگیر در این عرصه تحت فشار زیادی قرار گرفتند؛ اما سرمایه و ذخایر آن‌ها نتوانستند همگام با رشد ترازنامه‌هایشان پیش بروند. با این وجود، به نظر می‌رسید که کیفیت پرتفوی وام‌های

آن‌ها سالم باقی مانده است. یکی از ویژگی‌های قابل توجه این وضعیت آن بود که کشورهای وام‌گیرنده همچنان توانایی داشتند تا معیارهای سنتی تعیین اعتبار را برآورده کنند، حتی با این‌که بار بدهی آن‌ها به سرعت افزایش می‌یافت.

بانک‌ها از نسبت‌هایی مانند نسبت بدهی خارجی به درصد صادرات، نسبت بازپرداخت بدهی به درصد صادرات، و کسری‌های جاری به درصد صادرات برای سنجش اعتبار کشورهای وام‌گیرنده استفاده می‌کردند. فعالیت وام‌دهی بین‌المللی بانک‌ها، فرآیندی خودتقویت‌کننده ایجاد کرد که به‌گونه‌ای عمل می‌کرد که توانایی بازپرداخت بدهی کشورهای وام‌گیرنده تقریباً همزمان با رشد بدهی آن‌ها افزایش می‌یافت.

عامل کلیدی در این فرآیند، نرخ‌های بهره واقعی پایین و حتی منفی دهه ۱۹۷۰ بود. از آن‌جایی که بازار *Eurodollar*[31] تحت کنترل بانک‌های مرکزی نبود، رشد آن به‌طور مستقیم بر سیاست پولی هیچ کشوری تأثیر نمی‌گذاشت. با انتقال بانک‌ها به سمت سرمایه‌گذاری مازاد اوپک، سیاست پولی ایالات متحده تقریباً بدون نظارت باقی ماند. کاهش ارزش دلار آغاز شد و نرخ‌های بهره قادر به همراهی با افزایش قیمت‌ها نبودند. کاهش نرخ‌های بهره واقعی، هزینه‌های بازپرداخت بدهی‌ها را پایین آورد و اعتبار کشورهای وام‌گیرنده را افزایش داد و آن‌ها را

[31] سپرده‌های دلاری در بانک‌های خارج از ایالات متحده که مشمول مقررات فدرال رزرو نیستند.

به وام‌گیری بیشتر تشویق کرد. گسترش اعتبار، اقتصاد جهانی را تحریک کرد و موجب بهبود عملکرد صادرات در تمامی مناطق شد. کشورهای کمتر توسعه‌یافته از تقاضای قوی برای کالاهای صادراتی خود بهره‌مند شدند و به این ترتیب، شرایط تجاری‌شان بهبود یافت. ترکیب کاهش نرخ‌های بهره واقعی، گسترش تجارت جهانی، افزایش قیمت کالاها، و کاهش ارزش دلار، به کشورهای بدهکار اجازه و تشویق بیشتری برای افزایش بدهی‌هایشان داد.

این فرآیند خوداعتباربخش گسترش اعتبار (تورم) در جنبه‌های مختلف ناپایدار بود. قیمت‌ها و دستمزدها با نرخ‌های تسریع‌شونده‌ای افزایش یافت. کسری‌ها و مازادهای تراز پرداخت‌ها دائمی شدند. ترازنامه‌های بانک‌ها دچار مشکل شدند. بخش زیادی از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری که از طریق وام‌های بانکی تأمین مالی می‌شد، به اشتباه هدایت شد. اعتبار کشورهای وام‌گیرنده به شدت آسیب‌پذیر بود. با این حال، تا زمانی که این فرآیند خود را اعتبار می‌بخشید، اقتصاد جهانی شکوفا بود. مصرف در سطح بالا باقی ماند، در حالی که پس‌انداز به دلیل نرخ‌های بهره پایین یا منفی تشویق نمی‌شد. سرمایه‌گذاری به دلیل در دسترس بودن وام‌های ارزان تحریک می‌شد و سرمایه‌گذاران از دارایی‌های پولی به دارایی‌های واقعی مهاجرت کردند. ترکیب مصرف بالا، موجودی‌های بالا و فعالیت سرمایه‌گذاری قوی شرایط رونق را ایجاد کرد.

این رونق تقاضا برای انرژی را افزایش داد. کشورهای اوپک ثروتمندتر شدند و نیاز کمتری به درآمد جاری داشتند، در حالی که نرخ‌های واقعی منفی باعث می‌شد نگه‌داشتن نفت در زمین نسبت به نگه‌داشتن پول نقد در بانک جذاب‌تر باشد. این شرایط منجر به این شد که اختلال در تولید ایران در سال ۱۹۷۹ باعث ایجاد بحران دوم و افزایش دوم قیمت نفت شد.

این بار واکنش متفاوت بود. تورم به یک نگرانی غالب تبدیل شده بود، به ویژه در بریتانیا و ایالات متحده. اروپا و ژاپن با پیروی از یک سیاست پولی محدودکننده و اجازه دادن به تقویت ارزهای خود، از آسیب‌های تورمی در امان ماندند. از آنجایی که قیمت نفت به دلار (Dollar) ثابت است، هزینه نفت برای اروپا و ژاپن کاهش یافت و در غیاب تورم، صادرات آن‌ها علی‌رغم تقویت ارزهایشان رقابتی باقی ماند. در مقابل، بریتانیا و ایالات متحده با کسری‌های بزرگ بودجه و تجاری مواجه شدند و تورم به یک مشکل جدی تبدیل شد. بریتانیا مجبور شد به صندوق بین‌المللی پول (International Monetary Fund[32]) مراجعه کند. ایالات متحده، که ارز ذخیره جهان را کنترل می‌کرد، می‌توانست بدون نگرانی از پیامدهای آن، تورم ایجاد کند؛ با این حال، پیامدهای داخلی و بین‌المللی تورم منجر به تغییر در ترجیحات سیاسی شد. سایه تورم شتابان بر ترس از رکود پیشی

[32] سازمانی بین‌المللی که برای تسهیل همکاری‌های پولی جهانی تأسیس شده است.

گرفت. در پاسخ به شوک نفتی دوم، سیاست پولی محدودکننده شد و حتی پس از آغاز کاهش اقتصاد همچنان باقی ماند.

مکتب پولی (Monetarism[33]) به دکترین راهنمای سیاست اقتصادی تبدیل شد. قبلاً بانک‌های مرکزی سعی در تأثیرگذاری بر فعالیت اقتصادی با کنترل نرخ‌های بهره داشتند؛ اکنون تأکید به کنترل میزان پول معطوف شده بود. نرخ‌های بهره اجازه یافتند تا به سطح طبیعی خود برسند. متأسفانه، سطحی که آن‌ها پیدا کردند، به طور غیرمنطقی بالا بود. دلیل اصلی این بود که سیاست مالی همچنان تحریک‌آمیز باقی ماند و برای حفظ رشد در عرضه پول به یک سیاست پولی بسیار محدودکننده نیاز داشت.

سیاست مالی تحت تأثیر اقتصادهای عرضه‌محور (Supply-side Economics[34]) قرار گرفت. این تصور وجود داشت که کاهش نرخ‌های مالیاتی فعالیت اقتصادی را تا حدی تحریک می‌کند که تأثیر آن بر بودجه خنثی می‌شود. بنابراین، کسری بودجه می‌توانست با کاهش هزینه‌های دولتی کاهش یابد. اما تصمیم به افزایش هزینه‌های دفاعی در کنار کاهش مالیات‌ها، تعادل بودجه را غیرقابل دستیابی کرد. تعامل بین کسری فزاینده بودجه و اهداف پولی سختگیرانه، نرخ‌های بهره

---

[33] مکتبی در اقتصاد که بر کنترل عرضه پول و اثرات آن بر اقتصاد تأکید دارد.

[34] نظریه‌ای در اقتصاد که به تأثیر کاهش مالیات‌ها بر افزایش عرضه و رشد اقتصادی تأکید دارد.

را به شدت افزایش داد. نرخ‌های بهره بالا تأثیر تحریک‌آمیز کاهش مالیات‌ها را خنثی کرد. کسری بودجه گسترش یافت و اقتصاد به رکود عمیق سقوط کرد.

تأثیر بر باقی‌مانده جهان بسیار بزرگ بود. کشورهای بدهکار با افزایش سه برابری قیمت نفت، کاهش[35] قیمت کالاها، افزایش نرخ‌های بهره، دلار قوی و رکود جهانی روبرو شدند. آن‌ها در یک دور دیگر از وام‌گیری شرکت کردند که مجموع بدهی‌شان را ۳۰ درصد دیگر افزایش داد، اما نسبت‌های سنجش اعتبار آن‌ها به سرعت deteriorate (دچار افول) شد. وضعیت در لهستان و جزایر فالکلند به تضعیف اعتماد کمک کرد. یک دوره غروب وجود داشت که در آن بانک‌ها reluctant (ناراضی) به وام‌دهی ادامه می‌دادند. سررسید وام‌ها کوتاه‌تر شد و برخی کشورها با مشکلات نقدینگی مواجه شدند. سپس بحران بدهی مکزیک در سال ۱۹۸۲ بروز کرد و وام‌دهی داوطلبانه به کشورهای با بدهی سنگین عملاً متوقف شد. وضعیت کشورهای بدهکار به مراتب بدتر از آنچه که بیشتر بانکداران تصور می‌کردند، بود. برای مثال، برزیل برای تأمین کسری تراز پرداخت‌های خود از بازار بین‌بانکی استفاده می‌کرد، بدون آنکه بانک‌های همکار از این موضوع مطلع باشند. رونق وام‌دهی بین‌المللی به یک رکود تبدیل شد.

در اینجا به نقطه‌ای توقف می‌کنیم تا رونق وام‌دهی بین‌المللی را به‌عنوان یک فرآیند بازتابی در خود تحلیل کنیم. توصیف

---

[35] به معنای کاهش کیفیت یا بدتر شدن شرایط

ارائه‌شده شامل تمام مؤلفه‌های لازم برای یک توالی رونق و رکود است. این مؤلفه‌ها چه هستند؟ اولاً، باید یک ارتباط بازتابی بین روند پایه و ادراکات شرکت‌کنندگان وجود داشته باشد. دوم، باید یک نقص در ادراکات شرکت‌کنندگان وجود داشته باشد که بر روند پایه از طریق یک ارتباط بازتابی تأثیر بگذارد. روند، سوگیری را تقویت می‌کند تا زمانی که به نقطه‌ای برسد که هر دو غیرقابل تحمل شوند. معمولاً، روند در ابتدا به نظر سالم می‌آید و نقص‌ها تنها زمانی ظاهر می‌شوند که روند به خوبی پیش رفته باشد. یک دوره غروب وجود دارد که در آن شرکت‌کنندگان به‌طور فزاینده‌ای محتاط و بی‌میل می‌شوند و روند از شتاب می‌افتد. در نهایت، درک این که روند ناپایدار و غیرقابل تحمل است، به ناگاه فرود می‌آید. این پیش‌بینی خوداجرا می‌شود و روند معکوس می‌شود، غالباً با پیامدهای فاجعه‌آمیز.

در مورد وام‌دهی بین‌المللی، چندین ارتباط بازتابی بین بانک‌ها و کشورهای بدهکار وجود دارد. بانک‌ها از نسبت‌های بدهی برای سنجش ظرفیت یک کشور برای وام‌گیری استفاده می‌کنند. این نسبت‌ها به‌طور کلی به‌عنوان اندازه‌گیری‌های عینی در نظر گرفته می‌شوند، در حالی که در واقع بازتابی هستند. همان‌طور که مشاهده کردیم، هم صادرات و هم تولید ناخالص داخلی (GDP[36]) تحت تأثیر حجم وام‌دهی بین‌المللی قرار دارند. علاوه

[36] معیاری برای اندازه‌گیری ارزش کل کالاها و خدمات تولیدشده در یک کشور در یک دوره معین.

بر این، نسبت‌های بدهی تنها ظرفیت یک کشور بدهکار برای پرداخت را اندازه‌گیری می‌کنند، نه تمایل آن را. برای سنجش تمایل، به یک محاسبه متفاوت نیاز است که اساساً سیاسی است. متغیر حیاتی، نه خدمت به بدهی بلکه انتقال خالص منابع است، یعنی تفاوت بین خدمت به بدهی و ورود اعتبار جدید. تا زمانی که کشورهای بدهکار بتوانند به راحتی وام بگیرند، تمایل آن‌ها به پرداخت در تردید نیست: آن‌ها همیشه می‌توانند پولی را که برای پرداخت بهره نیاز دارند، وام بگیرند. اما به محض اینکه جریان اعتبار قطع شود، تمایل به پرداخت مسئله حیاتی می‌شود. بانکداران در طول رونق وام‌دهی بزرگ به این مسئله توجهی نداشتند. والتر ویستون از سیتی‌کورپ تأکید کرد که «کشورهای مستقل ورشکسته نمی‌شوند».

همان‌طور که دیده‌ایم، نسبت‌های بدهی تا پیش از شوک نفتی دوم به‌طور کلی رضایت‌بخش باقی ماند و بانک‌ها مشتاق به اعطای وام بودند. اما وقتی نسبت‌های بدهی شروع به deteriorate کردند، بانک‌ها نگران شدند و تمایل آن‌ها به اعطای وام کاهش یافت که این وضعیت منجر به بحران 1982 شد. این بحران ارتباط بازتابی بین انتقال منابع خالص و تمایل به پرداخت را به میان آورد و باعث شد تا وام‌دهی داوطلبانه به‌طور دائمی متوقف شود. آنچه بعد از این بحران اتفاق افتاد، موضوع فصل بعد خواهد بود. در اینجا به تحلیل سیستمی می‌پردازیم که تا سال 1982 وجود داشت.

این سوال جالب وجود دارد که چرا بانک‌های تجاری توانستند چنین رشد انفجاری را در پرتفوی وام‌های بین‌المللی خود حفظ کنند. بخشی از پاسخ این است که بانک‌ها خود را مسئول سلامت سیستم نمی‌دانستند. بانکداری یک کسب‌وکار بسیار رقابتی است، اما تحت نظارت قرار دارد. وظیفه بانک‌های مرکزی این است که از بروز زیاده‌روی‌ها جلوگیری کنند. بانک‌های تجاری تحت یک چتر حمایتی عمل می‌کنند؛ آن‌ها سعی دارند تا حداکثر سود خود را در چارچوب قوانین موجود به‌دست آورند و نمی‌توانند توجه زیادی به اثرات سیستمی فعالیت‌های خود داشته باشند. یک بانکدار تجاری که از دنبال کردن کسب‌وکارهای سودآور خودداری کند، ممکن است کنار گذاشته شود و حتی اگر یک بانک تصمیم بگیرد از این کار خودداری کند، بانک‌های دیگری وجود دارند که مشتاق به جایگزینی آن خواهند بود. بنابراین، حتی کسانی که می‌دانستند رونق وام‌دهی بین‌المللی ناپایدار است، خود را ملزم به مشارکت می‌دیدند یا جایگاه خود را از دست می‌دادند.

یک درس مهم در اینجا وجود دارد: شرکت‌کنندگان در موقعیتی نیستند که بتوانند از بروز رونق جلوگیری کنند حتی اگر بشناسند که این رونق به رکود منتهی خواهد شد. این موضوع در مورد تمام توالی‌های رونق و رکود صدق می‌کند. به‌طور کامل خودداری از مشارکت نه ممکن است و نه منطقی. به‌عنوان مثال، در تحلیل من از صندوق‌های وام مسکن، من به‌وضوح پایان بدی را پیش‌بینی کردم، با این حال مشاوره من این بود که اکنون بخرید

زیرا قیمت سهام باید به‌طور قابل توجهی قبل از سقوط افزایش یابد. همان‌طور که پیش آمد، گروهی از سرمایه‌گذاران با اشتیاق به این موضوع پاسخ دادند. اما حتی اگر آن‌ها این کار را نمی‌کردند، توالی رونق و رکود به‌هرحال اتفاق می‌افتاد، هرچند که با سرعت کمتری.

بهترین کاری که یک شرکت‌کننده می‌تواند انجام دهد، این است که در زمان مناسب از مشارکت خارج شود. اما این همیشه ممکن نیست. به‌عنوان مثال، در سیستمی با نرخ‌های ارز متغیر، دارندگان دارایی‌های مالی انتخابی اساسی دارند که باید تصمیم بگیرند چه ارزی را نگه‌داری کنند: آن‌ها نمی‌توانند از نگه‌داری برخی ارزها اجتناب کنند، مگر اینکه گزینه‌هایی خریداری کنند. در مورد وام‌دهی بین‌المللی، سیتی‌کورپ به‌طور عمدی سهم بازار خود را در مراحل پایانی رونق کاهش داد؛ اما این اقدام از وقوع بحران جلوگیری نکرد و سیتی‌کورپ نتوانست از آن خارج شود. در اواخر کار، اکثر بانک‌ها می‌دانستند که وضعیت کشورهای بدهکار به سرعت در حال بدتر شدن است، اما نمی‌توانستند خود را کنار بکشند.

درس قابل یادگیری این است که بازارهای مالی نیاز به نظارت دارند. تنها نوعی مداخله، چه قانونی، چه نظارتی، یا یک فشار ملایم از سوی بانک مرکزی، می‌تواند از خارج شدن توالی‌های رونق و رکود جلوگیری کند. تاریخ بانکداری مرکزی تاریخ بحران‌ها و اصلاحات نهادهاست. واقعاً تعجب‌آور است که درس‌های بحران بدهی بین‌المللی هنوز آموخته نشده است. حامیان

رقابت بدون نظارت از همیشه پرصدا و تأثیرگذارتر شده‌اند. آن‌ها استدلال خود را بر inefficiency[37] ناظران پایه‌گذاری می‌کنند و باید اعتراف کرد که آن‌ها در یک نقطه حق دارند. شرکت‌کنندگان نمی‌توانستند از خارج شدن رونق وام‌دهی بین‌المللی جلوگیری کنند، اما مقامات پولی می‌توانستند. چرا آن‌ها در این کار شکست خوردند؟

پاسخ واضحی به این سوال وجود ندارد. بانک‌های مرکزی از رشد انفجاری بازار یورودلار آگاه بودند، هرچند که آمار قابل اعتمادی نداشتند. آن‌ها مسئولیت‌های خود را به‌عنوان وام‌دهندگان آخرین چاره شناختند و از اوایل 1975 دامنه مسئولیت‌های خود را مشخص کردند، اما آن‌ها نیازی به تنظیم رشد وام‌دهی یورودلار احساس نکردند. چرا؟ این سوال نیاز به تحقیق تاریخی بیشتری دارد که تاکنون دریافت نکرده است. من دو فرضیه موقتی را مطرح می‌کنم.

اولین فرضیه این است که خود بانک‌های مرکزی تحت تأثیر فشارهای رقابتی بودند که بانک‌های تجاری تحت سرپرستی آن‌ها با آن مواجه بودند. اگر آن‌ها محدودیت‌های نظارتی وضع می‌کردند، بانک‌های تحت سرپرستی‌شان از رقبای دیگر کسب‌وکار از دست می‌دادند. تنها اقدام هماهنگ شده تمام بانک‌های مرکزی می‌توانست بازار در حال گسترش Eurodollar

[37] به معنای عدم کارایی و کارآمدی است.

را تحت کنترل قرار دهد. این نیازمند اصلاحات در نهادهای مالی بود و مقامات پولی نیاز به این اصلاحات را تشخیص ندادند. اصلاحات معمولاً پس از بحران، نه قبل از آن، اتفاق می‌افتد.

در این‌جا فرضیه دوم مطرح می‌شود. من بر این باورم که بانک‌های مرکزی تحت تأثیر یک ایدئولوژی نادرست عمل می‌کردند. این زمانی بود که مکتب پولی (Monetarism) بین بانک‌های مرکزی محبوبیت پیدا می‌کرد. مکتب پولی اعتقاد دارد که تورم تابعی از پول است و نه اعتبار. اگر مکتب پولی درست باشد، نیاز به تنظیم رشد عرضه پول است، نه رشد اعتبار. بر این اساس، نیازی به مداخله در بازار Eurodollar نبود: تا زمانی که بانک‌های مرکزی عرضه پول خود را تنظیم کنند، بازار به‌طور خودکار تنظیم خواهد شد. این مسئله پیچیده است و نمی‌توانم ادعا کنم که به‌طور کامل آن را درک می‌کنم. پول در یک سمت ترازنامه بانک‌ها ظاهر می‌شود و اعتبار در سمت دیگر. میلتون فریدمن به ما می‌گوید که طرف پولی مهم است زیرا طرف دیگر به‌وسیله طرف پولی تعیین می‌شود. نظریه بازتابی من را به این باور می‌رساند که نظریه او نادرست است. من انتظار دارم که این دو طرف به‌طور بازتابی بر یکدیگر تأثیر بگذارند و رویای او برای کنترل عرضه پول غیرعملی است. من تخصص کافی برای مواجهه با او به‌طور مستقیم ندارم، اما می‌توانم به شواهد تجربی اشاره کنم که نشان می‌دهد عرضه پول همیشه نمی‌تواند طبق خواسته‌های ناظران رفتار کند.

نقش رشد بازار Eurodollar در تورم جهانی دهه 1970 هرگز به‌طور قطعی مشخص نشده است. به همین ترتیب، ما نمی‌دانیم که تا چه حد انقباض وام‌دهی بین‌المللی مسئول فشارهای deflationary است که به‌نظر می‌رسد اکنون بر اقتصاد جهانی حاکم است. من به‌طور قاطع معتقدم که هم گسترش و هم انقباض وام‌دهی بین‌المللی تأثیرات مهمی بر اقتصاد جهانی داشته‌اند، اما نظر من به‌دور از پذیرش عمومی است و این مسئله هنوز حل نشده باقی مانده است. اگر نظر من درست باشد، حجم اعتبار بین‌المللی باید یک ملاحظه مهم در تعیین سیاست‌های اقتصادی باشد. مقامات پولی در اجازه دادن به این که این مسئله از کنترل خارج شود، در اواخر دهه 1970 اشتباه جدی مرتکب شدند. بحران 1982 به‌همان اندازه شکست نظارت و شکست بازار آزاد بود.

ما به این موضوع بعداً باز خواهیم گشت. نقص هر دو بازارهای نظارتی و آزاد یکی از مضامین اصلی این کتاب است. اکنون باید به سیستم جدید وام‌دهی بین‌المللی که در پاسخ به بحران 1982 به وجود آمد، بپردازیم.

سیستم جمعی وام‌دهی

بدون شک، اگر مقامات به‌طور فعال و با خلاقیت مداخله نمی‌کردند، بحران بدهی‌های بین‌المللی به فروپاشی سیستم بانکی منجر می‌شد و عواقب فاجعه‌باری برای اقتصاد جهانی به همراه داشت. آخرین باری که چنین فروپاشی رخ داد، در دهه 1930 بود. به خاطر آن تجربه، چارچوبی نهادی ایجاد شد که

مأموریت آن جلوگیری از تکرار چنین فروپاشی‌هایی بود. بنابراین، غیرقابل تصور است که وقایع بدون مداخله اجازه وقوع داشته باشند. آنچه که مداخله به خود گرفت، وضعیتی بی‌نظیر در تاریخ را به وجود آورد.

چیدمان نهادی به بانک‌های مرکزی این اختیار و وظیفه را می‌دهد که به عنوان وام‌دهندگان آخرین چاره عمل کنند. اما مشکل بدهی آن‌قدر بزرگ بود که تنها با تأمین نقدینگی برای بانک‌ها قابل مدیریت نبود. مقادیر درگیر شده به شدت از سرمایه خود بانک‌ها فراتر می‌رفت؛ اگر کشورهای مورد نظر اجازه می‌یافتند به وضعیت نکول (default) برسند، سیستم بانکی به ورشکستگی می‌رسید. بنابراین، بانک‌های مرکزی فراتر از نقش سنتی خود عمل کردند و به کمک یکدیگر برای نجات کشورهای بدهکار اقدام کردند.

یک نوع پیشینه در انگلستان در سال 1974 به وجود آمد، زمانی که بانک انگلستان تصمیم به نجات آنچه که به عنوان بانک‌های حاشیه‌ای (fringe banks) شناخته می‌شد، گرفت که خارج از حوزه مسئولیتش بودند، به‌جای اینکه اجازه دهد بانک‌های تصفیه، که بانک‌های حاشیه‌ای از آن‌ها به شدت قرض کرده بودند، تحت شک قرار گیرند. اما بحران 1982 اولین باری بود که استراتژی نجات بدهکاران به‌طور بین‌المللی به کار گرفته شد.

بانک‌های مرکزی به اندازه کافی قدرت لازم برای اجرای چنین استراتژی‌ای نداشتند و مجبور به ایجاد ترتیبات موقتی شدند که

در آن دولت‌های تمام کشورهای بستانکار مشارکت کردند و صندوق بین‌المللی پول (IMF) نقش کلیدی ایفا کرد. بسته‌های نجات یکی پس از دیگری برای هر کشور جمع‌آوری شد. به طور معمول، بانک‌های تجاری تعهدات خود را تمدید کردند، مؤسسات مالی بین‌المللی نقدینگی جدیدی تزریق کردند و کشورهای بدهکار با برنامه‌های ریاضتی (austerity programs) موافقت کردند که هدف آن بهبود تراز پرداخت‌ها بود. در بیشتر موارد، بانک‌های تجاری نیز باید نقدینگی اضافی را تأمین می‌کردند تا کشورهای بدهکار بتوانند در پرداخت‌های بهره خود به‌روز باقی بمانند. این بسته‌های نجات دستاوردی قابل توجه در همکاری بین‌المللی بودند. شرکت‌کنندگان شامل صندوق بین‌المللی پول، بانک تسویه‌حساب‌های بین‌المللی (BIS)، تعدادی از دولت‌ها و بانک‌های مرکزی، و تعداد بسیار بیشتری از بانک‌های تجاری بودند. به عنوان مثال، در مورد مکزیک، بیش از 500 بانک تجاری در این فرآیند شرکت داشتند. من به شرکت‌کنندگان به عنوان "جمعی" اشاره می‌کنم.

این فرآیند در چندین نوبت در یک دوره زمانی کوتاه تکرار شد. داستان آنچه که در واقع اتفاق افتاد، جذاب خواهد بود، اما در این‌جا باید به بررسی نتیجه بپردازیم.

سیستم وام‌دهی که از بحران ظهور کرد، از جهات زیادی با سیستم قبلی که در سال 1982 فروپاشید، در تضاد است. سیستم قبلی رقابتی بود: بانک‌ها با میل و رغبت و در پی سود، به یکدیگر رقابت می‌کردند و وام می‌دادند. اما سیستم جدید

تعاونی (cooperative) است: بانک‌ها تحت فشار و با امید به حفاظت از دارایی‌های قبلاً تعهد شده خود، وام می‌دهند و به این منظور به‌طور مشترک با دیگر بانک‌ها عمل می‌کنند. سیستم قبلی در یک جهت مثبت عمل می‌کرد: تمایل و توانایی بانک‌ها برای وام‌دهی به توانایی و تمایل کشورهای بدهکار برای پرداخت کمک می‌کرد و برعکس. در وضعیت کنونی، این ارتباط در جهت معکوس عمل می‌کند: عدم توانایی و عدم تمایل بانک‌ها به وام‌دهی و عدم توانایی و عدم تمایل کشورهای بدهکار به پرداخت، به‌طور متقابل خود را تقویت می‌کند. سیستم نمی‌تواند بدون همکاری فعال شرکت‌کنندگان مختلف برای جلوگیری از فروپاشی ادامه یابد. اقدام وام‌دهندگان به شکل تمدید اعتبار جدید برای کمک به کشورهای بدهکار جهت پرداخت بدهی‌های موجود است؛ اقدام بدهکاران شامل پذیرش برنامه‌های ریاضتی است که مقدار اعتبار جدید مورد نیاز را به حداقل می‌رساند. حداقل این مقدار به مذاکرات حساس بین وام‌دهندگان و بدهکاران بستگی دارد. صندوق بین‌المللی پول در این مذاکرات پیشتاز شده است، هرچند کشورهای بدهکار معمولاً تمایل ندارند به صندوق اجازه دهند نقش دائمی در نظارت بر توافقات داشته باشد.

این سیستم بسیار پرریسک است زیرا از هر دو طرف (وام‌دهندگان و بدهکاران) می‌خواهد که منافع شخصی خود را برای باقی ماندن در سیستم نادیده بگیرند. در مورد بدهکاران، این فداکاری از طریق انتقال منابع منفی سنجیده می‌شود؛ و در

مورد بانک‌ها، با مقدار اعتبار جدیدی که به عوض اعتبار قبلی می‌زنند. بنابراین این مسأله احتمالاً باعث می‌شود، بازیکنان ریسک‌پذیر ترغیب شوند تا بر اساس مشوق‌های منفی عمل کنند. در بسیاری از موارد، بانک‌ها ممکن است با غفلت از منافع خود، به شیوه‌ای توجیه‌ناپذیر عمل کنند.

سیستم جمعی وام‌دهی بدون برنامه‌ریزی و اعلام قبلی به وجود آمده است. این سیستم از ابتدا موقتی بوده و به چیزی دیگر منجر خواهد شد. جذاب‌ترین سوالی که می‌توان در مورد آن مطرح کرد، این است که نتیجه نهایی آن چه خواهد بود. متأسفانه، این سوالی نیست که بتوان به طور رضایت‌بخش به آن پاسخ داد. از یک سو، مشکلات انعکاسی نتیجه‌ای از پیش تعیین‌شده ندارند؛ نتیجه در طول فرآیند تعیین می‌شود. از سوی دیگر، پیش‌بینی خود می‌تواند بر نتیجه تأثیر بگذارد. در این مورد، امید به اینکه جمع‌ها به مأموریت خود دست یابند، یکی از نیروهای اصلی است که آن‌ها را با هم نگه می‌دارد؛ هر بیانیه‌ای که به این امید مربوط می‌شود، فوراً بخشی از وضعیتی می‌شود که به آن اشاره دارد، به گونه‌ای که نگه‌داشتن بحث به‌صورت عینی غیرممکن می‌شود. با این حال، سوال مطرح شده اضطراری است. آیا رویکرد من می‌تواند به ارائه یک پاسخ کمک کند؟ و آیا پاسخی می‌تواند به توسعه نظریه انعکاسی (Reflexivity Theory) کمک کند؟

من دو مقاله منتشر کرده‌ام - یکی در ژوئیه 1983 و دیگری در مارس 1984 - که در آن‌ها سعی کردم مشکل بدهی بین‌المللی

را با استفاده از نظریه انعکاسی تجزیه و تحلیل کنم، اما به طور کامل توضیح ندادم. این‌گونه بیان کردم (با اصلاحات جزئی):

برای کشورهای با بدهی سنگین، فروپاشی وام‌دهی داوطلبانه منجر به یک تعدیل شدید شده است. این تعدیل را می‌توان به چهار مرحله تقسیم کرد. در مرحله اول، واردات کاهش می‌یابد؛ در مرحله دوم، صادرات افزایش می‌یابد. در دو مرحله اول، فعالیت‌های اقتصادی داخلی کاهش می‌یابد. در مرحله سوم، فعالیت‌های اقتصادی داخلی بهبود می‌یابد و هم واردات و هم صادرات افزایش می‌یابند. در مرحله چهارم، پیشرفت در تولید ناخالص داخلی (GDP) و صادرات از افزایش نیازهای خدمات‌دهی بدهی فراتر می‌رود و تعدیل کامل می‌شود.

مرحله اول غیر ارادی است. وقتی جریان اعتبار قطع می‌شود، کسری تجاری به‌طور خودکار با کاهش واردات حذف می‌شود. استانداردهای زندگی کاهش می‌یابد، فرآیند تولید ممکن است مختل شود و کشور به رکود دچار می‌شود. مقدار وام‌گیری مورد نیاز از طرف جمع، به ناتوانی کشور بدهکار در تولید سریعاً مازاد تجاری کافی برای پوشش نیازهای خدمات‌دهی بدهی بستگی دارد.

در مرحله دوم، واقعاً تعدیل آغاز می‌شود. ارز به‌طور واقعی کاهش ارزش می‌یابد و منابع تولیدی که به‌خاطر کاهش تقاضای داخلی بی‌کار مانده‌اند، به سمت صادرات متمایل

می‌شوند. تراز تجاری بهبود می‌یابد و توانایی برای خدمات‌دهی به بدهی نیز به تبع آن بهبود می‌یابد.

در این مرحله، تمایل به پرداخت و تمایل به وام‌دهی بسیار حیاتی می‌شوند. کشور مورد نظر باید واردات خود را افزایش دهد تا از یک بهبود داخلی حمایت کند. این به معنای کاهش مقدار موجود برای انتقال منابع منفی است. اگر این مانع عبور شود، مرحله سوم آغاز می‌شود. بهبود داخلی، انتقال منابع منفی را قابل تحمل‌تر می‌کند. با گسترش اقتصاد، اعتبار بانک بهبود می‌یابد، به شرطی که صادرات سریع‌تر از تولید ناخالص داخلی افزایش یابد. زمانی که این اتفاق بیفتد، فرآیند تعدیل کامل شده است.

در سمت وام‌دهی، جمع‌ها با کمبود مزمن منابع مواجه هستند. بانک‌های تجاری را می‌توان به دو دسته تقسیم کرد: آن‌هایی که بقای آن‌ها در خطر است و آن‌هایی که فقط به‌طور حاشیه‌ای درگیر هستند. دسته اول، هسته جمع‌ها را تشکیل می‌دهند. می‌توان به آن‌ها اطمینان کرد که مشارکت کنند، اما ظرفیت آن‌ها محدود است. اعضای حاشیه‌ای نیاز به قانع شدن بیشتری دارند. با کاهش حس فوریت، اعضای حاشیه‌ای تمایل دارند کنار بکشند و فقط اعضای اصلی باقی بمانند تا جریان اعتبار جدید را تأمین کنند.

این دسته‌بندی‌ها انعطاف‌پذیر است. بانک‌های بزرگ ایالات متحده، بریتانیا و ژاپن همواره اعضای اصلی خواهند ماند؛

بانک‌های منطقه‌ای ایالات متحده و بسیاری از بانک‌های قاره‌ای از ابتدا حاشیه‌ای هستند. بین این دو گروه، بانک‌های زیادی وجود دارند که بقای آن‌ها امروز در خطر است، اما ممکن است بتوانند در طول زمان ذخایر کافی را برای اینکه در آینده به عنوان اعضای حاشیه‌ای شناخته شوند، جمع‌آوری کنند.

به خاطر کاهش واقعی یا بالقوه عضویت، منابع جمع‌ها احتمالاً به‌طور کامل تحت فشار باقی می‌ماند. جمع‌ها نمی‌توانند به تقاضاهایی که از آن‌ها می‌شود پاسخ دهند بدون اینکه از مؤسسات بین‌المللی وام جدید دریافت کنند، اما این مؤسسات نیز به‌طور کامل تحت فشار هستند. بنابراین، جمع‌ها مجبورند که برای حداکثر انتقال منابع تلاش کنند و این مانع بین مرحله 2 و مرحله 3 را عبور دادن دشوار می‌کند.

من نتیجه‌گیری کردم که "سیستم جمعی وام‌دهی" سیستمی است که از شرایط اضطراری زاده شده است. این سیستم برای ادامه حیات خود به شرایط اضطراری نیاز دارد و به گونه‌ای طراحی شده که "شرایط اضطراری مورد نیاز برای حفظ وجودش را تولید کند."

به طور کلی، این چارچوب تحلیلی آزمون زمان را پشت سر گذاشته است، اگرچه با نگاهی به گذشته دو اشتباه جدی مرتکب شدم. اول اینکه استدلال کردم که کشورهای بدهکار حاضرند انتقال منابع منفی را به دلایل زیر تحمل کنند: (۱) برای حفظ دسترسی به بازارهای سرمایه و (۲) برای جلوگیری از

تصاحب دارایی‌ها. من به این نکته که در واقع مهم‌ترین دلیل بود، توجه نکردم: (۳) برای حفظ دسترسی به بازارهای صادرات. با نابسامانی بازارهای داخلی، تهدید بسته شدن بازارهای صادراتی یک خطر جدی بود. آرژانتین نسبت به دیگر کشورها در موقعیت بهتری بود تا تحریم‌ها را پشت سر بگذارد، زیرا بیشتر صادرات آن کالاهای قابل تعویض بودند، اما حتی آرژانتین نیز اقلام زیادی مانند کفش و فولاد را به بازارهای خاصی صادر می‌کند. علاوه بر این، دولت جدید آرژانتین نمی‌خواست از دنیای غرب جدا شود. آنها مصمم بودند که از وقوع یک "فاکلند اقتصادی" جلوگیری کنند. به همین دلیل، تهدید نکول هرگز به seriousness پیش‌بینی شده من نرسید.

در تحلیل من، به دو عامل اول چندان توجه نکردم. در مورد دسترسی آزاد به بازارهای سرمایه، من معتقد بودم که سیستم وام‌دهی قبل از سال 1982 به‌طور دائم از بین رفته است. این سیستم بر اساس تصورات نادرستی بنا شده بود که به‌عنوان چنین شناخته شده بودند. تعصب مثبت جای خود را به تعصب منفی داد و این وضعیت مدت زیادی طول می‌کشد تا برطرف شود. رویدادها این تحلیل را تأیید کردند: وام‌دهی به کشورهای کمتر توسعه‌یافته بسیار پایین‌تر از پیش‌بینی‌ها بود. در مورد تصاحب دارایی‌ها، آن را به‌عنوان یک تهدید خالی کنار گذاشتم. از آن زمان، این دیدگاه به‌طور کامل مستند شده است. با نادیده گرفتن سومین و قوی‌ترین انگیزه، نتیجه‌گیری کردم که "تنها راه تضمین اینکه کشورهای بدهکار به بدهی‌های خود عمل کنند،

این است که اعتبار در مقادیر نزدیک به تعهدات خدمات‌دهی بدهی آنها در دسترس قرار گیرد."

این نتیجه‌گیری نادرست بود. در سال 1984 کمتر از نیمی از بهره باید به‌صورت اعتبار جدید پیش‌پرداخت می‌شد و بخش زیادی از اعتبار جدید از منابعی غیر از بانک‌های تجاری تأمین شد. به همین دلیل، فشار مالی بر بانک‌های تجاری کمتر از آن چیزی بود که من پیش‌بینی کرده بودم و تنش بین اعضای اصلی و اعضای حاشیه‌ای هرگز به نقطه شکست نرسید. در واقع، حتی اعضای اصلی نیز توانسته‌اند ذخایر خود را در برابر بدهی‌های بد افزایش دهند و نسبت‌های سرمایه خود را بهبود بخشند.

دومین اشتباه من، دست کم گرفتن توانایی کشورهای بدهکار برای افزایش صادرات بود. اقتصاد جهانی بسیار قوی‌تر از آنچه انتظار داشتم، از آب درآمد، به دلایلی که در فصل بعدی بررسی می‌شود. برزیل به‌ویژه، surplus تجاری بسیار بیشتری نسبت به آنچه که انتظار داشتم تولید کرد. هدف رسمی برای سال 1984، 9 میلیارد دلار بود؛ اما رقم واقعی بیش از 12 میلیارد دلار بود. قدرت در صادرات به بهبودی متواضع در داخل انجامید و برزیل را قادر ساخت که به مرحله 3 وارد شود.

این دو اشتباه با هم کافی بود تا تحلیل من به‌طور غیرمنصفانه‌ای بدبینانه باشد. در فوریه 1984، من اظهار داشتم که "بدهی خارجی و دکترین فاجعه پیش‌بینی شده، مقوله‌های

مکرر در آینده خواهند بود." در عوض، با ارقام تجاری بزرگ، احساس فوری توانایی خدمت‌دهی به بدهی وجود داشت و همچنین ظهور دولتی نویدبخش را به وجود آورد که در پی کسب اطمینان از رشد صادرات است. ما به مرحله 4 نزدیک‌تر می‌شویم، و برزیل تنها کشوری است که از این مرحله به طرز مؤثری بیرون آمده است. با نزدیک‌تر شدن به سال 1984، می‌توان انتظار داشت که برزیل به موقعیت رهبری خود در بازارهای صادراتی بازگردد. من امیدوارم که یک نتیجه مثبت از "چرخش" در صادرات ایجاد شود و در عین حال کشورها با بدهی‌هایشان تعامل کنند.

در این شرایط، سوالات مطرح شده در ابتدای متن دوباره زنده می‌شود. امید به اینکه سیستم‌های جدیدی را ایجاد کند، خود را در جای خود تقویت می‌کند. اما آیا این روند می‌تواند به واقعیت تبدیل شود؟ آیا این مسیر بر اثر فاکتورهای خارجی از جمله رکود اقتصادی در ایالات متحده، تشدید خواهد شد؟ با در نظر گرفتن فاکتورها، نتیجه می‌تواند به سمت مثبت یا منفی پیش برود. این اتفاق در کشورهای بدهکار مختلف خواهد بود، اما در کشورهای بزرگ‌تر، نظیر برزیل و آرژانتین، کمتر می‌توان پیش‌بینی کرد. در انتها، تنها می‌توان به شدت سیستمی که بتواند به تثبیت وضعیت کنونی کمک کند، امید بست.

دایره امپریالیستی ریگان

در زمان بحران بدهی‌های بین‌المللی، من با مدلی نسبتاً ساده و ناپخته از گسترش و انقباض اعتبار کار می‌کردم که شبیه به یک دوره رونق و رکود در بازار سهام بود. من فکر می‌کردم که سال 1982 پایان یک دوره از گسترش اعتبار در سطح جهانی است و نتوانستم ظهور ایالات متحده به‌عنوان "وام‌دهنده نهایی" را پیش‌بینی کنم.

کسری بودجه بزرگ و رو به رشد ایالات متحده به‌عنوان نتیجه ناخواسته‌ای از اهداف متضاد سیاست‌ها به‌وجود آمد. از یک سو، رئیس‌جمهور ریگان به دنبال کاهش نقش دولت فدرال در اقتصاد از طریق کاهش مالیات‌ها بود و از سوی دیگر، او می‌خواست در برابر آنچه که آن را تهدید کمونیستی می‌دانست، موضعی نظامی قوی اتخاذ کند. این دو هدف نمی‌توانستند در چارچوب یک بودجه متوازن دنبال شوند. اوضاع بدتر شد، زیرا سیاست‌های مالی و پولی تحت تأثیر دو مکتب فکری متضاد قرار داشتند. سیاست مالی تحت تأثیر اقتصاد "عرضه‌محور" (Supply-Side Economics) بود، در حالی که سیاست پولی بر اساس اصول مکتب پول‌گرایی (Monetarism) هدایت می‌شد.

طرفداران اقتصاد عرضه بر این باور بودند که کاهش مالیات تأثیر مثبتی بر تولید و تمایل به پرداخت مالیات خواهد داشت، به‌طوری که اقتصاد می‌تواند با نرخ رشد سریع ادامه یابد بدون آنکه تورم تشدید شود و بودجه به‌وسیله افزایش درآمد مالیاتی

به تعادل برگردد. این خط استدلال کاملاً بازتابی بود و شامل ایرادات جدی‌ای می‌شد، چرا که معمولاً چنین استدلال‌هایی با مشکلاتی همراه هستند. صحت این فرضیه به‌طور کلی به‌پذیرش جهانی آن بستگی داشت؛ بنابراین، این یک پیشنهاد همه یا هیچ بود. در یک دموکراسی که بر اساس مصالحه عمل می‌کند، چنین پیشنهادهایی به‌ندرت موفقیت‌آمیزند. در این مورد، شانس موفقیت به‌طور خاص ضعیف بود، زیرا مکتب فکری دیگری نیز بر سیاست‌های دولت تأثیر داشت.

پول‌گرایان بر این باور بودند که هدف اصلی باید کنترل تورم باشد و برای این منظور، عرضه پول باید به‌طور دقیق تنظیم شود. به جای کنترل نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت، همان‌طور که تا آن زمان انجام می‌شد، فدرال رزرو (Federal Reserve) اهدافی برای عرضه پول تعیین کرد و اجازه داد نرخ وام‌های فدرال به‌طور آزادانه نوسان کند. سیاست جدید فدرال رزرو در اکتبر 1979 معرفی شد و نرخ‌های بهره هنگامی که رئیس‌جمهور ریگان به‌قدرت رسید، در سطوح رکوردی بودند. در اولین بودجه‌اش، او همزمان مالیات‌ها را کاهش داد و هزینه‌های نظامی را افزایش داد. اگرچه تلاش هماهنگی برای کاهش هزینه‌های داخلی انجام شد، اما صرفه‌جویی‌ها به‌حدی نبودند که بتوانند دو مورد دیگر را جبران کنند. مسیر کم‌مقاومت به کسری بزرگ بودجه منجر شد.

از آنجا که کسری بودجه باید در محدوده اهداف سختگیرانه عرضه پول تأمین مالی می‌شد، نرخ‌های بهره به ارتفاعات

بی‌سابقه‌ای رسیدند. به‌جای گسترش اقتصادی، تضاد بین سیاست‌های مالی و پولی منجر به رکود شدیدی شد. نرخ‌های بهره غیرمنتظره بالا به‌علاوه رکود، بحران بدهی بین‌المللی سال 1982 را به وجود آورد. هنری کافمن سال‌ها هشدار داده بود که کسری‌های دولت دیگر وام‌گیرندگان را از بازار خارج خواهد کرد. او درست بود، اما این دولت‌های خارجی بودند که ابتدا از بازار خارج شدند، نه مصرف‌کنندگان داخلی اعتبار.

فدرال رزرو به بحران مکزیک در اوت 1982 با تسهیل کنترل خود بر عرضه پول پاسخ داد. کسری بودجه تازه شروع به شتاب‌گیری کرده بود. با آزاد شدن ترمزها، اقتصاد به حرکت درآمد و بهبودی به اندازه رکود شدید بود. این بهبودی توسط یک ولع هزینه‌کرد در بخش‌های خصوصی و شرکتی پشتیبانی شد و با سیستم بانکی نیز همراه بود. هزینه‌های نظامی تازه در حال راه‌اندازی بود؛ بخش خصوصی از افزایش درآمد واقعی بهره‌مند شد؛ و بخش شرکتی از استهلاک تسریع شده و دیگر معافیت‌های مالی سود برد. بانک‌ها مشتاق بودند وام دهند زیرا تقریباً هر وام جدیدی تأثیر مثبتی بر کیفیت پرتفوی وام‌های آن‌ها داشت.

تقاضا از همه این منابع به قدری قوی بود که نرخ‌های بهره پس از یک کاهش اولیه، در سطوح تاریخی بالا تثبیت شد و در نهایت دوباره شروع به افزایش کرد. بانک‌ها برای جذب سپرده‌ها به‌طور تهاجمی رقابت می‌کردند و دارندگان دارایی‌های مالی می‌توانستند حتی بازده‌های بالاتری از بانک‌ها دریافت کنند تا از نگهداری اوراق قرضه دولتی. سرمایه‌گذاری خارجی جذب

شد، بخشی به دلیل بازده بالا بر روی دارایی‌های مالی و بخشی دیگر به دلیل اعتمادی که رئیس‌جمهور ریگان ایجاد کرده بود. دلار تقویت شد و تقویت ارز همراه با تفاوت نرخ بهره مثبت، حرکت به سمت دلار را غیرقابل مقاومت کرد. دلار قوی، واردات را جذب کرد که به تأمین تقاضای اضافی و حفظ سطح قیمت‌ها کمک کرد. یک فرآیند خودتقویت‌کننده به‌وجود آمد که در آن یک اقتصاد قوی، یک ارز قوی، یک کسری بزرگ بودجه و یک کسری بزرگ تجاری به‌طور متقابل یکدیگر را تقویت کردند تا رشد غیرتورمی تولید شود. من این رابطه دایره‌ای را "دایره امپریالیستی ریگان" نامیده‌ام زیرا این دایره با جذب کالاها و سرمایه از خارج، موضعی نظامی قوی را تأمین مالی می‌کند. این دایره در مرکز خود نیکو و در حاشیه آن وحشتناک است.

می‌توان دید که دایره امپریالیستی بر پایه یک تناقض داخلی بین پول‌گرایی و اقتصاد عرضه بنا شده است. نتیجه آن نه تنها پیش‌بینی نشده بود، بلکه حتی انتظار آن نیز نمی‌رفت. بسیاری از تحولات تاریخی مهم بدون آنکه شرکت‌کنندگان به‌طور کامل متوجه شوند، رخ می‌دهند. انتقال فوق‌العاده منابع به کشورهای کمتر توسعه‌یافته که بین سال‌های 1974 تا 1982 اتفاق افتاد، نمی‌توانست به‌صورت برنامه‌ریزی شده و سازمان‌یافته انجام شود و همان‌طور که دیده‌ایم، سیستم جمعی وام‌دهی به‌طور ناخواسته و بدون اعلام به وجود آمد.

بیشتر اقتصاددانان حرفه‌ای، ظهور یا بقای یک دایره نیکو را ممکن نمی‌دانستند، اما رئیس‌جمهور ریگان، علیرغم

محدودیت‌های فکری‌اش، به‌نظر می‌رسد درک بهتری از آنچه ممکن بود نسبت به مشاوران اقتصادی‌اش داشته است. بعد از همه، فرآیند انعکاسی دایره امپریالیستی به‌خوبی با مفهوم رهبری او که به‌طور طبیعی یک مفهوم انعکاسی است، سازگار بود. بنابراین او راضی بود که به ضرورت متوازن کردن بودجه بی‌توجهی کند، و در نهایت مارتین فلدشتاین را نادیده گرفت و کسری را به‌حال خود رها کرد. اروپایی‌ها نسبت به دلار قوی شکایت داشتند، اگرچه چندان مشخص نیست چرا، اما دولت ایالات متحده بر سیاست بی‌توجهی نیکو اصرار داشت.

یک دایره نیکو برای ایالات متحده، یک دایره وحشتناک برای کشورهای بدهکار است. کسری تجاری ایالات متحده در کشورهای دیگر به‌صورت مازاد تجاری منعکس می‌شود. تا حدی که عملکرد صادرات قوی به کشورهای بدهکار بسیار مدیون، اجازه داده است که آن‌ها به پرداخت‌های بهره خود برسند، می‌توان اثر آن را مثبت ارزیابی کرد؛ اما حتی در اینجا، منافع به وام‌دهندگان می‌رسد. برای بقیه، کشورهای بدهکار تحت فشار نرخ‌های واقعی بالای بهره و شرایط تجارت بسیار نامناسب قرار داشته‌اند. دلارها وقتی وام گرفته می‌شوند ارزان هستند، اما زمانی که باید بهره آن‌ها پرداخت شود گران می‌شوند. تلاش برای صادرات قیمت کالاهای صادراتی را پایین می‌آورد. اگرچه عملکرد خارجی کشورهای بدهکار از بیشتر انتظارات فراتر رفته است، اما عملکرد داخلی بسیار رضایت‌بخش‌تر نیست. برخی از آن‌ها عملاً هیچ بهبودی نشان نداده‌اند و حتی در بین

موفق‌ترین‌ها، درآمد سرانه در حال عقب‌ماندگی است. اکنون که این درآمد شروع به افزایش کرده، مازاد تجاری در حال کاهش است. برخی از ضعیف‌ترین کشورها در یک چرخه نزولی گرفتار شده‌اند که هم اقتصاد داخلی و هم توانایی آن‌ها برای خدمات‌دهی به بدهی‌هایشان به نقطه نابودی رسیده است. این گروه شامل بخش بزرگی از آفریقا و برخی کشورهای آمریکای لاتین می‌شود.

تجربه سال 1982 نشان داد که بدهی کشورها در یک چرخه انقباض خود را نشان می‌دهد. نرخ‌های بهره بالا و شرایط تجاری نامناسب منجر به افزایش بدهی‌ها می‌شود و برعکس. اقتصاد کشورهای بدهکار در مقایسه با کشورهایی که از کسری‌های بزرگ بهره‌مند شده‌اند، به شدت آسیب‌پذیر است. کشورهای بدهکار باید به گونه‌ای عمل کنند که حتی اگر با یک ریاضت اقتصادی توأم باشد، از تهدید ورشکستگی فرار کنند. این به طور خاص برای آمریکای لاتین و آفریقا صدق می‌کند، که با رشد جمعیت و نبود بازارهای صادراتی مناسب روبرو هستند. تضعیف در حال حاضر به سمت جهانی‌شدن نیز ادامه دارد.

کشورهای بدهکار در این بازی سیاسی و اقتصادی بر اساس حرکت نیکو و خطرناک ایالات متحده گرفتار شده‌اند.

بیایید سعی کنیم دایره امپریالیستی ریگان را با کمک ابزارهای تحلیلی که تا به‌حال توسعه داده‌ایم، تحلیل کنیم. ما از نمادهایی که در فصل 3 پذیرفته شده، استفاده خواهیم کرد. چهار عنصر کلیدی عبارتند از: یک اقتصاد قوی (⬆️ v)، یک ارز قوی (⬆️ e)، یک کسری بودجه در حال رشد (⬇️ B) و یک کسری تجاری در حال رشد (⬇️ T). در نگاه اول، تناقض‌های آشکاری بین این چهار متغیر وجود دارد. اقتصاد کلاسیک به ما می‌گوید که کسری تجاری در حال رشد (⬇️ T) معمولاً به کاهش هر دو نرخ ارز (⬇️ e) و سطح فعالیت‌های داخلی (⬇️ v) منجر می‌شود.

به نظر می‌رسد که در اینجا معمایی وجود دارد. با وجود یک کسری تجاری در حال رشد، ما یک اقتصاد قوی و یک ارز قوی داریم. این وضعیت به چه معناست؟ یک توضیح این است که کسری بودجه فزاینده‌ای که توسط دولت ایالات متحده ایجاد شده است، به شکل دادن و تقویت اقتصاد کمک کرده و موجب جلب سرمایه‌گذاری‌های خارجی شده است. این امر باعث شده است که تقاضا برای دلار افزایش یابد و در نتیجه ارز قوی‌تری را شکل دهد.

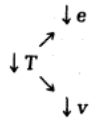
توجه به این نکته ضروری است که یک اقتصاد قوی و یک ارز قوی، تحت شرایطی که یک کسری تجاری در حال رشد وجود دارد، نمی‌توانند پایدار باقی بمانند. به‌عبارت دیگر، اگر کسری تجاری به شدت افزایش یابد، این امر می‌تواند منجر به کاهش

ارز و همچنین رکود اقتصادی شود. بنابراین، درک این دایره و چگونگی عملکرد آن از اهمیت ویژه‌ای برخوردار است.

در نهایت، دایره امپریالیستی ریگان در واقع نتیجه‌ای از یک فرآیند خودتقویت‌کننده است که در آن کسری بودجه و کسری تجاری به‌طور متقابل یکدیگر را تقویت می‌کنند و باعث به وجود آمدن یک وضعیت نیکو برای ایالات متحده می‌شوند. این وضعیت در عین حال برای کشورهای بدهکار که از این فرآیند متاثر می‌شوند، به نوعی وحشتناک است.

در پایان، توجه به تعاملات میان این چهار عنصر کلیدی و تأثیرات متقابل آن‌ها، به ما کمک می‌کند تا تصویری روشن‌تر از دایره امپریالیستی ریگان و تبعات آن برای اقتصاد جهانی داشته باشیم.

(1)



اما دایره امپریالیستی توانست این روابط علّی را با کمک دو متغیر دیگر: **کسری بودجه (Budget Deficit)** و **ورود سرمایه (Capital Inflow)**، غلبه کند. اقتصاد تقویت شد زیرا تأثیر مثبت کسری بودجه بر فعالیت اقتصادی، اثر منفی کسری

تجاری را تحت‌الشعاع قرار داد. البته فعالیت اقتصادی تحت تأثیر عوامل متعددی قرار دارد. گنجاندن همه این عوامل در بحث، استدلال را بیش از حد پیچیده می‌کند.

آنچه مهم است، نتیجه نهایی است: یک اقتصاد قوی. برای ساده نگه‌داشتن تصویر، ما تأثیر خالص همه عوامل دیگر را با علامت سوال (?) نشان می‌دهیم و فرمول زیر را به دست می‌آوریم:

$$(2) \qquad (\downarrow B + ?) > (\downarrow T + ?) \rightarrow \uparrow v$$

به همین ترتیب، ارزش دلار به این دلیل افزایش یافت که ورود سرمایه (N + S) از کسری تجاری بیشتر بود.

$$(3) \qquad \downarrow T < \downarrow (N + S) \rightarrow \uparrow e$$

این دو رابطه، پایه‌های اصلی دایره امپراتوری را تشکیل می‌دهند. روابط دیگری نیز وجود دارند که آنقدر زیادند که ذکر

همه آن‌ها دشوار خواهد بود. برخی از این روابط دایره امپراتوری را تقویت می‌کنند؛ در حالی که برخی دیگر برعکس، علیه آن عمل می‌کنند. همچنین، برخی از روابط ممکن است در کوتاه‌مدت موجب تقویت آن شوند، اما در بلندمدت نتوانند ادامه یابند.

مهم‌ترین ارتباط خودتقویتی که وجود دارد، رابطه بین **نرخ ارز (Exchange Rate)** و **ورود سرمایه‌های سفته‌بازانه (Speculative Capital Inflow)** است. این رابطه نشان‌دهنده تأثیرات متقابل بین نوسانات نرخ ارز و جریانات سرمایه است که به تحلیل‌های دقیق‌تری در زمینه دایره امپریالیستی می‌انجامد.

درک این روابط نه تنها برای تحلیل وضعیت کنونی اقتصادی ضروری است، بلکه می‌تواند در پیش‌بینی تحولات آینده نیز کمک کننده باشد.

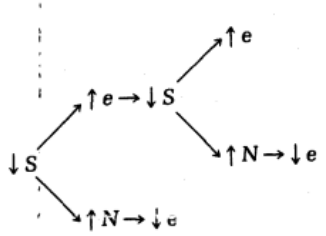
$$\uparrow e \rightarrow \downarrow S \rightarrow \uparrow e \rightarrow \downarrow S \qquad (4)$$

ما پیش‌تر دو ارتباط که به ضرر دایره امپراتوری عمل می‌کنند را شناسایی کردیم (معادله اول). در اینجا می‌توانیم به دو ارتباط دیگر اشاره کنیم که در کوتاه‌مدت موجب خودتقویتی می‌شوند، اما در بلندمدت پایدار نیستند.

اولاً، در حالی که **ورود سرمایه‌های سفته‌بازانه (Speculative Capital Inflow)** در کوتاه‌مدت خودتقویتی دارد، این ورود همچنین منجر به ایجاد **بدهی‌های بهره (Interest Debt)** و نیاز به **بازپرداخت (Repayment)** می‌شود. این بدهی‌ها به صورت تجمعی عمل کرده و در نهایت در جهت مخالف حرکت می‌کنند، به این معنی که تأثیرات منفی آن‌ها می‌تواند بر پایداری اقتصادی تأثیر بگذارد.

در نتیجه، هرچند ورود سرمایه‌های سفته‌بازانه در کوتاه‌مدت ممکن است به تقویت دایره امپراتوری کمک کند، اما عواقب بلندمدت آن می‌تواند به تضعیف آن منجر شود. این نکته به وضوح نشان می‌دهد که برای دستیابی به پایداری اقتصادی، باید توجه ویژه‌ای به اثرات بلندمدت جریانات مالی داشت.

(5)



در نهایت، افزایش **خدمات بدهی (Debt Services)** ناگزیر به تضعیف رابطه‌ای که دایره امپراتوری بر اساس آن بنا شده است، منجر خواهد شد و در نتیجه روند **نرخ ارز (Exchange Rate)** معکوس خواهد شد.

این به معنای آن است که در شرایطی که هزینه‌های مرتبط با بدهی‌ها افزایش می‌یابد، فشار بیشتری بر روی ساختار اقتصادی ایجاد می‌شود. این فشار می‌تواند موجب کاهش اعتبار اقتصادی و در پی آن افت ارزش پول ملی گردد. لذا لازم است که سیاست‌گذاران اقتصادی به دقت این تغییرات را زیر نظر داشته باشند تا از بروز ناپایداری‌های جدی جلوگیری کنند.

$$(6)\quad (\downarrow T + \uparrow N) > \downarrow S \rightarrow \downarrow e \rightarrow (\uparrow S + \downarrow T + \uparrow N) \rightarrow \downarrow \downarrow e$$

در آن زمان، خدمات بدهی (Debt Services) و فرار سرمایه‌های سفته‌بازی (Speculative Capital Flight) ممکن است با کسری تجاری (Trade Deficit) ترکیب شده و باعث سقوط فاجعه‌بار دلار (Dollar) شوند. مقام‌های بانک مرکزی، با پاول ولکر (Paul Volcker[38]) به عنوان پیشرو در میان آن‌ها، از این

[38] رئیس فدرال رزرو ایالات متحده از سال ۱۹۷۹ تا ۱۹۸۷، که به دلیل رویکرد سختگیرانه در کنترل تورم شهرت داشت.

خطر آگاه هستند و به‌طور عمومی نسبت به آن هشدار می‌دهند.

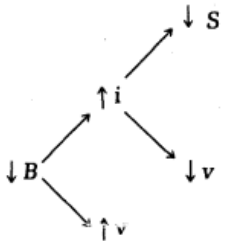
برای درک بهتر موضوع، باید اشاره کرد که سال‌ها طول می‌کشد تا هزینه‌های بهره به قدری جمع شود که توازن را معکوس کند. احتمال این است که دایره امپراتوری (Empire Circle) خیلی قبل از این که این اتفاق بیفتد، معکوس یا حداقل متوقف شود. ولکر و دیگر مقام‌های مسئول دولتی مطمئناً در حال کار به سمت این هدف هستند.

سؤال مهمی که جهان با آن مواجه است، این است که آیا می‌توان دایره امپراتوری را متوقف کرد بدون آن که سقوط فاجعه‌بار دلار را به همراه داشته باشد. هرچه این وضعیت طولانی‌تر شود و دلار بیشتر بالا برود، خطر سقوط نیز بیشتر می‌شود. مشکل این است که یک معکوس واضح در روند دلار می‌تواند، حتی در این مرحله، تغییراتی در جریان سرمایه‌گذاری‌های جاری و همچنین در موجودی انباشته سرمایه‌های سفته‌بازی ایجاد کند. موجودی انباشته، البته، چندین برابر بیشتر از جریان‌های جاری است.

این مشکل به‌طور وسیع شناخته شده است و موجب نگرانی زیادی برای دارندگان دارایی‌های دلاری شده است. به همین دلیل، دارایی‌های قابل معامله خارجی به‌خوبی به عنوان "پول داغ" (Hot Money) توصیف می‌شوند.

مثال دومی که باید ذکر شود، کسری بودجه (Budget Deficit) است که در کوتاه‌مدت محرک است اما ممکن است در بلندمدت نتایج معکوسی داشته باشد، زیرا از طریق مکانیزم نرخ بهره (Interest Rate) منابع را از استفاده‌های تولیدی‌تر منحرف می‌کند.

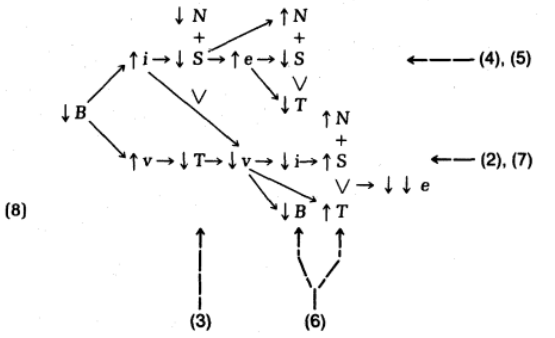
(7)



تا زمانی که نرخ‌های بهره (Interest Rates) بالا، سرمایه‌گذاری را از خارج جذب می‌کند، مشکل پنهان باقی می‌ماند. با کمک پس‌اندازهای خارجی (Foreign Savings)، اقتصاد داخلی می‌تواند بیشتر از آنچه تولید می‌کند، مصرف کند. تنها زمانی که جریان ورودی سرمایه دیگر با کسری بودجه (Budget Deficit) مطابقت نداشته باشد، مشکل به شدت احساس می‌شود.

برای ایجاد پس‌اندازهای داخلی لازم برای تأمین کسری بودجه، نرخ‌های بهره باید افزایش یابد. کاهش مصرف به دنبال آن، اقتصاد را تحت فشار قرار می‌دهد و باعث می‌شود که خارجی‌ها کمتر تمایل به نگهداری دارایی‌های دلاری (Dollar Assets) داشته باشند. این وضعیت ممکن است منجر به یک "سناریوی فاجعه‌بار" (Catastrophic Scenario) شود که در آن یک اقتصاد ضعیف و کسری بزرگ بودجه به تولید نرخ‌های بهره بالا و دلار ضعیف منجر می‌شوند.

ما می‌توانیم این روابط را ترکیب کنیم تا یک مدل یکپارچه از دایره امپراتوری (Empire Circle) ایجاد کنیم:



در این مدل، یکی از ارکان دایره امپراتوری، معادله ۲ به‌صورت افقی و دیگری، معادله ۳ به‌صورت عمودی نشان داده شده است. مشاهده می‌شود که این مدل پایدار نیست؛ برخی از ارتباطات آن را تقویت می‌کنند، در حالی که برخی دیگر آن را تضعیف می‌کنند. عواملی که بیشتر تقویت می‌شوند، ورودی‌های سرمایه‌گذاری سفته‌بازی (Speculative Investment Inflows) و کسری تجاری (Trade Deficit) هستند؛ در حالی که عاملی که بیشتر در خطر است، سطح فعالیت اقتصادی (Economic Activity) است.

تهدیدهای اصلی برای ثبات دایره امپراتوری، از کسری تجاری و کسری بودجه (Budget Deficit) ناشی می‌شوند. ارکان ضعیف این سیستم، دلار قوی (Strong Dollar) و اقتصاد قوی (Strong Economy) هستند؛ اما یک دلار قوی منجر به افزایش کسری تجاری می‌شود که اقتصاد را تضعیف می‌کند و کسری بودجه نیز باعث می‌شود که نرخ‌های بهره (Interest Rates) بالاتر از آنچه باید باشد، باقی بمانند و این نیز به تضعیف اقتصاد کمک می‌کند. اینها ناهماهنگی‌های داخلی هستند که احتمالاً قبل از اینکه انباشت بدهی‌های خدماتی، دایره امپراتوری را از بین ببرد، آن را نابود خواهند کرد.

نیازی به گفتن نیست که این مدل کامل نیست. بسیاری از ارتباطات در آن نشان داده نشده است و تصویر به اندازه کافی پیچیده است. شاید برخی از ارتباطاتی که در اینجا نادیده گرفته شده‌اند، در زمان نیاز به کمک دایره امپراتوری بیایند. ما قبلاً

شاهد چنین مواقعی بوده‌ایم. به عنوان مثال، تا نیمه سال ۱۹۸۴، بانک‌ها در حال گسترش اعتبار در داخل و جذب وجوه از خارج فعال بودند. وقتی که به دلایلی که در فصل ۸ توضیح داده می‌شود، از عمل به‌عنوان کانال اصلی خودداری کردند، خزانه‌داری جایگزین آنها شد: مالیات برداشت ابطال شد و بخش بزرگی از بدهی دولت به‌طور مستقیم به خارجی‌ها فروخته شد.

جالب خواهد بود که یک مدل کامل‌تر بسازیم و به متغیرها ارزش‌های عددی بدهیم. من معتقدم که امکان شبیه‌سازی تحول اقتصاد ایالات متحده از سال ۱۹۸۲ وجود دارد، اما من قادر به انجام چنین عملی نیستم. بنابراین باید به ارائه‌ای توصیفی و احساسی بسنده کنم. ما با سیستمی مواجه هستیم که پایدار نیست، بلکه به‌طور مداوم در حال تحول است. پرسش این است که چه چیزی جانشین دایره امپراتوری خواهد شد؟ این سوالی است که نیاز به پاسخ دارد. قبل از اینکه سعی کنم به این سوال پاسخ دهم، اجازه دهید تصویر را کامل‌تر کنم و نگاهی دقیق‌تر به سیستم بانکی و بازسازی شرکتی که در حال حاضر در کشور در حال وقوع است، بیندازم.

تکامل سیستم بانکی

به‌طور کلی، بحران بدهی‌های بین‌المللی در سال 1982 به‌عنوان یک نقطه عطف برای کشورهای بدهکار شناخته می‌شود. در این سال، جهت انتقال منابع معکوس شد و این تغییر فقط به

ظرفیت‌های پرداخت کشورهای بدهکار محدود شد. در مدل دایره امپراتوری ما، این تغییر به‌عنوان ورودی غیرسفته‌بازانه (N) ظاهر می‌شود، زیرا با توجه به عواملی غیر از بازده کلی هدایت می‌شود. مقادیر مربوطه قابل توجه هستند: انتقال خالص منابع به کشورهای بدهکار شدید از 50.1 میلیارد دلار در سال 1982 به یک جریان معکوس به میزان 13.8 میلیارد دلار در سال 1983 کاهش یافت که بیشتر آن به‌صورت دلار بود. این انتقال منابع از کشورهای بدهکار به‌عنوان یکی از ارکان اصلی دایره امپراتوری عمل کرده است.

به‌طور کمتری شناخته شده است که بحران سال 1982 نقطه عطف مشابهی برای سیستم بانکی ایجاد نکرد. بزرگ‌ترین بانک‌ها به‌اندازه‌ای درگیر بودند که نتوانستند جهت خود را معکوس کنند. اگر آن‌ها به‌طور کلی وام‌دهی را متوقف کرده بودند، کشورهای بدهکار مجبور به پیش‌فرض می‌شدند. اگر سعی می‌کردند که ذخایر کافی ایجاد کنند، وضعیت سرمایه آن‌ها آسیب می‌دید. برای حفظ این بانک‌ها، جمع‌آوری‌ها (Collectives) تأسیس شد. ما به نقش جمع‌آوری‌ها در کمک به کشورهای بدهکار پرداخته‌ایم؛ اکنون باید بررسی کنیم که چه اتفاقی برای سیستم بانکی افتاد.

سیستم جمع‌آوری وام بر اصل همکاری داوطلبانه عمل می‌کند. مقامات نظارتی باید تلاش کنند تا امکان وام‌دهی جدید برای بانک‌های درگیر فراهم شود و بانک‌های کمتر درگیر را به همکاری ترغیب کنند. تنها راهی که آن‌ها می‌توانستند به این

اهداف دست یابند، حفظ این تصور بود که وام‌های معوق بدون آسیب باقی مانده‌اند و نیازی به ایجاد ذخایر خاص در برابر آن‌ها نیست. در بین آژانس‌های نظارتی مختلف اختلاف نظر وجود داشت، اما فدرال رزرو به‌عنوان وام‌دهنده آخرین چاره، کنترل را در دست داشت. سیستم بانکی به‌قدری ضعیف تلقی می‌شد که نمی‌توانست داروهای قوی دریافت کند. استانداردهای حسابداری تغییر یافت و تلاش‌های ویژه‌ای برای enabling (فعال کردن) بانک‌ها به‌منظور برآورده کردن این استانداردها انجام شد. وام پل آخرین دقیقه‌ای به آرژانتین در 1 مارس 1984 به‌عنوان مهم‌ترین مداخله فدرال رزرو شناخته می‌شود.

بانک‌های مرکزی اروپایی وظیفه متفاوتی را بر عهده داشتند. آن‌ها بانک‌های تجاری را به ایجاد ذخایر و کاهش وام‌های بد (Bad Loans) تشویق کردند. آن‌ها توانایی انجام این کار را داشتند. به‌طور کلی، بانک‌های اروپایی کمتر درگیر بودند و سیستم حسابداری آن‌ها اجازه انباشت ذخایر بزرگ پنهان را می‌داد. بریتانیا موقعیتی میانه بین قاره و ایالات متحده داشت. برخی از بانک‌های بریتانیایی در میان بانک‌هایی با بالاترین میزان وام به کشورهای در حال توسعه بودند، اما پایگاه سپرده آن‌ها در سیستم شعبه‌ای خود به‌مراتب قوی‌تر بود و بنابراین هرگز به‌اندازه همتایان آمریکایی خود در برابر بحران اعتماد آسیب‌پذیر نبودند.

می‌توان استدلال کرد که فدرال رزرو در حمایت از بانک‌های مرکز پولی (Money Center Banks) بیش از حد پیش رفت. به این

بانک‌ها اجازه داده شد که هزینه‌های زمان‌بندی مجدد (Rescheduling Costs) و تفاوت‌های استثنایی وسیع (Exceptional Differences) را به‌عنوان درآمد جاری در نظر بگیرند، حتی اگر آن‌ها در واقع وجه نقدی دریافت نکرده بودند. در نتیجه، آن‌ها توانستند سودهای قابل توجهی را گزارش کنند و برخی از آن‌ها در سال 1983 حتی تقسیم سودهای خود را افزایش دادند.

به‌طرز جالبی، تشکیل جمع‌آوری‌ها و نگرش تساهل‌آمیز مقامات نظارتی که با آن همراه بود، فرآیند تنظیم (Regulation) را در صنعت بانکی ایالات متحده به تأخیر انداخت و منحرف کرد. کشورهای بدهکار با واقعیت سختی مواجه شدند، اما بانک‌ها با بار بزرگی از بدهی‌های مشکوک (Doubtful Debts) مواجه بودند که کیفیت مشکوک آن باید پنهان می‌شد. تنها راهی که آن‌ها می‌توانستند بهره را جمع‌آوری کنند، وام دادن اضافی بود. بنابراین، مشکل نه تنها نادیده گرفته شده بود بلکه در حال رشد بود. بانک‌ها پاسخ دادند که سعی کردند سریع‌تر رشد کنند. مطلوب‌ترین راه برای رشد، ارائه خدمات بدون متعهد کردن دارایی‌ها بود. بانک‌های مرکز پولی مجموعه‌ای از خدمات جدید را توسعه داده و به‌طور تهاجمی آن‌ها را بازاریابی کردند. اما آن‌ها از گسترش ترازنامه‌های خود نیز دور نبودند. تقریباً هر وامی از کیفیت بهتری نسبت به پرتفوی وام‌های آن‌ها به کشورهای در حال توسعه برخوردار بود. این دوران اوج خریدهای

با اهرم (Leveraged Buyouts[39]) بود؛ بانک‌ها آماده بودند تا شرایط بسیار خوبی را ارائه دهند. همچنین، بانک‌ها به‌عنوان پیشنهاددهندگان تهاجمی برای سپرده‌ها در خارج از کشور عمل کرده و از این وجوه برای ساختن پایگاه دارایی داخلی خود استفاده کردند. بدین ترتیب، آن‌ها به وسیله اصلی جذب سرمایه به ایالات متحده تبدیل شدند.

متأسفانه، بانک‌ها نتوانستند از درآمدهای گزارش شده خود برای افزایش سرمایه سهام استفاده کنند، زیرا بازار سهام این نمایش را شناسایی کرد و سهام بانک‌ها با تخفیف‌های قابل توجهی از ارزش‌های اعلام شده دارایی‌ها قیمت‌گذاری شد. بانک شیمیایی توانست از یک فرصت مناسب استفاده کند و تعدادی سهام بفروشد؛ بانک مانوفاکچر هانوور نیز به‌دلیل خرید CIT Corp سهام را منتشر کرد، اما این‌ها استثنا بودند. به‌طور کلی، بانک‌ها مجبور بودند به درآمدهای انباشته متکی باشند که نمی‌توانست با رشد دارایی‌ها همگام شود.

با این حال، رقابت برای گسترش و تنوع وجود داشت. بانک مانوفاکچر هانوور CIT Corp را به قیمت گزافی خرید و ابزار "بانک غیر بانکی" (Non-Bank[40]) برای دور زدن محدودیت‌های

---

[39] خرید با استفاده از اهرم مالی که در آن خرید یک شرکت با بدهی بالا انجام می‌شود، به‌گونه‌ای که بخشی از هزینه خرید از وام‌ها تأمین می‌شود.

[40] نهادهای مالی که به‌عنوان بانک عمل نمی‌کنند اما خدمات مشابهی ارائه می‌دهند.

موجود در تنوع جغرافیایی اختراع شد. بانک‌های مرکز پولی درخواست مجوز برای گسترش در مرزهای ایالتی داشتند، اما با مخالفت شدیدی از سوی بانک‌های منطقه‌ای که خواستار حفاظت بودند، روبرو شدند. این نبرد طولانی مدت اخیراً حل شده است و به بانک‌های منطقه‌ای فضایی برای نفس کشیدن داده است تا قبل از اینکه بانک‌های مرکز پولی اجازه خرید بانک‌ها در خارج از محدودیت‌های ایالتی را پیدا کنند.

فدرال رزرو نمی‌خواست هیچ گونه محدودیتی بر سیستم بانکی اعمال کند که تأثیر منفی بر اقتصاد داشته باشد. اولویت نخست جلوگیری از سقوط بود و به همین منظور، آن‌ها خواهان مهندسی یک بهبودی قوی بودند. تنها زمانی که بهبود به‌خوبی در حال انجام بود، آن‌ها تصمیم به کنترل عرضه پول (Money Supply) گرفتند و اجازه افزایش نرخ‌های بهره (Interest Rates) را دادند. آن‌ها همچنین می‌توانستند سعی کنند بانک‌ها را کنترل کنند، اما این اتفاق نیفتاد. وام‌های بد به جمع‌آوری ادامه دادند و نسبت‌های سرمایه در حال کاهش بود. اعتماد به سیستم بانکی همچنان ناپایدار باقی ماند.

در نهایت، مشکلات در پرتفوی وام‌های داخلی نمایان شد. بخش‌های بزرگی از اقتصاد، به‌ویژه کشاورزی و صنعت نفت، در بهبود شرکت نکردند. بر خلاف بدهی‌های بین‌المللی، عملی نبود که با وام دادن به وام‌گیرندگان داخلی برای پرداخت بهره به آن‌ها کمک شود، زیرا تعداد آن‌ها بسیار زیاد بود. بانک کانتیننتال ایلینوی (Continental Illinois Bank) به‌خصوص

آسیب جدی دید زیرا شیوه‌های وام‌دهی آسان (Easy Lending Practices) را دنبال کرده بود. به‌ویژه، این بانک مقدار زیادی وام‌های نامعتبر انرژی (Doubtful Energy Loans) را از بانک پن اسکوئر (Penn Square Bank) خریداری کرده بود که ورشکسته شده بود. این بانک به‌دلیل عدم وجود شعب، در موقعیت ناخوشایندی قرار داشت که به‌طور شدیدی به وجوه قرضی وابسته بود. بدین ترتیب، این بانک به نقطه اصلی نگرانی تبدیل شد.

در صنعت پس‌انداز و وام، مشکلات جدی در حال ظهور بود. سرمایه بسیاری از مؤسسات به دلیل افزایش نرخ‌های بهره قبل از سال 1982 به شدت آسیب دیده بود. برای جلوگیری از ورشکستگی گسترده، تعدادی از این مؤسسات در سال 1982 باید ادغام یا نجات می‌یافتند. دولت ریگان به مکانیزم بازار به‌عنوان راه حلی برای این مشکل نگاه می‌کرد. در یکی از برجسته‌ترین اپیزودهای تاریخ مالی، بسیاری از محدودیت‌های نظارتی زمانی که سرمایه این صنعت به شدت آسیب دیده بود، حذف شد. دامنه فعالیت‌هایی که شرکت‌های پس‌انداز و وام می‌توانستند انجام دهند و نیز دامنه دارایی‌هایی که می‌توانستند در آن‌ها سرمایه‌گذاری کنند به‌طور قابل توجهی گسترش یافت. فرض بر این بود که حذف محدودیت‌ها به این مؤسسات کمک خواهد کرد تا از مشکلات خارج شوند. بخش خصوصی واقعاً راه‌های ابتکاری برای نجات شرکت‌های ورشکسته پس‌انداز و وام ابداع کرد. بیشتر پول جدید

سرمایه‌گذاری شده به‌سرعت به‌عنوان زیان مالیاتی بازپس گرفته شد و سرمایه‌گذاران متوجه کنترل مؤسساتی شدند که مجوز جمع‌آوری سپرده‌های بیمه‌شده دولتی را با حداقل سرمایه نقدی داشتند. برخی از این مؤسسات به دست اپراتورهایی افتادند که می‌توانستند از چنین سپرده‌هایی برای حمایت از سایر فعالیت‌هایی که از آن‌ها سود می‌بردند، استفاده کنند. آن‌ها از گسترش تهاجمی بسیار سود می‌بردند اما زیان کمی می‌کردند. این فرمولی برای فاجعه بود و شگفت‌انگیز است که به‌عنوان چنین فاجعه‌ای شناسایی نشد.

شرکتی که بیشترین بهره را از فرصتی که تنظیم‌کنندگان ایجاد کرده بودند، با رهبری پرشور رئیسش، چارلز ناپ، گرفت، شرکت مالی آمریکا بود. پس از خرید بانک First Charter، یک مؤسسه قدیمی که سپرده‌های آن توسط سازمان بیمه پس‌انداز و وام فدرال (FSLIC) بیمه شده بود، به‌سرعت به‌دنبال قرض گرفتن رفت و از کارگزاران و همچنین نیروی فروش داخلی قوی خود بهره برد. سپس به‌طور قابل توجهی در وام‌های املاک و مستغلات پرریسک و همچنین وام‌های ثابت سرمایه‌گذاری کرد. اگر هر یک از وام‌ها خراب می‌شد، توسعه‌دهنده دیگری پیدا می‌شد که آن را با وامی بسیار بزرگ‌تر برای پروژه خود جایگزین کند. با افزایش نرخ‌های بهره، شرکت میانگین وام‌های ثابت خود را با نرخ نمایی افزایش داد. ناپ بر این باور بود که به این ترتیب، هنگامی که نرخ‌های بهره بالاخره کاهش یابند، پرتفوی با بازده بالایی خواهد داشت و اگر به اندازه کافی بزرگ شود،

نمی‌تواند ورشکسته شود: در صورت پیروزی سود می‌کند و در صورت باخت هیچ زیانی نخواهد کرد. محاسبه او صحیح بود. شرکت از 4.9 میلیارد دلار سپرده در سال 1982 به 20.3 میلیارد دلار در سال 1984 رشد کرد. با deteriorating وضعیت مالی شرکت، ناپ مجبور به کناره‌گیری شد (بعد از دریافت پرداخت جدایی در هفت رقم) اما شرکت نجات پیدا کرد.

بحران در شرکت کانتیننتال ایلینوی و شرکت مالی آمریکا در تابستان 1984 به اوج خود رسید. این بحران در واقع نقطه عطفی واقعی برای صنعت بانکداری و مؤسسات پس‌انداز بود، هرچند که هنوز به‌خوبی درک نشده است. بازرسان بانکی به وظیفه قانونی خود یادآوری کردند و شروع به موضع‌گیری در برابر وام‌های بد کردند. ناظران مالی الزامات سرمایه را سخت‌تر کردند و بر تقویت ذخایر بدهی‌های بد اصرار ورزیدند. بانک‌ها به این تغییرات پاسخ دادند و با کاهش ترازنامه‌های خود، فروش دارایی‌ها و بسته‌بندی وام‌ها برای فروش مجدد به‌جای ثبت آن‌ها در دفاتر، به این تغییرات واکنش نشان دادند. دوره رشد غیرمناسب به پایان رسید و روند تنظیم به‌تدریج آغاز شد.

در نگاه اول، این روند تنظیم به‌طرز قابل‌توجهی روان بود. بانک‌ها در بسته‌بندی وام‌ها برای فروش مجدد مهارت پیدا کردند و انواع ابزارهای مالی را توسعه دادند که شامل اوراق بهادار با نرخ شناور و گواهی‌نامه‌های عبور وام‌های مسکن می‌شد. هرگاه لازم بود، مؤسسات دیگری نقش بانک‌ها را به عهده می‌گرفتند. اوراق قرضه بی‌ارزش جایگزین وام‌های بانکی

در تأمین مالی ادغام‌ها شد و اوراق قرضه دولتی جایگزین سپرده‌های یورودلار در جذب سرمایه از خارج شدند. حذف مالیات withholding بر اوراق قرضه متعلق به خارجی‌ها همزمان با رسیدن به نقطه عطف در گسترش بانک‌ها نبود.

با گذشت هر فصل، وضعیت مالی بانک‌ها باید بهبود یابد. بانک‌های فردی ممکن است زمانی که مجبور به شناسایی زیان‌ها شوند آسیب ببینند، اما کل صنعت باید قوی‌تر شود. بازار سهام به این تغییر دیدگاه به‌طور مثبت واکنش نشان داد: سهام بانک‌ها به سطحی رسید که با ارزش دفتری خود بالاتر از آن به فروش می‌رفت.

اما هنوز دوره خطر به پایان نرسیده است. بعد از اینکه یک روند معکوس می‌شود، اثر کامل اضافه‌کاری‌های قبلی احساس می‌شود. در حالی که بانک‌ها آزادی عمل داشتند، می‌توانستند وام‌های بد خود را با اعطای اعتبار بیشتر پنهان کنند. اما وقتی از بانک‌ها خواسته می‌شود که ذخایری برای وام‌های بد یا مشکوک تعیین کنند، دیگر برای آن‌ها به صرفه نیست که پول خوبی را صرف پول بد کنند. برعکس، آن‌ها هر دلیلی برای تصفیه وام‌های بد دارند، زیرا با انجام این کار می‌توانند دارایی‌های غیرمولد را به دارایی‌های مولد تبدیل کنند و همچنین ممکن است بتوانند بخشی از ذخایری را که مجبور به ایجاد آن‌ها شده‌اند، بازیابی کنند. خطر این است که تصفیه وام‌های بد، وام‌های بد دیگری را آشکار می‌کند. به‌عنوان مثال، بسیاری از کشاورزان بودند که نمی‌توانستند بدهی‌های خود را

پرداخت کنند، اما ارزش زمین آن‌ها به‌قدری بالا بود که وثیقه کافی فراهم می‌کرد: این کشاورزان به جای ورشکستگی، اعتبار بیشتری دریافت کردند. اما تصفیه کشاورزان ورشکسته قیمت زمین‌ها را کاهش می‌دهد و به این ترتیب، کشاورزان بیشتری مجبور به ورشکستگی می‌شوند. همین وضعیت در صنعت نفت نیز در حال وقوع است و در زمان نگارش این متن (سپتامبر 1985) نشانه‌های نگران‌کننده‌ای در صنعت املاک و مستغلات ظاهر شده است. صنعت حمل‌ونقل احتمالاً در صف بعدی قرار دارد.

ورشکستگی بانک پس‌انداز جامعه مریلند و شرکت فرعی آن، شرکت برنامه‌های سهام (EPIC[41])، در سال 1985 نمونه‌ای از آنچه هنگام معکوس شدن روند اتفاق می‌افتد، است. این مؤسسه توسط توسعه‌دهندگان املاک خریداری شده بود که فعالیت‌های خود را به‌عنوان یک زیرمجموعه از مؤسسه پس‌انداز ادامه دادند. آن‌ها در تأمین مالی خانه‌های مدل تخصص داشتند و شهرت خوبی داشتند. وام‌های مسکن این خانه‌ها توسط شرکت‌های بیمه وام‌های مسکن خصوصی بیمه شده و به سرمایه‌گذاران به‌صورت اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های مسکن فروخته شد. پس از بروز بحران در بانک‌های پس‌انداز بیمه‌شده دولتی در اوهایو، بانک‌های پس‌انداز در

[41] مخفف Equity Participation Investment Corporation، شرکتی که به تأمین مالی املاک می‌پردازد و به‌عنوان یک زیرمجموعه از مؤسسه پس‌انداز فعالیت می‌کند.

مریلند موظف به دریافت بیمه فدرال شدند. سازمان بیمه پس‌انداز و وام فدرال در حالت سختگیرانه‌اش، اصرار داشت که زیرمجموعه تأمین مالی املاک قبل از اینکه به مؤسسه اصلی بیمه FSLIC[42] داده شود، باید فروخته شود. این موضوع باعث فروپاشی کل وضعیت شد. این زیرمجموعه نتوانست هیچ وام جدیدی را تأمین مالی کند و بدون تأمین مالی‌های جدید، نتوانست وام‌های مسکن خود را پرداخت کند. مشخص شد که درآمد حاصل از خانه‌های قبلاً تأمین مالی‌شده برای پوشش وام‌ها کافی نبوده و کمبودها به‌طور معمول از تأمین مالی‌های جدید جبران شده است. در نظریه، خانه‌های مدل در نهایت باید فروخته شوند و شروع به تولید درآمد کنند، اما در عمل، این زیرمجموعه به شدت به مؤسسه اصلی بدهکار شده بود و به نظر می‌رسد که برخی از خانه‌های مدل حتی وجود نداشتند. این زیرمجموعه حدود 1.4 میلیارد دلار اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های مسکن منتشر کرده بود و شرکت‌های بیمه وام‌های مسکن در این موضوع مسئول بودند. مسئولیت بالقوه فراتر از دارایی‌های برخی از شرکت‌های بیمه در این زمینه بود و اگر نتوانند تعهدات خود را برآورده کنند، امنیت اوراق بهادار با پشتوانه وام‌های مسکن ممکن است در خطر باشد.

---

[42] مخفف Federal Savings and Loan Insurance Corporation، سازمانی که سپرده‌های مؤسسات پس‌انداز و وام را بیمه می‌کند.

این گزارش مختصر از رویدادهای اخیر کافی است تا نشان دهد که ناظران از سوگیری معاف نیستند. آن‌ها در یک فرآیند انعکاسی شرکت می‌کنند و بر اساس درک ناقص عمل می‌کنند، درست مانند افرادی که آن‌ها را تنظیم می‌کنند. به‌طور کلی، ناظران کسب‌وکاری که بر آن نظارت دارند را کمتر از کسانی که در آن مشغول هستند، درک می‌کنند. هرچه این کسب‌وکار پیچیده‌تر و نوآورانه‌تر باشد، احتمال کمتری وجود دارد که مقامات ناظر بتوانند کار شایسته‌ای انجام دهند.

تنظیمات همیشه از رویدادها عقب‌تر هستند. وقتی که ناظران به مشکلات پی می‌برند، اقدام اصلاحی که اصرار دارند معمولاً باعث تشدید وضعیت به سمت معکوس می‌شود. این همان چیزی است که در دوره مورد بررسی رخ داده است. زمانی که مقامات کشف کردند که اعطای وام‌های بین‌المللی غیرمنطقی است، برای اصلاح وضعیت خیلی دیر شده بود، زیرا اصلاح آن به فروپاشی منجر می‌شد. وقتی آن‌ها در نهایت اصرار کردند که بانک‌ها زیان‌های خود را شناسایی کنند، این اصرار باعث تقویت فروپاشی ارزش‌های وثیقه در بخش‌هایی مانند کشاورزی، صنعت نفت و حمل‌ونقل شد.

بانک‌های تجاری نیز اشتباهات زیادی مرتکب شده‌اند، اما حداقل یک عذر دارند: آن‌ها در چارچوب راهنمایی‌هایی که توسط ناظران تعیین شده، عمل می‌کنند. کار آن‌ها رقابت است، نه نگران بودن در مورد سلامت سیستم. عذر آن‌ها در این معنا معتبر است که تا زمانی که تقلبی در کار نباشد، مقامات در

واقع در صورت بروز مشکلات، آن‌ها را نجات خواهند داد. این موضوع مسئولیتی را که ناظران باید تحمل کنند، افزایش می‌دهد.

مقامات در هر زمانی که وضعیت به نقطه بحران رسید، عملکرد خوبی از خود نشان دادند. تا حدی، این به اعتبار افرادی که درگیر بودند مربوط می‌شود. رویدادها ممکن بود مسیری متفاوت را طی کنند اگر وُکِلر (Volcker) که مسئول فدرال رزرو (Federal Reserve) بود، در صحنه نبود. او تمایل مثبت و شجاعانه‌ای در مواجهه با موقعیت‌های دشوار و ارائه راه‌حل‌های نوآورانه داشت که در یک بوروکرات نادر است. اما همچنین یک دلیل نهادی وجود دارد. بانک‌های مرکزی وظیفه دارند به‌عنوان وام‌دهندگان آخرین چاره عمل کنند. آن‌ها در یک بحران، اختیارات بیشتری نسبت به شرایط عادی دارند. آن‌ها برای مدیریت بحران طراحی شده‌اند و در حل مشکلات ناکارآمد هستند. برای رسیدن به هر گونه راه‌حل پایدار، باید تمام سازوکارهای دولت و کنگره درگیر شوند. این به این معناست که اصلاحات لازم به ندرت به‌موقع اجرا می‌شوند.

بحران بانکی 1984 ما را با یک معضل حل‌نشده مواجه کرده است. یک عدم توازن اساسی در آزادسازی مؤسسات سپرده‌گذاری و تضمین سپرده‌گذاران در برابر ضرر وجود دارد. این تضمین به مؤسسات مالی امکان می‌دهد تا به‌دلخواه سپرده‌های اضافی جذب کنند و آزادسازی به آن‌ها آزادی عمل گسترده‌ای در استفاده از این سپرده‌ها می‌دهد. ترکیب این دو

دعوتی به گسترش بی‌قید و شرط اعتبار است. این مشکل از زمان تأسیس بیمه سپرده فدرال (FDIC) در سیستم نهفته بود، اما در زمان تأسیس FDIC، بانک‌ها به‌طور سخت‌گیرانه‌ای تنظیم می‌شدند. عدم توازن بین ریسک و پاداش با افزایش تمایل به آزادسازی بیشتر مشهودتر شد و در بحران 1984 به یک نقطه بحرانی رسید.

فدرال رزرو مجبور شد نقش خود را به‌عنوان وام‌دهنده آخرین چاره گسترش دهد و همه سپرده‌گذاران را در برابر ضررها، صرف‌نظر از اندازه سپرده‌هایشان، تضمین کند. این امر آخرین بقایای انضباطی که سپرده‌گذاران باید بر بانک‌ها تحمیل کنند، از بین برد. در غیاب این انضباط، تنها چیزی که باقی می‌ماند، مقامات ناظر هستند که باید از درگیر شدن مؤسسات مالی در شیوه‌های وام‌دهی ناسالم جلوگیری کنند.

ممکن است گفته شود که سهام‌داران به‌عنوان یک عامل محدودکننده عمل می‌کنند، زیرا آن‌ها همچنان در معرض خطر هستند، اما این محدودیت چندان مؤثر نیست زیرا یک بانک می‌تواند با اعطای اعتبار بیشتر، ضررهای خود را پنهان کند. تا زمانی که ضررها دیگر قابل پنهان کردن نباشند، بیشتر از سرمایه اولیه از دست رفته است. بنابراین، داشتن سرمایه و اعتبار در معرض خطر به تنهایی برای تضمین شیوه‌های وام‌دهی سالم کافی نیست.

در واقع، مقامات ناظر از سال 1984 بسیار سخت‌گیرتر شده‌اند. با این حال، تمایل عمومی و سیاسی به آزادسازی همچنان قوی است. محدودیت‌های جغرافیایی و عملکردی که در دوره رکود بزرگ اعمال شد، در حال برچیده شدن هستند. به‌طور نظری، هیچ تضادی بین آزادسازی و نظارت سخت‌تر وجود ندارد؛ اما در عمل وجود دارد. همان‌طور که مشاهده کرده‌ایم، ناظران اشتباهاتی مرتکب می‌شوند؛ هرچه کسب‌وکار متنوع‌تر و متغیرتر باشد، احتمال کمتری وجود دارد که به‌درستی نظارت شود. به‌نظر می‌رسد که یک دلیل قوی برای ساده نگه‌داشتن کسب‌وکار سپرده‌گذاری وجود دارد. از سوی دیگر، کسب‌وکارهای ساده و تنظیم‌شده معمولاً منجر به مدیریت‌های محافظه‌کار و کند می‌شوند. این موضوع به انتخاب بین ثبات و نوآوری منتهی می‌شود. زمانی که یکی از این مؤلفه‌ها غایب است، عدم وجود آن به شدت حس می‌شود. به همین دلیل، ترجیحات معمولاً از یک افراط به افراط دیگر تغییر می‌کند. در حال حاضر هنوز از فرصت‌هایی که به واسطه حذف مقررات قدیمی به‌وجود آمده، شاداب هستیم؛ اما نیاز به ثبات روزبه‌روز افزایش می‌یابد.

مشکل دیگری نیز وجود دارد که در حال نزدیک شدن به نقطه جوش است. این مشکل مربوط به نحوه برخورد با مؤسسات مالی ورشکسته است. به‌طور سنتی، مقامات تمایل دارند که تصاحب مؤسسات در حال شکست را توسط مؤسسات بزرگ‌تر و قوی‌تر ترتیب دهند. این ادغام‌های اجباری در زمانی که صنعت به‌دقت تنظیم شده بود، راهی آسان برای فرار از بحران

ارائه می‌داد، شکست‌ها نادر و فاصله‌دار بودند و مؤسسات تصاحب‌کننده از نظر مالی قوی بودند. بانک ورشکسته یک حق انحصاری ارزشمند داشت که می‌توانست بدون به خطر انداختن ساختار صنعت به بالاترین پیشنهاددهنده فروخته شود. اما با پیشرفت فرآیند گسترش اعتبار و آزادسازی، روند "ادغام" واحدهای ورشکسته هم بیشتر شده و هم کمتر رضایت‌بخش شده است. حق انحصاری‌ها کمتر ارزشمند شدند و مؤسسات تصاحب‌کننده کمتر قادر به تحمل کاهش قدرت مالی خود شدند. به‌نظر می‌رسد یک صنعت متمرکز قوی‌تر است. به‌عنوان مثال، بانک‌های تسویه (clearing banks) در انگلستان هرگز در جذب سپرده‌ها با مشکلی مواجه نبوده‌اند، هرچند که بانک میدلند (Midland Bank)، به‌عنوان یکی از آن‌ها، در شرایط بدتری نسبت به هر یک از بانک‌های باقی‌مانده در ایالات متحده بود. اما افزایش تمرکز خطر ضررهای فاجعه‌آمیز را افزایش می‌دهد. اگر بانک‌های تسویه نتوانند بهره وام‌های خود به کشورهای کمتر توسعه‌یافته را جمع‌آوری کنند، چه بر سر انگلستان خواهد آمد؟ نزدیک‌تر به خانه، بانک آمریکا (Bank of America) تشویق شد تا بانک First of Seattle را تصاحب کند؛ اما اگر نیاز باشد، چه کسی قرار است بانک آمریکا را تصاحب کند؟ ما قبلاً شاهد اولین مورد، یعنی بانک کانتیننتال ایلینوی (Continental Illinois Bank) بوده‌ایم که هیچ خریدار قابل قبولی برای آن پیدا نشد. ممکن است به نقطه‌ای برسیم که چندین بانک بزرگ ما به دارایی‌های عمومی تبدیل شوند. این در کشورهای دیگر نیز اتفاق افتاده است.

در هیچ موردی ایده ادغام واحدهای بیمار به‌خوبی در صنعت پس‌انداز و وام (savings and loan) مطرح نشده است. همان‌طور که مشاهده کردیم، بسیاری از این صنعت در دوره 1980-82 که نرخ بهره به بالاترین حد خود رسید، ورشکسته شدند. مقامات طرح درخشان فروش واحدهای بیمار به کارآفرینان جسور را ارائه دادند که از امتیاز جذب سپرده‌های فدرال قدردانی می‌کردند. ما دیده‌ایم که کارآفرینانی مانند چارلز W. کنپ (Charles W. Knapp) از شرکت مالی آمریکا (American Finance Company) چگونه از این امتیاز بهره‌برداری کردند. اکنون که مقامات ناظر به گسترش غیرقابل کنترل پایان داده‌اند، بسیاری از این اضافات در حال ظهور هستند. تنها کاهش نرخ‌های بهره ما را از طوفان ورشکستگی‌ها نجات داده است.

"اولیگاپولی[43]" آمریکا

در دوران دایره امپراتوری ریگان، تحولی دیگر در حال شکل‌گیری است که به‌وضوح در ساختار شرکتی ایالات متحده تأثیرگذار است: تغییرات ناشی از ادغام‌ها، خریدها، فروش‌ها و خریدهای با اهرم. این روند به‌قدری دراماتیک است که می‌توان آن را به فرآیندهای انعکاسی نسبت داد و به ابعادی رسیده است که آن

[43] به وضعیتی اشاره دارد که در آن تعداد کمی از شرکت‌ها یا فروشندگان در یک بازار غالب هستند و می‌توانند بر قیمت‌ها تأثیر بگذارند.

را از نظر تاریخی قابل توجه می‌سازد. ریشه‌های این تغییرات به زمان قبل از شکل‌گیری دایره امپراتوری بازمی‌گردد، اما از سال 1982 به‌طرز چشمگیری شتاب گرفته است. فرآیند بازسازی شرکتی به‌وضوح با دایره امپراتوری مرتبط است، اما این ارتباط تا کنون بیشتر یک‌طرفه بوده است: شرایط اقتصادی و سیاسی موجود زمینه‌ساز بازسازی هستند، اما تحول دایره امپراتوری تأثیر قابل توجهی از بازسازی شرکتی نداشته است. بنابراین، این فرآیند که می‌توان آن را به‌طور غیررسمی «ادغام‌مانیا[44]» نامید، بهتر است به‌عنوان یک نمایش جانبی در نظر گرفته شود تا یک عنصر اساسی از دایره امپراتوری.

از نظر تأثیر بر ساختار شرکتی ایالات متحده، ادغام‌مانیا از اوج کنسرن‌ها فراتر رفته است. کنسرن‌ها به‌عنوان شرکت‌های نسبتاً کوچک شروع به کار کردند و با خریدهای خود بزرگ شدند؛ در حالی که ادغام‌مانیا شامل بزرگ‌ترین نهادها در عرصه شرکتی آمریکاست. اگرچه شباهت‌های زیادی بین این دو تحول وجود دارد، اما تفاوت‌ها مشهودترند. اوج کنسرن‌ها ساده‌ترین شکل یک فرآیند خودتقویت‌کننده و در نهایت خودتخریبی بود، در حالی که ادغام‌مانیا پیچیده‌ترین نوع آن محسوب می‌شود. کنسرن‌ها الگویی از رونق و افت را فراهم می‌کردند؛ در حالی که ادغام‌مانیا نمونه‌ای از یک فرآیند انعکاسی است که در آن

---

[44] وضعیتی که در آن افراد به‌طور غیرمنطقی و هیجانی به خرید و سرمایه‌گذاری می‌پردازند.

تعاملات خودتقویت‌کننده و خودتخریبی نه به‌صورت متوالی، بلکه به‌صورت همزمان در حال وقوع‌اند.

من قصد ندارم تاریخ توصیفی از ادغام‌مانیا ارائه دهم. تنها فرض می‌کنم که خواننده تا حدودی با رویدادهای شرکتی مختلفی که در سال‌های اخیر رخ داده‌اند، آشناست. آشنایی من با ادغام‌مانیا نیز بیشتر از یک شهروند آگاه نیست، زیرا من به‌عنوان یک حرفه‌ای در آن شرکت نکرده‌ام.

رویدادهای شرکتی از زمان شکل‌گیری بازارهای سهام سازمان‌یافته، به‌طور مداوم در حال وقوع بوده‌اند. هرگاه ارزش بازار سهام بالاتر از ارزش یک شرکت به‌عنوان یک نهاد خصوصی باشد، رویداد شرکتی شامل فروش سهام است؛ و هرگاه ارزش بازار کمتر باشد، شامل خرید سهام است. خریدار ممکن است خود شرکت، مدیریت، یک گروه خارجی یا یک شرکت دیگر باشد که به دلایلی خاص ممکن است ارزش بالایی برای سهام قائل شود.

اوج کنسرن‌ها شامل خرید و فروش سهام بود. کنسرن‌ها سهام خود را به قیمت‌های غیرواقعی می‌فروختند و سهام شرکت‌های دیگر را خریداری می‌کردند. آن‌ها می‌توانستند ارزش بالاتری برای سهام شرکت‌های دیگر نسبت به بازار قائل شوند، زیرا خریدها به حمایت از ارزیابی بیش از حد سهام خودشان کمک می‌کرد. بنابراین، اوج کنسرن‌ها اساساً پدیده‌ای از ارزیابی بیش از حد

بود که در آن اوراق بهادار غیرواقعی به‌عنوان وسیله مبادله عمل می‌کردند.

در مقابل، در فرآیند فعلی بازسازی شرکتی، وسیله اصلی مبادله پول نقد است. این پول نقد ممکن است به طرق مختلف قرض شود، اما نتیجه نهایی همان است: سهام برای پول نقد خریداری می‌شود. برخی از ادغام‌ها از طریق مبادله سهام انجام می‌شود، اما این نوع ادغام‌ها ویژگی اصلی روند کنونی نیستند. همچنین بسیاری از تحولات، به‌ویژه واگذاری دارایی‌ها و بخش‌های عملیاتی، وجود دارند که اصلاً شامل خرید یا فروش سهام نمی‌شوند؛ با این حال، رویدادی که این فرآیند را مشخص می‌کند و آن را به‌عنوان یک فرآیند انعکاسی واجد شرایط می‌سازد، خرید سهام برای پول نقد است. بنابراین، ادغام‌مانیا بر اساس ارزیابی کمتر از حد سهام‌ها بنا شده است: شرکت به‌طور کلی باید از لحاظ ارزشی به‌مراتب بیشتر از ارزش بازار سهام‌هایش باشد.

ارزیابی کمتر از حد پس از دومین بحران نفتی شروع به توسعه کرد. شوک ناشی از تلاش هماهنگ برای کنترل تورم از طریق سیاست‌های پولی سختگیرانه به‌وضوح احساس شد. این تلاش به‌ویژه بعد از اینکه ریگان به‌عنوان رئیس‌جمهور انتخاب شد و دایره امپراتوری شکل گرفت، شدت بیشتری گرفت.

ما می‌توانیم سه عامل را در ارزیابی کمتر از حد سهام شناسایی کنیم: اقتصادی، سیاسی و مرتبط با مالیات. دو عامل اول قطعاً

با دایره امپراتوری ریگان مرتبط هستند؛ در حالی که عامل سوم به خاصیت سیستم مالیاتی ما برمی‌گردد. من بر روی این عامل تأکید می‌کنم، زیرا این عنصر تحریف‌زا به‌نظر می‌رسد که جزئی اساسی در فرآیندهای انعکاسی است.

تا زمانی که هزینه بهره قابل کسر مالیاتی باشد، خرید شرکت‌ها با پول قرضی صرفه اقتصادی دارد، زیرا در این صورت می‌توان از مالیات صرفه‌جویی کرد. این یکی از انگیزه‌های اصلی در خریدهای با اهرم است. مزایای مالیاتی بیشتری نیز وجود دارند که به‌طرز پیچیده‌تری درگیر هستند، اما اینجا محل بحث درباره آن‌ها نیست.

سهام به‌طور سنتی به‌عنوان یک مضرب از درآمدها ارزش‌گذاری شده‌اند. وقتی نرخ بهره بالا باشد، این مضرب معمولاً پایین است. اما درآمدها تنها بخشی از جریان نقدی قبل از مالیات هستند و اغلب نیز بخش کوچکی از آن محسوب می‌شوند. با این حال، جریان نقدی معیار اصلی در تعیین ارزش یک کسب‌وکار به‌عنوان یک گزینه برای خرید است. بنابراین، روش سنتی ارزش‌گذاری سهام به‌ویژه در دوره‌هایی مانند دایره امپراتوری، که درآمدها کاهش یافته و نرخ بهره نسبتاً بالا است، به ایجاد فرصت‌های خرید کمک کرده است.

فرض کنید یک شرکت سودآور اما بالغ داریم که فضای کمی برای گسترش دارد—که به آن «گوسفند شیرده» می‌گویند. اگر این شرکت با وجوه قرضی خریداری شود، می‌توان بهره را از

درآمدهای قبل از مالیات پرداخت کرد. به‌میزانی که بازار درآمدهای قبل از مالیات را با نرخ بالاتری از نرخ بهره جاری تخفیف دهد، حاشیه‌ای از درآمدها وجود دارد که علاوه بر جریان نقدی آزاد، می‌توان از آن برای پرداخت وام استفاده کرد. در نهایت، خریدار با شرکتی بدون بدهی باقی می‌ماند. هنگامی که به این نقطه نزدیک می‌شود، می‌تواند به‌طور نظری سهام را به عموم بفروشد و سود سرمایه به‌دست آورد. سپس می‌تواند دوباره سهام را از عموم خریداری کرده و فرآیند را دوباره آغاز کند. در عمل، چندین مورد از خریدهای اولیه با اهرم به‌عنوان انتشارهای جدید دوباره ظهور کرده‌اند.

چندین مزیت، به ویژه آنچه که به‌عنوان اصل «تاسیسات عمومی» شناخته می‌شود، که به شرکت خریدار اجازه می‌دهد دارایی‌ها را افزایش دهد و از یک پایه بالاتر استهلاک کند، در قانون اصلاح مالیاتی سال 1986 حذف شده‌اند. در حالی که قابلیت کسر مالیاتی بهره تغییر نکرده است، نرخ مالیات شرکتی از 48% به 34% کاهش یافته است. این کاهش نرخ مالیات، به‌نوبه خود، مزیت مالیاتی استفاده از پول قرضی را کاهش می‌دهد.

مواردی وجود دارد که شرکت‌ها پس از بازگشت به وضعیت خصوصی دوباره اهرم‌دار شده‌اند و به‌ویژه خریدهای قبلی با اهرم در معاملات خصوصی تحت فشار قرار گرفته‌اند. به‌وضوح

مشخص است که سیستم مالیاتی باعث آسیب‌پذیری خاص شرکت‌های «گوسفند شیرده» نسبت به خریدهای با اهرم شده است، در حالی که دایره امپراتوری به‌طور غیرمستقیم موجب تبدیل شرکت‌ها به گوسفندهای شیرده می‌شود. مکانیسمی که این اثر را ایجاد می‌کند، نرخ‌های بالای واقعی بهره و ارز بیش‌ارزش است. نرخ‌های بالای واقعی بهره دارایی‌های مالی را جذاب‌تر و سرمایه‌گذاری‌های فیزیکی را کمتر جذاب می‌کند؛ بنابراین، این شرایط انگیزه‌ای برای عدم سرمایه‌گذاری در گسترش کسب‌وکار ایجاد می‌کند و به‌جای آن، پول نقد به‌عنوان یک دارایی مالی استفاده می‌شود: خرید سهام یا خرید شرکت‌های دیگر. ارز بیش‌ارزش معمولاً فعالیت‌های صنعتی را کمتر سودآور می‌کند: بازارهای صادراتی کوچک‌تر می‌شوند و بازارهای داخلی تحت فشار قیمت ناشی از واردات قرار می‌گیرند.

ترکیب نرخ‌های بالای واقعی بهره و ارز بیش‌ارزش اثر قابل توجهی را به‌وجود آورده است. تولیدکنندگان کالاهای قابل تجارت تحت فشار زیادی قرار گرفته‌اند و بقای آن‌ها در خطر است. آن‌ها با ادغام واکنش نشان داده‌اند: رهایی از بخش‌های زیان‌ده، ترک فعالیت‌هایی که در آن‌ها موقعیت بازار ضعیفی دارند و تمرکز بر حوزه‌هایی که موقعیت آن‌ها ارزش دفاع دارد. نگرش‌های سنتی دچار تغییر شده است و اغلب تغییراتی در مدیریت به‌وجود آمده است. روزهایی که شرکت‌ها تنها به‌دنبال رشد برای خود رشد بودند، به پایان رسیده است؛ جریان نقدی آزاد و سودها به اهمیت جدیدی دست یافته‌اند که قبلاً تنها در

کتاب‌های درسی به آن اشاره می‌شد. مدیران به‌گونه‌ای به کسب‌وکارهای خود نگاه می‌کنند که مدیر یک صندوق سرمایه‌گذاری به سبد سرمایه‌گذاری خود نگاه می‌کند. این امر فضایی مناسب برای بازسازی شرکت‌ها ایجاد کرده است.

هر بار که یک خرید انجام می‌شود، معمولاً فاصله بین قیمت‌های بازار و ارزشی که برای خریدار دارد، کاهش می‌یابد. این ما را به ویژگی جالبی از این فرآیند می‌رساند. انتظار می‌رود که خرید سهام نقدی، میزان ارزیابی کمتر از حد را به حدی کاهش دهد که دیگر خریدها سودآور نباشند و این حرکت متوقف شود. چرا این فاصله بسته نشده است؟ برای پاسخ به این سوال، باید به یک عامل سیاسی اشاره کنیم. دولت ریگان به سحر و جادو بازار اعتقاد دارد. این باور ابتدا در **deregulation** صنایع تحت نظارت خود را نشان می‌دهد، اما همچنین در نگرش دولت به فعالیت‌های شرکتی به‌طور کلی نیز نفوذ دارد.

اصلاح رسمی قوانین ضد انحصار صورت نگرفته است، اما تغییر اساسی در آنچه که به‌عنوان نقض قوانین ضد انحصار در نظر گرفته می‌شود، به‌وجود آمده است. سهم بازار دیگر به‌عنوان یک مفهوم ایستا، بلکه به‌عنوان یک مفهوم پویا در نظر گرفته می‌شود. نیازی نیست که رقابت در یک صنعت خاص حفظ شود زیرا شرکت‌ها می‌توانند در میان صنایع مختلف با یکدیگر رقابت کنند. بطری‌ها با قوطی‌ها رقابت می‌کنند، پلاستیک با شیشه و آلومینیوم با فولاد. پیشرفت‌های تکنولوژیکی می‌توانند

راه‌های جدیدی از رقابت را باز کنند که قبلاً وجود نداشتند. خدمات تلفن‌های دوردست بهترین مثال است: آنچه قبلاً یک انحصار طبیعی در نظر گرفته می‌شد، به یک بازار بسیار رقابتی تبدیل شده است.

علاوه بر این، بازار ایالات متحده دیگر به‌صورت انزوا در نظر گرفته نمی‌شود: رقابت بین‌المللی منافع مصرف‌کننده را حفظ می‌کند، به‌ویژه زمانی که دلار به شدت قوی است، و منافع ملی، ادغام تولیدکنندگان آمریکایی را به واحدهای کمتر و قوی‌تر دیکته می‌کند. اینکه آیا این ملاحظات در آینده به همان اندازه معتبر خواهند بود که در حال حاضر به‌نظر می‌رسند، سؤال‌برانگیز است؛ اما در حالی که این ملاحظات حاکم هستند، ادغام‌های بزرگ با موانع سیاسی مواجه نیستند که در دولت‌های قبلی با آن‌ها روبرو بودند. من این فرآیند را «اولیگوپولاریزاسیون» (Oligopolization) آمریکا می‌نامم.

در دوران دولت کارتر، هر خرید بزرگ، مانند خرید Utah International توسط General Electric، تحقیقات ضد انحصاری را تحریک می‌کرد که باعث کند شدن معامله می‌شد، حتی اگر آن را متوقف نمی‌کرد. به‌طور کلی بر این باور بودند که شرکت‌های بالای یک اندازه خاص، هم از حمله مصون هستند و هم از انجام حرکات شرکتی مهم محروم‌اند. آن‌ها در نوعی حالت معلق زندگی می‌کردند و مدیران به‌طور ایمن و محدود فقط به اداره کسب‌وکارهای موجود خود مشغول بودند. از آنجا که این دیدگاه به ندرت به چالش کشیده می‌شد، به وسیله

شواهد تأیید نمی‌شد، بلکه به‌صورت یک تعصب غالب بود. این تعصب در ارزیابی سهام نمود پیدا می‌کرد. شرکت‌های کوچک به‌عنوان دارای قرار گرفتن در معرض بیشتر به فعالیت‌های شرکتی در نظر گرفته می‌شدند و در نتیجه بیشتر از حد قیمت‌گذاری می‌شدند. بین سال‌های 1974 و 1979، سهام شرکت‌های کوچک به‌طور قابل توجهی بهتر از شرکت‌های بزرگ عمل کردند و سرمایه‌گذاران متخصص در سهام با سرمایه کوچک از این موضوع بهره‌برداری کردند. فعالیت‌های شرکتی، مانند خریدهای با اهرم، در واقع در این بخش متمرکز شده بودند.

پس از سال 1980، یک تغییر تدریجی اما محسوس به‌وجود آمد. اندازه معاملات افزایش یافت و صنایعی که قبلاً مصون در نظر گرفته می‌شدند، در معرض حمله قرار گرفتند. برای مثال، چند سال پیش شرکت‌های تحت فشار برای دفاع از خود، به خرید ایستگاه‌های رادیویی یا تلویزیونی روی می‌آوردند؛ اما اکنون این صنعت به‌طور کامل در حال تصاحب است. ABC و RCA (که مالک NBC است) در معاملات دوستانه خریداری شدند و CBS که تحت فشار بود، سهام‌دار کنترلی جدیدی به‌دست آورد. این روند در ابتدا شناسایی نشد، اما با گسترش آن از صنعتی به صنعت دیگر، تخیل سرمایه‌گذاران را به خود جلب کرد و اکنون به‌طور کامل در ارزیابی‌های سهام منعکس شده است. از سال 1980، عملکرد نسبی به نفع سهام با سرمایه بزرگ بازگشته است و بدون شک ادغام‌ها در این حرکت

نقش داشته‌اند. با ادامه این فرآیند، به نقطه‌ای خواهیم رسید که انتظارات از واقعیت فراتر می‌رود و قیمت سهام نامزدها مانع از اتمام معاملات خواهد شد. فاصله بین قیمت‌های پیش از معامله و قیمت‌های واقعی پرداخت شده قبلاً کاهش یافته، اما سرعت معاملات هنوز کاهش نیافته است. «ادغام‌گرایی» (Mergers) نیرویی خاص از خود ایجاد کرده است و بدون شک قبل از اینکه این فرآیند خود را به پایان برساند، معاملات با قیمت‌های غیرمنصفانه‌ای انجام خواهد شد.

نگاه کردن به ادغام‌گرایی از دید تحلیلی، می‌توانیم تعامل انعکاسی را به‌طور عمده خودزنی یا خوداصلاحی طبقه‌بندی کنیم. اگر ارتباط خودتقویت‌کننده‌ای وجود داشته باشد، آن به‌صورت افقی است نه عمودی: این ارتباط به تعداد و اندازه شرکت‌های تحت تأثیر افزوده می‌شود تا اینکه ارزش سهام به ارتفاعات غیرقابل تحمل برسد. به‌طور نسبی، حرکت عمودی یا قیمتی کمی وجود دارد. خریداران موفق، مانند GAF Corp، قیمت سهام بالاتری را به‌دست می‌آورند و اگر بتوانند خود را به‌خوبی بازسازی کنند، می‌توانند شرکت دیگری را نیز بلعند. اگر این فرآیند به‌مدت کافی ادامه یابد، محبوب‌ترین شرکت‌ها با قیمت‌های ممتاز ظهور خواهند کرد که برآورده کردن انتظارات را برای آن‌ها آسان‌تر خواهد کرد. Mesa Petroleum در حال ظهور به‌عنوان یک شرکت ممتاز بود تا اینکه Unocal آن را متوقف کرد. از طرف دیگر، Esmark به‌صورت کامل گردشی داشته است، ابتدا خرید و سپس خریداری شد.

ارتباط خودتقویت‌کننده در ابتدا با از بین بردن تعصب منفی شکل می‌گیرد. آنچه که با یک شرکت انجام می‌شود، می‌تواند با شرکت دیگری نیز صورت گیرد و افراد، با الهام از موفقیت‌ها، تلاش می‌کنند تا آنچه که قبلاً غیرممکن به‌نظر می‌رسید را به واقعیت تبدیل کنند. در نهایت، اضافه‌کاری‌ها حتمی خواهد بود. برای کسب بینش بهتر، باید به بازیگران این فرآیند نگاهی دقیق‌تر بیندازیم.

ابتدا دپارتمان‌های ادغام و خرید وجود دارند که معاملات شرکتی را مهندسی می‌کنند؛ سپس وکلا به‌دنبال ایده‌های جدید برای حملات و دفاع‌ها هستند؛ خریداران واقعی؛ تأمین‌کنندگان اعتبار؛ و تاجران آربیتراژ که سهام را پیش و در طول معاملات نگه می‌دارند و اغلب به شرکت‌کنندگان فعال تبدیل می‌شوند. در نهایت، نهادهای نظارتی وجود دارند که قرار است فرآیند را نظارت کنند. تمام شرکت‌کنندگان به‌جز نهادهای نظارتی، در معاملات موفق، سودهای کلانی به‌دست می‌آورند.

سودهای اضافی اغلب منجر به اضافه‌کاری‌های دیگر می‌شوند، به‌ویژه زمانی که اعتبار در میان باشد. نیازی نیست که آن‌ها را به‌طور کلی فهرست کنیم. هر معامله یک درام بزرگ است و این درام بر اساس ضعف‌های انسانی شکل می‌گیرد. روایت این رویدادهای خاص شامل بسیاری از اشتباهات، اغراق‌ها، سوءاستفاده‌ها و همچنین برخی مانورهای جسورانه و اختراعات درخشان خواهد بود. از این منظر، ادغام‌گرایی با سایر فعالیت‌هایی که سودهای ناگهانی تولید می‌کنند، تفاوتی ندارد.

تمایل عمومی وجود دارد که چنین فعالیت‌هایی ادامه یابد تا اینکه برخی از شکست‌ها اثر ناامیدکننده‌ای بگذارند. وقتی اعتبار به‌طور وسیع استفاده می‌شود، شکست‌ها می‌توانند به‌هم پیوسته شوند. به‌عنوان مثال، ما قبلاً حداقل یک مورد داشتیم که یک تاجر آربیتراژ بزرگ، ایوان بوسکی، مجبور به تصفیه موقعیت‌های خود شد و برخی دیگر نیز به همین وضعیت دچار شدند.

نگرانی‌های زیادی در مورد بدهی جمع‌آوری‌شده در خریدهای با اهرم وجود دارد. تا به‌حال، بیشتر اعتبار از بانک‌ها تأمین می‌شد. همان‌طور که دیدیم، آن‌ها سعی کردند بعد از بحران بدهی بین‌المللی با رشد خود را از مشکلات بیرون آورند و خریدهای با اهرم یک بازار آماده را فراهم کردند. اما نهادهای نظارتی قبل از بحران‌های دوقلوی بانک کانتیننتال ایلینوی و مؤسسه مالی آمریکا، شروع به جلوگیری از اعطای اعتبار به خریدهای با اهرم کردند. مدتی به‌نظر می‌رسید که تأمین اعتبار خشک خواهد شد و سرعت فعالیت‌های شرکتی کاهش یابد. این موضوع در نیمه دوم سال 1984، بلافاصله پس از اینکه برخی از شرکت‌های بزرگ نفتی بلعیده شدند، اتفاق افتاد؛ انتخابات در حال نزدیک شدن بود و احساس می‌شد که تصاحب‌های اضافی ممکن است سیاسی شرم‌آور باشد.

پس از انتخابات، ادغام‌گرایی با قدرت بیشتری از سر گرفته شد، اما منبع اصلی تأمین اعتبار از بانک‌ها به **junk bonds**[45](اوراق قرضه بی‌کیفیت) تغییر یافت. این تغییر احتمالاً ناشی از ضرورت بود — Unocal از Security Pacific Bank به‌خاطر ارائه اعتبار به یک دشمن شرکتی شکایت کرد — اما به‌عنوان یک بهبود فنی در نظر گرفته شد. **Junk bonds** انعطاف‌پذیرتر و آسان‌تر ترتیب داده می‌شوند و ویژگی‌هایی دارند که می‌توانند به‌منظور مقاصد مالیاتی مورد بهره‌برداری قرار گیرند. Drexel Burnham، نیروی غالب در تأمین مالی **junk bonds**، می‌تواند در کوتاه‌ترین زمان تقریباً اعتبار نامحدودی را تأمین کند.

آیا همه‌چیز به پایان بدی خواهد رسید؟ پیش‌بینی آن غیرممکن است. همان‌طور که اشاره شد، ارتباط اصلی انعکاسی یک ارتباط خوداصلاحی است. مدل **"bump**[46]**"** که برای شرکت‌های هلدینگ توسعه داده‌ایم، قابل اعمال نیست. احتمالاً این فرآیند پس از اینکه تمام زمین‌های مستعد را درنوردید، خود را خاموش می‌کند. اما فاجعه نمی‌تواند نادیده گرفته شود. اثر خالص این است که میزان زیادی بدهی به شرکت‌های بازسازی‌شده وارد می‌شود. سناریوهای مختلف می‌توانند به وضعیتی منجر شوند که بدهی را دشوار می‌کند. اگر دایره امپراتوری معکوس شود و

---

[45] اوراق قرضه‌ای با ریسک بالا که به سرمایه‌گذاران نسبت به اوراق قرضه با کیفیت بالا، سود بیشتری می‌دهند.

[46] مدلی برای توضیح عملکرد شرکت‌های هلدینگ که در آن فعالیت‌های مختلف تحت تأثیر یکدیگر قرار می‌گیرند.

دلار به‌طور همزمان با رکود اقتصادی کاهش یابد، نرخ بهره نیز ممکن است در همان زمان افزایش یابد و شرکت‌های با اهرم بالا با بدترین شرایط ممکن مواجه شوند. در آینده نزدیک، سقوط ناگهانی قیمت نفت می‌تواند جریان نقدی شرکت‌های نفتی با بدهی زیاد مانند Phillips Petroleum را به خطر اندازد. یک ورشکستگی عمده می‌تواند دایره جادویی دارندگان **junk bonds** را باز کند.

تا به‌حال، ادغام‌گرایی تأثیر قابل تشخیصی بر سرنوشت دایره امپراتوری نداشته است. احتمالاً با سوق دادن مدیریت‌ها به سمت توجه به کوتاه‌مدت، فعالیت‌های سرمایه‌گذاری فیزیکی در ایالات متحده را کاهش داده است، اما سرمایه‌گذاری همچنان به‌طرز شگفت‌انگیزی قوی باقی مانده است. ادغام‌گرایی احتمالاً به تقاضا برای اعتبار کمک کرده و باعث شده است که بانک‌ها از خارج وام بگیرند تا در داخل وام دهند؛ اما وقتی نقش بانک‌ها کاهش یافت، جریان ورود سرمایه از خارج ادامه یافت. اگر ارتباطی انعکاسی وجود داشته باشد، بسیار ظریف است و به راحتی قابل تشخیص نیست: این به جذابیت کلی ایالات متحده برای سرمایه‌گذاری خارجی در حال حاضر مربوط می‌شود.

یک ارتباط دیگر که بیشتر نگران‌کننده است، شروع به ظهور کرده است. میزان زیادی اعتبار در خرید شرکت‌ها مورد استفاده قرار می‌گیرد؛ این اعتبار سپس با فروش دارایی‌هایی که به‌عنوان وثیقه خدمت می‌کنند، بازپرداخت می‌شود. هر دو

فعالیت، استفاده غیرمولد از اعتبار و فروش دارایی‌های وثیقه‌ای، روندهای انقباضی موجود را تشدید می‌کنند. بنابراین ادغام‌گرایی ممکن است روند بازگشت دایره امپراتوری را تسریع کند.

با فرض اینکه این فرآیند به فاجعه ختم نشود، اثر کلی آن چیست؟ ما با یک بسته مختلط مواجه هستیم. در مقایسه با **bump-holding** که بیشتر فعالیت‌ها محدود به بازار سهام بود، تغییرات زیادی در دنیای واقعی به‌وجود خواهد آمد. به‌طور کلی، سودآوری شرکت‌ها افزایش خواهد یافت، دارایی‌ها دوباره توزیع می‌شوند و مدیریت‌های کسالت‌آور به تحرک در می‌آیند. صنایع به‌طور کلی بیشتر **oligopolistic** خواهند شد. تا زمانی که دایره امپراتوری حاکم است، این تغییرات مطلوب و احتمالاً برای بقای بسیاری از صنایع ضروری هستند. اگر و زمانی که رقابت از سمت واردات کاهش یابد، این تغییرات ممکن است در واقع به نقطه‌ای برگردد که به شرایط جدید مناسب نباشد.

مانیا به‌عنوان یک فرآیند سازگاری، ما با مسئله‌ای مواجه هستیم که در جهانی از تعاملات بازتابی وجود دارد: سازگاری با چه چیزی؟ این شبیه به تیراندازی به هدفی است که خود تیراندازی باعث حرکت هدف می‌شود.

حتی اگر بازسازی شرکت‌ها به‌عنوان یک فرآیند سازگاری در نظر گرفته شود، بهتر است که این فرآیند کندتر شود. اگر سرعت آن کمتر باشد، تعداد معاملات کمتری انجام خواهد شد زیرا نرخ

بازده کمتر جذاب خواهد بود. این یک بهبود خواهد بود زیرا تمایل به انجام معاملات بیشتر از آنچه که توسط ملاحظات اقتصادی بلندمدت توجیه می‌شود، وجود دارد. قوانین مالیاتی در این مورد مسئولیت اصلی را دارند، اما شرکت‌کنندگانی که با پول دیگران بازی می‌کنند نیز باید بخشی از مسئولیت را بر عهده بگیرند. انگلستان دارای یک کمیته خرید و فروش است که قوانین بازی را بررسی می‌کند؛ ما نیز می‌توانیم از یک چنین ترتیبی بهره‌مند شویم.

در سطح نظری، این تحلیل نشان می‌دهد که مدل رونق/رکود به‌طور مستقیم قابل اعمال به تمام فرآیندهای بازتابی نیست. با در نظر گرفتن این درس، حالا به سؤال زیر می‌پردازیم: نتیجه نهایی دایره امپراتوری چه خواهد بود؟

یادداشت دسامبر ۱۹۸۶

اتفاقی که افتاد این بود که "مانیا" (Mania) که به هجوم به ادغام‌ها اشاره دارد، از دایره امپراتوری (Empire Circle) طولانی‌تر شد. اوراق قرضه بی‌کیفیت (Junk Bonds) در برخی مواقع با چالش‌هایی مواجه شدند، به‌ویژه زمانی که قیمت نفت به زیر ۱۰ دلار افت کرد و شرکت LTV ورشکست شد، اما بازار مجدداً بهبود یافت. دارندگان سهام و اوراق قرضه بی‌کیفیت در خریدهای با اهرم به‌خاطر کاهش نرخ بهره بسیار سود بردند، هرچند که اوراق قرضه بی‌کیفیت معمولاً عقب‌تر از اوراق قرضه با کیفیت بالا قرار دارند. قانون اصلاح مالیاتی سال ۱۹۸۶ (Tax

Reform Act of 1986) تأثیر معکوس داشت و سرعت معاملات را قبل از اجرایی شدن آن در تاریخ ۱ ژانویه ۱۹۸۷ تسریع کرد.

سپس ماجرای بوسکی (Boesky) پیش آمد و جامعه آربیتراژ (Arbitrage) به شدت تحت تأثیر قرار گرفت. ابعاد کامل این رسوایی هنوز مشخص نیست، اما به‌راحتی می‌توان تصور کرد که چه عواقبی خواهد داشت. این تحقیقات در حال حاضر بسیاری از بازیگران اصلی را غیرفعال (immobilized) کرده و قرار است که نحوه بازی تغییر کند. به‌طور کلی، زیاده‌روی‌های سفته‌بازی که ناشی از مانیا بوده، حذف خواهد شد و آنچه باقی می‌ماند، بازسازی مداوم شرکت‌های آمریکایی خواهد بود. ورودی خالص پول به اوراق قرضه بی‌کیفیت معکوس خواهد شد و میزان اهرم‌گذاری (Leverage) خریدها به‌طور قابل توجهی کاهش خواهد یافت. مهم‌تر از همه، بازفاینانس (Refinancing) معاملات زمانی که دچار مشکل می‌شوند، دشوارتر خواهد شد و جنبه بی‌کیفیتی اوراق قرضه بی‌کیفیت بیشتر نمایان خواهد شد.

به‌طور خلاصه، ماجرای بوسکی نه تنها پایان بازسازی شرکتی نیست، بلکه یک نقطه عطف مشخص و بسیار دراماتیک در جنبه‌های بازتابی مانیا به شمار می‌رود. همان‌طور که در دیگر موارد مشابه، مدتی پس از این نقطه عطف خواهد بود که تلفات نمایان می‌شوند. ماجرای بزرگ مانیا هنوز در راه است.

(EPIC زیرمجموعه‌ای بود که بانک پس‌انداز جامعه مریلند (Maryland Savings Bank) را به ورشکستگی کشاند.)

ما تحلیل "دایره امپراتوری" (Empire Circle) را از حدود انتخابات سال ۱۹۸۴ آغاز می‌کنیم. در آن زمان، این سیستم به‌خوبی عمل می‌کرد و همگام با رشد اقتصاد و افزایش ارزش دلار در ایالات متحده پیش می‌رفت. بانکداران مرکزی جهانی به‌خوبی از ناپایداری این وضعیت آگاه بودند؛ هرچند تلاش آن‌ها در اوایل سال ۱۹۸۴ برای تضعیف دلار ناکام ماند و این ارز به اوج ارزش خود رسید. اقتصاد آمریکا به اندازه‌ای قدرتمند بود که حتی افزایش اندک نرخ بهره نیز تأثیر چشم‌گیری نداشت. سرمایه‌گذاران خارجی که دارایی‌هایی به دلار داشتند و صادرکنندگان به ایالات متحده، به‌طور چشم‌گیری از این وضعیت سود می‌بردند.

در این میان، صنعت آمریکا باوجود فشار شدید واردات، به‌سختی توانست مقاومت کند و به‌جای انتقال تولیدات به خارج، با سرمایه‌گذاری در فناوری‌های پیشرفته، تلاش در رقابت و ادامه فعالیت داشت. نقطه عطف اصلی در پایان سال ۱۹۸۴ رخ داد؛ زمانی که رشد اقتصادی کند شد و نرخ بهره کاهش یافت، اما ارزش دلار پس از یک افت کوتاه‌مدت، به رشد خود ادامه داد. تصور عمومی بر این بود که قدرت دلار به قدرت اقتصادی آمریکا و تفاوت نرخ بهره بستگی دارد. اما سرانجام، مقاومت دلار در برابر کاهش نرخ، آخرین مدافعان تضعیف آن را وادار به پذیرش این قدرت کرد و نرخ برابری ارز به‌شدت افزایش

یافت. این تغییر فشار بیشتری بر صنعت آمریکا وارد آورد و به کاهش تولید داخلی و افزایش واردات منجر شد. در نهایت، قدرت دلار به‌عنوان یک چالش داخلی برای اقتصاد آمریکا تبدیل شد.

تحولات پس از انتخابات

پس از انتخابات، سیاست اقتصادی ایالات متحده دستخوش تغییرات مهمی شد. در نتیجه جابجایی پست‌ها، وزیر خزانه‌داری، دونالد ریگان، و مشاور ریاست‌جمهوری، جیمز بیکر، جای یکدیگر را گرفتند. تا آن زمان، اختلاف میان وزارت خزانه‌داری و بانک مرکزی مانع از همکاری آن‌ها بود، اما پس از تغییرات، یک تفاهم حاصل شد که هدف اصلی آن کاهش سرعت "دایره امپراتوری" و مدیریت جریان سرمایه بود. این هدف مستلزم کاهش کسری بودجه و تسهیل سیاست‌های پولی بود. همچنین، از شرکای تجاری اصلی ایالات متحده خواسته شد که سیاست‌های خود را تعدیل و با ایجاد مشوق‌های مالی به تحریک بازار کمک کنند و درعین‌حال نرخ بهره خود را حفظ کنند. امید آن بود که این اقدامات به کاهش ارزش دلار منجر شود. وزیر خزانه‌داری، بیکر، حتی آمادگی خود را برای مذاکره درباره اصلاح نظام نرخ ارز پیش از نشست اقتصادی "بُن" در مه ۱۹۸۵ اعلام کرد، اما در نهایت نتوانست این وعده را عملی کند. علاوه بر این، تلاش‌های او برای کاهش کسری بودجه نیز در کنگره موفقیتی نداشت، هرچند دولت به

وضوح نشان داد که برای همکاری با هرگونه راهکاری که کنگره برای کاهش بودجه ارائه کند، آمادگی دارد.

در ادامه، دلار دچار افت شدیدی شد و حدود ۱۵ درصد نسبت به "مارک آلمان" کاهش یافت، اما برای سه ماه در سطحی پایدار باقی ماند و اخیراً نیز دوباره کاهش یافته است. با وجود این، این تعدیل تاثیر چندانی بر صنایع داخلی نداشت؛ به‌خصوص که رکود بخش کالاهای قابل تجارت (tradable goods) همچنان پابرجاست و بخش کالاهای سرمایه‌ای نیز با چالش‌های خاص خود مواجه است. بخش خدمات و دفاع اما همچنان در وضعیتی قوی قرار دارد. کاهش قابل توجه نرخ بهره، اقتصاد را تحریک کرد، اما تا زمانی که دلار در همین سطح باقی بماند، بسیاری از تأثیرات مثبت این کاهش از طریق واردات مجدداً از کشور خارج می‌شود. مهم‌تر از همه، فشار بر سودآوری در بخش کالاهای قابل تجارت همچنان ادامه دارد.

دو سناریو

با نگاهی به آینده، می‌توان دو سناریوی ممکن را متصور شد. در سناریوی نخست، دلار تا ۲۰ تا ۲۵ درصد کاهش می‌یابد و از این طریق به بخش کالاهای قابل تجارت آرامش نسبی می‌بخشد. این کاهش ممکن است باعث اندکی تورم شود، هرچند افزایش هزینه‌های واردات ممکن است با کاهش قیمت نفت جبران شود. در این سناریو، اقتصاد آمریکا بهبود یافته و پایه‌ای مستحکم برای دلار فراهم می‌شود؛ به این ترتیب، این سناریو به اصطلاح "فرود نرم" (soft landing) خواهد بود. چشم‌انداز

این سناریو از آغاز شکل‌گیری دایره امپراتوری تاکنون بهتر از هر زمانی است، زیرا مقامات نیاز به کنترل فرآیند خودتحکیمی را درک کرده و همکاری می‌کنند. به این ترتیب، نوسانات نرخ ارز به جای سیستم آزاد و نوسانی به تدریج به سیستمی مدیریت‌شده تبدیل می‌شود.

سناریوی دوم، امکان عدم کاهش دلار و سقوط ناگهانی آن را دربر می‌گیرد. در این وضعیت، صادرکنندگان خارجی هر کاهش ارزش کوچکی را جذب می‌کنند و به دلیل بازار ضعیف از افزایش قیمت‌های فروش خود خودداری می‌کنند. بخش کالاهای قابل تجارت همچنان تحت فشار باقی می‌ماند و ضعف آن تهدیدی برای سایر بخش‌ها خواهد بود. بانک مرکزی، که مصمم است از رکود اقتصادی جلوگیری کند، همچنان به تزریق پول به اقتصاد ادامه می‌دهد، اما بخش عمده‌ای از تحریکات از طریق واردات مجدداً به خارج نشت می‌کند. در نهایت، زمانی می‌رسد که سرمایه‌گذاران خارجی از نگه‌داری دلار امتناع کنند؛ در این شرایط، نرخ بهره بلندمدت افزایش می‌یابد، ارزش دلار ناگهان سقوط می‌کند و چشم‌انداز تورمی وخیم‌تر می‌شود و اقتصاد وارد رکودی عمیق می‌شود. این سناریو که می‌توان آن را سناریوی فاجعه (disaster scenario) نامید، سیستم مالی شکننده‌ای را در معرض آزمایشی سخت قرار می‌دهد که احتمالاً بدون آسیب جدی نمی‌توان از آن عبور کرد.

آزمایشی در زمان واقعی

اکنون (اوت ۱۹۸۵) در چنین وضعیتی قرار داریم. به‌عنوان یک

فعال بازار، باید بر اساس تحلیل خود از احتمالات موجود تصمیم‌گیری کنم. نظریه "بازتابی" (Reflexivity)، به شکلی که تا کنون توسعه داده شده، پیش‌بینی‌های روشنی ارائه نمی‌دهد، اما می‌تواند در شکل‌گیری نظرهایم سودمند باشد. پیش از این، از آن در این ظرفیت استفاده کرده‌ام و اکنون سعی دارم این کار را ادامه دهم.

پیشنهاد می‌کنم آزمایشی ترتیب دهیم. در این آزمایش، دیدگاه‌ها و تصمیمات فعلی سرمایه‌گذاری خود را ثبت می‌کنم و در طول زمان و به موازات نگارش این کتاب، این دیدگاه‌ها را به‌طور هم‌زمان به‌روز و اصلاح خواهم کرد. این آزمایش با انتشار کتاب متوقف خواهد شد و خواننده قادر خواهد بود که نتایج را مورد قضاوت قرار دهد. این آزمونی عملی برای ارزش (در صورت وجود) روش من خواهد بود و همچنین بینشی درباره فرآیند تصمیم‌گیری یک فعال بازار ارائه می‌دهد.

صندوق سرمایه‌گذاری کوانتوم

چند توضیح درباره "صندوق کوانتوم" (Quantum Fund) که من مدیریت آن را بر عهده دارم: این صندوق از نظر ساختار بی‌همتاست؛ از اهرم (leverage) استفاده می‌کند، در بازارهای مختلف فعالیت دارد و مهم‌تر از همه، به شکلی مدیریت می‌شود که گویی پول خود من در آن سرمایه‌گذاری شده است؛ که البته تا حدودی نیز چنین است. بسیاری از صندوق‌های سرمایه‌گذاری ممکن است یکی از این ویژگی‌ها را داشته باشند،

اما من نمی‌دانم که صندوق دیگری وجود دارد که همه آن‌ها را ترکیب کند.

بهترین راه برای درک نقش اهرم این است که یک پرتفوی سرمایه‌گذاری معمولی را به‌صورت یک طرح سطحی در نظر بگیرید. اهرم بُعد سوم را به این ساختار اضافه می‌کند: اعتباری که به پرتفوی عمق می‌بخشد و آن را از حالت تخت و سطحی به ساختاری سه‌بعدی و مستحکم تبدیل می‌کند.

صندوق‌های اهرمی غالباً سرمایه‌های قرضی خود را به همان شکلی که سرمایه اصلی سهامشان را مدیریت می‌کنند، به کار می‌گیرند. اما این روش در مورد صندوق کوانتوم متفاوت است. ما در بسیاری از بازارها فعالیت داریم و اغلب سهام خود را در اوراق سهام سرمایه‌گذاری می‌کنیم، و از اهرم (Leverage) برای معاملات گمانه‌زنی در بازار کالاها بهره می‌بریم. کالاهایی که شامل آتی‌های شاخص سهام، اوراق قرضه و ارزها (Currencies) هستند. به‌طور کلی، سهام نقدشوندگی کمتری نسبت به کالاها دارند. از همین رو، ما بخشی از سرمایه اصلی سهام خود را در اوراق کمتر نقدشونده سرمایه‌گذاری کرده و از این طریق، خود را از خطر سقوط ناگهانی در صورت درخواست حاشیه ایمن می‌سازیم.

در مدیریت صندوق، من تفاوتی مشخص بین سرمایه‌گذاری‌های کلان اقتصادی (Macroeconomic) و خرد اقتصادی (Microeconomic) قائل می‌شوم. تحلیل‌های کلان اقتصادی

معمولاً مشخص‌کننده سطح ورود ما به بازارهای مختلف، از جمله بازار سهام هستند؛ در حالی که تحلیل‌های خرد اقتصادی بیشتر در انتخاب سهام مشخص تأثیرگذارند. بنابراین، مالکیت یک سهم خاص دارای دو جنبه کلان و خرد است؛ به این معنا که از یک سو بر حجم کلی ورود صندوق به بازار سهام اثر می‌گذارد و از سوی دیگر، در صورت خارجی بودن آن سهم، بر وضعیت ارزی صندوق نیز تأثیر دارد. در مقابل، یک موقعیت شاخص سهام یا ارز تنها بعد کلان دارد. بدیهی است که در هر زمان می‌توانیم جنبه کلان موقعیت سهام خود را از طریق شاخص‌های سهام و قراردادهای آتی ارز متعادل یا خنثی کنیم.

در ارتباط با ارزها، باور دارم که سیستم نوسانی نرخ‌های ارز (Floating Exchange Rates) ما را با یک انتخاب جدی روبه‌رو می‌سازد: نمی‌توان از سرمایه‌گذاری در یک ارز خاص خودداری کرد، و خودداری از تصمیم‌گیری در مورد قرار گرفتن در ارز هم نوعی تصمیم است؛ مگر اینکه بخواهیم یک اختیار ارزی (Currency Option) خریداری کنیم، که در این صورت هزینه‌ای مشخص برای دوری از این تصمیم‌گیری پرداخت خواهد شد. نتیجه منطقی این دیدگاه من آن است که حتی در صورت نداشتن برنامه‌ای واضح، خود را موظف به تصمیم‌گیری درباره ارزها می‌دانم.

(این بخش در ژانویه ۱۹۸۷ نوشته شده است.)

Quantum Fund N.V.			
Date	*Net Asset Value Per "A" Share*	*Change from Preceding Year*	*Size of Fund*
1/31/69	$ 41.25	——	$ ——
12/31/69	53.37	+29.4%	6,187,701
12/31/70	62.71	+17.5%	9,664,069
12/31/71	75.45	+20.3%	12,547,644
12/31/72	107.26	+42.2%	20,181,332
12/31/73	116.22	+ 8.4%	15,290,922
12/31/74	136.57	+17.5%	18,018,835
12/31/75	174.23	+27.6%	24,156,284
12/31/76	282.07	+61.9%	43,885,267
12/31/77	369.99	+31.2%	61,652,385
12/31/78	573.94	+55.1%	103,362,566
12/31/79	912.90	+59.1%	178,503,226
12/31/80	1,849.17	+102.6%	381,257,160
12/31/81	1,426.06	−22.9%	193,323,019
12/31/82	2,236.97	+56.9%	302,854,274
12/31/83	2,795.05	+24.9%	385,532,688
12/31/84	3,057.79	+ 9.4%	448,998,187
8/16/85*	4,379.00	+43.2%	647,000,000

* Unaudited.

مفهوم سرمایه‌گذاری کلان اقتصادی را برای مدیریت صندوق تنظیم کرده‌ام. این نوع سرمایه‌گذاری‌ها گاهی می‌توانند پیامدهای غیرقابل‌پیش‌بینی و حتی فاجعه‌بار داشته باشند. به همکارانی که بدون آگاهی از این نوع ریسک‌ها در مدیریت سرمایه فعالیت می‌کنند، گاهی حسادت می‌کنم؛ چراکه آنها از چالش‌های انتخاب‌های وجودی که ما در مدیریت ریسک‌های کلان تجربه می‌کنیم، بی‌خبرند. به‌عنوان مثال، ضررهایی که در سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۵ تجربه کردم، زمانی که ارزش دلار همچنان در حال افزایش بود، برای آنان اتفاق نیفتاد.

به‌طور کلی، صندوق کوانتوم ترکیبی از ویژگی‌های صندوق‌های سهام و صندوق‌های کالایی را دارد. در ابتدای کار، فعالیت این

صندوق تقریباً به‌طور کامل بر بازار سهام متمرکز بود؛ اما با افزایش نوسانات اقتصادی، نقش اوراق قرضه و ارزها نیز در آن پررنگ‌تر شد. طی چند سال اخیر، تمرکز ما بر گمانه‌زنی‌های کلان اقتصادی بوده و از میزان اهرم (Leverage) کمتری نسبت به صندوق‌های کاملاً کالایی استفاده می‌کنیم. این نوع سرمایه‌گذاری به ما امکان ایجاد تعادل بهتر و تقویت ساختار پرتفوی (Portfolio) را می‌دهد.

صندوق کوانتوم برای هرگونه سرمایه‌گذاری در هر جهت، محدودیت‌های مشخصی دارد. اتکای بیش از حد به مقررات حاشیه‌ای، سرمایه‌گذاران را در معرض خطر قرار می‌دهد، زیرا این امر ممکن است آنها را مجبور به فروش دارایی‌هایشان در بدترین زمان ممکن کند. برای پیشگیری از چنین شرایطی، نیازمند حاشیه ایمنی بیشتری هستیم. این حاشیه ایمنی را می‌توان با بررسی میزان قدرت خرید غیرمتعهد اندازه‌گیری کرد، هرچند که این معیار کاملاً مطمئن نیست؛ زیرا الزامات حاشیه‌ای (Margin Requirements) برای انواع مختلف سرمایه‌گذاری‌ها به‌طور چشمگیری متفاوت است. به‌عنوان مثال، بیشتر سهام‌های ایالات متحده به ۵۰٪ حاشیه نیاز دارند، درحالی‌که برای سهام‌های خارجی این مقدار حدود ۳۰-۳۵٪ است و حاشیه آتی‌های شاخص S&P تنها ۶٪ تعیین شده است. کنترل ریسک یکی از پیچیده‌ترین مسائل در مدیریت صندوق اهرمی است و برای آن پاسخ ساده و قطعی وجود ندارد. به‌طور کلی، تلاش می‌کنم در هر بازار بیش از ۱۰۰٪ از

سرمایه اصلی صندوق را درگیر نکنم، اما با توجه به شرایط، تعریف من از "بازار" ممکن است تغییر کند. ممکن است سهام‌های مرتبط و غیرمرتبط را با هم ترکیب کنم یا آن‌ها را بر اساس حال و هوای بازار از هم جدا کنم.

نگرانی من بیشتر در حفظ سرمایه صندوق است تا حفظ سودهای مقطعی. بنابراین، هنگامی که نظریات و استراتژی‌های سرمایه‌گذاری من به نتایج مثبت دست پیدا می‌کنند، محدودیت‌های تعیین‌شده‌ام را با اطمینان بیشتری می‌پذیرم. تعیین حد و مرز بین سرمایه و سود در صندوق کار آسانی نیست، به‌ویژه زمانی که بخش اعظم سرمایه، در حقیقت سود انباشته‌شده است. خلاصه‌ای از عملکرد صندوق تا زمان شروع این آزمایش در ادامه آمده است.

سال ۱۹۸۰ تنها سالی بود که صندوق بیش از دو برابر شد و پس از آن در سال ۱۹۸۱ با زیانی چشمگیر مواجه شد. در فاز نخست این آزمایش، فعالیت‌های صندوق بیشتر بر موضوعات کلان اقتصادی متمرکز بود و استراتژی‌های خرد اقتصادی تأثیر چندانی نداشتند. بنابراین، در خلاصه‌سازی وضعیت سرمایه‌گذاری صندوق بر جنبه کلان تمرکز کردم. با این حال، در فاز کنترل، نقش استراتژی‌های خرد اقتصادی به‌تدریج افزایش یافت و جایگاه بیشتری در عملکرد صندوق پیدا کرد. این تغییر با نتیجه‌گیری کلان من درباره فرا رسیدن زمان ورود به بازار سهام همسو بود. از آنجا که مسائل خرد اقتصادی تنها در فاز کنترل اهمیت یافتند، از پرداختن به آنها در سایر مراحل اجتناب

می‌کنم، به‌جز یک استثنا: استراتژی من در سهام مرتبط با بازار املاک و مستغلات ژاپن که در مرحله دوم اهمیت یافت.

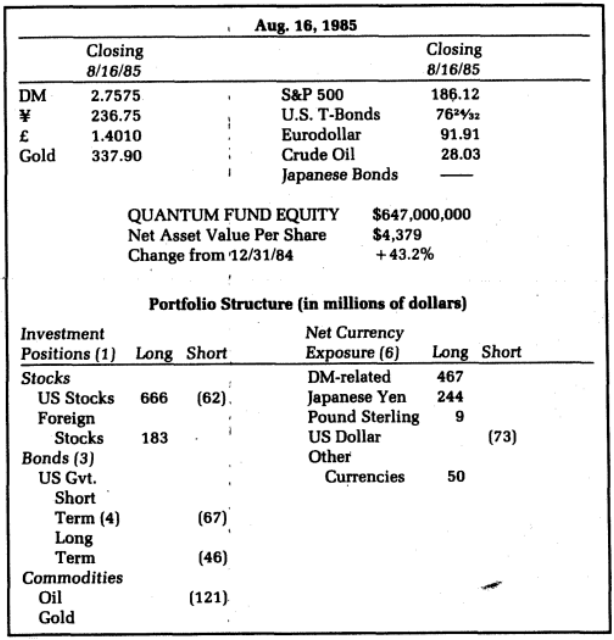
وضعیت کلی صندوق در جدولی که پس از هر گزارش روزانه آورده شده، خلاصه شده و فعالیت‌ها و عملکرد صندوق نیز به‌صورت گرافیکی در انتهای هر مرحله از آزمایش ارائه شده است. نمایش گرافیکی مربوط به فاز کنترل به دو بخش تقسیم شده، زیرا این فاز تقریباً دو برابر طول سایر مراحل بوده است؛ به همین دلیل، نمودارها به چهار دوره زمانی تقریباً مساوی تقسیم شده‌اند.

راهنما برای اعداد داخل پرانتز (۱) تا (۶) که در جداول یادداشت‌های روزانه آمده است:

1. ارزش خالص قراردادهای آتی به دلار.
2. خرید خالص (+) یا فروش (-) از گزارش قبلی.
3. ارزش بازار اوراق قرضه دولتی ۳۰ ساله معادل. مثلاً، ۱۰۰ میلیون دلار از اوراق خزانه‌داری ۴ ساله معادل ۲۸.۵ میلیون دلار از اوراق قرضه ۳۰ ساله است.
4. اوراق خزانه‌داری و یادداشت‌های آمریکا با سررسید حداکثر دو سال، که به معادل اوراق قرضه ۳۰ ساله کاهش یافته‌اند (به یادداشت ۳ مراجعه شود).
5. اوراق قرضه دولتی ژاپن به دلیل نوسانات کمتر در مقایسه با اوراق قرضه آمریکا. مثلاً، تا ۳۰ ژوئن ۱۹۸۶، ۱۰۰ میلیون دلار اوراق قرضه ژاپن معادل نوسان ۶۶.۲

میلیون دلار اوراق قرضه ۳۰ ساله آمریکا بود. این تفاوت تنظیم نشده است.

6. قرار گرفتن خالص صندوق در ارز شامل سهام، اوراق قرضه، قراردادهای آتی، نقدینگی و حاشیه‌ها است و مجموع آن با کل سرمایه صندوق برابر است. موقعیت کوتاه در دلار نشان‌دهنده آن است که قرار گرفتن صندوق در ارزهای اصلی (مثل مارک آلمان، ین، و پوند استرلینگ) بیشتر از مجموع سرمایه صندوق است. سرمایه‌گذاری در ارزهای دیگر (که نوسانات کمتری دارند) به‌صورت جداگانه نمایش داده می‌شود و در محاسبه وضعیت صندوق در دلار لحاظ نمی‌شوند. تغییرات درصدی در ارزش خالص دارایی‌ها در این جداول به هر سهم اشاره دارد. ارزش خالص کل صندوق کوانتوم تأثیر چندانی از تغییرات نقدینگی و اشتراک‌ها نمی‌پذیرد.



Aug. 16, 1985

	Closing 8/16/85		Closing 8/16/85
DM	2.7575	S&P 500	186.12
¥	236.75	U.S. T-Bonds	76²⁴⁄₃₂
£	1.4010	Eurodollar	91.91
Gold	337.90	Crude Oil	28.03
		Japanese Bonds	——

QUANTUM FUND EQUITY	$647,000,000
Net Asset Value Per Share	$4,379
Change from 12/31/84	+43.2%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Currency Exposure (6)	Long	Short
Stocks			DM-related	467	
US Stocks	666	(62)	Japanese Yen	244	
Foreign Stocks	183		Pound Sterling	9	
Bonds (3)			US Dollar		(73)
US Gvt. Short Term (4)		(67)	Other Currencies	50	
Long Term		(46)			
Commodities					
Oil		(121)			
Gold					

مرحله ۱: اوت ۱۹۸۵-دسامبر ۱۹۸۵

آغاز آزمایش: یکشنبه، ۱۸ اوت ۱۹۸۵

بازار سهام به این نتیجه رسیده است که افزایش سریع عرضه پول نشان‌دهنده تقویت اقتصادی است. در نتیجه، سهام‌های چرخه‌ای (Cyclical Stocks) در حال رشد هستند، در حالی که سهام‌های حساس به نرخ بهره و سهام‌های دفاعی (Defensive Stocks) با کاهش ارزش مواجه شده‌اند. در این

شرایط، باید درباره رویکرد مناسب تصمیم‌گیری می‌کردم. به این نظریه بی‌اعتماد بودم؛ با این حال، برای مقابله مستقیم با آن اطمینان کافی نداشتم. در نتیجه، هیچ اقدامی انجام ندادم. سبد سهامم عمدتاً شامل شرکت‌هایی است که از فرایند بازسازی سازمانی بهره می‌برند، همچنین سهام شرکت‌های بیمه املاک که به چرخه خاص خود وابسته‌اند.

در زمینه ارزها، گرایش من به سوی یک سناریوی «فرود نرم» (Soft Landing) بود. باور داشتم که رشد اقتصادی می‌تواند منجر به تقویت دلار شود، به‌ویژه که تعداد زیادی از سرمایه‌گذاران در حال اتخاذ موقعیت‌های فروش (Short Position) بر دلار بودند. این مسئله می‌توانست به بازگشتی شدید و هرچند موقتی در ارزش دلار منجر شود؛ بنابراین، حفظ موقعیت‌های کوتاه مدت در دلار خالی از ریسک نبود. به همین دلیل، در آن دوره موقعیت‌های ارزی خود را به‌طور قابل توجهی کاهش داده بودم. با این حال، به دلایلی که در ادامه توضیح می‌دهم، در روزهای اخیر مجدداً برخی از این موقعیت‌ها را بازیابی کردم.

در کل، نسبت به چشم‌انداز «فرود نرم» خوش‌بین بوده‌ام، چراکه کاهش ارزش دلار توسط مقامات مدیریت شده بود. یک کاهش خودبه‌خودی می‌توانست خطرات بیشتری داشته باشد. پس از انتخاب مجدد رونالد ریگان، مقامات سیاست‌های مؤثری را اتخاذ کرده و به نظر می‌رسد هماهنگی بیشتری بین آن‌ها برقرار شده است.

Aug. 16, 1985

	Closing 8/16/85		Closing 8/16/85
DM	2.7575	S&P 500	186.12
¥	236.75	U.S. T-Bonds	76²⁄₃₂
£	1.4010	Eurodollar	91.91
Gold	337.90	Crude Oil	28.03
		Japanese Bonds	——

QUANTUM FUND EQUITY	$647,000,000
Net Asset Value Per Share	$4,379
Change from 12/31/84	+43.2%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	*Long*	*Short*	*Net Currency Exposure (6)*	*Long*	*Short*
Stocks			DM-related	467	
US Stocks	666	(62)	Japanese Yen	244	
Foreign Stocks	183		Pound Sterling	9	
Bonds (3)			US Dollar		(73)
US Gvt. Short Term (4)		(67)	Other Currencies	50	
US Gvt. Long Term		(46)			
Commodities					
Oil		(121)			
Gold					

دائرةالمعارف امپراتوری در حال اصلاح است: بانک‌ها به شیوه‌های سالم‌تری بازمی‌گردند، کسری بودجه کاهش می‌یابد و نرخ‌های بهره (Interest Rates) پایین‌تر می‌آید.

به رغم خوش‌بینی‌ام، درک این نکته که زمانی که افراط‌های گذشته اصلاح می‌شوند، بیشترین خطرات وجود دارد، بر خوش‌بینی‌ام تأثیر می‌گذارد. این افراط‌ها به نیازهای خاصی پاسخ می‌دادند و در غیر این صورت توسعه نمی‌یافتند. آیا سیستم می‌تواند بدون آن‌ها کار کند؟ علاوه بر این، روند اصلاح می‌تواند نیروی خود را ایجاد کرده و به روند معکوس منجر شود.

همه چیز به چشم‌انداز اقتصادی بستگی دارد. اگر اقتصاد در نیمه دوم سال ۱۹۸۵ تقویت شود، همه چیز به خوبی پیش خواهد رفت. حتی اگر در سال ۱۹۸۶ ضعف دوباره‌ای رخ دهد، ساختار مالی در موقعیت بهتری برای تحمل عواقب آن خواهد بود. به هر حال، این احتمال خیلی دور از واقعیت نیست که به تصمیمات سرمایه‌گذاری فعلی مرتبط باشد.

من خود را برای رقابت با حرفه‌ای‌هایی که اطلاعات بسیار بیشتری برای پیش‌بینی روند واقعی اقتصاد دارند، به‌طور مناسبی شایسته نمی‌دانم. به همین دلیل تصمیم گرفته‌ام در سهام چرخه‌ای (Cyclical Stocks) کنار بمانم.

مهم‌ترین متغیر، هزینه‌های مصرف‌کننده (Consumer Spending) است. برخی کارشناسان ادعا می‌کنند که

مصرف‌کنندگان بیش از حد درگیر شده‌اند؛ دیگران استدلال می‌کنند که اگر پول در دسترس باشد، مصرف‌کننده آمریکایی به خرج کردن آن اطمینان دارد. من چه کسی هستم که قضاوت کنم؟ تنها برتری رقابتی که دارم، نظریه‌ی بازتابی (Reflexivity) است. این نظریه باعث می‌شود که از نظر من به‌طور منفی از نظر جمعی فاصله بگیرم. من اعتقاد دارم که ما در دوره‌ای از انقباض اعتباری (Credit Contraction) هستیم که در آن ارزش‌های وثیقه در حال کاهش است. اگر مصرف‌کنندگان به تحریکات پاسخ ندهند، این موضوع منطقی خواهد بود. این یک وضعیت کلیدی است که در آن اسب را به آب می‌برند: آیا خواهد نوشید؟ قبل از اینکه بتوانم به نتیجه‌ای در مورد وضعیت منفی برسم، به شواهد بیشتری نیاز دارم.

اخیراً، چنین نشانه‌هایی را مشاهده کرده‌ام. شاید قانع‌کننده‌ترین آن عمل خود بازار بود. بازار سهام به طرز مشکوکی بد عمل می‌کرد. ممکن است تعجب‌آور باشد که من بازار سهام را به عنوان یک نشانگر معتبر بپذیرم پس از اینکه اصل بایاس بازار (Market Bias) را اعلام کرده‌ام. اما من همچنین ادعا کرده‌ام که بازار به گونه‌ای عمل می‌کند که پیش‌بینی‌ها به حقیقت بپیوندد.

گزارش‌های اقتصادی مختلف نیز از ادامه‌ی ضعف خبر می‌دهند. به عنوان مثال، فروش خودرو (Car Sales) کاهش یافته است. من به این گزارش‌ها اهمیت زیادی نمی‌دهم، زیرا ضعف کنونی به‌خوبی شناخته شده است. آنچه هنگام شروع

ترویج نرخ بهره پایین جنرال موتورز (General Motors) اتفاق می‌افتد، بیشتر مهم خواهد بود. من تحت تأثیر گزارشی که نشان می‌دهد محصولات امسال رکوردشکنی خواهند داشت، قرار گرفتم. این بدان معناست که یا فشار در بخش کشاورزی افزایش خواهد یافت یا باید پول بیشتری برای حمایت از قیمت محصولات کشاورزی خرج شود.

ارزها (Currencies) در حال نزدیک شدن به بالاترین حدهای خود در دامنه‌ی تجاری‌شان بودند. انتظار می‌رفت که بانک مرکزی آلمان (Bundesbank) نرخ تنزیل (Discount Rate) را کاهش دهد، اما مارک (Deutsche Mark) حاضر به کاهش ارزش نبود. در روز چهارشنبه، ۱۴ اوت، تصمیم گرفتم نیمی از موقعیتم را در مارک آلمان ایجاد کنم؛ پس از اینکه نرخ تنزیل آلمان واقعاً کاهش یافت و مارک همچنان قوی ماند، بقیه موقعیتم را خریداری کردم. در بعدازظهر پنجشنبه، فدرال رزرو (Federal Reserve) از افزایش بزرگ در MI (Monetary Indicator) خبر داد؛ افزایش در M3 (Broad Money Supply) ملایم‌تر بود. اوراق قرضه (Bonds) سقوط کردند و من متوجه شدم که فرضیه‌ام در مورد ارزها در حال آزمون است. اگر حکمت متعارف غالب شود، ارزها باید به خاطر انتظار یک اقتصاد قوی‌تر و نرخ‌های بهره بالاتر سقوط کنند. اما اگر شرایط تغییر کرده باشد، دارندگان دارایی‌های دلاری باید به افزایش عرضه پول (Money Supply) با تبدیل بخشی از آن به ارزهای

خارجی پاسخ دهند. به طور اتفاقی، ارزها کاهش نیافتند و فرضیه‌ام تقویت شد.

سپس شواهد بیشتری آمد. در روز جمعه، هم شروع‌های مسکن (Housing Starts) و هم مجوزهای جدید به‌ویژه برای ساختمان‌های چند خانواری کاهش یافتند. این موضوع شک من را تایید کرد که صنعت مسکن در مشکلاتی به سر می‌برد. در این صورت، املاک تجاری (Commercial Real Estate) باید در وضعیت بدتری باشند. اوراق قرضه افزایش یافتند، اما بازار سهام تحت فشار باقی ماند.

اکنون من آماده‌ام شرط‌بندی کنم که کاهش در اقتصاد به یک رکود (Recession) تبدیل خواهد شد: انقباض اعتباری بر افزایش عرضه پول غلبه خواهد کرد. من مشکوک هستم که اختلاف بین MI و M3 نشان‌دهنده این باشد که اسب آب نمی‌نوشد. من آماده‌ام تا حداکثر موقعیت را در ارزها بگیرم، هم از نظر بلندمدت و هم کوتاه‌مدت، و اوراق قرضه را در هنگام افزایش بفروشم. اگر ارزها به‌طور فعال پاسخ ندهند، ممکن است مجبور شوم محتاط‌تر عمل کنم و در بخش کوتاه‌مدت از موقعیت‌های ارزی خود ضرر کنم.

شاید پرسیده شود که چرا من اوراق قرضه را در صورت انتظار یک رکود بفروشم. پاسخ این است که من انتظار دارم رکود به دلیل کاهش ارزش دلار (Dollar) منجر به افزایش نرخ‌های بهره بلندمدت (Long-Term Interest Rates) شود. این حرکت

دائرةالمعارف امپراتوری به دنده معکوس است. من می‌دانم که فروش من ممکن است زودهنگام باشد؛ بنابراین فقط یک موقعیت کوچک را شروع خواهم کرد. همچنین در نظر دارم تا در بازار سهام هم فروش کوتاه (Short Selling) انجام دهم، اما فقط اگر در پاسخ به کاهش دلار افزایش یابد. هم موقعیت‌های ارزی و هم اوراق قرضه من باید قبل از اینکه من وارد ریسک اضافی شوم، کار کنند.

بیشتر موقعیت‌های ارزی من در مارک آلمان است. من همچنین موقعیت قابل توجهی در ین (Yen) دارم، اما انتظار دارم که ین به آرامی و بعداً حرکت کند. باید توضیح دهم که چرا. ژاپن نرخ پس‌انداز (Savings Rate) بسیار بالایی دارد و سرمایه‌گذاری داخلی (Domestic Investment) کاهش یافته است. با سرمایه‌گذاری پس‌اندازهای خود در خارج، ژاپن قادر است سطح تولیدی را حفظ کند که به‌مراتب بالاتر از مصرف داخلی است. این‌گونه است که ژاپن می‌تواند به یک قدرت اقتصادی پیشرو در جهان تبدیل شود: نرخ بالای پس‌انداز، مازاد پایدار صادرات (Trade Surplus) و انباشت دارایی‌های خارجی (Foreign Assets) به طور همزمان قدرت و نفوذ ژاپن را در جهان افزایش می‌دهد.

ژاپن از دائرةالمعارف امپراتوری بسیار راضی است و می‌خواهد آن را تا حد امکان طولانی کند. سیاست این‌گونه از سوی مقامات ژاپنی بیان می‌شود: "ما می‌خواهیم ایالات متحده به عنوان قدرت اقتصادی پیشرو در جهان موفق باشد، زیرا این

امکان را برای ما فراهم می‌کند که به عنوان شماره دو موفق شویم." در واقع، ژاپن ایالات متحده را مانند یک دوچرخه‌سوار می‌بیند که از ماشین جلوی خود استفاده می‌کند تا مقاومت باد را کاهش دهد. ژاپن می‌خواهد تا حد امکان در پشت ایالات متحده بماند و برای این منظور آماده است کسری بودجه ایالات متحده را تأمین مالی کند. جریان‌های سرمایه بلندمدت (Long-Term Capital Flows) از ژاپن از ۱۷.۷ میلیارد دلار در سال ۱۹۸۳ به ۴۹.۷ میلیارد دلار در سال ۱۹۸۴ افزایش یافته و این روند هنوز هم رو به افزایش است. این عامل مهم‌ترین عامل در پایین نگه داشتن ین بوده است. حال که روند دلار معکوس شده است، ممکن است ین در برابر دلار تقویت شود، اما احتمالاً در برابر ارزهای اروپایی (European Currencies) کاهش خواهد یافت.

من در رسیدن به این نتیجه با مشکلات قابل توجهی روبرو بوده‌ام. در دهه ۱۹۷۰، ژاپن سیاست نگه‌داشتن ارزش ین را بالا دنبال می‌کرد که موانع بالایی را برای صادرکنندگان ایجاد می‌کرد تا به‌طور سودآور صادرات انجام دهند. این سیاست در حمایت از صنایعی که ژاپن در آن‌ها بیشترین مزیت رقابتی را داشت، بسیار موفق بود و صادرات قدیمی و کم سود را دلسرد می‌کرد. انتظار داشتم که در محیطی که سایر کشورهای جهان به طور فزاینده‌ای از تحمل مازاد صادرات ژاپن بی‌میل بودند، ژاپن دوباره از مکانیزم قیمت (Price Mechanism) برای تنظیم صادرات خود استفاده کند، نه اینکه خود را در معرض محدودیت‌های

کمی (Quantitative Restrictions) قرار دهد. این به معنای سیاست نرخ بالای ارز (High Exchange Rate Policy) بود.

من نتوانستم تفاوت بنیادی بین دو مجموعه از شرایط را شناسایی کنم. در واقع، ژاپن با ایالات متحده و اروپا، منازعه‌ای را به طرز متفاوتی مدیریت می‌کند. حفظ سیستم بازار آزاد برای ژاپن اهمیت زیادی دارد. با نگاهی به اقتصاد جهانی، ژاپن خود را در یک موقعیت منحصر به فرد می‌بیند و نمی‌خواهد به راحتی از آن خارج شود. زیرا در گذشته، سرکوب‌های فزاینده ایالات متحده منجر به ریسک‌هایی شد که برای خود ایالات متحده غیرقابل تصور بودند.

من نمی‌توانم به سادگی نسبت به این واقعیت بی‌توجه باشم. در جستجوی شواهدی هستم که نشان دهد اصلاحات می‌تواند واقعاً به عقب برگردد. اگر ناامید شده‌ام، ممکن است ناشی از افراط‌گری غیرقابل اجتناب در یک سیستم نوسانی باشد. اما این واقعیت که نمی‌توانم شواهدی از شکاف‌ها پیدا کنم، نیز دلیلی برای نگرانی است. اگر این‌طور باشد، باید بیشتر مراقب باشم.

چندین بازار و اقتصاد وجود دارد که در آن‌ها احساس می‌کنم، هم تئوری و هم عمل در حال مواجهه با نتایج نادرستی هستند. بایاس بازار (Market Bias) بر تأثیر نادرست شکل‌دهی دوربین ناشناخته در این اقتصاد تأکید می‌کند. نشانه‌هایی از کاهش در بازارهای املاک و مستغلات (Real Estate Markets) به وضوح مشهود است و من در مورد اینکه آیا این به آنچه که در نظر

دارم منجر می‌شود یا نه، تردید دارم. اگر ین (Yen) به ناچار افزایش یابد، پایداری دو متغیر کلیدی که به آن‌ها اشاره کردم به شدت آزمایش خواهد شد. من با قاطعیت این اظهارنظر را بیان نمی‌کنم، زیرا نمی‌خواهم از زیر بار استدلال فرار کنم، اما نگرانم که صراحتی که در ساختار اقتصادی خود دارم به خطر بیفتد.

مهم‌ترین سوالی که برای من مطرح می‌شود، این است که آیا این تغییرات در نهایت اثرات بالایی بر بازارهای مالی خواهد داشت یا نه. بله، من شک دارم. اما نمی‌دانم آیا پیروزی من همچنان در برابر سازوکار اجتناب‌ناپذیر عمل خواهد کرد یا خیر. باید برای تغییر در نظر خود آماده شوم، اما برای تغییرات قابل توجهی که بر احساسات بازار تأثیر بگذارد، به شواهد بیشتری نیاز دارم. در غیر این صورت، می‌خواهم منتظر بمانم و دقیقاً درباره نقاط عطف قرار بگیرم، به‌خصوص از نظر تأثیرات بالقوه بر قیمت‌های سهام (Stock Prices) و اوراق قرضه (Bonds).

دوشنبه، ۹ سپتامبر ۱۹۸۵

آزمایش با شروع بدی مواجه شده است. ارزها بلافاصله پس از اینکه من تمام موقعیتم را به‌دست آوردم، به اوج خود رسیدند و در سه روز گذشته به شدت سقوط کردند. همچنین، اوراق قرضه (Bonds) نیز به اوج خود رسیدند و سپس افت کردند.

Sept. 6, 1985

	Closing 9/6/85	% Change from 8/16		Closing 9/6/85	% Change from 8/16
DM	2.9235	−6.0	S&P 500	188.24	+1.1
¥	242.10	−2.3	U.S. T-Bonds	75 19/32	−1.6
£	1.3275	−5.2	Eurodollar	91.66	−.3
Gold	320.70	−5.1	Crude Oil	27.75	−1.0
			Japanese Bonds	——	

QUANTUM FUND EQUITY	$627,000,000
Net Asset Value Per Share	$4,238
Change from 8/16/85	−3.2%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 8/16	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 8/16
Stocks				DM-related	491		+24
US Stocks	653	(65)	−16	Japanese Yen	308		+64
Foreign				Pound Sterling	10		+1
Stocks	163		−20	US Dollar		(182)	−109
Bonds (3)				Other			
US Gvt.				Currencies	45		−5
Short							
Term (4)			+67				
Long							
Term			+46				
Commodities							
Oil		(145)	−24				
Gold							

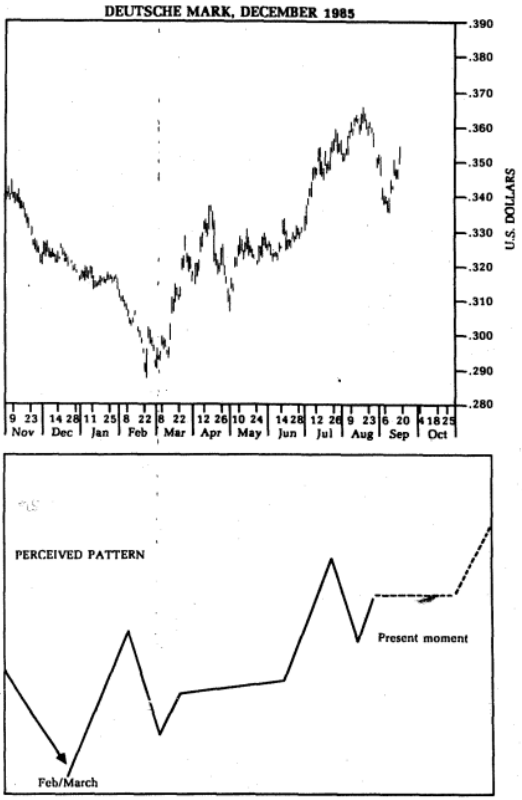


Chart reprinted by permission from the weekly CRB Futures Chart Service. The FCS is a publication of Commodity Research Bureau, a Knight-Ridder Business Information Service. Editorial offices of CRB are located at 100 Church St., Suite 1850, New York, NY 10007. All material is protected by copyright and may not be reproduced without permission.

آزمایش شروع بدی داشته است. ارزها بلافاصله پس از اینکه موقعیت کاملم را به‌دست آوردم، به اوج رسیدند و در سه روز گذشته به شدت سقوط کردند. همچنین، اوراق قرضه (Bonds) نیز به اوج خود رسیدند و سپس افت کردند. افزایش قیمت اوراق قرضه به قدری بود که من را مجبور کرد موقعیت کوچک

فروش خود را با ضرر ببندم، اما همچنان موقعیت‌های خرید ارزی‌ام را که اکنون در آنها هم ضرر می‌کنم، نگه داشته‌ام. تنها چیزی که به نفع من عمل کرده، نفت (Oil) است، جایی که از بازار قوی استفاده کردم تا موقعیت‌های فروش خود را تا بهار سال آینده گسترش دهم. به طور کلی، معاملات من ضعیف بوده و از آغاز آزمایش ضرر زیادی کرده‌ام. خوشبختانه، سودهایی که در اوایل سال جاری به دست آورده‌ام، هنوز مرا در وضعیت راحتی نگه داشته‌اند.

علت این عقب‌گرد، مجموعه‌ای از آمارهایی است که نشان‌دهنده رشد اقتصادی هستند. عرضه پول (Money Supply) افزایش یافته، کسری تجاری (Trade Deficit) کاهش یافته و ارقام اشتغال (Employment Figures) و فروش خرده‌فروشی (Retail Sales) بهبود پیدا کرده‌اند. به ویژه، فروش خودرو (Car Sales) در ده روز اولی که شرکت‌های خودروسازی شرایط اعتباری تشویقی (Incentive Credit) ارائه کردند، به شدت افزایش یافت. این شواهد نشان می‌دهد که در نهایت "اسب آب می‌نوشد" (به این معنا که اقتصاد واکنش مثبت نشان می‌دهد).

من تمایل دارم با این شواهد مقابله کنم و اگر به اندازه کافی دقت کنم، می‌توانم ناهنجاری‌هایی پیدا کنم که بیشتر ارقام را توضیح دهند. اما یک واقعیت باقی می‌ماند: افزایش فروش خودرو به اندازه‌ای است که تولیدات تهاجمی شرکت‌های خودروسازی را توجیه می‌کند. بررسی دقیق‌تر نشان می‌دهد که

تقریباً همه افزایش‌های شغلی مربوط به صنعت خودرو بوده است. سوال کلیدی این است که: مصرف کل چگونه است؟ آیا فروش خودرو نشانه‌ای از رفتار مصرف‌کنندگان است، یا این افزایش در سایر زمینه‌ها کاهش پیدا خواهد کرد؟ پاسخ را فقط زمانی خواهیم دانست که دیگر خیلی دیر شده باشد.

فعلاً به دیدگاهی پایبندم که اقتصاد همچنان ضعیف است. کاهش ارزش دلار (Dollar Devaluation) به اندازه کافی بزرگ نبوده تا به تولید کمک کند. وضعیت کشاورزی (Agricultural Sector) بدتر از همیشه است. ساخت‌وساز مسکن (Housing Construction) می‌تواند دوباره به اقتصاد کمک کند—مسکن بیشتر به نرخ بهره (Interest Rates) و اشتغال وابسته است—اما من فکر می‌کنم که اثرات منفی ناشی از انقباض اعتباری (Credit Contraction) و کاهش ارزش وثیقه‌ها (Collateral Devaluation)، همان‌طور که در فروپاشی شرکت EPIC (زیرمجموعه برنامه‌ریزی سهام جامعه پس‌انداز و وام مریلند) مشاهده می‌شود، صنعت ساخت‌وساز را تحت فشار قرار خواهد داد. بدهی مصرف‌کنندگان (Consumer Debt) سنگین است و فروش قوی خودرو در حال حاضر، فروش‌های آینده را کاهش خواهد داد. وقتی مدل‌های ۱۹۸۶ ماه آینده به فروش برسند، اقتصاد احتمالاً به همان موقعیتی باز خواهد گشت که قبل از آغاز تبلیغات اعتباری شرکت‌های خودرو در آن قرار داشت.

فدرال رزرو (Federal Reserve) به دلیل ضعف‌های موجود در ساختار مالی تمایلی به تشدید سیاست‌های اعتباری (Monetary Policy) ندارد. اگر دلارها سریع‌تر از جذب خارجی‌ها تولید شوند، نرخ ارز باید دوباره به مسیر کاهشی خود بازگردد—مگر اینکه اقتصاد به اندازه‌ای قوی باشد که فدرال رزرو را وادار به سیاست‌های انقباضی کند. همیشه به همان سوال بازمی‌گردیم: قدرت اقتصاد چقدر است؟

از آن‌جا که نمی‌توانم این موضوع را به طور قطع حل کنم، تصمیم گرفته‌ام بر اساس حرکت بازار عمل کنم. به نظر می‌رسد که مارک آلمان (Deutsche Mark) الگویی را دنبال کرده است که شامل یک افزایش شدید، یک سقوط شدید مشابه، و سپس بازگشت نیمی از سقوط و دوره‌ای از تثبیت است. اگر این الگو حفظ شود، احتمالاً اکنون در پایین‌ترین نقطه دومین افت قرار داریم. این با سناریوی اقتصادی من همخوانی دارد.

آزمایش بد پیش می‌رود و اگر شرایط اقتصادی مطابق با انتظارات من پیش نرود، باید حجم معاملاتم را نصف کنم تا بتوانم دوباره شرایط اقتصادی را ارزیابی کنم. این کار به طور اجتناب‌ناپذیری باعث ضرر خواهد شد، زیرا اگر انتظاراتم درست باشد، قادر نخواهم بود بدون پرداخت هزینه بیشتر، موقعیت خود را دوباره به‌دست آورم. و اگر اشتباه کرده باشم، در مورد نصف موقعیتی که نگه داشته‌ام، زیان بیشتری متحمل خواهم شد. این بهایی است که باید به‌خاطر گرفتن موقعیت بیش از حد در زمان اشتباه بپردازم.

اگر موقعیت‌های ارزی‌ام امن‌تر به نظر می‌رسیدند، شاید به خرید برخی اوراق قرضه دولتی (Government Bonds) در دوره بعدی فکر می‌کردم، زیرا نرخ‌های بهره واقعی (Real Interest Rates) بار دیگر به سطوح غیرقابل تحملی رسیده‌اند، به‌ویژه اگر عربستان سعودی (Saudi Arabia) واقعاً تولید نفت خود را افزایش دهد.

دیدگاه من درباره چشم‌انداز بلندمدت دوباره به سمت بدبینی متمایل شده است. ساختار مالی دچار آسیب‌های بیشتری شده است. قبلاً داستان EPIC را ذکر کرده‌ام؛ سیستم اعتبار کشاورزی نیز به مشکلات خود اعتراف کرده است؛ و بحران نقدینگی (Liquidity Crisis) در آفریقای جنوبی (South Africa) یک سابقه جدید ایجاد کرده که ممکن است بانک‌ها را تشویق کند در مواجهه با شرایط مشابه، سریع‌تر اقدام کنند. اگرچه اقتصاد ایالات متحده (United States) نشانه‌هایی از قدرت نشان می‌دهد، اما وضعیت نهادهای مالی ما ضعیف‌تر از چند هفته پیش به نظر می‌رسد.

شنبه، ۲۸ سپتامبر ۱۹۸۵

ما در زمان‌های هیجان‌انگیزی زندگی می‌کنیم. نشست اضطراری وزرای دارایی و رؤسای بانک‌های مرکزی گروه پنج که یکشنبه گذشته در هتل پلازا برگزار شد، یک رویداد تاریخی به شمار

می‌رود. این نشست نشان‌دهنده انتقال رسمی از سیستم نرخ ارز شناور آزاد به سیستم نرخ ارز شناور مدیریت‌شده است. خوانندگان فصل مربوط به **reflexivity** در بازارهای ارز در کتاب من متوجه می‌شوند که این تغییر را به‌عنوان امری دیرهنگام تلقی می‌کنم.

به‌سختی توانستم موقعیت‌های ارزی خود را حفظ کنم و پس از نشست گروه پنج یکشنبه گذشته، توانستم بهترین سود زندگی‌ام را به‌دست آورم. یک‌شنبه شب (صبح دوشنبه در هنگ‌کنگ) به‌سرعت وارد بازار شدم و ین بیشتری خریدم و آن‌ها را در بازاری صعودی نگه داشتم. سودهای هفته گذشته نه تنها ضررهای انباشته از معاملات ارزی در چهار سال گذشته را جبران کرد، بلکه اکنون در مجموع جلو هستم.

آنچه به من جرأت داد که موقعیت‌های ارزی خود را نگه‌دارم، ضعف قابل توجه بازار سهام بود. قدرت دلار به قوت اقتصاد بستگی دارد. کاهش قیمت سهام می‌تواند تأثیر زیادی بر تصمیمات مصرف‌کنندگان برای خرج کردن و تصمیمات سرمایه‌گذاری فعالان اقتصادی داشته باشد. علاوه بر این، اگر رکودی در راه باشد، به دلیل کاهش ارزش وثیقه‌ها رخ خواهد داد و بازار سهام یکی از مهم‌ترین ذخایر وثیقه است.

Sept. 27, 1985

	Closing 9/27/85	% Change from 9/6		Closing 9/27/85	% Change from 9/6
DM	2.6820	+8.3	S&P 500	181.30	−3.7
¥	217.24	+10.3	U.S. T-Bonds	75¹⁸⁄₃₂	+.1
£	1.4190	+6.9	Eurodollar	91.71	+.1
Gold	328.40	+2.4	Crude Oil	28.93	+4.3
			Japanese Bonds	——	

QUANTUM FUND EQUITY	$675,000,000
Net Asset Value Per Share	$4,561
Change from 9/6/85	+7.6%
Change from 8/16/85	+4.2%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 9/6*	*Net Currency Exposure (6)*	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 9/6*
Stocks				DM-related	550		+59
US Stocks	530	(85)	−143	Japanese Yen	458		+150
Foreign				Pound Sterling		(44)	−54
Stocks	142		−21	US Dollar		(289)	−107
Bonds (3)				Other			
US Gvt.				Currencies	16		−29
Short Term (4)							
Long Term		(77)	−77				
Commodities							
Oil		(176)	−31				
Gold							

مارک آلمان (**Deutsche Mark**[47]) به‌سختی در چارچوب الگوی پیش‌بینی‌شده باقی ماند و اعصابم به‌شدت تحت فشار قرار

[47] واحد پول سابق آلمان که قبل از ورود یورو به‌عنوان ارز رسمی استفاده می‌شد.

گرفت. اما تا زمانی که گروه پنج (**Group of Five**[48]) جلسه داشتند، مارک آلمان طبق الگوی مورد انتظار صعود کرد. خوشحالم که بگویم واکنش بازار به این جلسه باعث شد که این الگو شکسته شود. الگوها برای این هستند که توسط رویدادهای تاریخی شکسته شوند و این جلسه واقعاً شایسته این عنوان بود.

این جلسه به ابتکار وزارت خزانه‌داری برگزار شد. فدرال رزرو نسبتاً دیر در جریان قرار گرفت. هدف اصلی این جلسه کاهش شدت فشارهای حمایت‌گرایانه بود.



Chart reprinted by permission from the weekly CRB Futures Chart Service. The FCS is a publication of Commodity Research Bureau, a Knight-Ridder Business Information Service. Editorial offices of CRB are located at 100 Church St., Suite 1850, New York, NY 10007. All material is protected by copyright and may not be reproduced without permission.

[48] به گروهی از وزرای دارایی و رؤسای بانک‌های مرکزی پنج کشور بزرگ اشاره دارد که در زمینه همکاری‌های مالی و اقتصادی فعالیت می‌کنند.

این جلسه به صورت اضطراری برگزار شد و سیاست جامع و کاملی از پیش تدوین نشده بود. با این حال، یک تعهد ایجاد شد و سیاست‌ها در ادامه شکل خواهند گرفت. اینکه ارزها چگونه مدیریت خواهند شد، هنوز مشخص نیست. دخالت در بازار فقط در کوتاه‌مدت مؤثر است و باید با اقدامات دیگری پشتیبانی شود. به نظر من، بیشتر اقدامات باید از سوی ژاپن انجام شود. در ژاپن، بانک مرکزی هنوز از اعتبار و نفوذ کافی برخوردار است که بتواند نرخ ین را تقریباً به دلخواه افزایش دهد؛ اما برای حفظ این افزایش، مقامات باید جلوی خروج سرمایه را بگیرند و با کاهش مالیات‌ها یا افزایش هزینه‌های دولتی (یا هر دو)، برای پس‌اندازهای داخلی کاربردهای بیشتری پیدا کنند. علاوه بر این، باید اقدامات قابل توجهی برای حذف موانع غیرتعرفه‌ای برای واردات انجام شود. اگر به اندازه کافی تلاش نشود، حفظ بهبود در نرخ ین دشوار خواهد بود.

مشکل ارزهای اروپایی متفاوت است. جریان‌های سفته‌بازی بزرگ‌تر است و تأثیر بانک‌های مرکزی ضعیف‌تر. مارک آلمان خیلی کمتر از ین حرکت کرد، که نشان می‌دهد سفته‌بازان و دارندگان دارایی‌های نقدی درباره اهمیت این تغییر جدید هنوز تردید دارند. اگر مارک آلمان همچنان به این روند ادامه دهد...

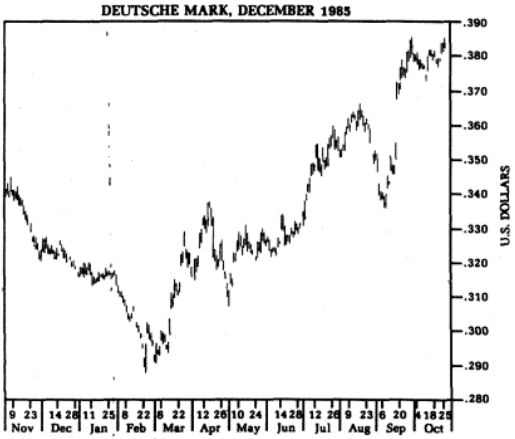


Chart reprinted by permission from the weekly CRB Futures Chart Service. The FCS is a publication of Commodity Research Bureau, a Knight-Ridder Business Information Service. Editorial offices of CRB are located at 100 Church St., Suite 1850, New York, NY 10007. All material is protected by copyright and may not be reproduced without permission.

این جلسه به‌صورت اضطراری برگزار شد و سیاست جامع و کاملی از پیش تدوین نشده بود. با این حال، یک تعهد ایجاد شد و سیاست‌ها در ادامه شکل خواهند گرفت. نحوه مدیریت ارزها هنوز مشخص نیست. دخالت در بازار تنها در کوتاه‌مدت مؤثر است و باید با اقدامات دیگری پشتیبانی شود. به نظر من، بیشتر این اقدامات باید از سوی ژاپن انجام شوند. در ژاپن، بانک مرکزی هنوز از اعتبار و نفوذ کافی برخوردار است که بتواند نرخ ین (**Yen**) را تقریباً به دلخواه افزایش دهد. اما برای حفظ این افزایش، مقامات باید جلوی خروج سرمایه را بگیرند و با کاهش مالیات‌ها یا افزایش هزینه‌های دولتی (یا هر دو)، کاربردهای بیشتری برای پس‌اندازهای داخلی پیدا کنند. علاوه بر این، باید اقدامات قابل‌توجهی برای حذف موانع غیرتعرفه‌ای

برای واردات انجام شود. اگر تلاش کافی صورت نگیرد، حفظ بهبود در نرخ ین دشوار خواهد بود.

مشکل ارزهای اروپایی متفاوت است. جریان‌های سفته‌بازی (**Speculative Flows**[49]) بزرگ‌تر و تأثیر بانک‌های مرکزی ضعیف‌تر است. مارک آلمان (**Deutsche Mark**) خیلی کمتر از ین حرکت کرد، که نشان می‌دهد سفته‌بازان و دارندگان دارایی‌های نقدی درباره اهمیت این تغییر جدید هنوز تردید دارند. اگر مارک آلمان همچنان به این روند ادامه دهد، حفظ بهبود در نرخ ین دشوار خواهد بود.

مشکل ارزهای اروپایی متفاوت است. جریان‌های سفته‌بازی (**Speculative Flows**) در این ارزها بزرگ‌تر و تأثیر بانک‌های مرکزی ضعیف‌تر است. حرکت مارک آلمان (**Deutsche Mark**) بسیار کمتر از ین (**Yen**) بود، که نشان می‌دهد سفته‌بازان و دارندگان دارایی‌های نقدی هنوز نسبت به اهمیت این تغییر جدید تردید دارند. اگر مارک آلمان به این روند ادامه دهد...

این جلسه به‌طور اضطراری برگزار شد و سیاست جامع و کاملی از پیش تدوین نشده بود. با این حال، یک تعهد صورت گرفت و سیاست‌ها در ادامه شکل خواهند گرفت. نحوه مدیریت ارزها هنوز مشخص نیست. مداخله در بازار تنها در کوتاه‌مدت مؤثر

---

[49] جریان‌های مالی ناشی از فعالیت‌های سفته‌بازی، که معمولاً به خرید و فروش دارایی‌ها با هدف کسب سود سریع اشاره دارد.

است و نیاز به پشتیبانی با اقدامات دیگر دارد. به نظر من، بیشتر این اقدامات باید از سوی ژاپنی‌ها صورت گیرد. در ژاپن، بانک مرکزی هنوز اعتبار و نفوذ کافی دارد که بتواند ین را به دلخواه بالا ببرد؛ اما برای حفظ این وضعیت، مقامات باید از خروج سرمایه جلوگیری کرده و برای پس‌اندازهای داخلی کاربردهای جدیدی پیدا کنند؛ مثلاً با کاهش مالیات‌ها یا افزایش هزینه‌های دولتی (یا هر دو). علاوه بر این، باید اقدامات مهمی برای حذف موانع غیرتعرفه‌ای واردات انجام شود. اگر این اقدامات کافی نباشند، حفظ بهبود نرخ ین دشوار خواهد بود.

مشکل ارزهای اروپایی متفاوت است. جریان‌های سفته‌بازی بزرگ‌تر و تأثیر بانک‌های مرکزی ضعیف‌تر است. حرکت مارک آلمان بسیار کمتر از ین بود، که نشان می‌دهد سفته‌بازان و دارندگان دارایی‌های نقدی هنوز نسبت به اهمیت این تغییر جدید تردید دارند. اگر مارک آلمان به تقویت ادامه دهد، ممکن است مشکل در متوقف کردن این روند پیش آید. من تعجب نخواهم کرد اگر ولکر (**Paul Volcker**)، رئیس وقت فدرال رزرو، بیشتر وقت خود را در روز یکشنبه به بحث درباره چگونگی جلوگیری از سقوط دلار و نه کاهش آن سپری کرده باشد.

از زمان جلسه، من تمرکز خود را بر روی ین گذاشته‌ام، زیرا این ارز برای مقابله با احساسات حمایت‌گرایانه اهمیت بیشتری دارد. اما اگر سیاست مداخله موفق باشد، من قصد دارم مارک آلمان را بیشتر از ین نگه دارم. ین به سطح معقولی (حدود 200 ین در برابر دلار) تقویت خواهد شد، اما مارک ممکن است

بیش از حد ارزش پیدا کند. در نهایت، بازی اصلی ممکن است در طلا (**Gold**) باشد، به‌ویژه در صورت وقوع رکود اقتصادی در ایالات متحده.

اوضاع بازار سهام بدتر از آن چیزی است که انتظار داشتم. در واقع، پس از جلسه گروه پنج (**Group of Five**)، من برای تجارت قراردادهای آتی **S&P Futures** (S&P) خریداری کردم و مجبور شدم موقعیتم را با ضرر بفروشم. به‌طور کلی، عملکرد بازار بسیار نگران‌کننده است. کاهش ارزش وثیقه‌ها به‌مراتب بدتر از چیزی است که چند ماه پیش پیش‌بینی کرده بودم. اکنون باور دارم که اقتصاد قبل از اینکه اقدامات کنونی بتوانند به نتیجه برسند، وارد رکود خواهد شد. همچنین فکر می‌کنم که اقدامات بیشتری در راه خواهد بود. همان‌طور که فشارهای حمایت‌گرایانه منجر به تغییر در نظام نرخ ارز شد، فشار نرخ‌های بهره واقعی بالا نیز ممکن است در نشست نوامبر به توافق تسلیحاتی گسترده و کاهش تنش منجر شود. من نگران شش ماه آینده هستم، اما چشم‌انداز بهتری برای سیاست‌های مثبت می‌بینم، بیش از هر زمان دیگری از زمان شکل‌گیری حلقه امپراتوری. به‌طور کلی، من فرصت زیادی برای اتخاذ موضع منفی در بازار سهام نمی‌بینم، هرچند معتقدم نقدینگی اهمیت زیادی دارد و آرزو می‌کنم نقدینگی بیشتری داشتم.

موقعیت‌های کوتاه من در نفت به ضررم پیش می‌روند. اتحاد جماهیر شوروی عرضه‌های خود را کاهش داد و جزیره خارگ عملاً از کار افتاد. من تصمیم گرفتم موقعیت کوتاه خود برای

مارس و آوریل را با خرید قراردادهای آتی برای ژانویه پوشش دهم. اختلاف قیمت بین اکنون و ژانویه بسیار زیاد است. نگه داشتن موقعیت کوتاه بسیار پرهزینه شده است. با خرید برای ژانویه، من عملاً زمان را متوقف کرده‌ام و قصد دارم در آینده موقعیت کوتاه خود را دوباره برقرار کنم.

یکشنبه، ۲۰ اکتبر ۱۹۸۵

بازار ارز مملو از شایعات درباره اقدامات احتمالی در طول آخر هفته یا در جریان سفر نخست‌وزیر ژاپن، "یاسوهیرو ناکاسونه" (**Yasuhiro Nakasone**) به ایالات متحده است.

من تمایل دارم شایعات را نادیده بگیرم. در واقع، من از قوت فعلی بازار استفاده می‌کنم تا موقعیت‌های فروش کوتاه‌مدت خود را در دلار کمی کاهش دهم. قصد دارم در دوره بازپرداخت اوراق قرضه دولت ایالات متحده، این موقعیت‌ها را بیشتر افزایش دهم.

Oct. 18, 1985

	Closing 10/18/85	% Change from 9/27		Closing 10/18/85	% Change from 9/27
DM	2.6265	+2.1	S&P 500	187.04	+3.2
¥	214.75	+1.1	U.S. T-Bonds	76²³⁄₃₂	+1.5
£	1.4290	+.7	Eurodollar	91.80	+.1
Gold	362.80	+10.5	Crude Oil	29.52	+2.0
			Japanese Bonds	—	

QUANTUM FUND EQUITY	$721,000,000
Net Asset Value Per Share	$4,868
Change from 9/27/85	+6.7%
Change from 8/16/85	+11.2%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 9/27	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 9/27
Stocks				DM-related	680		+130
US Stocks	522	(148)	−71	Japanese Yen	546		+88
US Index				Pound Sterling		(72)	−28
Futures		(121)	−121	US Dollar		(433)	−144
Foreign				Other			
Stocks	152		+10	Currencies	34		+18
Bonds (3)							
US Gvt.							
Short Term (4)							
Long Term			+77				
Commodities							
Oil		(37)	+139				
Gold							

از زمان جلسه گروه پنج (**Group of Five**)، اختلاف زیادی بین وزارت خزانه‌داری و کاخ سفید از یک سو و فدرال رزرو (**Federal Reserve**) از سوی دیگر وجود داشته که بخشی از آن به رسانه‌ها درز کرده است. سیاستمداران به نظر می‌رسد طرفدار "مداخله ناپاک" (**Dirty Intervention**) در بازار ارز هستند، در حالی که فدرال رزرو تمام دلارهایی که فروخته را با فروش اوراق خزانه معادل استرلیزه کرده است. سیاستمداران استدلال می‌کنند که مداخله استرلیزه شده در درازمدت بی‌فایده است،

اما اگر فروش دلار باعث افزایش عرضه پول شود، نرخ مبادله دلار کاهش می‌یابد. پاسخ "ولکر" (**Paul Volcker**) این است که نیازی به این حد از تهاجم نیست، چون دلار به هر حال کاهش خواهد یافت. اگر بازارها مملو از دلار شوند، ممکن است دلار دچار سقوط آزاد (**Free Fall**) شود که مهار آن دشوار خواهد بود. به نظر می‌رسد "ولکر" بیشتر نگران جلوگیری از سقوط ناگهانی است تا ایجاد کاهش تدریجی، و من با موضع او همدردی می‌کنم.

اگر جای او بودم، نرخ بهره را تا تکمیل بازپرداخت اوراق ثابت نگه می‌داشتم، به خارجی‌ها هر مقدار دلاری که برای خرید اوراق بهادار دولتی می‌خواهند می‌فروختم و بعد از حراج‌ها نرخ بهره را کاهش می‌دادم. این کار باعث موفقیت حراج‌ها می‌شد و به من یک ذخیره بزرگ می‌داد تا وقتی دلار به حد کافی کاهش یافت، از سقوط بیشتر آن جلوگیری کنم. اقتصاد بسیار ضعیف است و هم نرخ بهره و هم دلار باید کاهش یابد. با صبر کردن برای کاهش نرخ بهره تا بعد از حراج‌ها، می‌توانستم فروش استرلیزه‌شده دلار را در سطحی انجام دهم که بعدها به نظر خیلی خوب بیاید.

همین استدلال باعث می‌شود که اکنون مقداری دلار بخرم. ممکن است بازار ناامید شود اگر اقدام فوری برای کاهش نرخ بهره انجام نشود، و این به فدرال رزرو فرصت می‌دهد دلارها را با قیمت‌های بالاتر بفروشد. آن زمان است که می‌خواهم موقعیت فروش کوتاه‌مدت خود را بیشتر افزایش دهم.

همچنین به خرید اوراق قرضه در بازپرداخت علاقه‌مندم مگر اینکه در این مدت قیمت آن‌ها خیلی بالا برود. من حرکت بزرگی در بازار سهام نکرده‌ام، اما موقعیت‌های بلندمدت خود را کاهش داده و موقعیت‌های فروش کوتاه‌مدت را تا جایی افزایش داده‌ام که اکنون به نظر می‌رسد در بازار قرارگیری منفی اندکی دارم، هرچند از نظر مقدار واقعی دلار، موقعیت‌های بلندمدت من بسیار بیشتر از موقعیت‌های کوتاه‌مدت است. همچنین در حال افزایش موقعیت‌های فروش کوتاه‌مدت خود در بانک‌های تگزاس و کالیفرنیا هستم.

شنبه، ۲ نوامبر ۱۹۸۵

من زمان‌بندی‌ام را اشتباه کردم. فروش دلارهای من تا زمانی خوب به نظر می‌رسید که بانک مرکزی ژاپن من و سایر بازار را با افزایش نرخ بهره کوتاه‌مدت غافلگیر کرد. من این را به‌عنوان شروع یک مرحله جدید در طرح گروه پنج تلقی کردم که در آن نرخ‌های ارز نه تنها تحت تأثیر مداخله مستقیم، بلکه با تنظیم نرخ‌های بهره نیز تأثیر می‌پذیرند. بنابراین، من به شدت وارد موقعیت ین (**Yen**) شدم. وقتی ین حرکت کرد، همچنین مارک‌هایی (**Deutsche Mark**) را که فروخته بودم، دوباره خریدم. در این معامله متضرر شدم، اما در نهایت به موقعیت مورد نظر خود رسیدم. در قیمت‌های امروز، از این مانور سودی به دست آورده‌ام.

Nov. 1, 1985

	Closing 11/1/85	% Change from 10/18		Closing 11/1/85	% Change from 10/18
DM	2.5910	+1.4	S&P 500	191.48	+2.4
¥	208.45	+2.9	U.S. T-Bonds	78²³⁄₃₂	+2.6
£	1.4415	+.9	Eurodollar	92.07	+.3
Gold	326.10	−10.1	Crude Oil	30.39	+2.9
			Japanese Bonds	92.75	

QUANTUM FUND EQUITY	$759,000,000
Net Asset Value Per Share	$5,115
Change from 10/18/85	+5.1%
Change from 8/16/85	+16.8%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 10/18	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 10/18
Stocks				DM-related	630		−50
US Stocks	546	(148)	+24	Japanese Yen	813		+267
US Index				Pound Sterling		(88)	−16
Futures		(46)	+75	US Dollar		(596)	−163
Foreign				Other			
Stocks	209		+57	Currencies	34		0
Bonds (3)							
US Gvt.							
Short							
Term (4)	28		+28				
Long							
Term	456		+456				
Commodities							
Oil		(186)	−149				
Gold							

در شرایطی که یک روند در حال شکل‌گیری است، افزایش ریسک مالی شخصی ممکن است ناپایدار به نظر برسد، زیرا فرد را در برابر یک بازگشت موقت آسیب‌پذیر می‌کند. به یاد می‌آورم که یک بازگشت نزدیک بود من را وادار کند که ارزهایم را در زمان نامناسبی بفروشم. با این حال، دلیل اینکه حاضر هستم ریسک

مالی‌ام را افزایش دهم، این است که معتقدم احتمال بازگشت به سمت معکوس کاهش یافته است. یکی از کلی‌گویی‌هایی که درباره نرخ‌های ارز آزاد بیان کرده‌ام این است که نوسانات کوتاه‌مدت در نقاط تغییر روند بیشترین شدت را دارند و با تثبیت روند، این نوسانات کاهش می‌یابند. اکنون این موضوع صدق می‌کند. واقعیت این است که ما دیگر در یک سیستم نرخ ارز آزاد نیستیم و این باید خطر بازگشت را حتی بیشتر کاهش دهد. شرکت‌کنندگان در بازار هنوز قوانین جدید را شناسایی نکرده‌اند و میزان ریسکی که مایلند تحمل کنند تحت تأثیر نوساناتی است که در گذشته تجربه کرده‌اند. همین موضوع برای من نیز صادق است؛ در غیر این صورت زودتر به سطح ریسک فعلی‌ام می‌رسیدم و می‌توانستم در این حرکت پول بیشتری به دست آورم. به محض اینکه همه شرکت‌کنندگان تنظیم شوند، قوانین بازی دوباره تغییر خواهد کرد. اگر مقامات وضعیت را به خوبی مدیریت کنند، پاداش‌های حاصل از نوسان در ارزها با خطرات برابر خواهد شد. در نهایت، نوسان‌گیری به دلیل نبود پاداش‌ها، نامطلوب خواهد شد و مقامات به هدف خود خواهند رسید و وقت آن خواهد بود که من از نوسان‌گیری دست بردارم.

من همچنین شروع یک حرکت در بازار اوراق قرضه را از دست داده‌ام. وقتی نرخ بهره (interest rate) در ژاپن و به میزان کمتری در آلمان افزایش یافت، بازار دریافت که نرخ‌های بهره در ایالات متحده باید کاهش یابد و قیمت‌های اوراق قرضه به

همین دلیل افزایش یافت. برنامه دقیقی که برای خرید در حراج (auction) داشتم، پیش‌دستی شد. من مجبور شدم به دنباله یک وسیله نقلیه در حال حرکت بروم و تا جایی که می‌توانستم سوار شوم. تا کنون، من نیمی از موقعیت خود را در قیمت‌های چندان خوبی تأسیس کرده‌ام. قصد دارم در سری حراج بعدی در نوامبر دوباره خرید کنم. همچنین باید افزایش ریسک مالی‌ام در بازار سهام را برای دلایلی که توضیح خواهم داد، در نظر بگیرم.

این زمان خوبی برای بازنگری در چشم‌انداز کلی است. بحث‌های پیرامون اصلاحیه گرام-رادمن (Graham-Rudman amendment) به وضوح نشان داده که نظر عمومی به نفع کاهش کسری بودجه (budget deficit) است. اصلاحیه گرام-رادمن یک ابزار هوشمندانه بود تا به رئیس‌جمهور این امکان را بدهد که برنامه‌هایی را که در غیر این صورت غیرقابل تغییر بودند، کاهش دهد. این کاهش‌ها پس از انتخابات ۱۹۸۶ آغاز خواهد شد. مجلس نمایندگان یک قدم جلوتر رفت و تأکید کرد که این کاهش‌ها باید در سال مالی جاری آغاز شود و بیشتر بر روی دفاع تأثیر بگذارد. نسخه سنا به نفع جمهوری‌خواهان در انتخابات ۱۹۸۶ خواهد بود، اما دموکرات‌های مجلس با معاف کردن بسیاری از برنامه‌های اجتماعی و جلو انداختن تاریخ اجرایی، معادله را برعکس کردند. کاخ سفید در تنگناست: باید برای کسری بودجه کاری انجام دهد تا راه را برای کاهش نرخ بهره هموار کند، اما افزایش مالیات قبل از انتخابات ۱۹۸۶

خودکشی خواهد بود. یک راه حل وجود دارد: رسیدن به توافقی با اتحاد جماهیر شوروی (Soviet Union) در اجلاس سران و کاهش هزینه‌های دفاعی. موضوع بودجه حل خواهد شد و جمهوری‌خواهان می‌توانند به عنوان حزب صلح در انتخابات ۱۹۸۶ شرکت کنند. باید دید آیا ریگان (Reagan) به این راه حل علاقه‌مند است یا نه.

اگر این اتفاق بیفتد، ما وارد مرحله‌ای از رونق بزرگ خواهیم شد با نرخ‌های بهره پایین‌تر، دلار کمتر و رونق بازار سهام. شور و شوقی که این تحرکات ایجاد می‌کند، به بازگرداندن اقتصاد کمک خواهد کرد و طرح بیکر (Baker Plan[50]) که در اجلاس سالانه اخیر بانک جهانی در سئول اعلام شد، به جلوگیری از سقوط کشورهای بدهکار کمک خواهد کرد. تجمیع شرکت‌ها (merger) آخرین فشار را از نرخ‌های بهره پایین‌تر دریافت خواهد کرد، اما در نهایت به دلیل افزایش قیمت‌های سهام، دیگر اقتصادی نخواهد بود. با منافع بازسازی شرکتی، سودها در یک محیط مطلوب‌تر به شدت افزایش خواهد یافت و با کاهش سرمایه‌های سهامی که اتفاق افتاده، قیمت‌های سهام می‌توانند به شدت افزایش یابند. در نهایت، رونق با یک رکود (recession) دنبال خواهد شد که در آن معاملات غیر اقتصادی از هم می‌پاشند و مشکل بدهی‌های بین‌المللی دوباره

[50] طرح بیکر، برنامه‌ای برای مدیریت بحران بدهی کشورهای در حال توسعه، که توسط وزیر خزانه‌داری وقت ایالات متحده، جیمز بیکر، پیشنهاد شد.

به سراغ ما می‌آید، اما قیمت‌های سهام قبل از سقوط باید افزایش یابند. به همین دلیل است که من در حال بررسی افزایش ریسک مالی‌ام در بازار سهام هستم.

ما به لحظه حقیقت نزدیک می‌شویم. اگر ریگان فرصت خود را از دست بدهد، عواقب آن می‌تواند جدی باشد. ما در آستانه رکود قرار داریم و به کاهش نرخ‌های بهره و کاهش دلار نیاز داریم تا از فروپاشی اعتبار (credit collapse) جلوگیری کنیم. حتی در این صورت، ممکن است نیاز به تحریک مالی (fiscal stimulus) قابل توجهی باشد تا اقتصاد دوباره به حرکت درآید. کاهش ارزش دلار زمان می‌برد تا از رقابت وارداتی (import competition) رهایی یابیم. در مرحله اول، انتظار افزایش قیمت‌ها ممکن است تقاضای داخلی را به سمت کالاهای وارداتی منحرف کند. تنها یک کاهش قابل توجه در نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت، همراه با بهبود قیمت‌های اوراق و سهام، می‌تواند احساسات را به موقع معکوس کند تا از رکود جلوگیری شود. بدون توافق در مورد گرام-رادمن، بازار اوراق ممکن است ناامید شود، فدرال رزرو (Federal Reserve) به شدت تمایلی به کاهش نرخ بهره نخواهد داشت و تخریب ارزش وثیقه (collateral value) ادامه خواهد یافت.

فروپاشی شورای بین‌المللی قلع (International Tin Council) نمونه‌ای کامل از تخریب ارزش وثیقه است. فروپاشی اوپک (OPEC) فقط یک موضوع زمان است. من در حال افزایش موقعیت‌های کوتاه خود در نفت (oil) برای تحویل در ژانویه تا

مارس هستم. به همین ترتیب، من در حال خرید سهام پالایشگاه‌های نفت (refineries) هستم، زیرا افزایش جریان باید به حاشیه سود (profit margin) آن‌ها کمک کند. در مورد تصویر بزرگ، هفته‌های آینده داستان را مشخص خواهد کرد. اجلاس سران در تاریخ ۱۹ نوامبر برگزار می‌شود و بحث‌های بودجه باید قبل از برگزاری حراج بعدی حل شود. به همین دلیل تصمیم گرفته‌ام تا برگزاری حراج، از گرفتن موقعیت کامل در اوراق قرضه خودداری کنم.

شنبه ۹ نوامبر ۱۹۸۵

دیدگاه‌های من در مورد ارزها در حال آزمایش است. پس از یک افزایش شدید در ارزش ین، روز پنج‌شنبه یک بازگشت ناگهانی رخ داد. به من گفته شد که بانک مرکزی آلمان (Bundesbank) دلارهایی را با قیمت کمتر از ۲.۶۰ مارک خریداری کرده، اما دوباره آنها را در روز جمعه با قیمت ۲.۶۴۵ مارک فروخته است. بر اساس اعتقادم که در بازار خطر کمتری وجود دارد، از وحشت‌زدگی خودداری کردم.

بازار اوراق قرضه آماده یک شکاف صعودی است. در بازار آتی اوراق قرضه خزانه‌داری، موقعیت‌های بزرگی وجود دارد که روز جمعه آینده منقضی می‌شوند. اگر قیمت آتی قبل از آن به بالای ۸۰ برسد، قصد دارم تمام یا بخشی از موقعیتم را بفروشم، زیرا معتقدم بازار آسیب‌پذیر است. کاخ سفید نمی‌تواند در مورد بودجه قبل از اجلاس ۱۹ نوامبر مصالحه کند

و دموکرات‌ها به فشار بر روی مزیت‌های خود ادامه خواهند داد. این به معنای بن‌بست برای حدود یک هفته آینده است که پس از آن، به محض حل مسئله، یک حراج برگزار می‌شود. من با کمال میل از بازار با سود خارج می‌شوم که این به من موقعیت قوی‌تری برای خرید در زمان حراج می‌دهد.

بازار سهام نیز قوی بوده است. تفاوت‌ها ادامه داشته، اما بازار در روز جمعه گسترش یافت. یک شکاف در بازار اوراق قرضه می‌تواند با یک اوج موقت در بازار سهام همزمان شود که به دنبال آن یک اصلاح خواهد بود. من می‌خواهم از آن فرصت استفاده کنم تا موقعیت‌های کوتاه خود را پوشش دهم و برای گرفتن موقعیت بلند آماده شوم. اگر اصلاحی رخ ندهد، با زیان موقعیت‌های کوتاه خود را پوشش می‌زنم و اگر اجلاس موفقیت‌آمیز باشد، در قیمت‌های بالاتر وارد موقعیت بلند می‌شوم.

Nov. 8, 1985

	Closing 11/8/85	% Change from 11/1		Closing 11/8/85	% Change from 11/1
DM	2.6220	−1.2	S&P 500	193.72	+1.2
¥	205.50	+1.4	U.S. T-Bonds	79²¹⁄₃₂	+1.2
£	1.4170	−1.7	Eurodollar	92.14	+.1
Gold	324.20	−0.6	Crude Oil	30.45	+.2
			Japanese Bonds	93.70	+1.0

QUANTUM FUND EQUITY	$782,000,000
Net Asset Value Per Share	$5,267
Change from 11/1/85	+3.0%
Change from 8/16/85	+20.3%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 11/1
Stocks			
US Stocks	569	(127)	+44
US Index Futures			+46
Foreign Stocks	206		−3
Bonds (3)			
US Gvt. Short Term (4)	82		+54
US Gvt. Long Term	498		+42
Commodities			
Oil		(187)	−1
Gold			

Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 11/1
DM-related	654		+24
Japanese Yen	806		−7
Pound Sterling		(86)	+2
US Dollar		(592)	+4
Other Currencies	42		+8

شنبه ۲۳ نوامبر ۱۹۸۵

بازارها به طور مداوم از من پیشی می‌گیرند. هر دو بازار سهام و اوراق قرضه به شدت قبل از اجلاس افزایش یافتند و فرصتی برای خرید که منتظر آن بودم تا در ارتباط با حراج اوراق قرضه دولتی از آن استفاده کنم، محقق نشد. به جای فروش اوراق قرضه‌ام، موقعیتم را افزایش دادم و همچنین مقداری قرارداد آتی (futures contract) شاخص سهام خریدم زیرا نمی‌خواستم به خاطر یک اشتباه تاکتیکی یک فرصت استراتژیک را از دست بدهم.

Nov. 22, 1985

	Closing 11/22/85	% Change from 11/8		Closing 11/22/85	% Change from 11/8
DM	2.5665	+2,1	S&P 500	201.52	+4.0
¥	201.00	+2,2	U.S. T-Bonds	80²⁷/₃₂	+1.5
£	1.4640	+3,3	Eurodollar	92.02	−.1
Gold	326.90	+.8	Crude Oil	30.91	+1.5
			Japanese Bonds	94.80	+1.2

QUANTUM FUND EQUITY	$841,000,000
Net Asset Value Per Share	$5,669
Change from 11/8/85	+7.6%
Change from 8/16/85	+29.5%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 11/8	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 11/8
Stocks				DM-related	668		+14
US Stocks	664	(83)	+139	Japanese Yen	827		+21
US Index Futures	126		+126	Pound Sterling		(87)	−1
Foreign Stocks	251		+45	US Dollar		(567)	+25
Bonds (3)				Other Currencies	40		−2
US Gvt. Short Term (4)	105		+23				
US Gvt. Long Term	969		+471				
Japanese (5)	354		+354				
Commodities							
Oil		(214)	−27				
Gold							

من همچنین موقعیت قابل توجهی در قراردادهای آتی (futures contracts) اوراق قرضه ژاپن گرفتم. این بازار جدیدی است که من در آن تجربه قبلی ندارم، اما به نظر می‌رسد شرکت‌کنندگان بازار که با آن‌ها رقابت می‌کنم، حتی تجربه

کمتری دارند. بازار قراردادهای آتی اوراق قرضه ژاپن زمانی که دولت ژاپن نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت را افزایش داد، به شدت سقوط کرد (از ۱۰۲ به ۹۲). تجربه به من آموخته است که بهترین فرصت‌های خرید در اوراق قرضه بلندمدت زمانی پیش می‌آید که منحنی بازده (yield curve) معکوس شود که این در حال حاضر در ژاپن اتفاق افتاده است. افزایش نرخ‌های بهره ژاپن به طور موقتی خواهد بود؛ گروه پنج خواهان تحریک فعالیت‌های اقتصادی جهانی است، نه اینکه آن را کاهش دهد. کاهش نرخ‌های بهره در ایالات متحده باید با سایر کشورهای صنعتی بزرگ همسو باشد و اگر تأثیرات بر نرخ‌های ارز (exchange rates) خنثی شود، این کاهش ممکن است فراتر از آنچه که در حال حاضر پیش‌بینی می‌شود، برود. من در ژاپن همان شرط را می‌بندم که در ایالات متحده، و به نظر می‌رسد شانس‌ها حتی بهتر باشد.

اکنون من به طور کامل در تمام زمینه‌ها سرمایه‌گذاری کرده‌ام: سهام، اوراق قرضه و ارزها. اگر سعی نمی‌کردم از موقعیت بهتری استفاده کنم، یا اگر تلاش من به ثمر می‌رسید، می‌توانستم قیمت‌های بهتری به دست آورم، اما نکته اصلی این است که به وضعیت مورد نظر خود رسیدم. من به دنبال فرصتی برای تغییر از اوراق قرضه به سهام هستم، اما معتقدم که هوشمندانه است که میزان قرارگیری کلی خود را بیشتر افزایش ندهم.

رویدادها بیشتر یا کمتر به شکل مورد انتظار من پیش رفته‌اند. تنها مانع در اصلاحات گرام-رادمن (Graham-Rudman) بود. کنگره یک تمدید یک‌ماهه برای سقف بدهی را تصویب کرد که امکان برگزاری حراج را در حالی که سرنوشت گرام-رادمن هنوز حل نشده است، فراهم کرد.

اجلاس سران با انتظارات من همخوانی داشت. من بر این باورم که تغییر رادیکالی در روابط ایالات متحده و اتحاد جماهیر شوروی در حال شکل‌گیری است. هر دو طرف نیاز دارند تا هزینه‌های نظامی خود را کاهش دهند و هر دو طرف از همکاری نزدیک‌تر بهره‌مند خواهند شد. این فرصت وجود داشت و رئیس‌جمهور ریگان از آن استفاده کرد. با عدم ارائه هرگونه امتیاز در مورد "جنگ ستاره‌ای" (Star Wars)، ریگان خود را در موقعیتی قرار داده که بتواند دوره دیگری از تنش‌زدایی را آغاز کند بدون اینکه تحت انتقاد قرار بگیرد که به روس‌ها فروخته است. در این زمینه، اصلاحات گرام-رادمن ممکن است به عنوان یک مکانیزم برای کاهش بودجه نظامی بدون اینکه بخواهد، مفید باشد. بخش‌هایی از بودجه نظامی که به راحتی می‌توان کاهش داد، مزایای بازنشستگی هستند - استاکمن (Stockman) در این مورد پیش از استعفایش سخنرانی پرشوری داشت - و گرام-رادمن ممکن است به عنوان بهانه‌ای ایده‌آل عمل کند. من انتظار دارم نسخه‌ای نسبتاً سخت از گرام-رادمن به تصویب برسد، که نزدیک‌تر به نسخه مجلس نسبت به سنا باشد. در شرایط کنونی، این دیگر به اندازه چند

هفته پیش به شانس‌های انتخاباتی جمهوری‌خواهان آسیب نمی‌زند.

پس از گرام-رادمن، یک کاهش نرخ بهره (interest rate cut) به زودی دنبال خواهد شد. همین امر باعث می‌شود تا در حال حاضر حداکثر قرارگیری را در اوراق قرضه بپذیرم. من می‌دانم که ممکن است بعد از حراج‌ها، بازار دچار یک نوع ناپایداری شود، اما اگر تحلیل من درست باشد، هنوز چیزی برای پیشرفت وجود دارد.

پس از کاهش نرخ بهره، قصد دارم قرارگیری در اوراق قرضه را کاهش دهم و موقعیت‌های سهامی خود را افزایش دهم. سهام از لحاظ صعودی نسبت به اوراق قرضه بیشتر باز هستند. اگر و زمانی که اقتصاد بهبود یابد، سهام بهتر از اوراق قرضه عمل خواهند کرد. اگر اقتصاد همچنان ضعیف بماند، کاهش نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت ممکن است به میزان بیشتری از آنچه که در حال حاضر پیش‌بینی می‌شود، ادامه یابد، اما دلار (dollar) نیز تحت فشار قرار خواهد گرفت و منحنی بازده احتمالاً تندتر خواهد شد. باید به خاطر داشت که تنش‌زدایی برای دلار در برابر ارزهای اروپایی منفی است. اگر کسی بخواهد در اوراق قرضه بماند، بهترین مکان قرارگیری در قسمت کوتاه‌مدت است.

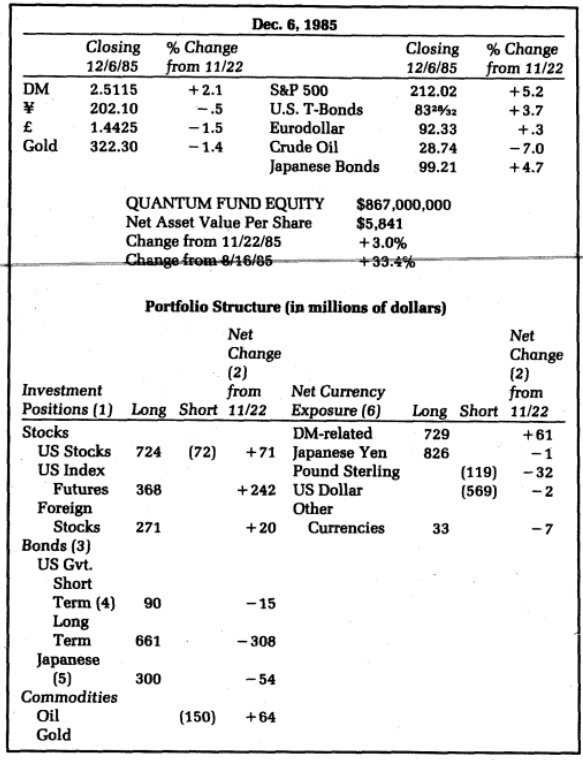
ما ممکن است در آستانه یک رونق بزرگ در بازار سهام باشیم. شرکت‌های صنعتی از ترکیبی از قیمت‌های ناکافی و تقاضای

ناکافی رنج برده‌اند. این شرایط نامساعد منجر به بازسازی عمده در شرکت‌های آمریکایی شده است. بسیاری از شرکت‌ها از طریق خریدهای تهاجمی (aggressive acquisitions) و خریدهای با لوریج (leveraged buyouts) بلعیده شده‌اند. آن‌هایی که زنده مانده‌اند، هزینه‌های خود را کاهش داده و بخش‌های زیان‌ده را کنار گذاشته‌اند و هزینه‌های عمومی شرکت را کاهش داده‌اند. ظرفیت تولید به جای افزایش کاهش یافته است و سهم بازار در دست‌های کمتری متمرکز شده است. دلار پایین‌تر در حال حاضر در حال کاهش فشارهای قیمتی است؛ اگر تقاضا به هر طریقی افزایش یابد، این افزایش به طور مستقیم به سود نهایی می‌رسد. نرخ‌های بهره پایین‌تر و نرخ تورم پایین‌تر با هم ترکیب می‌شوند تا سطح معینی از درآمد را با ارزش‌تر کنند. پس از دوره‌ای که سهام صنعتی با تخفیف از ارزش واقعی خود فروخته می‌شد، ممکن است وارد دوره‌ای شویم که دوباره با پریمیوم فروخته می‌شوند. اما قبل از اینکه به آنجا برسیم، احتمالاً موج دیگری از خریدهای تهاجمی را تجربه خواهیم کرد که به دلیل کاهش نرخ‌های بهره ایجاد می‌شود.

پایان مرحله ۱: یکشنبه، ۸ دسامبر ۱۹۸۵

این ممکن است زمان مناسبی برای پایان دادن به آزمایش در شرایط واقعی باشد. من در تمامی جنبه‌ها حداکثر قرارگیری

(maximum exposure) در بازار را فرض کرده‌ام و همچنین قصد خود را برای انتقال تدریجی از اوراق قرضه به سهام با احتیاط اعلام کرده‌ام. در حال حاضر، بخش بزرگی از قرارگیری من در بازار سهام به صورت قراردادهای آتی (futures contracts) شاخص است. با گذشت زمان، سعی خواهم کرد مفاهیم سرمایه‌گذاری خاصی در سهام توسعه دهم و عملکرد من به طور فزاینده‌ای تحت تأثیر اعتبار این مفاهیم قرار خواهد گرفت. نگه‌داشتن حساب دقیق از فعالیت‌های سرمایه‌گذاری من پس از این نقطه ما را از موضوع آزمایش، یعنی پیش‌بینی آینده (future predictions) دایره امپراتوری (empire circle)، دور می‌کند.



Dec. 6, 1985

	Closing 12/6/85	% Change from 11/22		Closing 12/6/85	% Change from 11/22
DM	2.5115	+2.1	S&P 500	212.02	+5.2
¥	202.10	−.5	U.S. T-Bonds	83²⁶/₃₂	+3.7
£	1.4425	−1.5	Eurodollar	92.33	+.3
Gold	322.30	−1.4	Crude Oil	28.74	−7.0
			Japanese Bonds	99.21	+4.7

QUANTUM FUND EQUITY	$867,000,000
Net Asset Value Per Share	$5,841
Change from 11/22/85	+3.0%
Change from 8/16/85	+33.4%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 11/22	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 11/22
Stocks				DM-related	729		+61
US Stocks	724	(72)	+71	Japanese Yen	826		−1
US Index Futures	368		+242	Pound Sterling		(119)	−32
Foreign Stocks	271		+20	US Dollar		(569)	−2
Bonds (3)				Other Currencies	33		−7
US Gvt. Short Term (4)	90		−15				
Long Term	661		−308				
Japanese (5)	300		−54				
Commodities							
Oil		(150)	+64				
Gold							

من ادامه یادداشت‌های دوره‌ای خود را خواهم داشت، اما این یادداشت‌ها به منظور کنترل خواهد بود و نه برای فرمول‌بندی یک پیش‌بینی. به عبارت دیگر، می‌خواهم انتظارات خود را درباره آینده دایره امپراتوری در حال حاضر "منجمد" کنم و آن را تحت آزمایش رویدادها قرار دهم.

Dec. 6, 1985

	Closing 12/6/85	% Change from 11/22		Closing 12/6/85	% Change from 11/22
DM	2.5115	+2.1	S&P 500	212.02	+5.2
¥	202.10	−.5	U.S. T-Bonds	83²⁸/₃₂	+3.7
£	1.4425	−1.5	Eurodollar	92.33	+.3
Gold	322.30	−1.4	Crude Oil	28.74	−7.0
			Japanese Bonds	99.21	+4.7

QUANTUM FUND EQUITY	$867,000,000
Net Asset Value Per Share	$5,841
Change from 11/22/85	+3.0%
Change from 8/13/85	+33.4%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 11/22	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 11/22
Stocks				DM-related	729		+61
US Stocks	724	(72)	+71	Japanese Yen	826		−1
US Index Futures	368		+242	Pound Sterling		(119)	−32
Foreign Stocks	271		+20	US Dollar		(569)	−2
Bonds (3)				Other Currencies	33		−7
US Gvt. Short Term (4)	90		−15				
Long Term	661		−398				
Japanese (5)	300		−54				
Commodities							
Oil		(150)	+64				
Gold							

لازم به ذکر است که من به تغییر پرتفوی (portfolio) خود به‌طور مستمر ادامه خواهم داد. من تقریباً همان‌قدر درباره شکل آینده (future shape) وضعیت‌ها اطمینان دارم که همواره داشته‌ام؛ این اطمینان به سطح قرارگیری (positioning) در بازار که حاضر به پذیرش آن هستم، نشان‌دهنده این موضوع است. در ابتدای آزمایش، اشاره کردم

که توپ بلوری (crystal ball) من درباره چشم‌انداز بلندمدت (long-term outlook) تا حدی مبهم است.

Dec. 6, 1985

	Closing 12/6/85	% Change from 11/22		Closing 12/6/85	% Change from 11/22
DM	2.5115	+2.1	S&P 500	212.02	+5.2
¥	202.10	−.5	U.S. T-Bonds	83²⁸/₃₂	+3.7
£	1.4425	−1.5	Eurodollar	92.33	+.3
Gold	322.30	−1.4	Crude Oil	28.74	−7.0
			Japanese Bonds	99.21	+4.7

QUANTUM FUND EQUITY	$867,000,000
Net Asset Value Per Share	$5,841
Change from 11/22/85	+3.0%
Change from 8/16/85	+33.4%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 11/22	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 11/22
Stocks				DM-related	729		+61
US Stocks	724	(72)	+71	Japanese Yen	826		−1
US Index				Pound Sterling		(119)	−32
Futures	368		+242	US Dollar		(569)	−2
Foreign				Other			
Stocks	271		+20	Currencies	33		−7
Bonds (3)							
US Gvt.							
Short							
Term (4)	90		−15				
Long							
Term	661		−308				
Japanese							
(5)	300		−54				
Commodities							
Oil		(150)	+64				
Gold							

این آزمایش تغییرات قابل توجهی به همراه داشته است: اکنون دیدگاهی نسبتاً روشن از آینده دارم و این دیدگاه به‌طور قابل توجهی با نظرات ابتدایی و موقتی که داشتم، متفاوت است.

من دایره امپراتوری (Empire Circle) را به‌عنوان یک اقدام موقتی می‌دانستم که تناقضات درونی‌اش به‌طور حتم آن را غیرقابل تحمل خواهد کرد. فرض من این بود که مشکلاتی که دایره امپراتوری توانسته بود از آن‌ها دوری کند، پس از فروپاشی آن با قدرت بیشتری باز خواهند گشت.

Dec. 6, 1985

	Closing 12/6/85	% Change from 11/22		Closing 12/6/85	% Change from 11/22
DM	2.5115	+2.1	S&P 500	212.02	+5.2
¥	202.10	−.5	U.S. T-Bonds	83²⁸/₃₂	+3.7
£	1.4425	−1.5	Eurodollar	92.33	+.3
Gold	322.30	−1.4	Crude Oil	28.74	−7.0
			Japanese Bonds	99.21	+4.7

QUANTUM FUND EQUITY	$867,000,000
Net Asset Value Per Share	$5,841
Change from 11/22/85	+3.0%
~~Change from 8/16/85~~	~~+33.4%~~

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 11/22*	*Net Currency Exposure (6)*	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 11/22*
Stocks				DM-related	729		+61
US Stocks	724	(72)	+71	Japanese Yen	826		−1
US Index Futures	368		+242	Pound Sterling		(119)	−32
Foreign Stocks	271		+20	US Dollar		(569)	−2
Bonds (3)				Other Currencies	33		−7
US Gvt. Short Term (4)	90		−15				
Long Term	661		−308				
Japanese (5)	300		−54				
Commodities							
Oil		(150)	+64				
Gold							

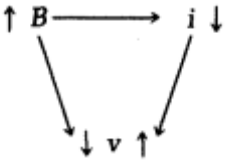
به‌طور خاص، دایره امپراتوری (Empire Circle) یک گسترش مصنوعی از دوره گسترش اعتبار بود که دولت ایالات متحده به‌عنوان "وام‌دهنده آخرین چاره" عمل می‌کرد. زمانی که دایره امپراتوری دیگر نتواند به‌طور فزاینده سرمایه را از خارج جذب کند، آخرین موتور تحریک اقتصادی خاموش خواهد شد و انقباض اعتبار وضعیت غیرقابل تحملی ایجاد خواهد کرد. بدون گسترش قابل توجه عرضه پول، بار بدهی به حدی غیرقابل تحمل خواهد رسید و با افزایش چشمگیر، دلار به سقوط آزاد خواهد رفت.

اکنون شروع به شناسایی خطوط یک راه‌حل موقتی دیگر می‌کنم که ممکن است در حذف اضافات دایره امپراتوری موفق شود، بدون اینکه ما را به یک دایره معیوب بیندازد. این راه‌حل شامل تغییر از تحریک مالی به تحریک پولی در ایالات متحده و کنترل سقوط دلار از طریق همکاری‌های بین‌المللی است. این وضعیت جدید تقریباً برعکس دایره امپراتوری است: دلار ضعیف‌تر و اقتصادی آرام‌تر که با کاهش کسری بودجه و کسری تجاری همراه است و مهم‌تر از همه، نرخ‌های بهره پایین‌تر.

با کمک یک دلار ضعیف‌تر، قیمت‌ها به‌طور نسبی سریع‌تر از قبل افزایش خواهند یافت که تغییر در نرخ‌های واقعی بهره را بارزتر می‌کند. کاهش نرخ‌های واقعی بهره، به‌همراه افزایش احتمالی در صادرات، کسری بودجه را به‌عنوان نیروی محرکه

اصلی در اقتصاد جایگزین خواهد کرد. افزایش قیمت‌ها به مقابله با فرسایش ارزش وثیقه کمک خواهد کرد و از شکل‌گیری یک فرآیند خودپایدار و رکودی جلوگیری خواهد کرد. در عین حال، هماهنگی سیاست‌های اقتصادی سقوط دلار را در محدوده نگه می‌دارد و بدین ترتیب امکان شکل‌گیری یک فرآیند خودپایدار تورمی را از بین می‌برد. نتیجه نهایی، ثبات بیشتری خواهد بود که از زمان فروپاشی برتون وودز (Bretton Woods) تجربه کرده‌ایم.

با استفاده از نشانه‌گذاری که قبلاً اتخاذ شده، می‌توانیم روابط کلیدی در وضعیت نوظهور جدید را به‌صورت زیر ترسیم کنیم:



تصویر به مراتب ساده‌تر از دایره امپراتوری است، زیرا نرخ‌های ارز تثبیت شده‌اند. میزان کاهش نرخ بهره به مقدار تحریک اقتصادی مورد نیاز برای جلوگیری از افت اقتصاد به رکود بستگی دارد.

اگرچه ساختار جدید تقریباً کاملاً مخالف دایره امپراتوری است، اما یک تفاوت اساسی بین آن‌ها وجود دارد. ساختار جدید

نتیجه عمدی یک سیاست اقتصادی هماهنگ است، در حالی که دایره امپراتوری نتیجه ناخواسته سیاست‌های اقتصادی متعارض بود. دایره امپراتوری تا زمانی که به حدی نرسد که به سمت معکوس شدن برود، خود را تقویت می‌کرد؛ معکوس شدن آن نیز به طور خود به خود تقویت خواهد شد مگر اینکه به‌طور عمدی کنترل شود. مکانیسم کنترل در ابتدا مدیریت نرخ‌های ارز و در مرحله بعد هماهنگی سیاست‌های پولی و مالی است.

ظهور یک سیاست اقتصادی هماهنگ باعث شده است که من انتظاراتم را در طول آزمایش تغییر دهم. من از احتمال ظهور چنین سیاستی آگاه بودم و بر تفاوت بین دوره اول و دوم ریاست‌جمهوری ریگان تأکید کردم. در طول سه ماه آزمایش، چند رویداد تاریخی رخ داد که یک احتمال صرف را به یک واقعیت تاریخی تبدیل کرد: جلسه گروه پنج (Group of Five)، سخنرانی بیکر (Baker) در سئول، اصلاحیه گرام-رادمن (Graham-Rudman) و نشست سران در ژنو.

آنچه ظهور جهت‌گیری اقتصادی جدید را جذاب می‌کند این است که اقدامات واقعی که باید به آن‌ها صورت گیرد هنوز حتی تدوین نشده‌اند. جلسه گروه پنج تنها یک تعهد به پیروی از سیاست نرخ ارز هماهنگ بود، نه توافق بر سر اینکه آن سیاست چیست؛ طرح بیکر برای بدهی‌های بین‌المللی قطعاً یک طرح نیست، بلکه تنها اعلام نیازی برای یک طرح است؛ و نشست سران ممکن است نشانه‌ای از یک شروع جدید در

روابط بین ابرقدرت‌ها باشد، اما هیچ نتیجه ملموسی به همراه نداشت و سرنوشت اصلاحیه گرام-رادمن در زمان نگارش این متن هنوز نامشخص است.

سیاست‌های واقعی هنوز باید تدوین شوند. اینکه تا کجا پیش خواهند رفت، به دوراندیشی سیاست‌گذاران و عمدتاً به فشار ضرورت بستگی دارد. ضرورت را می‌توان در این زمینه به عنوان نیاز به حفظ یکپارچگی سیستم‌های مالی و تجاری تعریف کرد، یا به عبارت دیگر، جلوگیری از فروپاشی اعتبار و نگه‌داشتن حمایت‌گرایی در حاشیه. این تعریف تا حدودی بی‌ملاحظه است: این امر وقوع ناتوانی‌های فردی یا موارد خاصی از محدودیت تجاری را رد نمی‌کند؛ موضوع اصلی این است که هیچ یک از این موارد در معرض خطر نیست.

موفقیت بعید به نظر می‌رسد. تجربه‌های گذشته ناامیدکننده است. شرایطی مشابه منجر به فروپاشی هر دو اعتبار و تجارت بین‌المللی در دهه ۱۹۳۰ شد. اما به همین دلیل که خاطره دهه ۱۹۳۰ هنوز در ذهن‌ها زنده است، احتمال اینکه ما از اشتباهات مشابه اجتناب کنیم نسبتاً امیدوارکننده است. توافق عمومی بر سر برخی از اهداف سیاست‌ها وجود دارد: نزول کنترل‌شده دلار و کاهش هماهنگ نرخ‌های بهره. اما در مورد دیگر موارد توافق کمتری وجود دارد: چگونه می‌توان کسری بودجه ایالات متحده را کاهش داد و چگونه می‌توان اقتصاد کشورهای بدهکار را تحریک کرد. به دست آوردن اقدام هماهنگ حتی بر روی اهداف توافق‌شده نیز دشوار است. به عنوان مثال، ژاپن مجبور شد

نرخ‌های بهره را افزایش دهد زیرا ایالات متحده نتوانسته بود به موقع مسئله کسری بودجه را حل کند. چگونه می‌توان به اقدام مناسب در زمینه‌هایی که حتی توافقی بر سر اهداف وجود ندارد اعتماد کرد؟

واضح است که وضعیت از خطر خالی نیست و همان‌طور که خواهیم دید، خطرات در کوتاه‌مدت بیشتر است. دقیقاً به همین دلیل که خطرات بسیار زیاد است و شدت آن‌ها شناخته شده است، می‌توان به این میزان اطمینان داشت که اقدامات لازم به موقع انجام خواهد شد. من تنها کسی نیستم که این را می‌گویم: بازارهای مالی به روشنی این تغییر جدید در سیاست را تأیید کرده‌اند. افزایش قیمت‌های اوراق قرضه و سهام به دو طریق مفید است: این موضوع مقامات را تشویق می‌کند تا به مسیر پیش‌روی خود ادامه دهند و همچنین شانس موفقیت را افزایش می‌دهد. به عنوان مثال، قدرت بازار اوراق قرضه آزادی عمل فدرال رزرو (Federal Reserve) را در کاهش نرخ‌های بهره گسترش می‌دهد. ما در حال بررسی یک فرآیند بازتابی هستیم که در آن جهت‌گیری سیاست اقتصادی و جهت‌گیری بازارهای مالی یکدیگر را تقویت می‌کند.

واکنش بازارهای مالی است که به من جرات می‌دهد چنین مواجهه بزرگی با بازار داشته باشم. به یاد می‌آورید که در مورد ارزها، زمانی که تغییر روند هنوز نامشخص بود، بسیار محتاط‌تر بودم و وقتی بازار برعلیه من حرکت کرد، فقط یک قدم فاصله داشتم تا موقعیت خود را کاهش دهم. در واقع، آزمایش زمان

واقعی به من کمک کرد تا در آنجا باقی بمانم زیرا دیدن ایده‌هایم به وضوح شکل‌گرفته باعث تقویت باورهایم شد. موفقیتم در بازار باعث تقویت اعتماد به توانایی‌ام برای پیش‌بینی مسیر رویدادها شده است. سال ۱۹۸۵ به عنوان سالی رکوردشکن برای صندوق کوانتوم (Quantum Fund) در حال شکل‌گیری است: افزایش بیش از ۱۰۰ درصدی در یک سال موضوع جذابی است. باید احتیاط کنم. استفاده از مفهوم بازتابی برای پیش‌بینی روند آینده خود یک فرآیند بازتابی است و موفقیت بالای یک بار معمولاً نشانه‌ای از یک عقب‌نشینی شدید است. از آزمایش روشن است که برداشت‌های من ناقص و تحت تأثیر رویدادها قابل اصلاح است. اگر بخواهم به انتظارات بلندمدت خود تکیه کنم و بدتر از آن، آن‌ها را به‌طور عمومی بیان کنم، ممکن است خود را برای یک سقوط بزرگ آماده کنم. این خطری است که قصد دارم از آن محافظت کنم. جالب خواهد بود که ببینیم وقتی آزمایش را کنترل می‌کنیم، چه چیزی از برنامه بازی کنونی من باقی می‌ماند.

در واقع، در حال حاضر خطر کمتری در داشتن یک مواجهه بزرگ با بازار نسبت به پیش‌بینی نتیجه نهایی سیاست‌هایی که اکنون در حال تدوین هستند وجود دارد. واقعیت این است که صرفاً تلاش برای کنترل اقتصاد جهانی کافی است تا به بازارهای مالی قوت بخشد و حتی اگر امیدها ناامید شود، زمان می‌برد تا این شکست مشهود شود؛ بنابراین تلاش برای ایجاد یک سیاست هماهنگ باید کافی باشد تا این افزایش فعلی برای مدتی ادامه

یابد. نتیجه نهایی موضوع کاملاً متفاوتی است. هیچ تضمینی وجود ندارد که انتظارات بازار محقق شود. باید مراقب باشم که اعتماد به بازار صعودی بر قضاوت من در مورد دنیای واقعی تأثیر نگذارد. آن‌قدر در بازار درگیر شده‌ام که نگه‌داشتن دیدگاه صحیح دشوار است.

من سعی می‌کنم آینده دایره امپراتوری را به دو روش متفاوت ارزیابی کنم: یکی شناسایی "تز" (thesis) است که افزایش بازار کنونی را دربرمی‌گیرد و ارزیابی شانس‌های موفقیت آن؛ دیگری تعیین موقعیت کنونی در چارچوب نظری گسترش و انقباض اعتبار (credit expansion and contraction) است که در تلاش برای تدوین آن بوده‌ام. هر دو رویکرد مفهوم بازتابی را به کار می‌برند، اما اولی به طور نزدیک به بازتابی که در بازارهای مالی وجود دارد، پایبند است در حالی که دومی سعی دارد ارتباط بازتابی بین اعتبار و ارزش‌های وثیقه (collateral values) را بررسی کند. واضح است که من در رویکرد اول با اطمینان بیشتری عمل می‌کنم.

من بر این باورم که بازار به این دیدگاه رسیده است که اقتصاد اساساً ضعیف است و تورم وجود ندارد. یک افزایش کوتاه‌مدت در سهام سیکلی (cyclical stocks) در اوایل تابستان کاهش یافته و بالاترین قیمت‌هایی که آن زمان به‌دست آمد هنوز پشت سر گذاشته نشده است. آن افزایش بر اساس پیش‌بینی نادرست از یک بهبود قریب‌الوقوع در اقتصاد بود و بسیار محدود بود: سایر بخش‌های بازار سهام در حال کاهش بودند در

حالی که سیکلی‌ها افزایش می‌یافتند. پس از آن یک کاهش عمومی در بازار به وقوع پیوست که با فعالیت‌های خرید سهام و ادغام‌ها تسکین داده شد. کالاها نیز به کمترین سطح خود رسیدند و در حال حاضر در حال بهبودی عقب‌تر از بازار هستند. به ویژه فلزات نسبت به ارزها عملکرد ضعیفی داشته‌اند.

افزایش اخیر در بازار سهام به مراتب گسترده‌تر از افزایش قبلی در سیکلی‌ها است؛ این افزایش پس از یک افزایش در بازار اوراق قرضه به وقوع پیوسته و به کاهش دلار منجر شده است. به عبارت دیگر، دو بخش قوی جدید از بازار به سمت اقتصاد هدایت می‌شوند. یکی به سمت سهام و دیگری به سمت اوراق قرضه است که باید بر اساس وام‌دهی معقول مستمر باشد. این فرآیند بازتابی و خود تقویت‌کننده می‌تواند با یک دایره واقعی هماهنگ شود، یا حداقل همان‌طور که در حال حاضر شاهد هستیم، با شرایطی که بدون بروز موانع مالی جدید پایدار خواهد بود.

آینده روشن نیست، اما به طور قطع بر اساس اجماع کنونی بر سر برخی اهداف مشترک است. آیا ارزش‌ها در سهام بازگشت‌پذیر هستند یا خیر، به معنای واقعی کلمه هیچ‌کس نمی‌داند و مطمئناً آن‌قدر عدم اطمینان وجود دارد که ما نمی‌توانیم صداهای مطمئنی از طرف مقامات سیاسی یا اقتصادی بشنویم. این عدم اطمینان باید در خود بازار تجلی یابد و حرکت آن از مسیر نادرست باید زمینه‌ساز تحولات مالی جدید باشد.

دوران جدیدی از امیدواری اقتصادی با ایجاد نوعی نظم جدید و در پاسخ به نوسانات بر اساس سیاست‌های هماهنگ آغاز شده است. آیا این دور جدید ما را به کدام سمت می‌برد؟ آیا به سمت دوران جدید اعتبار و اعتبار بی‌نظیر منتهی خواهد شد؟ این در نهایت به اقدامات واقعی و تفکر خودمان بستگی دارد.

فروپاشی قیمت نفت تنها مسأله‌ای زمان‌بر است. وقتی این روند آغاز شود، دیگر متوقف نخواهد شد. اکثر کشورها با منحنی عرضه معکوس عمل می‌کنند: هرچه قیمت نفت کاهش یابد، نیاز بیشتری به فروش برای تأمین نیازهای خود احساس می‌شود. اگر قیمت نفت به حال خود رها شود، ممکن است موقتاً به ارقام یک‌رقمی سقوط کند، اما این وضعیت تحمل نخواهد شد. صنایع داخلی باید زیر قیمت ۲۲ دلار محافظت شوند، در غیر این صورت، زیان‌ها از ظرفیت بانک‌ها برای جذب آن‌ها فراتر خواهد رفت. انتظار دارم که نوعی حمایت ارائه شود که شامل مکزیک و کانادا نیز گردد. نمی‌دانم تولیدکنندگان دریای شمال چگونه از این مسأله محافظت خواهند شد. حل این مشکل برای جامعه اقتصادی اروپا دشوار خواهد بود و چگونگی برخورد با آن ممکن است آینده بازار مشترک را تعیین کند.

مسأله بدهی‌های بین‌المللی هنوز حل نشده است. در واقع، بدهی کشورهای کمتر توسعه‌یافته همچنان در حال افزایش است، اگرچه برخی کشورها توانسته‌اند نسبت‌های بدهی خود را بهبود ببخشند. انتقال‌های منفی منابع احتمالاً در سال ۱۹۸۴ به

اوج خود رسید و همان‌طور که کشورهای بدهکار بر لزوم تحریک اقتصاد خود تأکید دارند، این انتقال‌ها در حال کاهش است. انسجام گروه وام‌دهندگان تضعیف شده و فرار از آفریقای جنوبی شکاف بزرگی بین بانک‌های آمریکایی و اروپایی ایجاد کرده است. در ایالات متحده، منافع بانک‌های مرکزی و بانک‌های منطقه‌ای در حال انحراف است. طرح بیکر (Baker Plan) نشان‌دهنده آگاهی از این مشکل است، اما هنوز به عنوان یک راه‌حل واقعی محسوب نمی‌شود. تا زمانی که یک راه‌حل توسعه داده نشود، سیستم همچنان در معرض حوادث قرار خواهد داشت، هرچند که مشخص نیست حادثه بعدی کجا خواهد بود. سیستم بانکی اکنون به اندازه کافی قوی است تا یک شوک واحد را تحمل کند؛ خطر این است که چندین شوک همزمان به وقوع بپیوندند.

خطر سومی نیز وجود دارد که با افزایش رونق بازار سهام به وجود می‌آید: خطر سقوط در بازار سهام. در حال حاضر، شرکت‌کنندگان بازار هنوز به مشکلات آگاه هستند و به همین دلیل وضعیت نقدینگی خوبی دارند. اما ذات یک رونق این است که مقادیر فزاینده‌ای از اعتبار را جذب می‌کند. اگر یک شوک مالی در زمانی که بسیاری از شرکت‌کنندگان در بازار سهام به شدت درگیر شده‌اند، رخ دهد، تصفیه حاشیه می‌تواند باعث کاهش شدید قیمت سهام شود. ما هنوز به آن مرحله نزدیک نیستیم: در حال حاضر، یک شوک مالی ناگهانی، مانند ورشکستگی یک بانک دیگر، می‌تواند منجر به کاهش سریع و

شدید قیمت‌ها شود، اما بازار به سرعت بهبود می‌یابد. بازار صعودی احتمالاً با چنین شکست‌هایی قطع خواهد شد تا زمانی که شرکت‌کنندگان دیگر از آن‌ها نترسند. در آن زمان ما برای یک سقوط آماده خواهیم بود.

سیستم مالی به شدت آزمایش شده و آزمون هنوز به پایان نرسیده است. واقعیت این است که سیستم تا حدی جان سالم به در برده و تغییرات اخیر در مدیریت اقتصادی احتمال ادامه بقای آن را افزایش می‌دهد. فرآیند انقباض اعتبار بدون وقوع یک بحران تاکنون به انجام رسیده و اکنون می‌توان مشاهده کرد که چگونه می‌توان آن را بدون بحران به پایان رساند، هرچند با هزینه یک دوره طولانی از رشد زیر استاندارد.

رشد زیر استاندارد تقریباً به‌طور طبیعی کمتر از مطلوب است، اما ممکن است اهداف سیاستی دولت کنونی را به‌خوبی تأمین کند. به‌طور طولانی شناخته شده است که شرایطی که در آن کالاها و خدمات به‌طور آزاد در دسترس هستند، برای صاحبان سرمایه پاداش بیشتری دارد تا شرایطی که در آن منابع به‌طور کامل مشغول به کار هستند. نه تنها سهم بیشتری از تولید ملی به صاحبان سرمایه می‌رسد، بلکه کارآفرینان نیز آزادی عمل بیشتری دارند. این مسأله در حال حاضر کاملاً صادق است. کنترل‌های دولتی در دستان افرادی است که به اقتصاد آزاد ایمان دارند و آن را تا حد ممکن یا حتی فراتر تشویق می‌کنند.

به‌طور تصادفی، ژاپن نیز به دلایل مختلف، گسترش اقتصاد خود را با نرخ‌هایی که به‌طور قابل توجهی زیر پتانسیل آن است، مفید یافته است. ژاپن می‌خواهد قدرت بزرگی در جهان شود و راه دستیابی به آن نه از طریق تشویق مصرف داخلی، بلکه با حفظ یک نرخ بالای پس‌انداز داخلی است که ابتدا برای ایجاد ظرفیت تولید در داخل و سپس برای خرید دارایی در خارج استفاده می‌شود. ژاپن به فشارهای آمریکا تن داده و ارزش ارز خود را افزایش داده است، اما تنها به مقداری که برای حمایت از ین لازم است، سیاست اقتصادی داخلی خود را تغییر خواهد داد.

یکی از دلایل قوی انتظار رشد اقتصادی کم‌رمق این است که این وضعیت با اهداف سیاستی دو کشور پیشرو هم‌راستا است. ستاره‌ای که به نظر می‌رسد به عنوان دنباله‌ای از دایره امپریالیستی در حال ظهور است، شایسته توصیف به عنوان «عصر طلایی سرمایه‌داری» است.

سخت است که باور کنیم روزهای طلایی سرمایه‌داری دوباره بازگردند. به هر حال، سرمایه‌داری بی‌حد و حصر در گذشته نتایج وحشتناکی به بار آورده است. آیا قرار است دوباره این تجربه را تکرار کنیم؟ امیدوارم نه. شاید ما از اشتباهات گذشته درس گرفته‌ایم.

اشکال فاجعه‌بار سیستم بازار آزاد، ناپایداری ذاتی آن است. باور به اینکه بازارهای مالی خود تنظیم‌کننده هستند، به سادگی

نادرست است. خوشبختانه، وزیر باکر (Baker) از این واقعیت آگاه است و دولت از زمان انتقال او به خزانه‌داری، رهبری اقتصادی فعالی را آغاز کرده است. مطمئناً این نبود laissez-faire[51] (آزاد گذاشتن بازار) که ما را به آستانه عصر طلایی جدید سرمایه‌داری رسانده، بلکه یک سیاست اقتصادی هماهنگ برای مقابله با افراط‌های سیستم بازار آزاد است. هنوز مشخص نیست که ما چقدر در یادگیری درس‌های خود موفق بوده‌ایم.

به هر حال، مزایای عصر طلایی جدید به‌طور نامتعادل تقسیم شده‌اند. ذات سرمایه‌داری این است که شکاف بین برندگان و بازندگان نسبتاً گسترده است. بخش‌های بزرگی از جمعیت، به ویژه در بخش‌های مالی، فناوری، خدمات و دفاع، در حال رونق هستند. در حالی که دیگران، به ویژه در صنایع قدیمی، کشاورزی و بخش رفاه، در حال رنج کشیدن هستند. ثروت‌ها در معاملات مالی به دست می‌آیند و سهام‌داران بیشتر از هر زمان دیگری در پنجاه سال اخیر قدرت دارند؛ در عین حال، ورشکستگی‌ها نیز در بیشترین حد خود در پنجاه سال گذشته از نظر اندازه و تعداد قرار دارند. کشورهای بدهکار در بحران اقتصادی به سر می‌برند و یک قاره، یعنی آفریقا، در حال گرسنگی است؛ در عین حال، چین با سرعت ممکن به سمت یک سیستم بازار آزاد در حال حرکت است و اتحاد جماهیر

---

[51] سیاست اقتصادی که به دولت اجازه نمی‌دهد در بازار دخالت کند و آزادی کامل را برای بازارها فراهم می‌آورد.

شوروی نیز در آستانه حرکت در همان مسیر است، هرچند به مراتب محتاط‌تر.

اینکه چرا دولت ریگان (Reagan) در دستیابی به اهداف خود این‌قدر موفق بوده است، سوال جذابی است. در تمام جنبه‌ها، دموکرات‌ها به حزبی از بازندگان تبدیل شده‌اند، همان‌طور که از این واقعیت پیداست که این دموکرات‌ها هستند که در کنگره به حمایت‌گرایی می‌پردازند، در حالی که رئیس‌جمهور ریگان هدیه‌ای غیرقابل انکار برای ایجاد حس پیروزی در آمریکایی‌ها دارد. اما بهبود احساسات به بهای کاهش قابل توجه واقعیت‌های زیرین به‌وجود آمده است که در سطح بدهی ملی ما قابل مشاهده است.

به‌طور صادقانه، من از قدرت سرمایه‌داری در حال احیاء شگفت‌زده شده‌ام. من دایره امپریالیستی را به عنوان یک اقدام موقتی می‌دیدم که قطعاً شکسته خواهد شد. با دیدن اینکه این دایره به یک ترتیب جدید که می‌توان آن را عصر طلایی سرمایه‌داری توصیف کرد، جایگزین شده است، باید قابلیت سازگاری سیستم و توانایی آن برای بقای خود را تصدیق کنم. هنوز مشخص نیست که آیا سیاست‌گذاران در کنترل نقاط ضعف آن موفق خواهند شد: ناپایداری ذاتی بازارهای مالی و بی‌عدالتی‌های ناشی از ناپایداری.

یادداشت: دوشنبه شب، ۹ دسامبر ۱۹۸۵

من تصمیم گرفته‌ام که تاریخ انتقال از اوراق قرضه به سهام را جلو بیندازم. این تصمیم بخشی تحت تأثیر چشم‌انداز «بازار صعودی عمر» است که به تازگی بیان کرده‌ام و بخشی دیگر تحت تأثیر ملاحظات عملی‌تر قرار دارد. ممکن است کاهش نرخ تخفیف بلافاصله پس از توافق بر سر **Gram-Rudman**[52] انجام نشود. بازارها قوی هستند و **Federal Reserve** (فدرال رزرو) محتاطانه عمل می‌کند. آمار مربوط به دسامبر ممکن است نسبتاً خوب به نظر برسد؛ بخشی به دلیل اینکه فصل خرید کریسمس در روزهای کمتری فشرده شده و بخشی دیگر به این دلیل که ممکن است سفارش‌های سرمایه‌گذاری قبل از پایان سال برای جلوگیری از تغییرات مالیاتی ثبت شده باشند. همچنین ممکن است شاخص‌های پیشرفته بعدی خوب به نظر برسند، زیرا شامل قیمت‌های سهام و عرضه پول هستند. در این شرایط، اوراق قرضه ممکن است آسیب‌پذیر باشند و سهام احتمالاً چشم‌اندازهای بهتری برای رشد داشته باشند. تئوری که به تازگی مطرح کرده‌ام، شروع به ورود به آگاهی

---

[52] یک قانون مالی در ایالات متحده که هدف آن کاهش کسری بودجه فدرال بود.

سرمایه‌گذاران کرده است، اما هنوز احتیاط در بازار حاکم است. پایان سال به‌طور فصلی دوره‌ای قوی به شمار می‌رود و ممکن است در چهار تا پنج هفته آینده شاهد اتفاقات هیجان‌انگیزی باشیم.

Dec. 9, 1985

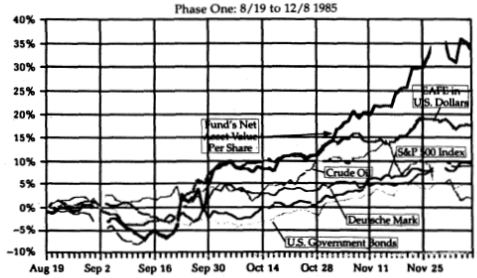
	Closing 12/9/85	% Change from 12/6		Closing 12/9/85	% Change from 12/6
DM	2.5345	−.9	S&P 500	204.25	−3.7
¥	203.55	−.7	U.S. T-Bonds	82 19/32	−1.6
£	1.4575	+1.0	Eurodollar	91.87	−.5
Gold	316.20	−1.9	Crude Oil	27.51	−4.3
			Japanese Bonds	97.00	−2.2

QUANTUM FUND EQUITY	$890,000,000
Net Asset Value Per Share	$5,998
Change from 12/6/85	+2.7%
Change from 8/6/85	+37.0%

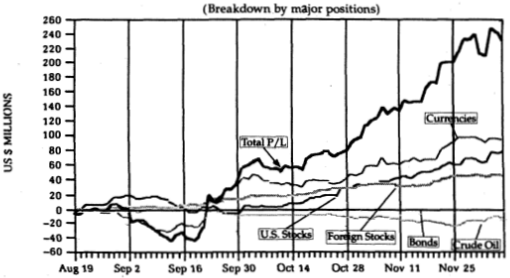
Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 12/6*	*Net Currency Exposure (6)*	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 12/6*
Stocks				DM-related	693		−36
US Stocks	739	(66)	+21	Japanese Yen	828		+2
US Index Futures	277		−91	Pound Sterling		(115)	+4
Foreign Stocks	270		−1	US Dollar		(516)	+53
Bonds (3)				Other Currencies	45		+12
US Gvt. Short Term (4)	90						
Long Term	717		+56				
Japanese (5)	253		−47				
Commodities							
Oil		(157)	−7				
Gold							

FUND'S NET ASSET VALUE PER SHARE
RELATIVE TO MARKETS
Phase One: 8/19 to 12/8 1985

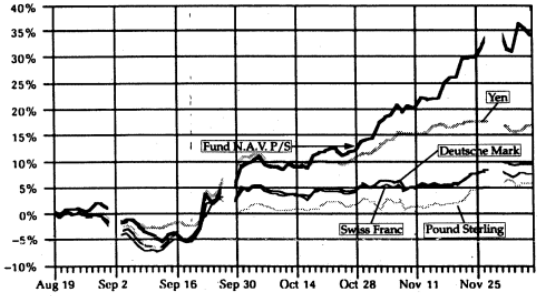


FUND'S PROFITS AND LOSSES
(Breakdown by major positions)

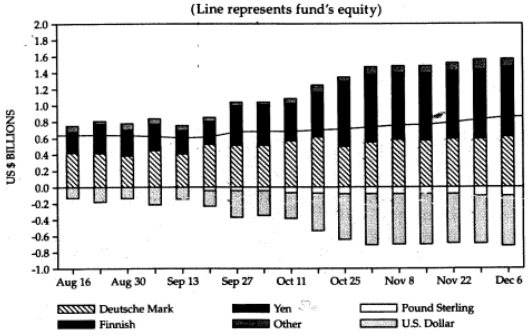


Notes:
(1) All prices are calculated as percent change over the first day shown.
(2) EAFE is Morgan Stanley's Capital International Index in U.S. dollars for European, Australian, and Far Eastern stock markets.
(3) The Oil and the Government Bond prices are the closing prices of the nearest futures contracts.
(4) Currency profits and losses include only forward and futures contracts. P&L on foreign stocks includes the currency gain or loss on the positions.

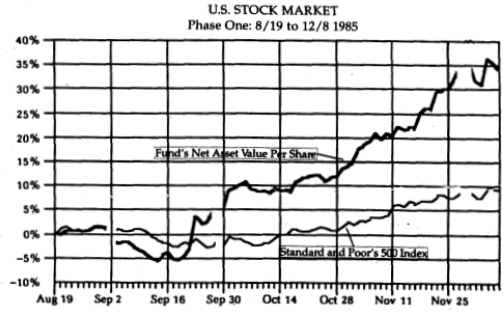
CURRENCY PRICES
Phase One: 8/19 to 12/8 1985



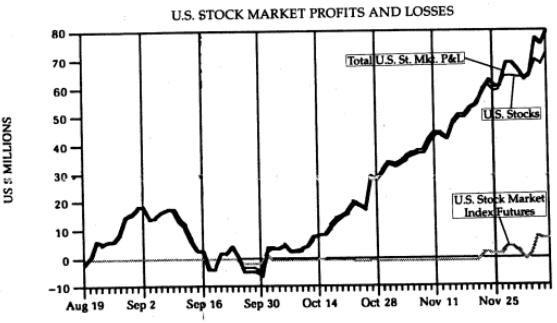
NET CURRENCY EXPOSURE
(Line represents fund's equity)



Notes:
(1) Prices in U.S. dollars shown as percent change over the first day shown. New York closing prices are used.
(2) Net currency exposure includes stock, bonds, futures, forwards, cash, and margins, and equals the total equity of the fund. A short position in U.S. dollars indicates the amount by which the currency exposure exceeds the equity of the fund.
(3) Currency exposure shown as of end of week.


U.S. STOCK MARKET
Phase One: 8/19 to 12/8 1985
40%
35%
30%
25%
20%
15%
10%
5%
0%
-5%
-10%
Fund's Net Asset Value Per Share
Standard and Poor's 500 Index
Aug 19
Sep 2
Sep 16
Sep 30
Oct 14
Oct 28
Nov 11
Nov 25

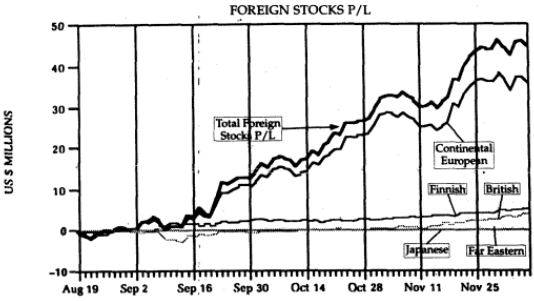

U.S. STOCK MARKET POSITIONS
US $ BILLIONS
1.4
1.3
1.2
1.1
1.0
0.9
0.8
0.7
0.6
0.5
0.4
0.3
0.2
0.1
0.0
(0.1)
(0.2)
Aug 19
Sep 2
Sep 16
Sep 30
Oct 14
Oct 28
Nov 11
Nov 25
U.S. Stocks
U.S. Stock Market Index Futures



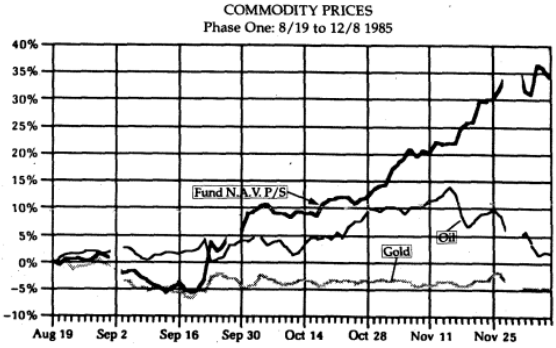
Note:
(1) Total U.S. stock market profits and losses include stock positions and index futures.

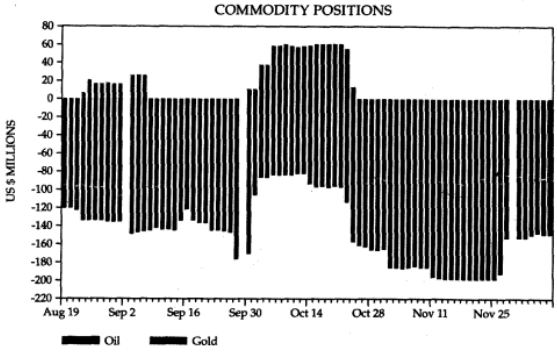

FOREIGN STOCK MARKETS
Phase One: 8/19 to 12/8 1985
40%
35%
30%
25%
20%
15%
10%
5%
0%
-5%
-10%
Fund N.A.V.E/S
Japanese Stock Market Index (in U.S. dollars)
European Stock Markets Index (in U.S. dollars)
Aug 19
Sep 2
Sep 16
Sep 30
Oct 14
Oct 28
Nov 11
Nov 25
European Stock Markets Index (in U.S. dollars)
Japanese Stock Market Index (in U.S. dollars)

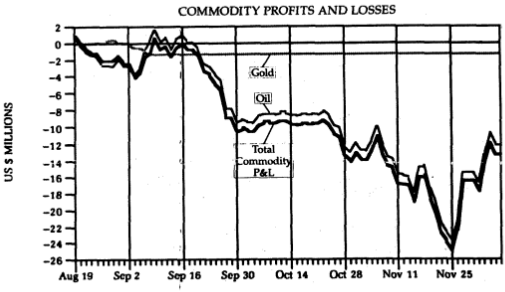

FOREIGN STOCK POSITIONS
US $ MILLIONS
280
260
240
220
200
180
160
140
120
100
80
60
40
20
0
-20
Aug 19
Sep 2
Sep 16
Sep 30
Oct 14
Oct 28
Nov 11
Nov 25
Continental European
Japanese
British
Finnish
Far Eastern



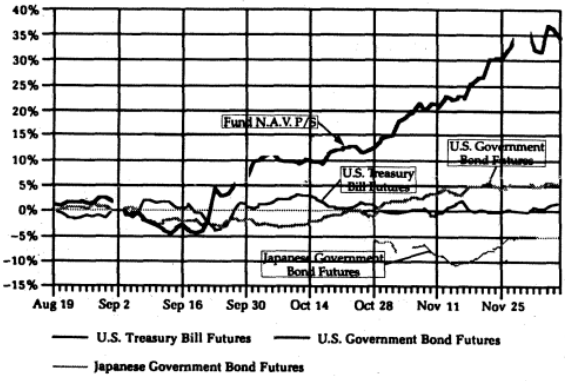
Notes:
(1) Total foreign stock market profits and losses include foreign exchange gains or losses on foreign stock positions.
(2) Far Eastern positions include Hong Kong, Korea, Taiwan, Australia, and Thailand.


COMMODITY PRICES
Phase One: 8/19 to 12/8 1985
40%
35%
30%
25%
20%
15%
10%
5%
0%
-5%
-10%
Fund N.A.V. P/S
Oil
Gold
Aug 19
Sep 2
Sep 16
Sep 30
Oct 14
Oct 28
Nov 11
Nov 25

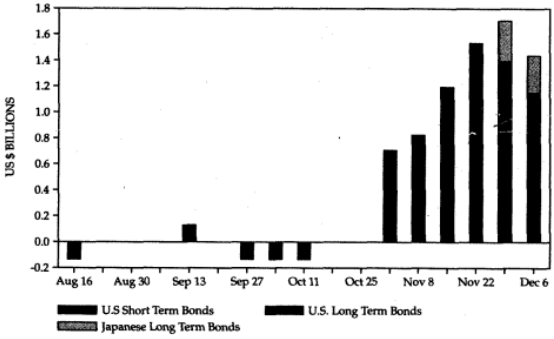

COMMODITY POSITIONS
US $ MILLIONS
80
60
40
20
0
-20
-40
-60
-80
-100
-120
-140
-160
-180
-200
-220
Aug 19
Sep 2
Sep 16
Sep 30
Oct 14
Oct 28
Nov 11
Nov 25
Oil
Gold

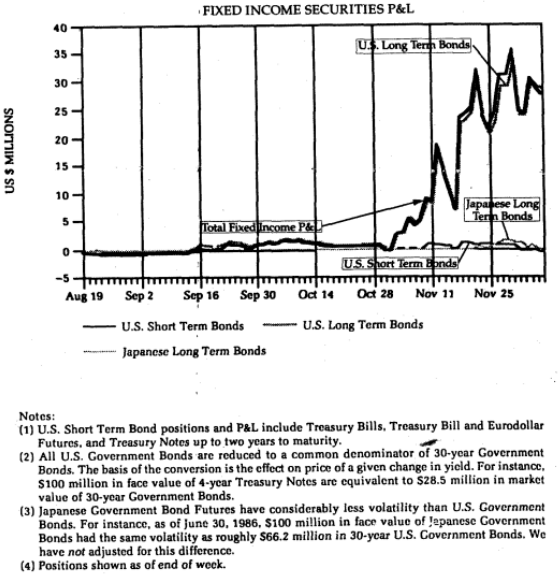

COMMODITY PROFITS AND LOSSES
US $ MILLIONS
2
0
-2
-4
-6
-8
-10
-12
-14
-16
-18
-20
-22
-24
-26
Gold
Oil
Total Commodity P&L
Aug 19
Sep 2
Sep 16
Sep 30
Oct 14
Oct 28
Nov 11
Nov 25

FIXED INCOME SECURITIES
Phase One: 8/19 to 12/8 1985



FIXED INCOME SECURITIES POSITION





Notes:
(1) U.S. Short Term Bond positions and P&L include Treasury Bills, Treasury Bill and Eurodollar Futures, and Treasury Notes up to two years to maturity.
(2) All U.S. Government Bonds are reduced to a common denominator of 30-year Government Bonds. The basis of the conversion is the effect on price of a given change in yield. For instance, $100 million in face value of 4-year Treasury Notes are equivalent to $28.5 million in market value of 30-year Government Bonds.
(3) Japanese Government Bond Futures have considerably less volatility than U.S. Government Bonds. For instance, as of June 30, 1986, $100 million in face value of Japanese Government Bonds had the same volatility as roughly $66.2 million in 30-year U.S. Government Bonds. We have *not* adjusted for this difference.
(4) Positions shown as of end of week.

دوره کنترل: ژانویه ۱۹۸۶-ژوئیه ۱۹۸۶

شنبه، ۱۱ ژانویه ۱۹۸۶

بازارهای سهام و اوراق قرضه دچار افت شدید شدند و متحمل ضرر قابل‌توجهی شدم. در زمان انقضای قراردادهای آتی (Futures) دسامبر که مصادف با اوج موقت بازار بود، در حداکثر سرمایه‌گذاری سهام خود بودم و همچنین اوراق

قرضه‌ای که داشتم را نفروخته بودم. بنابراین، در زمان این سقوط، کاملاً در بازارهای سهام و اوراق قرضه سرمایه‌گذاری کرده بودم. قصد داشتم که موقعیت اوراق قرضه خود را نصف کنم؛ در نتیجه حدود ۱۰۰ میلیون دلار از اوراق قرضه‌ام را زمانی که بازار در حال سقوط بود فروختم، اما علاقه‌ای به پیگیری این کاهش نداشتم. مدتی بعد، پیش از موعدی که در نظر گرفته بودم، اوراق قرضه‌ای که فروخته بودم را دوباره خریداری کردم. تنها در حوزه ارز و سهام‌های اروپایی عملکرد مناسبی داشتم؛ ارزهای اضافی خود را در یک دوره تقویت موقتی از بازار حذف کردم، به‌طوری‌که اکنون تنها در موقعیت‌های ارزی خارجی سرمایه‌گذاری کرده‌ام و در برابر پوند استرلینگ نسبت به مارک آلمان موقعیت کوتاه (Short Position) دارم، بدون استفاده از اهرم (Leverage). همچنین در بازارهای سهام خارجی نیز در وضعیت تقویت فروش داشته‌ام تا در کل میزان سرمایه‌گذاری‌ام با وجود افزایش قیمت‌ها ثابت بماند.

این شکست، در حالت عادی ناشی از ترکیبی از عوامل بود. مهم‌ترین آنها انتشار گزارش قوی استخدام بود که موجب شد بازار تصور کند کاهش نرخ تخفیف (Discount Rate) در پیش نخواهد بود. همچنین اقدامات سیاسی علیه لیبی نیز بر بازار تأثیر منفی گذاشت و شایعاتی مبنی بر فروش سهام، اوراق قرضه و دلارهای عربی منتشر شد. از یکی از این شایعات استفاده کردم تا بخشی از ارزهای خود را بفروشم. به نظر می‌رسد که تحمیل الزامات حاشیه‌ای بر اوراق قرضه بی‌کیفیت

(Junk Bonds) نیز بازار سهام را تحت تأثیر قرار داده باشد. دو روز پس از سقوط اولیه و در روز جمعه، بازار اوراق قرضه از یک نقطه مقاومت مهم عبور کرد و بازدهی ۹.۵ درصد بر روی اوراق قرضه ۳۰ ساله ثبت شد؛ در همین زمان نگرانی‌هایی نیز در مورد قانونی بودن قانون گرام-رادمن (Gramm-Rudman[53] Act) مطرح بود.

آنچه باعث شد بازار نسبت به این تحولات آسیب‌پذیر باشد، حالت شادمانی و اطمینان بیش‌ازحدی بود که در زمان وقوع این اتفاقات بر بازار حاکم بود؛ و متأسفانه من نیز تحت تأثیر این وضعیت قرار گرفتم. بنابراین، این سقوط به شدت من را آسیب‌پذیر کرد. دوره فعلی را یک اصلاح معمولی در یک بازار صعودی می‌دانم؛ شدت این وضعیت، که باعث کاهش ۵ درصدی شاخص معاملات آتی در چند ساعت شد، نشان‌دهنده اتفاقاتی است که ممکن است در آینده رخ دهد، به‌ویژه اگر بازار صعودی ادامه یابد.

رونق‌های بازار سهام معمولاً مراحل آزمایشی مختلفی را پشت سر می‌گذارند تا به یک مرحله مقاوم و غیرآسیب‌پذیر برسند و تنها در آن نقطه برای یک سقوط آماده می‌شوند. اما ما هنوز از این مرحله فاصله داریم و احساسات بازار همچنان محتاطانه است. آنچه که تاکنون رخ داده، این است که بازار از هرگونه

---

[53] قانونی در ایالات متحده که محدودیت‌هایی را برای کسری بودجه فدرال و کاهش تدریجی آن وضع کرده بود.

کاهش نرخ تخفیف ناامید شده است. در بازار اوراق قرضه، بخش کوتاه‌مدت قبلاً اصلاح خود را انجام داده است – معاملات آتی یورودلار (Eurodollar Futures) تقریباً نیم درصد کاهش یافته‌اند؛ و اگرچه بخش بلندمدت ممکن است واکنشی بیش‌ازحد نشان دهد، انتظار دارم که به‌زودی به حالت عادی بازگردد.

همان‌طور که قبلاً هم اشاره کردم، موقعیت من بر این اساس است که اقتصاد در حال حاضر تحرک قابل‌توجهی ندارد. احتمال دارد فدرال رزرو نرخ تخفیف را کاهش ندهد، اما به همین نسبت، دلیل منطقی برای افزایش نرخ وجوه فدرال (Federal Funds Rate) از سطح فعلی نیز وجود ندارد. همچنین نگرانی‌های من در مورد چالش قانون اساسی علیه قانون گرام-رادمن ناچیز است و فرآیندهای حقوقی در حال طی مراحل خود تا زمان حل‌وفصل موضوع هستند. اگر این ارزیابی اشتباه باشد، ناچار خواهم شد موقعیت خود را با زیان قابل‌توجهی اصلاح کنم، اما تا آن زمان قصد دارم بر موقعیت خود باقی بمانم. پیش‌بینی می‌کنم که فشار حداکثری بر بازار اوراق قرضه احتمالاً فردا احساس شود؛ هنوز مشخص نیست که چقدر تحت تأثیر قرار خواهد گرفت. انتظار دارم از اینجا به بعد بازار سهام بهتر از بازار اوراق قرضه عمل کند.

مشکل این است که از آنجا که اوراق قرضه خود را نفروخته‌ام، امکان خرید بیشتری نیز ندارم. تنها گزینه‌ای که برایم باقی مانده این است که از این وضعیت عبور کنم و امیدوار باشم که

شرایط از کنترل خارج نشود. نقدینگی من باید برای عبور از این دوره کافی باشد، اما نمی‌توان به‌طور کامل به آن اطمینان داشت. این کاهش ذخایر نقدی باعث کاهش سطح نقدینگی من می‌شود و به همین دلیل پس از شکست، من را در موقعیت آسیب‌پذیرتری قرار می‌دهد. از آنجا که این سقوط را موقتی می‌دانم، در حال حاضر هیچ دلیلی برای افزایش نقدینگی نمی‌بینم، و به همان نسبت، کاهش بیشتر سطح نقدی نیز تصمیم منطقی به نظر نمی‌رسد.

Jan. 10, 1986

	Closing 1/10/86	% Change from 12/9		Closing 1/10/86	% Change from 12/9
DM	2.4675	+2.6	S&P 500	205.96	+.8
¥	202.45	+.5	U.S. T-Bonds	83-9/32	+.8
£	1.4880	+2.1	Eurodollar	91.85	0
Gold	341.70	+8.1	Crude Oil	25.79	−6.3
			Japanese Bonds	98.55	+1.6

QUANTUM FUND EQUITY	$942,000,000
Net Asset Value Per Share	$6,350
Change from 12/9/85	+5.9%
Change from 8/16/85	+45.0%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 12/9	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 12/9
Stocks				DM-related	609		−84
US Stocks	1,011	(65)	+273	Japanese Yen	612		−216
US Index				Pound Sterling		(278)	−163
Futures	717		+440	US Dollar		(1)	+515
Foreign				Other			
Stocks	318		+48	Currencies	21		−24
Bonds (3)							
US Gvt.							
Short							
Term (4)			−90				
Long							
Term	958		+241				
Japanese							
(5)	259		+6				
Commodities							
Oil		(224)	−67				
Gold							

گروه پنج این آخر هفته جلسه‌ای خواهند داشت. می‌دانم که اگر به‌جای آنها بودم چه اقدامی انجام می‌دادم: کاهش نرخ‌های بهره به‌صورت هماهنگ و چندجانبه. این اقدام نشان می‌دهد که مقامات در حال همکاری‌اند و کنترل اوضاع را در دست دارند. این کار به تثبیت بازار ارز کمک می‌کند، چرا که در غیر این صورت احتمالاً کنترل افزایش موقتی ارزش دلار دشوار خواهد

بود. شرایط برای این کار به‌خوبی آماده شده است؛ فرآیند گرام-رادمن (Gramm-Rudman Act) در حال اجراست و استفاده از اوراق قرضه بی‌کیفیت (Junk Bonds) محدود شده است. ژاپن نیز منتظر است تا ایالات متحده در کاهش نرخ‌های بهره پیشقدم شود. درست است که نرخ 1M[54] بالاتر از هدف مورد نظر رفته و احتمالاً اقتصاد در سه‌ماهه چهارم سال ۱۹۸۵ به حدود ۳ درصد رشد کرده است. در شرایط معمولی، نیازی به چنین اقدامی نبود؛ اما اگر مقامات نیاز به حفظ ابتکار عمل داشته باشند، این بهترین زمان برای کاهش نرخ‌هاست. کاهش نرخ تخفیف (Discount Rate[55]) به معنای دور شدن از رویکرد پول‌گرایانه است؛ اما بازار اوراق قرضه از این اقدام استقبال خواهد کرد، زیرا این کاهش با هماهنگی بین‌المللی انجام می‌شود، نرخ‌های ارز پایدار هستند، و شهرت پال ولکر به‌عنوان یک سیاست‌گذار مقتدر در حوزه پولی خدشه‌دار نشده است. حال سوال این است که آیا او مایل به انجام این کار است؟

من تردید دارم که مقامات دقیقاً همان کاری را که مدنظر من است انجام دهند. با این حال، اکنون مایلم با در نظر گرفتن محدودیت‌های موقعیت فعلی‌ام، کمی ریسک کنم. این به این معناست که برخی قراردادهای آتی یورودلار (Eurodollar

---

[54] اشاره به نرخ بهره یک‌ماهه (Month-1) که نشان‌دهنده نرخ بهره در بازه یک‌ماهه است و در بازارهای بین‌المللی کاربرد دارد.

[55] نرخ بهره‌ای که بانک‌های مرکزی برای وام‌های کوتاه‌مدت به بانک‌های تجاری اعمال می‌کنند.

Futures) را که ریسک نسبتاً پایینی دارند، خریداری می‌کنم. تنها ریسکی که وجود دارد این است که ممکن است تحت شرایط نامساعدی مجبور به کاهش موقعیت خود شوم. اما از آنجا که اگر این شرط شکست بخورد، در هر صورت قصد کاهش ریسک را دارم، پذیرفتن این ریسک برایم منطقی است. فرضیه من این است که مقامات ابتکار عمل را در دست گرفته‌اند؛ اگر نتوانند این کنترل را حفظ کنند، نگه‌داشتن یک موقعیت اهرمی (Leverage Position) بی‌فایده است، مگر به این دلیل که نمی‌خواهم زیانی متحمل شوم. یک اصطلاح نظامی فرانسوی وجود دارد که می‌گوید «عقب‌نشینی برای پرش بلندتر». اما من کاری برعکس انجام می‌دهم: به پیش می‌روم تا بازسازی کنم. در واقع، من با افزایش موقتی ریسک خود، به دنبال کاهش ریسکی هستم که در بلندمدت تحمل آن ممکن نیست.

صبح سه‌شنبه، ۲۱ ژانویه ۱۹۸۶

جلسه گروه پنج نتیجه مشخصی به همراه نداشت. با توجه به تمامی حواشی و اطلاعات درز کرده پیش از جلسه، نمی‌شد انتظار بیانیه‌ای دراماتیک داشت؛ با این حال، بیانیه کوتاهی که منتشر شد نیز بسیار مبهم بود. ناچارم خود را به حدس و گمان محدود کنم.

به نظر می‌رسد که هدف کاهش جهانی نرخ‌های بهره پذیرفته شده است؛ اما دو بانک مرکزی کاملاً مستقل، یعنی بانک‌های مرکزی آلمان و ایالات متحده، از تعهد به اقدامی مشترک سر باز

زده‌اند. من گمان می‌کنم که فدرال رزرو پیش از این جلسه به‌صورت غیرمستقیم سیاست پولی را تسهیل کرده است – اعداد و ارقام منتشرشده در روز پنج‌شنبه آینده باید شواهد قطعی‌تری ارائه کنند – اما بانک مرکزی می‌خواهد واکنش بازار را نسبت به کاهش نرخ تخفیف رصد کند و نمی‌خواهد این کار را به کنسرسیوم‌های دولتی واگذار کند. اجازه دادن به گروه پنج برای تعیین سیاست پولی ایالات متحده، برای بانکی مرکزی که به دنبال حفظ استقلال خود است، خطرناک‌ترین رویه ممکن خواهد بود.

Jan. 20, 1986

	Closing 1/20/85	% Change from 1/10		Closing 1/20/85	% Change from 1/10
DM	2.4580	+.4	S&P 500	207.53	+.8
¥	202.45	0	U.S. T-Bonds	83 17/32	+.5
£	1.4125	−5.1	Eurodollar	91.91	+.1
Gold	354.10	+3.6	Crude Oil	21.27	−17.5
			Japanese Bonds	98.00	−.6

QUANTUM FUND EQUITY	$1,006,000,000
Net Asset Value Per Share	$6,775
Change from 1/10/86	+6.7%
Change from 8/16/85	+54.7%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 1/10	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 1/10
Stocks				DM-related	559		−50
US Stocks	1,014	(73)	−5	Japanese Yen	612		0
US Index Futures	584		−133	Pound Sterling		(270)	+8
Foreign Stocks	314		−4	US Dollar	105		+106
Bonds (3)				Other Currencies	31		+10
US Gvt. Short Term (4)	88		+88				
US Gvt. Long Term	1,026		+68				
Japanese (5)	261		+2				
Commodities							
Oil		(159)	+65				
Gold							

موضوع نگران‌کننده در نتیجه جلسه، شکاف احتمالی میان بیکر و پال ولکر است. با مرور گذشته، اختلاف نظر میان ولکر و دولت بر سر الزام به ایجاد حاشیه‌ای (Margin Requirements) برای اوراق قرضه بی‌کیفیت (Junk Bonds) اکنون اهمیت بیشتری می‌یابد. به نظر می‌رسد که نگرانی اصلی ولکر از کاهش شدید و تهاجمی نرخ‌های بهره این است که

ممکن است باعث رونق کاذب در بازار سهام شود؛ روندی که می‌تواند در نهایت به یک سقوط ختم شود و من نیز آخرین فردی هستم که بخواهم با این نگرانی مخالفت کنم. این‌که او از وقوع چنین پدیده‌ای هراس دارد، احتمال بروز رونق بیش از حد در بازار را کاهش می‌دهد. با این حال، گروه پنج بخشی از نفوذ و توان خود را از دست داده است، و این تحولی خطرناک محسوب می‌شود.

ابتدا تصمیم داشتم که ریسک اضافی‌ای را که پیش از جلسه به عهده گرفته بودم کاهش دهم، اما در نهایت ترجیح دادم تا انتشار مجموعه بعدی آمارهای فدرال رزرو صبر کنم. به جای فروش قراردادهای آتی یورودلار (Eurodollar Futures) که قبلاً خریداری کرده بودم، برخی از قراردادهای آتی شاخص S&P 500 را فروختم زیرا به نظرم بازار سهام آسیب‌پذیرتر از سایر بازارها می‌رسید.

در ادامه روز، کاهش قیمت‌های انرژی شدت گرفت و به نوعی فروپاشی واقعی منجر شد. تا پایان روز، بازارهای سهام، اوراق قرضه و ارزها تمامی زیان‌های خود را جبران کردند. این تحولی مهم و دیرانتظار است: سرانجام، سقوطی که مدت‌ها در قیمت نفت پیش‌بینی می‌شد، در حال وقوع است.

تنها مداخله مستقیم دولت می‌تواند از ادامه سقوط آزاد جلوگیری کند، اما تجربه نشان می‌دهد که دولت‌ها تنها در مواقع بحرانی دست به مداخله می‌زنند. تردیدها پیرامون

اختلاف نظر بین ولکر و بیکر، احتمال هرگونه اقدام به‌موقع را نیز کاهش می‌دهد. بنابراین، به نظر می‌رسد که اکنون به دوره‌ای از حداکثر ریسک برای سیستم بانکی نزدیک می‌شویم. پرسش این است که با تمام وام‌های انرژی و بدهی کشورهای وابسته به صادرات انرژی چه خواهد شد؟

من مطمئنم که مقامات نمی‌گذارند اوضاع از کنترل خارج شود، زیرا راه‌حلی ساده وجود دارد: وضع مالیات بر واردات نفت با شرایط خاص برای مکزیک. اما اجرای این طرح مستلزم تغییر موضع رئیس‌جمهور ریگان است، و تنها در شرایط اضطراری چنین تغییری ممکن خواهد بود. در نتیجه، وضعیت باید بحرانی‌تر شود تا زمینه برای اعمال این تدابیر مهیا گردد.

اکنون باید تا جای ممکن ریسک‌های موجود در موقعیتم را کاهش دهم. هرچند کاهش قیمت نفت از جهات بسیاری پیامدهای مثبتی برای بازارهای سهام و اوراق قرضه به همراه دارد، اما در شرایط فعلی، به‌ویژه با توجه به احتمال واکنش‌های مشابه سایر فعالان بازار، نباید با اهرم مالی (Leverage) به چنین ریسکی نزدیک شوم.

شنبه، ۲۲ فوریه ۱۹۸۶

کمی زودتر از برنامه تصمیم به کاهش موقعیتم گرفتم و نتوانستم به‌طور کامل از رشد قوی در بازارهای سهام و اوراق قرضه بهره ببرم. حتی به‌طور موقت قراردادهای آتی اوراق قرضه را فروختم، زیرا گمان داشتم که دادگاه حکم عدم قانونی بودن قانون گرام-رادمن (Gramm-Rudman Act) را صادر می‌کند؛ اما صدور این حکم به مدت یک هفته به تعویق افتاد و سقوط قیمت نفت اهمیت تمامی مسائل دیگر را تحت‌الشعاع قرار داد، به‌طوری که ناچار شدم با زیان موقعیتم را پوشش دهم. به‌طور خلاصه، معاملات این دوره از نظر من چندان موفقیت‌آمیز نبودند. با این حال، عملکرد صندوق مثبت بود که دلیل آن موقعیت‌های فروش ما در نفت و دلار بود. انتخاب‌های ما در خرید سهام نیز برایمان مفید واقع شد.

Feb. 21, 1986

	Closing 2/21/86	% Change from 1/20		Closing 2/21/86	% Change from 1/20
DM	2.2960	+6.6	S&P 500	224.62	+8.2
¥	182.20	+10.0	U.S. T-Bonds	90-05/32	+8.0
£	1.4545	+3.0	Eurodollar	92.10	+.2
Gold	341.00	−3.7	Crude Oil	13.53	−36.4
			Japanese Bonds	101.60	+3.7

QUANTUM FUND EQUITY	$1,205,000,000
Net Asset Value Per Share	$8,122
Change from 1/20/86	+19.9%
Change from 8/16/85	+35.5%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 1/20	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 1/20
Stocks				DM-related	783		+224
US Stocks	1,064	(185)	−62	Japanese Yen	726		+114
US Index				Pound Sterling		(343)	−73
Futures		(92)	−676	US Dollar	39		−66
Foreign				Other			
Stocks	426		112	Currencies	81		+50
Bonds (3)							
US Gvt.							
Short							
Term (4)			−88				
Long							
Term	215		−811				
Japanese							
(5)			−261				
Commodities							
Oil		(55)	+104				
Gold							

در حال حاضر تمایلی به تحمل ریسک بالا ندارم و شاید همین عامل دلیل عدم موفقیت من در معاملات با موقعیت اهرمی (Leveraged Position) باشد. کاهش قیمت نفت را می‌توان نتیجه دو عامل دانست: اول، یک محرک اقتصادی و دوم، یک شوک مالی. بازارها به عامل اول واکنش نشان می‌دهند، اما من به عامل دوم حساسیت بیشتری دارم.

اکنون به لحظه‌ای نزدیک می‌شویم که بحران بدهی‌های بین‌المللی آشکار خواهد شد. با قیمت نفت زیر ۱۵ دلار، مکزیک با کسری خدمات بدهی حدود ۱۰ میلیارد دلار مواجه است. برای جبران این کمبود، چندین اتفاق باید رخ دهد. مکزیک باید سطح صرفه‌جویی‌های خود را افزایش دهد؛ بانک‌ها باید بخشی از زیان را متحمل شوند؛ و ایالات متحده نیز باید به‌نوعی کمک مالی ارائه دهد، یا قیمت نفت مکزیک را تضمین کند. هرچند این اقدامات ممکن است، اما به عملیات پیچیده و حساسی نیاز دارند. تخفیف‌های بانکی باید به سایر کشورهای بدهکار نیز تعلق گیرد. امروزه، بانک‌های بزرگ به نقطه‌ای رسیده‌اند که می‌توانند کاهش قابل توجهی در نرخ‌های بهره وام به کشورهای کمتر توسعه‌یافته را بپذیرند. اما ممکن است برخی بانک‌ها، مانند بانک آمریکا، در آستانه ورشکستگی قرار گیرند. این بانک احتمالاً با سازوکاری شبیه به نجات بانک کانتیننتال ایلینوی (Continental Illinois) از ورشکستگی نجات می‌یابد و سپرده‌گذاران محافظت می‌شوند. اگرچه ممکن است سپرده‌گذاران دچار وحشت نشوند، احتمال دارد بازار سهام دچار نوسان شدید شود. قدرت بازار، همراه با حجم اعتباری که در معاملات آتی و اختیار معامله (Options) استفاده می‌شود، باعث شده بازار در برابر تغییرات ناگهانی بسیار آسیب‌پذیر باشد. در ژانویه، بازار ظرف دو ساعت ۵ درصد کاهش داشت؛ ممکن است دفعه بعد این کاهش به ۱۰ یا حتی ۱۵ درصد برسد. من باور دارم که خطر سقوط از سیستم بانکی به بازارهای مالی منتقل شده است و اگر گرفتار شوم، خودم را به‌خاطر ناآگاهی و

ضعف سرزنش خواهم کرد. احتیاط من ممکن است هزینه‌بر باشد، اما بقای من را تضمین خواهد کرد.

هنگامی که شنیدم رئیس‌جمهور دلا مادرید از مکزیک قرار است امشب سخنرانی کند، برخی از قراردادهای آتی S&P و دلارهایی را که در فروش کوتاه‌مدت داشتم به‌عنوان نوعی بیمه‌نامه برای تعطیلات آخر هفته فروختم.

پنجشنبه، ۲۷ مارس ۱۹۸۶

از زمان کاهش اهرم مالی خود در اواخر ژانویه، تغییرات کلان قابل توجهی در موقعیت‌های معاملاتی‌ام ایجاد نکرده‌ام. به نظر می‌رسد که زودتر از موعد اقدام کرده‌ام و به همین دلیل، بهترین بخش از روند صعودی بازار اوراق قرضه را از دست داده‌ام. به صراحت باید بگویم که اهمیت پیامدهای مثبت کاهش قیمت نفت را کمتر از حد واقعی برآورد کردم. راستش انتظار نداشتم که دولت به این راحتی اجازه دهد قیمت نفت تا این اندازه افت کند و مداخله‌ای نداشته باشد. تنها مداخله دولت می‌تواند از سقوط بیشتر قیمت نفت جلوگیری کند، چرا که منحنی عرضه در این بازار به‌شکلی معکوس عمل می‌کند: هرچقدر قیمت پایین‌تر برود، کشورهای تولیدکننده برای تأمین نیازهای خود مجبور به فروش بیشتر نفت خواهند شد. در نهایت، دولت‌ها مجبور به حمایت از تولیدکنندگان داخلی

خواهند شد. به همین دلیل بود که قراردادهای آتی فروش خود را از نفت وست تگزاس به قراردادهای برنت تغییر دادم؛ هرچند این حرکت به دلیل وقوع یک فشار فروش (Short Squeeze) برایم هزینه‌بر بود.

Mar. 26, 1986

	Closing 3/26/86	% Change from 2/21		Closing 3/26/86	% Change from 2/21
DM	2.3305	−1.5	S&P 500	237.3	+5.6
¥	179.65	+1.4	U.S. T-Bonds	98 15/32	+9.2
£	1.475	+1.4	Eurodollar	92.83	+.8
Gold	344.40	+1.0	Crude Oil	12.02	−11.2
			Japanese Bonds	105.50	+3.8

QUANTUM FUND EQUITY	$1,292,000,000
Net Asset Value Per Share	$8,703
Change from 2/21/86	+7.2%
Change from 8/16/85	+98.7%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 2/21	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 2/21
Stocks				DM-related	1,108		+325
US Stocks	1,272	(170)	+223	Japanese Yen	492		−234
US Index Futures	124		+216	Pound Sterling		(389)	−46
Foreign Stocks	536		+110	US Dollar	81		+42
Bonds (3)				Other Currencies	63		−18
US Gvt. Short Term (4)							
Long Term	326		+111				
Japanese (5)							
Commodities							
Oil		(28)	+27				
Gold							

از این‌رو، تصمیمم برای کاهش اهرم بیشتر بر مبنای دلایل ذهنی و روانی است تا منطقی. کار با اهرم سنگینی فشار زیادی را به همراه دارد. اخیراً پول خوبی به دست آورده‌ام و میل ندارم زندگی‌ام تحت این فشار باشد. بااین‌حال، از دست دادن یک فرصت نیز دردناک است. خوشبختانه بازار را از دست ندادم، اما نتوانستم حداکثر بهره را از آن ببرم. در بازار ارز تقریباً بی‌حرکت بودم، جز افزایش موقعیت خود در ارز £/DM. متوجه شدم که طبیعت بازارهای ارز دوباره در حال تغییر است؛ حس همکاری که از جلسه اول گروه پنج شکل گرفته بود، در جلسه دوم تضعیف شد و مقامات دیگر کنترل کاملی بر بازار نداشتند. دلار سریع‌تر و بیشتر از آنچه مقامات می‌خواستند، در حال کاهش بود. این مسئله نگرانی‌هایی را برای ژاپنی‌ها و آلمانی‌ها به‌وجود آورد. مقامات آمریکایی نیز به دو دسته تقسیم شدند؛ پاول ولکر نسبت به شرایط نگرانی داشت، در حالی‌که بقیه دولت کاهش دلار را مثبت می‌دیدند، چراکه تصور می‌کردند این نوسان اثر مثبتی در بازارها خواهد داشت.

در این شرایط، من بدون اینکه دلیل روشنی داشته باشم، به نگه‌داشتن موقعیت فروش در دلار ادامه دادم؛ دیدگاه قطعی نداشتم و حس می‌کردم برای کسب سود از این نوسان‌ها در ارزها، ارزش دردسرهای ممکن را ندارد. ترجیح دادم وضعیت را حفظ کنم و در صورت نیاز به بازنگری وضعیت بپردازم. سپس استعفای پرستون مارتین و بحث‌های پشت‌پرده درباره نرخ‌های بهره علنی شد و بازار با افزایش شدید ارزش دلار به این خبر

واکنش نشان داد. پوند نیز در مقابل مارک تقویت شد و این وضعیت منجر به ضرر بزرگی برایم شد. این اولین زیانی بود که از زمان آغاز نوسانات پیش‌بینی‌نشده بازار تجربه می‌کردم و باعث شد که دوباره شرایط اقتصادی کلان را ارزیابی کنم.

در ارزیابی مجدد، همچنان ادامه رکود اقتصادی را دیدم. جنبه‌های قوی و ضعیف در بازار تعادلی نسبی داشتند. جنبه‌های قوی شامل کاهش نرخ‌های بهره، خوش‌بینی ناشی از افزایش سود، رونق در بخش مسکن، بازسازی موجودی انبارها، شکل‌گیری کسب‌وکارهای جدید و اشتغال‌زایی در بخش خدمات بودند. منبع اصلی ضعف نیز در بخش نفت بود؛ این صنعت، که هزینه‌های عمده‌ای دارد، در مقیاسی وسیع دچار افت سرمایه‌گذاری شده و با صنعت خودرو رقابت دارد. سایر حوزه‌های سرمایه‌گذاری نیز ضعیف بودند، هرچند انتظار می‌رفت که با گذشت زمان بهبود یابند. یکی دیگر از منابع ضعف، کاهش کسری بودجه بود که هنوز فرصت تأثیرگذاری نداشت. به نظر می‌رسد نرخ پس‌انداز بهبود یافته و این عامل هزینه‌های مصرف‌کننده را تحت کنترل نگه داشته است. سرمایه‌گذاران به دلیل کاهش نرخ بهره به سمت سهام و اوراق قرضه بلندمدت متمایل شده‌اند. تمام این عوامل، هم برای اوراق قرضه و هم برای سهام، مثبت بودند.

با توجه به شرایط ضعیف اقتصادی، نیازی به کاهش موقعیت فروش در دلار نمی‌دیدم. در عوض، قوت فعلی دلار را نشانه‌ای از احتمال کاهش بیشتر نرخ‌های بهره در نظر گرفتم و تصمیم

گرفتم که مجدداً به خرید اوراق قرضه بازگردم. خرید اوراق قرضه با بازده ۷.۵% در شرایطی که قبلاً آنها را با نرخ‌های ۹ تا ۹.۵% فروخته بودم، تصمیم آسانی نبود، اما تحلیل اقتصادی مرا به این مسیر سوق داد. به نظر منطقی نبود که موقعیت فروش در دلار داشته باشم بدون اینکه در اوراق قرضه نیز خریدی انجام دهم و در این مرحله فکر می‌کنم خرید دلار اشتباه است.

اکنون سؤال درباره استفاده از اهرم مطرح است. در واقع، عدم تمایل من به حفظ اهرم، دلیل اصلی کاهش میزان قرارگیری در معرض ریسک بود. این کار بدون شک فشار را بیشتر می‌کند، اما در عین حال تنش ناشی از قرار گرفتن در موقعیت فروش دلار بدون خرید اوراق قرضه را کاهش می‌دهد. بنابراین به نظرم بهتر است با احتیاط بیشتری عمل کنم.

در خصوص پیش‌بینی وضعیت بازار سهام و اوراق قرضه، به نظر می‌رسد بازار در مرحله رشد جوان و قوی است و احتمال سقوط طبیعی وجود ندارد. سرمایه‌گذاران هنوز نسبت به بازار احتیاط دارند، از جمله خودم. سهام به‌زودی به قیمتی می‌رسند که برای خرید با اهرم دیگر مناسب نیستند و نرخ بهره واقعی نیز با توجه به کاهش قیمت نفت همچنان بالاست. از این‌رو، یا باید دلار کاهش یابد، یا نرخ‌های بهره کاهش یابد یا هر دو. با توجه به تثبیت نسبی دلار، به نظر می‌رسد که نرخ‌های بهره باید کاهش یابند. در داخل ایالات متحده، رونق بازار هنوز جا برای رشد دارد؛ قیمت سهام ممکن است دو برابر یا حتی بیشتر شود قبل از اینکه به وضعیت آسیب‌پذیری برسد. بازارهای سهام

کوچک‌تر اما آسیب‌پذیرترند. به عنوان مثال، ایتالیا نمونه‌ای از این شرایط است. اگر سقوطی در بازار رخ دهد، ابتدا ایتالیا را تحت تأثیر قرار می‌دهد و سپس بر بازارهای آمریکا تأثیر خواهد گذاشت.

در حال حاضر، تنها تهدید ممکن، وقوع یک شوک خارجی است. منشأ احتمالی این شوک کاملاً روشن است؛ قیمت‌های نفت به‌سرعت در حال کاهش‌اند. این روند تا زمانی ادامه خواهد داشت که یک اتفاق بزرگ و غیرمنتظره این روند را متوقف یا معکوس کند. چنین اتفاقی ممکن است نظامی یا مالی باشد. پیش‌بینی تحولات نظامی و سیاسی دشوار است. با وجود تنش‌های رو به افزایش در خاورمیانه، خطر وقوع رویدادهای سیاسی یا نظامی نیز به‌شدت بالاست. به‌عنوان مثال، انقلاب قریب‌الوقوعی در مصر ممکن است رخ دهد یا جنگ ایران و عراق تشدید شود. از آنجا که این رویدادها پیش‌بینی‌پذیر نیستند، تنها می‌توانم در حالت آمادگی باقی بمانم و مقدار کمی از اهرم را برای هشدار بیشتر حفظ کنم.

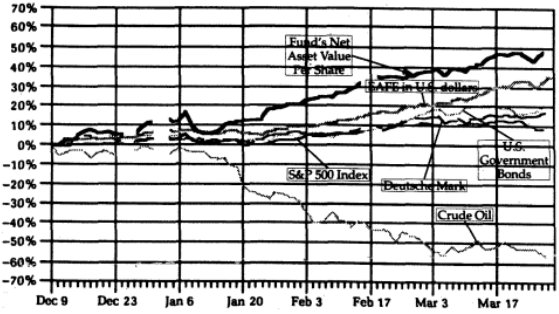
پیامدهای مالی کاهش قیمت نفت به‌مراتب واضح‌تر است؛ مکزیک نمونه برجسته‌ای است. سؤال این است که آیا نجات مکزیک با هماهنگی انجام می‌شود یا به‌صورت یک رویارویی پیش خواهد رفت؟ مکزیک در برابر درخواست کاهش نرخ بهره عقب‌نشینی کرده و احتمالاً نوعی اوراق بهادار مبتنی بر نفت به‌عنوان راهکاری برای ارائه تخفیف مورد نیاز پیشنهاد می‌شود تا این کاهش به سایر کشورهای بدهکار تعمیم نیابد.

واکنش بازارها به این تحولات دشوارتر قابل پیش‌بینی است. یک تسویه‌حساب منظم می‌تواند روند صعودی را تقویت کند، اما شک و تردید درباره این امر نیز بازار را آزمایش خواهد کرد. در حال حاضر، به نظر می‌رسد بازار از این آزمون عبور می‌کند، اما تا تصمیم‌گیری در این مورد، نباید در معرض ریسک قرار گرفت.

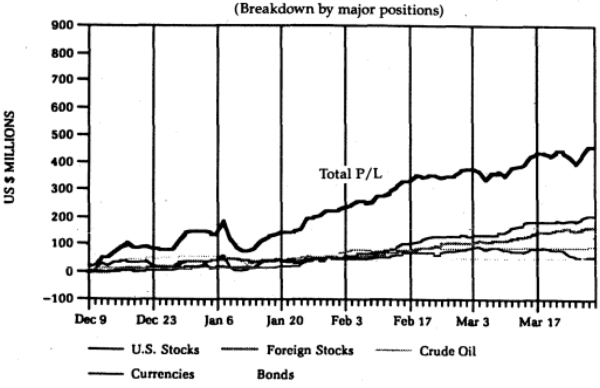
یکشنبه، ۶ آوریل ۱۹۸۶

سه‌شنبه گذشته قراردادهای آتی S&P را به اندازه موقعیت خرید خود در اوراق قرضه فروختم. این اقدام در واقع میزان قرارگیری در سمت خرید را حذف کرد. اکنون منتظر یک نقطه ورود مناسب هستم تا موقعیت فروش خود را افزایش دهم و از این طریق میزان قرارگیری خالص خود را کاهش دهم.

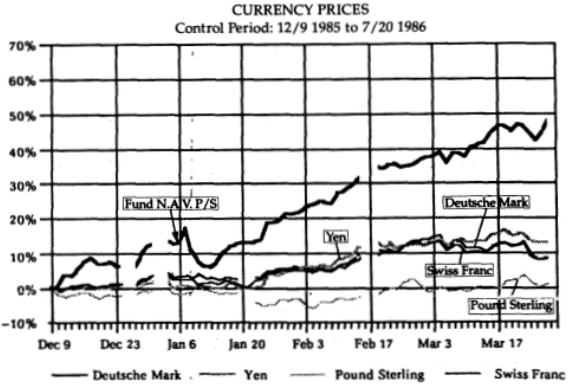
FUND'S NET ASSET VALUE PER SHARE
RELATIVE TO MARKET
Control Period: 12/9 1985 to 7/20 1986

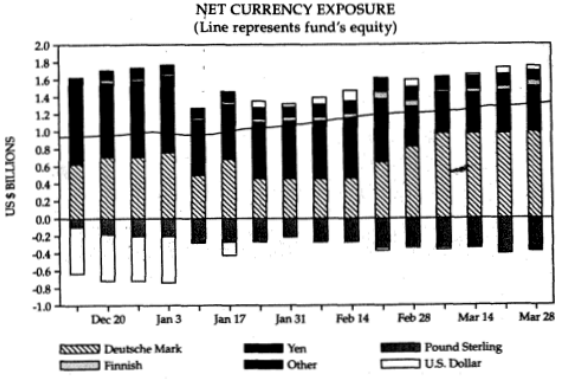


FUND'S PROFITS AND LOSSES
(Breakdown by major positions)

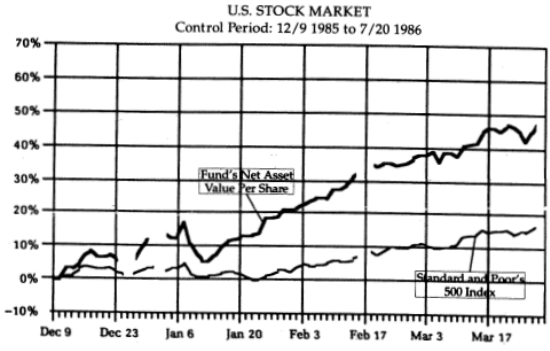


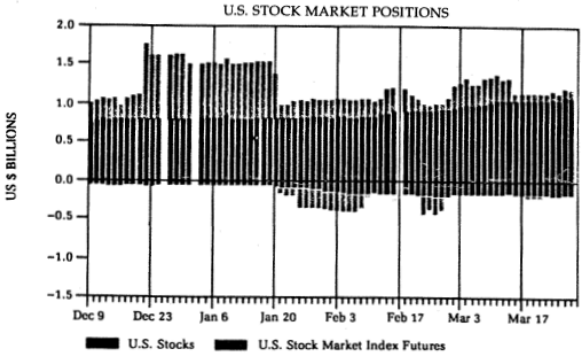
Notes:
(1) All prices are calculated as percent change over the first day shown.
(2) EAFE is Morgan Stanley's Capital International Index in U.S. dollars for European, Australian, and Far Eastern stock markets.
(3) The Oil and the Government Bond prices are the closing prices of the nearest futures contracts.
(4) Currency profits and losses include only forward and futures contracts. P&L on foreign stocks includes the currency gain or loss on the positions.





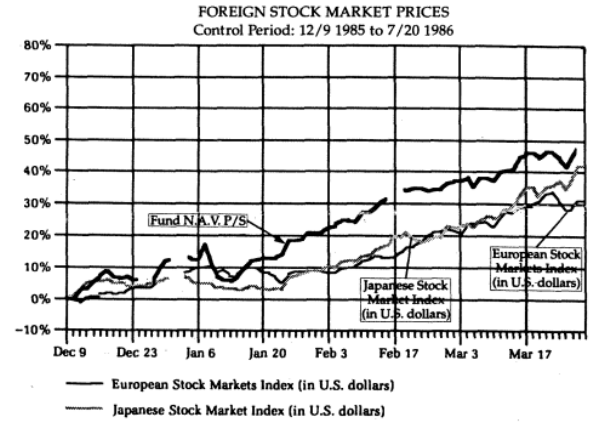
Notes:
(1) Prices in U.S. dollars shown as percent change over the first day shown. New York closing prices are used.
(2) Net currency exposure includes stock, bonds, futures, forwards, cash, and margins, and equals the total equity of the fund. A short position in U.S. dollars indicates the amount by which the currency exposure exceeds the equity of the fund.
(3) Currency exposure shown as of end of week.

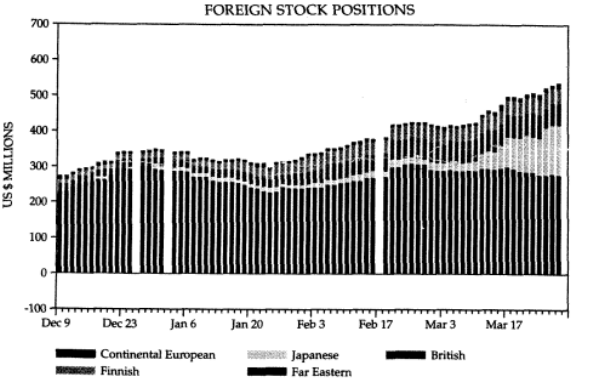

U.S. STOCK MARKET
Control Period: 12/9 1985 to 7/20 1986
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
Fund's Net Asset Value Per Share
Standard and Poor's 500 Index
Dec 9
Dec 23
Jan 6
Jan 20
Feb 3
Feb 17
Mar 3
Mar 17

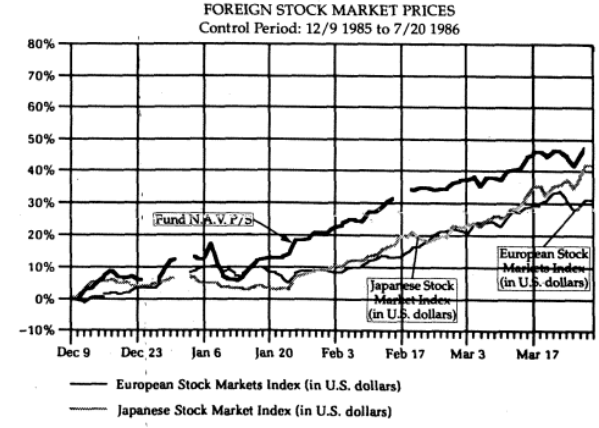

U.S. STOCK MARKET POSITIONS
US $ BILLIONS
2.0
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
-1.0
-1.5
Dec 9
Dec 23
Jan 6
Jan 20
Feb 3
Feb 17
Mar 3
Mar 17
U.S. Stocks
U.S. Stock Market Index Futures

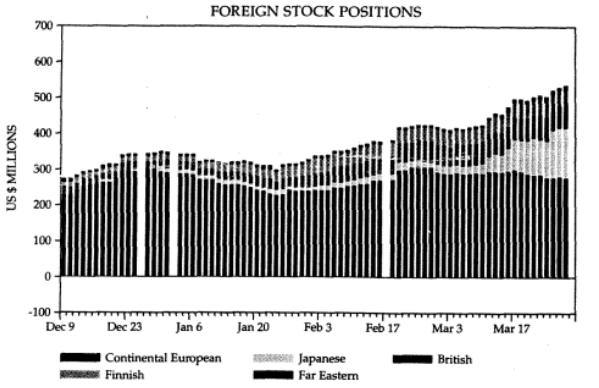


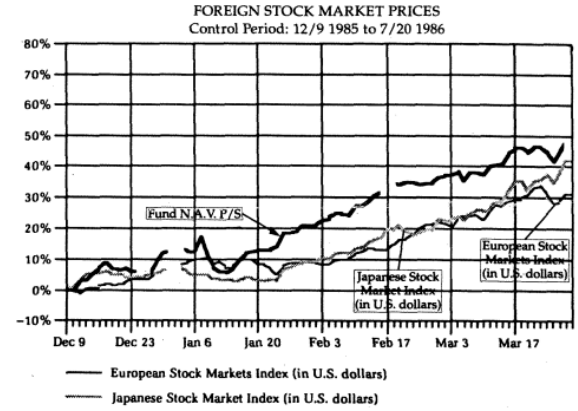
Note:
(1) Total U.S. stock market profits and losses include stock positions and index futures.

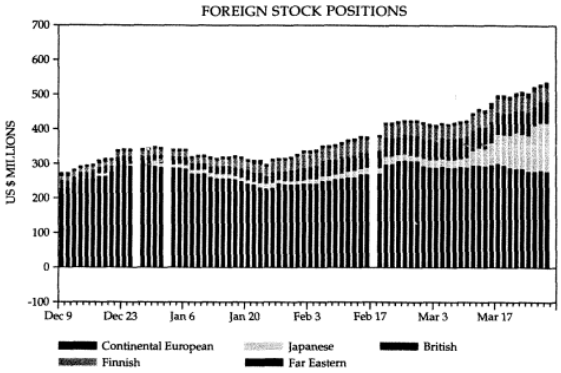

FOREIGN STOCK MARKET PRICES
Control Period: 12/9 1985 to 7/20 1986
80%
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
Fund N.A.V. P/S.
Japanese Stock Market Index (in U.S. dollars)
European Stock Markets Index (in U.S. dollars)
Dec 9
Dec 23
Jan 6
Jan 20
Feb 3
Feb 17
Mar 3
Mar 17
European Stock Markets Index (in U.S. dollars)
Japanese Stock Market Index (in U.S. dollars)

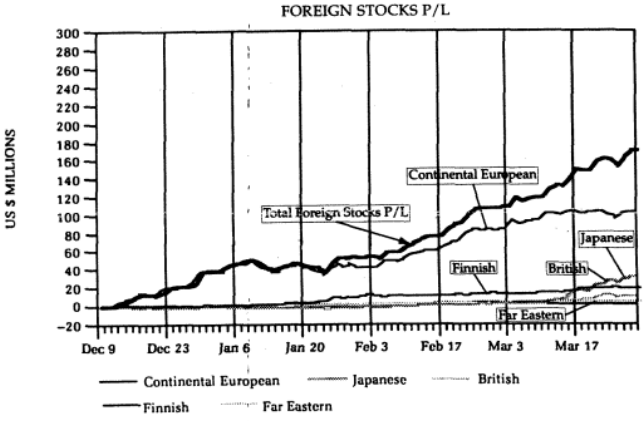

FOREIGN STOCK POSITIONS
US $ MILLIONS
700
600
500
400
300
200
100
0
-100
Dec 9
Dec 23
Jan 6
Jan 20
Feb 3
Feb 17
Mar 3
Mar 17
Continental European
Japanese
British
Finnish
Far Eastern


FOREIGN STOCK MARKET PRICES
Control Period: 12/9 1985 to 7/20 1986
80%
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
Fund N.A.V.P/S
Japanese Stock Market Index (in U.S. dollars)
European Stock Markets Index (in U.S. dollars)
Dec 9
Dec 23
Jan 6
Jan 20
Feb 3
Feb 17
Mar 3
Mar 17
European Stock Markets Index (in U.S. dollars)
Japanese Stock Market Index (in U.S. dollars)

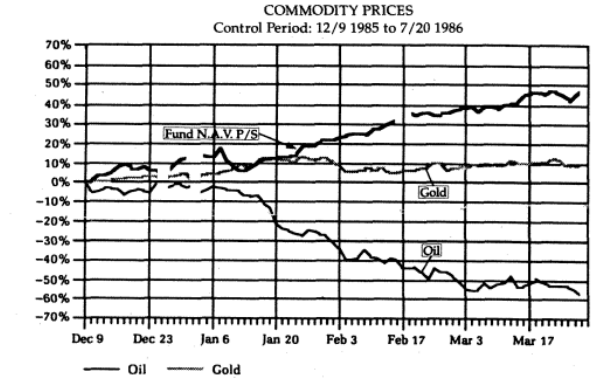

FOREIGN STOCK POSITIONS
US $ MILLIONS
700
600
500
400
300
200
100
0
-100
Dec 9
Dec 23
Jan 6
Jan 20
Feb 3
Feb 17
Mar 3
Mar 17
Continental European
Japanese
British
Finnish
Far Eastern

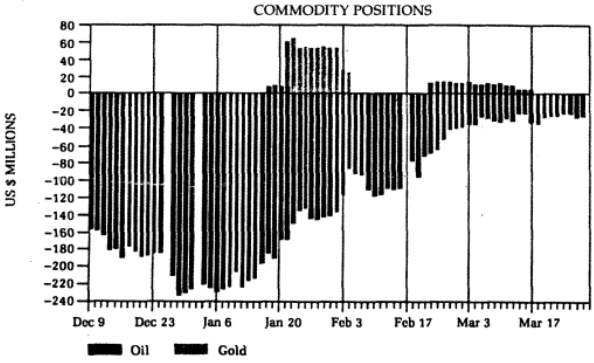

FOREIGN STOCK MARKET PRICES
Control Period: 12/9 1985 to 7/20 1986
80%
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
Fund N.A.V. P/S.
Japanese Stock Market Index (in U.S. dollars)
European Stock Markets Index (in U.S. dollars)
Dec 9
Dec 23
Jan 6
Jan 20
Feb 3
Feb 17
Mar 3
Mar 17
European Stock Markets Index (in U.S. dollars)
Japanese Stock Market Index (in U.S. dollars)

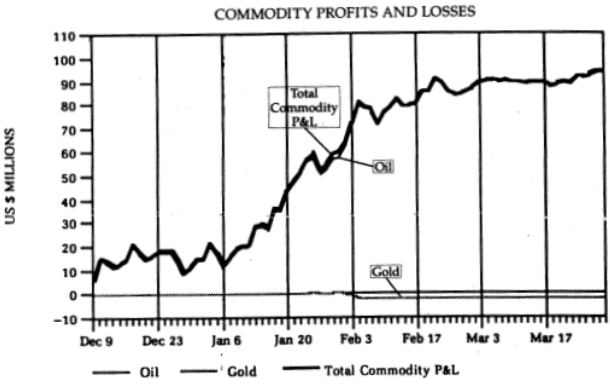

FOREIGN STOCK POSITIONS
US $ MILLIONS
700
600
500
400
300
200
100
0
-100
Dec 9
Dec 23
Jan 6
Jan 20
Feb 3
Feb 17
Mar 3
Mar 17
Continental European
Japanese
British
Finnish
Far Eastern

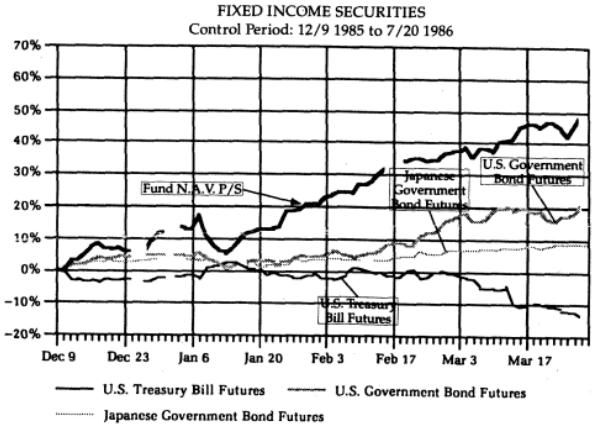


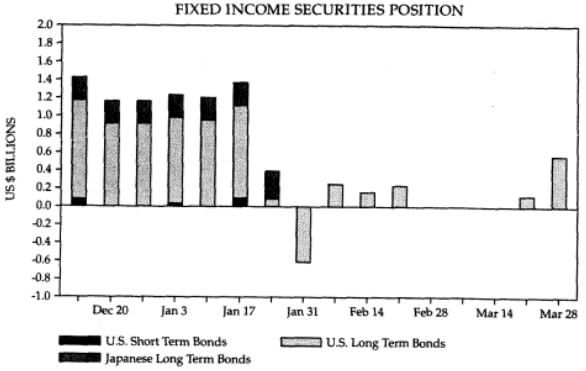
Notes:
(1) Total foreign stock market profits and losses include foreign exchange gains or losses on foreign stock positions.
(2) Far Eastern positions include Hong Kong, Korea, Taiwan, Australia, and Thailand.

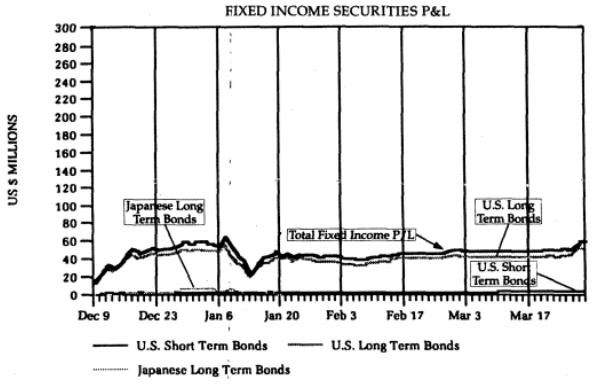

COMMODITY PRICES
Control Period: 12/9 1985 to 7/20 1986
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
-70%
Fund N.A.V. P/S
Gold
Oil
Dec 9
Dec 23
Jan 6
Jan 20
Feb 3
Feb 17
Mar 3
Mar 17
Oil
Gold


COMMODITY POSITIONS
US $ MILLIONS
80
60
40
20
0
-20
-40
-60
-80
-100
-120
-140
-160
-180
-200
-220
-240
Dec 9
Dec 23
Jan 6
Jan 20
Feb 3
Feb 17
Mar 3
Mar 17
Oil
Gold


COMMODITY PROFITS AND LOSSES
US $ MILLIONS
110
100
90
80
70
60
50
40
30
20
10
0
−10
Total Commodity P&L
Oil
Gold
Dec 9
Dec 23
Jan 6
Jan 20
Feb 3
Feb 17
Mar 3
Mar 17
Oil
Gold
Total Commodity P&L


FIXED INCOME SECURITIES
Control Period: 12/9 1985 to 7/20 1986
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
-20%
Fund N.A.V. P/S
Japanese Government Bond Futures
U.S. Government Bond Futures
U.S. Treasury Bill Futures
Dec 9
Dec 23
Jan 6
Jan 20
Feb 3
Feb 17
Mar 3
Mar 17
U.S. Treasury Bill Futures
U.S. Government Bond Futures
Japanese Government Bond Futures


FIXED INCOME SECURITIES POSITION
US $ BILLIONS
2.0
1.8
1.6
1.4
1.2
1.0
0.8
0.6
0.4
0.2
0.0
-0.2
-0.4
-0.6
-0.8
-1.0
Dec 20
Jan 3
Jan 17
Jan 31
Feb 14
Feb 28
Mar 14
Mar 28
U.S. Short Term Bonds
U.S. Long Term Bonds
Japanese Long Term Bonds



Notes:
(1) U.S. Short Term Bond positions and P&L include Treasury Bills, Treasury Bill and Eurodollar Futures, and Treasury Notes up to two years to maturity.
(2) All U.S. Government Bonds are reduced to a common denominator of 30-year Government Bonds. The basis of the conversion is the effect on price of a given change in yield. For instance, $100 million in face value of 4-year Treasury Notes are equivalent to $28.5 million in market value of 30-year Government Bonds.
(3) Japanese Government Bond Futures have considerably less volatility than U.S. Government Bonds. For instance, as of June 30, 1986, $100 million in face value of Japanese Government Bonds had the same volatility as roughly $66.2 million in 30-year U.S. Government Bonds. We have *not* adjusted for this difference.
(4) Positions shown as of end of week.

معاون رئیس‌جمهور بوش اعلام کرده که قصد دارد درباره موضوع نفت صحبت کند. این اقدام واکنش منفی دولت را در پی داشته است، واکنشی که به‌وضوح توسط رقیب قدیمی او، دونالد ریگان، برنامه‌ریزی شده است. نتیجه نهایی این وضعیت، کاهش احتمال وضع مالیات بر واردات نفت است. همواره این احتمال وجود دارد که اوپک برای کاهش تولید به توافق برسد، اما احتمال چنین رویدادی را کم می‌دانم. ساختار پیشین بازار از هم فروپاشیده و اکنون، برای ایجاد ساختار جدید به یک رویداد اساسی نیاز است. از آنجا که عربستان سعودی ریسک تغییر

این ساختار را پذیرفته، بعید است که به راه‌حل‌های موقتی تن بدهد. آمریکا به‌عنوان یک تولیدکننده با هزینه بالا در این شرایط، ممکن است با تداوم روند فعلی به سمت کاهش تولید پایدار پیش برود. انتظار می‌رفت که تولید داخلی آمریکا حفظ شود، اما اتفاقات اخیر، این پیش‌بینی را تضعیف کرده است. انتظار دارم که فشار بر قیمت‌های نفت ادامه داشته باشد.

کاهش قیمت‌های نفت تا زمانی که به‌صورت پایدار و نزولی باقی بماند، می‌تواند مفید باشد. اگرچه این نکته ممکن است کمی عجیب به نظر برسد، بسیاری از تحلیل‌ها در پیش‌بینی خود کاهش تولید نفت آمریکا را به‌درستی لحاظ نکرده‌اند. این کاهش تولید، به جای کمک به اقتصاد، ابتدا اثرات منفی خواهد داشت. به طور کلی، چشم‌انداز اقتصادی ضعیف‌تر از پیش‌بینی‌های موجود به نظر می‌رسد و به همین دلیل تمایلی به کاهش موقعیت فروش خود در دلار ندارم؛ در حقیقت، قصد دارم این موقعیت را با گسترش به فروش پوند نیز تقویت کنم. حضور طولانی‌مدت در این موقعیت برایم هزینه‌بردار بوده است و با توجه به اینکه اختلاف نرخ بهره سرمایه‌ها را به سمت پوند جلب کرده، دلیل قانع‌کننده‌ای برای مقابله با این روند نمی‌بینم.

در رابطه با موقعیت کلی سرمایه‌گذاری خودم، از وضعیت خرید اوراق قرضه و فروش قراردادهای آتی **S&P** رضایت دارم؛ با این حال، نسبت به وضعیت خرید خالص خود در سهام چندان رضایت ندارم. به دنبال فرصتی برای کاهش این موقعیت هستم. انتظار سقوط بازار را ندارم اما احتمال می‌دهم یک

اصلاح با اندازه نامشخص رخ دهد. زمان ورود مناسب هنگامی خواهد بود که قیمت‌های نفت دوباره روند نزولی را آغاز کنند. واکنش اولیه باید مثبت باشد؛ هم برای اوراق قرضه و هم برای سهام.

Apr. 4, 1986

	Closing 4/4/86	% Change from 3/26		Closing 4/4/86	% Change from 3/26
DM	2.3955	−2.8	S&P 500	228.69	−3.6
¥	180.42	−.4	U.S. T-Bonds	100 11/32	+1.9
£	1.4500	−1.7	Eurodollar	93.13	+.3
Gold	335.40	−2.6	Crude Oil	12.74	+6.0
			Japanese Bonds	104.15	−1.3

QUANTUM FUND EQUITY	$1,251,000,000
Net Asset Value Per Share	$8,421
Change from 3/26/86	−32%
Change from 8/16/85	+92.3%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 3/26*	*Net Currency Exposure (6)*	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 3/26*
Stocks				DM-related	1,094		−14
US Stocks	1,171	(167)	−98	Japanese Yen	474		−18
US Index Futures		(572)	−696	Pound Sterling		(380)	+9
Foreign Stocks	499		−37	US Dollar	63		−18
Bonds (3)				Other Currencies	50		−13
US Gvt. Short Term (4)							
Long Term	652		+326				
Japanese (5)							
Commodities							
Oil		(29)	−1				
Gold							

چرا عربستان سعودی باید پذیرای ریسک یک راه‌حل موقت باشد؟ آمریکا به‌عنوان تولیدکننده‌ای با هزینه بالا، در صورت ادامه وضعیت فعلی، ممکن است تولیدش به‌طور دائمی کاهش یابد. انتظار می‌رفت که تولید آمریکا محافظت شود، اما

رویدادهای اخیر این احتمال را تضعیف کرده است. پیش‌بینی من این است که فشار بر قیمت‌های نفت ادامه خواهد داشت.

کاهش قیمت‌های نفت تا زمانی که به یک روند نزولی پایدار تبدیل نشود، می‌تواند به نفع اقتصاد باشد. گرچه این دیدگاه ممکن است عجیب به نظر برسد، بسیاری از تحلیل‌گران کاهش تولید نفت آمریکا را در پیش‌بینی‌های خود لحاظ نکرده‌اند. برخلاف انتظار کمک به اقتصاد، تأثیرات اولیه کاهش تولید منفی است و به‌نظر می‌رسد اقتصاد ضعیف‌تر از آنچه در پیش‌بینی‌ها تصور می‌شد، باشد. به همین دلیل تمایلی به کاهش موقعیت فروش خود در دلار ندارم. در واقع، قصد دارم این موقعیت را با افزایش فروش پوند نیز تقویت کنم. به نظر می‌رسد مدت زمان حضور من در این موقعیت بیش از حد طولانی شده است و اختلاف نرخ بهره در حال جذب سرمایه‌ها به سمت پوند است. من دلیل قانع‌کننده‌ای برای مقابله با این روند نمی‌بینم.

در رابطه با موقعیت کلی سرمایه‌گذاری، از وضعیت خرید اوراق قرضه و فروش قراردادهای آتی **S&P** رضایت دارم. با این حال، نسبت به وضعیت خرید خالص سهام چندان راضی نیستم و به دنبال فرصتی برای کاهش این موقعیت هستم. انتظار سقوط بازار را ندارم، اما احتمال یک اصلاح با اندازه نامشخص وجود دارد. نقطه ورود مناسب زمانی است که قیمت‌های نفت دوباره روند نزولی را آغاز کنند. واکنش اولیه باید مثبت باشد؛ هم برای

اوراق قرضه و هم برای سهام. به احتمال زیاد، این واکنش تنها پس از جلسه ۱۵ آوریل به وقوع خواهد پیوست.

چهارشنبه، ۹ آوریل ۱۹۸۶

در دو روز گذشته، بازار نوسانات شدیدی را تجربه کرد و من نیز همین‌طور. روز دوشنبه، قیمت نفت به‌سرعت افزایش یافت که نتیجه آن افت در اوراق قرضه، سهام و ارزها بود. اما در روز سه‌شنبه، این بازارها مجدداً به وضعیت قبلی خود بازگشتند. این نوسانات روز دوشنبه در تمامی بخش‌ها برای من زیان‌آور بود. فهمیدم که پرتفوی من تا چه حد به قیمت‌های نفت وابسته است و میزان **Leverage** (اهرم) در آن بیشتر از تصورات من بود. همچنین، بی‌توجهی به موقعیت **DM/GBP**[56] من باعث زیان‌های بیشتری شد. به طور کلی، از زمان آغاز اصلاحات بازار حدود ۱۰۰ میلیون دلار زیان کردم، البته پوشش آتی **S&P** حدود ۲۰ میلیون دلار از این زیان را جبران کرد.

در روز دوشنبه، هم میزان **Exposure**[57] خود در **DM/GBP** را کاهش دادم و هم موقعیت فروش در نفت را نصف کردم. همچنین، ۴۰ درصد از موقعیت فروش **S&P** خود را پوشش دادم. روز سه‌شنبه نیز باقی‌مانده موقعیت فروش **S&P** را

---

[56] نرخ تبدیل ارز میان مارک آلمان (Deutsche Mark) و پوند انگلیس.

[57] حجم دارایی‌ها یا تعهداتی که در معرض ریسک نوسانات بازار قرار دارند.

بستم و شروع به خرید سهام با قیمت‌های مناسب کردم. نتیجه کلی این اقدامات، افزایش **Exposure** من در سهام و اوراق قرضه و کاهش آن در ارزها و نفت بود.

بر اساس اطلاعات جدیدی که صبح دوشنبه دریافت کردم، پیش‌بینی کوتاه‌مدت خود را درباره بازار نفت تغییر دادم. دو نکته مثبت جلب‌توجه کرد: نخست، احتمال افزایش مصرف بنزین توسط رانندگان در تابستان، به‌ویژه به دلیل کاهش تقاضای سفرهای هوایی خارجی تحت تأثیر تهدیدهای تروریستی. دوم، احتمال اینکه شرکت‌های نفتی تولید نفت در دریای شمال را برای انجام تعمیرات طولانی‌مدت متوقف کنند، چراکه تقریباً به همان میزان می‌توانند از قراردادهای **Netback** خود با عربستان سعودی سود ببرند. بنابراین، این شرایط فضای لازم برای یک افزایش قیمت پیش از نشست اوپک در هفته آینده را فراهم می‌آورد. با خرید نفت **Brent**، یک موقعیت متقابل میان نفت **Brent** و نفت **WTI** (نفت داخلی) ایجاد می‌کنم که با کاهش احتمال اعمال عوارض بر واردات، این استراتژی منطقی به نظر می‌رسد.

Apr. 8, 1986

	Closing 4/8/86	% Change from 4/4		Closing 4/8/86	% Change from 4/4
DM	2.3325	+2.6	S&P 500	242.38	+6.0
¥	179.80	+.3	U.S. T-Bonds	101³¹⁄₃₂	+1.6
£	1.4650	+1.0	Eurodollar	93.30	+.2
Gold	340.00	+1.4	Crude Oil	12.47	−2.1
			Japanese Bonds	103.58	−.5

QUANTUM FUND EQUITY	$1,290,000,000
Net Asset Value Per Share	$8,684
Change from 4/4/86	+3.1%
Change from 8/16/85	+98.3%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 4/4	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 4/4
Stocks				DM-related	810		−284
US Stocks	1,231	(169)	+58	Japanese Yen	504		+30
US Index Futures			+572	Pound Sterling		(177)	+203
Foreign Stocks	578		+79	US Dollar	153		+90
Bonds (3)				Other Currencies	57		+7
US Gvt. Short Term (4)							
Long Term	656		+4				
Japanese (5)							
Commodities							
Oil		(12)	+17				
Gold							

من هیچ دیدگاه مشخصی نسبت به پوند ندارم. در شرایط فعلی، این ارز بیشتر به تفاوت نرخ بهره واکنش نشان می‌دهد تا قیمت نفت. اگر پوند همچنان تقویت شود، این تفاوت نرخ

بهره به تدریج کاهش خواهد یافت، چرا که دولت نمی‌تواند اجازه دهد پوند بیش از حد قوی شود. با اینکه این محدودیت، پتانسیل رشد پوند را کاهش می‌دهد، دلیل قانع‌کننده‌ای برای ادامه دادن به موقعیت فروش وجود ندارد. واقعیت این است که به این موقعیت بی‌توجهی کرده بودم و نتوانستم به‌موقع سودم را برداشت کنم؛ اکنون ناچارم از این موقعیت بدون سود خارج شوم. بلافاصله نیمی از این موقعیت را بستم و امیدوارم بتوانم باقی‌مانده را با قیمت‌های مناسب‌تر تصفیه کنم. به‌علاوه، روز سه‌شنبه نرخ بهره انگلستان به میزان ۰.۵ درصد کاهش یافت که باعث افزایش در بورس و اوراق قرضه در آمریکا شد.

بازارهای سهام و اوراق قرضه به افزایش قیمت نفت واکنش منفی نشان دادند، اما این وضعیت مرا به بازار خوشبین‌تر کرد. به‌نظرم، خطر واقعی در کاهش بیشتر قیمت‌ها نهفته است. من این افت را به‌عنوان اصلاحی سالم در یک بازار صعودی می‌بینم و فرصتی برای خرید که تصمیم گرفتم با احتیاط از آن بهره ببرم. اکنون کاملاً در معرض ریسک قرار دارم.

این استراتژی به نظر می‌رسد که مؤثر بوده است. ضعف‌های زیرساختی در اقتصاد آشکار شده‌اند و توافقاتی برای کاهش بیشتر نرخ‌های بهره شکل گرفته است. این انتظارات به قدری قوی هستند که نگرانی‌ها در مورد لیبی را تحت الشعاع قرار داده‌اند، گرچه واکنش ایالات متحده نسبت به این شرایط تقریباً اجتناب‌ناپذیر است.

پس از یک دوره فعالیت فشرده، امیدوارم بتوانم مجدداً استراحت کنم. قصد دارم اهرم سرمایه‌گذاری خود را کاهش دهم، اما نه به‌زودی؛ ترجیح می‌دهم سودهایم برای مدتی باقی بمانند.

چهارشنبه، ۲۱ مه ۱۹۸۶

در ماه آوریل فعالیت خاصی نداشتم و اقداماتی که انجام دادم بیشتر به کاهش ریسک‌هایم کمک کرد. مقدار کمی سهام فروختم و بخش بزرگ‌تری از ارزها را به فروش رساندم و تقریباً تمامی اوراق قرضه‌ای که در اختیار داشتم را نیز واگذار کردم. در ابتدای ماه مه فعالیت بیشتری از خود نشان دادم. با نزدیک شدن به زمان بازپرداخت فصلی اوراق قرضه، به این بازار ورود کردم که ابتدا به‌نظر می‌رسید فرصت مناسبی باشد، اما بعدها افت شدیدی را تجربه کرد. زودتر از انتظار دچار ضرر شدم، اما با ادامه کاهش قیمت اوراق قرضه، دوباره به جمع‌آوری موقعیت‌ها پرداختم. از سوی دیگر، موقعیت فروش قابل توجهی در معاملات آتی **S&P** ایجاد کردم؛ به گونه‌ای که اکنون ریسک من در سهام کمی منفی است و تقریباً با ریسک مثبت من در اوراق قرضه متوازن شده است. همچنین در بازاری که اکنون در حال افزایش است، موقعیت فروش نفت گرفته‌ام که فعلاً منجر به زیان شده است. در مجموع، این اقدامات تجاری مقداری هزینه برایم داشت، اما باعث شد در موقعیتی قرار بگیرم که در آن احساس اطمینان و راحتی بیشتری دارم. هدف

من در اینجا محدود کردن ضررها به‌جای کسب سود بزرگ است.

May 20, 1986

	Closing 5/20/86	% Change from 4/8		Closing 5/20/86	% Change from 4/8
DM	2.3100	+1.0	S&P 500	236.11	−2.6
¥	168.18	+6.5	U.S. T-Bonds	96⁰⁵⁄₃₂	−5.7
£	1.5215	+3.9	Eurodollar	92.96	−.4
Gold	339.00	−.3	Crude Oil	16.04	+28.6
			Japanese Bonds	102.42	−1.1

QUANTUM FUND EQUITY	$1,367,000,000
Net Asset Value Per Share	$9,202
Change from 4/8/86	+6.0%
Change from 8/16/85	+110.2%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 4/8*	*Net Currency Exposure (6)*	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 4/8*
Stocks				DM-related	485		−325
US Stocks	1,208	(58)	88	Japanese Yen	159		−345
US Index Futures		(770)	−770	Pound Sterling		(21)	+156
Foreign Stocks	573		−5	US Dollar	744		+591
Bonds (3)				Other Currencies	148		+91
US Gvt. Short Term (4)							
Long Term	313		−343				
Japanese (5)							
Commodities							
Oil		(75)	−63				
Gold		(29)	−29				

چشم‌انداز دلار به شدت نامشخص است و به نظر می‌رسد یک موقعیت نیمی-نیمه (half-hearted position[58]) ایمن‌ترین گزینه باشد. کاهش ارزش دلار بیش از آن چیزی پیش رفته که مقامات انتظار داشتند و در میان قدرت‌های بزرگ اختلاف نظر بیشتری وجود دارد که به هیچ عنوان مطلوب نیست. علاوه بر این، فدرال رزرو که هنوز تحت تأثیر مکتب پول‌گرایی (Monetarism) قرار دارد، انتظار دارد که اقتصاد در نیمه دوم سال بهبود یابد. تمام این عوامل احتمال کاهش بیشتر نرخ‌های بهره را کم‌رنگ می‌کنند.

دوشنبه، ۲۱ ژوئیه ۱۹۸۶: پایان دوره کنترل

من اولین تغییر استراتژیک عمده‌ام را از زمان پایان آزمایش در شرایط واقعی (real-time[59]) انجام داده‌ام. بدون اینکه فرضیه‌ام مبنی بر اینکه ما در "یک بازار گاوی از عمر" هستیم را رها کنم، فرضیه جدیدی را پذیرفته‌ام که ممکن است این بازار گاوی به‌خاطر یک حلقه کاهشی ناشی از سقوط قیمت نفت به پایان برسد. این فرضیه دوم در ماه‌های آینده مورد آزمایش قرار خواهد گرفت؛ اگر از این آزمایش سربلند بیرون بیاییم، استدلال

---

[58] وضعیتی که در آن شخص یا سازمان به طور کامل متعهد نیست و اقداماتی که انجام می‌دهد، غیرقاطعانه و بی‌انگیزه است.

[59] وضعیت یا فرایندی که در آن اطلاعات به‌طور آنی و بدون تأخیر پردازش و تحلیل می‌شوند.

برای "بازار گاوی از عمر" همچنان معتبر خواهد ماند و حتی ممکن است عمر آن نیز تمدید شود. بنابراین، در آینده نزدیک با دو فرضیه متناقض عمل خواهم کرد. این موضوع مناسب برای یک آزمایش دیگر در شرایط واقعی است؛ از این رو، در این نقطه دوره کنترل را به پایان می‌رسانم.

July 21, 1986

	Closing 7/21/86	% Change from 5/20		Closing 7/21/86	% Change from 5/20
DM	2.1195	+8.2	S&P 500	236.22	0
¥	179.65	−6.8	U.S. T-Bonds	99 31/32	+4.0
£	1.4995	−1.4	Eurodollar	93.64	+.7
Gold	355.00	+4.7	Crude Oil	13.09	−18.4
			Japanese Bonds	103.32	+.9

QUANTUM FUND EQUITY	$1,478,000,000
Net Asset Value Per Share	$9,885
Change from 5/20/86	+7.4%
Change from 8/16/85	+125.7%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 5/20	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 5/20
Stocks				DM-related	795		+310
US Stocks	1,089	(86)	−147	Japanese Yen	549		+390
US Index Futures		(950)	−180	Pound Sterling		(25)	−4
Foreign Stocks	604		+31	US Dollar	159		−585
Bonds (3)				Other Currencies	202		+54
US Gvt. Short Term (4)	29		+29				
Long Term		(570)	−883				
Japanese (5)	1,334		+1,334				
Commodities							
Oil		(43)	+32				
Gold		(34)	−5				

از زمان گزارش قبلی، کار زیادی در خارج از پرتفوی سهام خود انجام نداده‌ام. اقدام عمده من در زمینه ارزها بوده که هزینه‌بر بوده است. ابتدا تمام موقعیت فروش خود در دلار را پوشش دادم و سپس یک موقعیت کاملاً محافظت‌شده را در سطوح پایین‌تر دوباره برقرار کردم. اولین حرکت من به خاطر برخی نشانه‌ها مبنی بر اینکه ممکن است اقتصاد ایالات متحده در حال تقویت باشد، انجام شد؛ شاخص‌های پیشرو (Leading Indicators[60]) و گزارش عوامل خرید (Purchasing[61] Managers' Index) برای ماه مه به طرز فریب‌دهنده‌ای قوی بودند. من دیدگاه روشنی درباره ارزها نداشتم و نمی‌خواستم سودهای انباشته‌ام را از دست بدهم. به این نتیجه رسیدم که با یک صندوق مبتنی بر دلار، قرار داشتن در دلار به راحتی می‌تواند به عنوان یک موقعیت بی‌طرف (neutral position) توصیف شود، همان‌طور که می‌توان گفت در نیمی از آن و نیمی بیرون هستم. لازم به ذکر است که من نزدیک به اوج دامنه معاملاتی پوشش دادم.

واقعیت این است که حفظ یک موقعیت "بی‌طرف" در یک بازار ارز نوسانی بسیار دشوار است. شرکت‌کنندگان در بازار باید یک

---

[60] شاخص‌هایی که تغییرات آینده فعالیت اقتصادی را پیش‌بینی می‌کنند.

[61] شاخصی که وضعیت اقتصادی را از دیدگاه مدیران خرید صنایع مختلف اندازه‌گیری می‌کند.

انتخاب اساسی انجام دهند و اگر دیدگاه روشنی نداشته باشند، به‌طور حتم انتخاب اشتباهی خواهند کرد. البته می‌توان با خرید گزینه‌های ارزی (currency options[62])، موقعیت خود را خنثی کرد، اما در این صورت باید هزینه‌ای قابل اندازه‌گیری برای بی‌طرفی پرداخت کرد. در چند ماه آخر دوره کنترل، به اندازه دوره آزمایش با بازارها در تماس نبودم. من در حال کار بر روی بخش‌های نظری‌تر این کتاب بودم و ماه‌های مه و ژوئن را در اروپا گذراندم. حرکات کلانی که در دوره کنترل انجام دادم این واقعیت را نشان می‌دهد: آنها تأثیر چندانی بر نتایج کلی نداشتند؛ اگر معاملات ارزی را در نظر بگیرم، نتایج خالص منفی بود. همان‌طور که جدول زیر نشان می‌دهد، بخش عمده‌ای از سودها از سوی سهام حاصل شده است.

بحث در مورد ترکیب پرتفوی سهام به تفصیل ما را بیش از حد دور می‌کند، اما لازم است اشاره کنیم که حداقل دو تم سرمایه‌گذاری عمده وجود دارد، یکی مربوط به سهام فنلاندی و دیگری به سهام راه‌آهن و املاک و مستغلات ژاپن که به مفهوم "بازار گاوی از عمر" مرتبط است. مفهوم املاک همچنین به هنگ کنگ نیز مربوط می‌شود. مجموعاً، این سرمایه‌گذاری‌ها بیش از دو سوم از موقعیت‌های سهامی من در خارج از ایالات متحده و ۴۰ درصد از کل موقعیت‌های سهامی من را تشکیل می‌دهند.

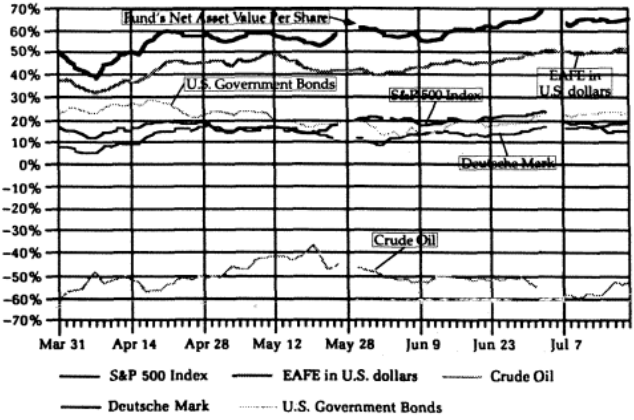
---

[62] قراردادهایی که به خریدار حق می‌دهد تا یک ارز خاص را در یک قیمت مشخص و در یک تاریخ معین خریداری یا بفروشد.

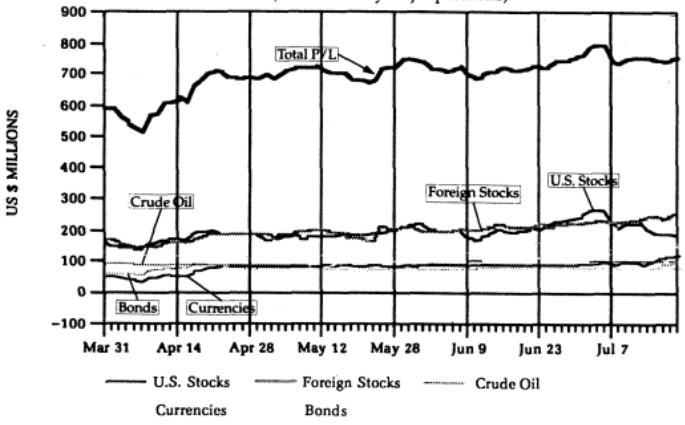
اینکه آیا "بازار گاوی از عمر" در ماه‌های آینده ادامه خواهد یافت یا نه، موضوع یک آزمایش جدید خواهد بود؛ هرچه که نتیجه باشد، این فرضیه تا این لحظه به من در مدیریت صندوق سرمایه‌گذاری‌ام کمک کرده است. امیدوارم که از سرگیری آزمایش کمک کند تا ذهنم را مانند دفعه قبل متمرکز کند.

Quantum Fund Profits & Losses First Half of 1986 (in millions of dollars)	
Stocks	+341.2
Bonds	+22.3
Currencies	+53.3
Oil	+82.0
Gold	−2.2
Miscellaneous	−16.8
Total	+479.8

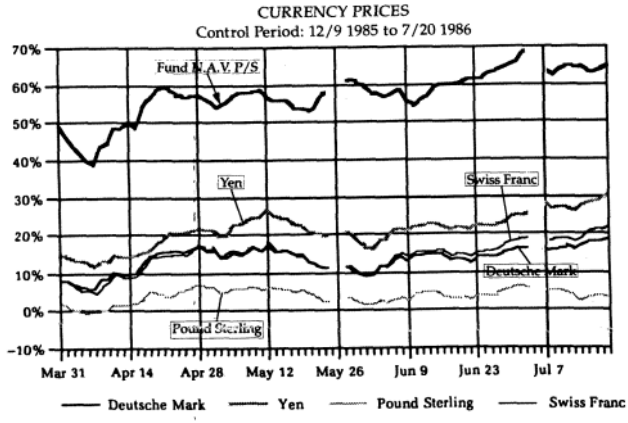
FUND'S NET ASSET VALUE PER SHARE
RELATIVE TO MARKETS
Control Period: 12/9 1985 to 7/20 1986

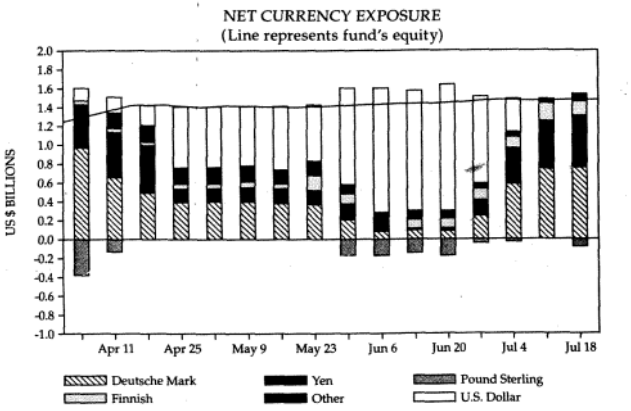


FUND'S PROFITS AND LOSSES
(Breakdown by major positions)

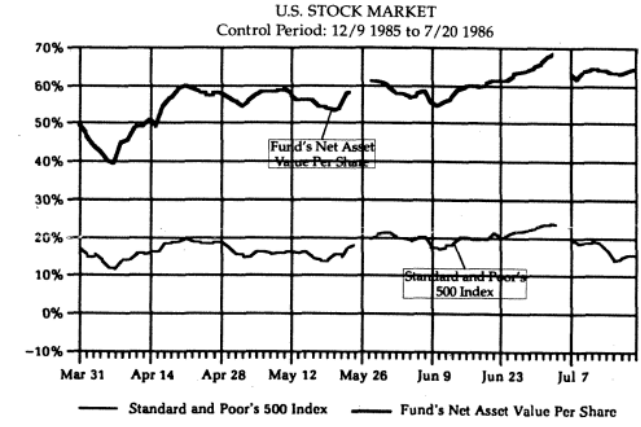


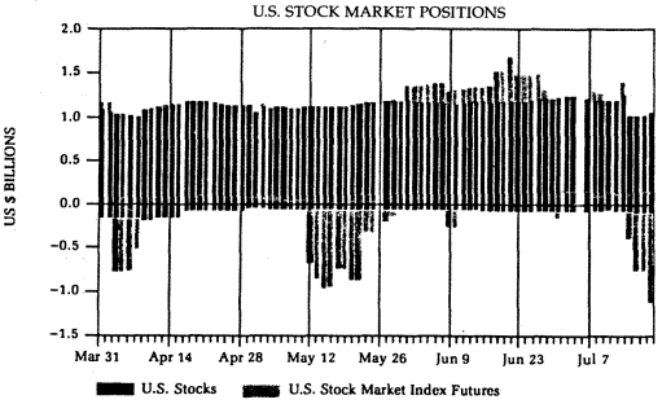
Notes:
(1) All prices are calculated as percent change over the first day shown.
(2) EAFE is Morgan Stanley's Capital International Index in U.S. dollars for European, Australian, and Far Eastern stock markets.
(3) The Oil and the Government Bond prices are the closing prices of the nearest futures contracts.
(4) Currency profits and losses include only forward and futures contracts. P&L on foreign stocks includes the currency gain or loss on the positions.

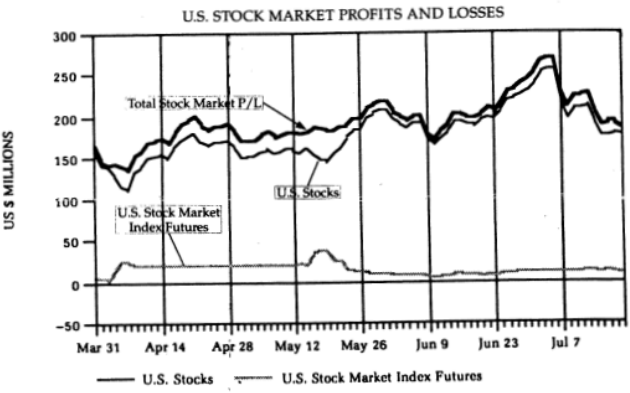




Notes:
(1) Prices in U.S. dollars shown as percent change over the first day shown. New York closing prices are used.
(2) Net currency exposure includes stock, bonds, futures, forwards, cash, and margins, and equals the total equity of the fund. A short position in U.S. dollars indicates the amount by which the currency exposure exceeds the equity of the fund.
(3) Currency exposure shown as of end of week.

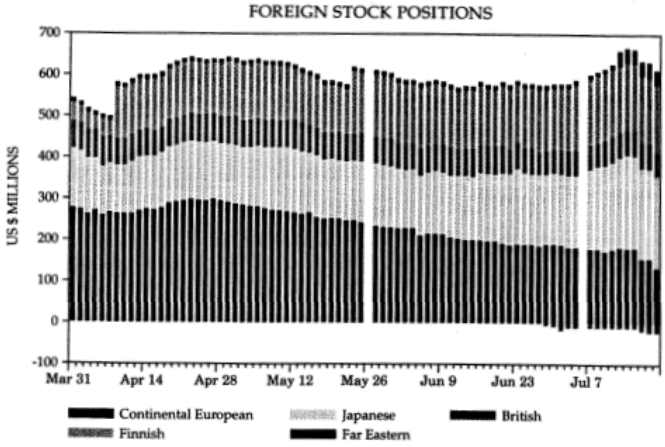

U.S. STOCK MARKET
Control Period: 12/9 1985 to 7/20 1986
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
Fund's Net Asset Value Per Share
Standard and Poor's 500 Index
Mar 31
Apr 14
Apr 28
May 12
May 26
Jun 9
Jun 23
Jul 7
Standard and Poor's 500 Index
Fund's Net Asset Value Per Share

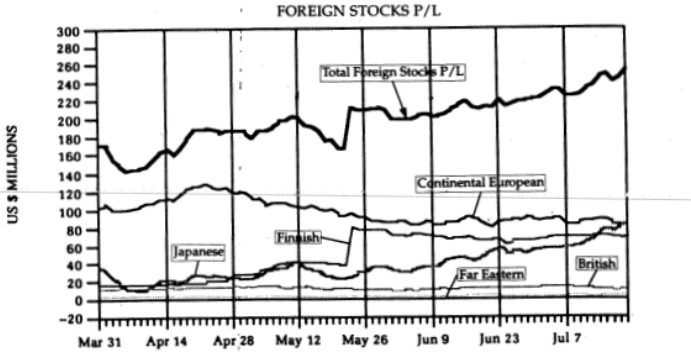

U.S. STOCK MARKET POSITIONS
US $ BILLIONS
2.0
1.5
1.0
0.5
0.0
-0.5
-1.0
-1.5
Mar 31
Apr 14
Apr 28
May 12
May 26
Jun 9
Jun 23
Jul 7
U.S. Stocks
U.S. Stock Market Index Futures



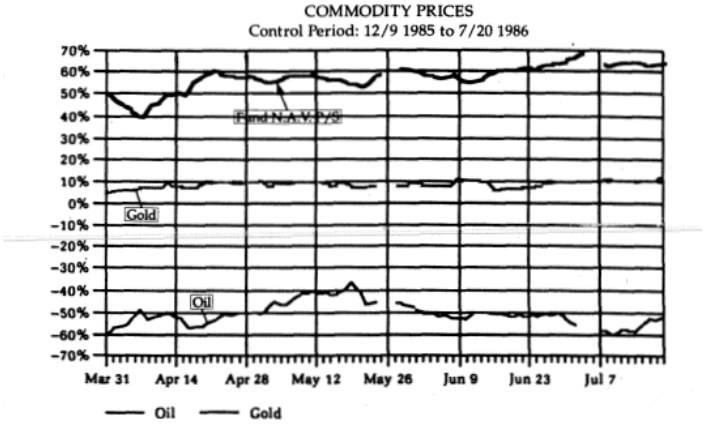
Note:
(1) Total U.S. stock market profits and losses include stock positions and index futures.

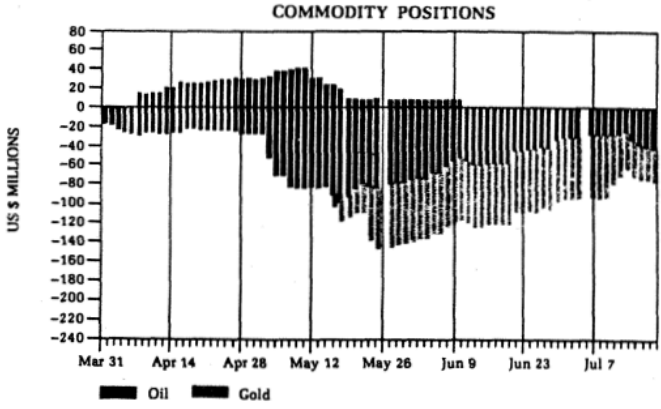

FOREIGN STOCK MARKET PRICES
Control Period: 12/9 1985 to 7/20 1986
80%
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
Fund N.A.V.P/S
Japanese Stock Market Index (in U.S. dollars)
European Stock Markets Index (in U.S. dollars)
Mar 31
Apr 14
Apr 28
May 12
May 26
Jun 9
Jun 23
Jul 7
European Stock Markets Index (in U.S. dollars)
Japanese Stock Market Index (in U.S. dollars)

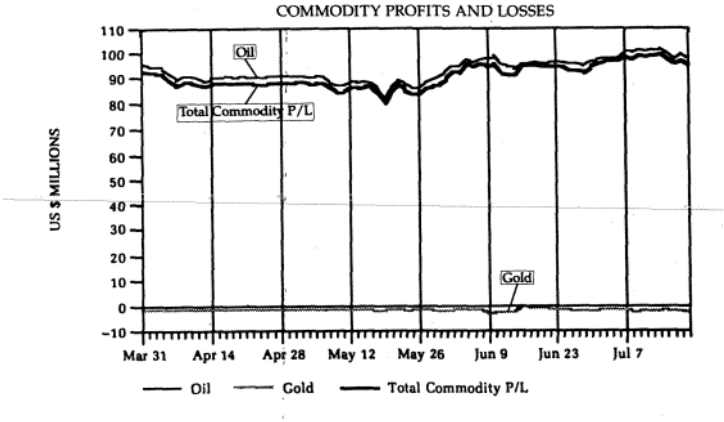

FOREIGN STOCK POSITIONS
US $ MILLIONS
700
600
500
400
300
200
100
0
-100
Mar 31
Apr 14
Apr 28
May 12
May 26
Jun 9
Jun 23
Jul 7
Continental European
Japanese
British
Finnish
Far Eastern

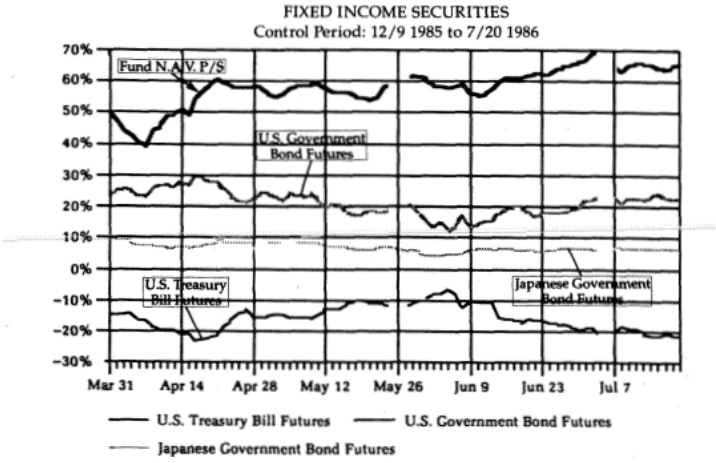


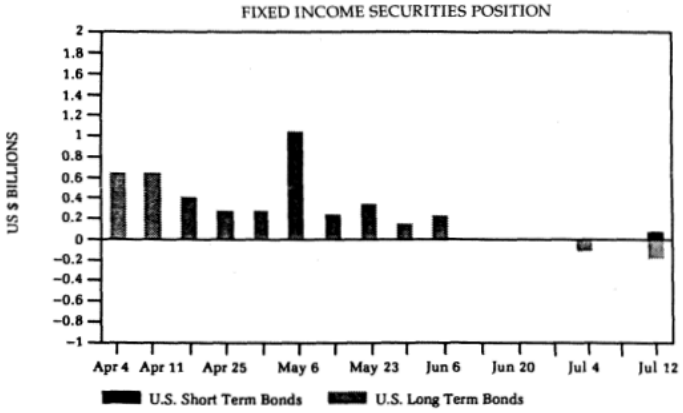
Notes:
(1) Total foreign stock market profits and losses include foreign exchange gains or losses on foreign stock positions.
(2) Far Eastern positions include Hong Kong, Korea, Taiwan, Australia, and Thailand.

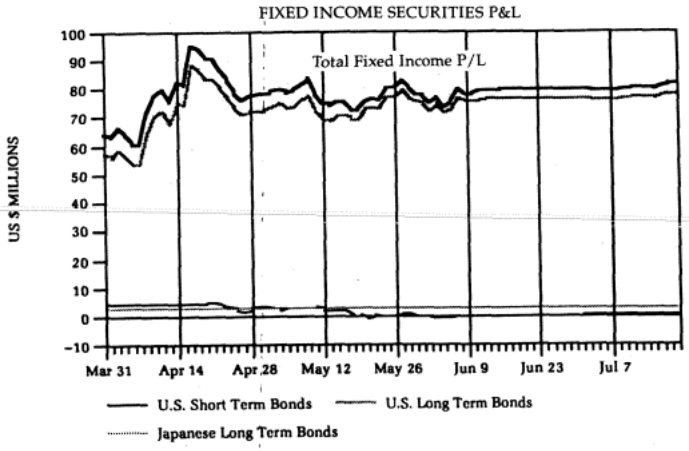

COMMODITY PRICES
Control Period: 12/9 1985 to 7/20 1986
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
-20%
-30%
-40%
-50%
-60%
-70%
Fund N.A.V.'s/6
Gold
Oil
Mar 31
Apr 14
Apr 28
May 12
May 26
Jun 9
Jun 23
Jul 7
Oil
Gold


COMMODITY POSITIONS
US $ MILLIONS
80
60
40
20
0
-20
-40
-60
-80
-100
-120
-140
-160
-180
-200
-220
-240
Mar 31
Apr 14
Apr 28
May 12
May 26
Jun 9
Jun 23
Jul 7
Oil
Gold


COMMODITY PROFITS AND LOSSES
US $ MILLIONS
110
100
90
80
70
60
50
40
30
20
10
0
-10
Oil
Total Commodity P/L
Gold
Mar 31
Apr 14
Apr 28
May 12
May 26
Jun 9
Jun 23
Jul 7
Oil
Gold
Total Commodity P/L


FIXED INCOME SECURITIES
Control Period: 12/9 1985 to 7/20 1986
70%
60%
50%
40%
30%
20%
10%
0%
-10%
-20%
-30%
Fund N.A.V. P/S
U.S. Government Bond Futures
U.S. Treasury Bill Futures
Japanese Government Bond Futures
Mar 31
Apr 14
Apr 28
May 12
May 26
Jun 9
Jun 23
Jul 7
U.S. Treasury Bill Futures
U.S. Government Bond Futures
Japanese Government Bond Futures


FIXED INCOME SECURITIES POSITION
US $ BILLIONS
2
1.8
1.6
1.4
1.2
1
0.8
0.6
0.4
0.2
0
-0.2
-0.4
-0.6
-0.8
-1
Apr 4
Apr 11
Apr 25
May 6
May 23
Jun 6
Jun 20
Jul 4
Jul 12
U.S. Short Term Bonds
U.S. Long Term Bonds



Notes:

(1) U.S. Short Term Bond positions and P&L include Treasury Bills, Treasury Bill and Eurodollar Futures, and Treasury Notes up to two years to maturity.

(2) All U.S. Government Bonds are reduced to a common denominator of 30-year Government Bonds. The basis of the conversion is the effect on price of a given change in yield. For instance, $100 million in face value of 4-year Treasury Notes are equivalent to $28.5 million in market value of 30-year Government Bonds.

(3) Japanese Government Bond Futures have considerably less volatility than U.S. Government Bonds. For instance, as of June 30, 1986 $100 million in face value of Japanese Government Bonds had the same volatility as roughly $66.2 million in 30-year U.S. Government Bonds. We have *not* adjusted for this difference.

(4) Positions shown as of end of week.

مرحله ۲: ژوئیه ۱۹۸۶-نوامبر ۱۹۸۶

دوشنبه، ۲۱ ژوئیه ۱۹۸۶

احتمال وجود یک چرخه کاهش تورم همیشه در ذهن من بوده است. در واقع، این فرضیه‌ای بود که در زمان آغاز آزمایش در شرایط واقعی بیشتر از هر چیز دیگری به آن فکر می‌کردم. نهایتاً این فرضیه را کنار گذاشتم و به جای آن به فرضیه بازار گاوی روی آوردم، اما همچنان احتمال کاهش قیمت‌ها در ذهنم بود و گاهی در دوره‌های کنترل به آن پرداختم.

در حال حاضر، فرضیه من بر اساس سقوط قیمت نفت است. در بلندمدت، کاهش قیمت نفت باید به نفع اقتصاد باشد، زیرا هزینه تولید را کاهش می‌دهد و درآمد قابل استفاده را افزایش می‌دهد. تأثیر این کاهش قیمت شبیه به کاهش مالیات است، با این مزیت اضافی که به ضرر اوپک است و نه خزانه‌داری ایالات متحده. اما در کوتاه‌مدت، اثر آن منفی است. ابتدا، کاهش مستقیم در تولید نفت و هزینه‌های اکتشاف رخ می‌دهد. اما مهم‌تر از آن، وقتی قیمت تولیدکنندگان کاهش می‌یابد، انگیزه قوی‌ای برای به تأخیر انداختن خریدها به وجود می‌آید. با نرخ بهره اسمی حدود ۷٪ در ایالات متحده و ۴٪ در ژاپن و در حالی که قیمت‌های تولیدکنندگان در ایالات متحده با

نرخ ۸.۵٪ و در ژاپن حتی سریع‌تر کاهش می‌یابد، بهترین کار این است که پول نقد ذخیره شود، ترجیحاً به ین ژاپن. اثر کاهش تورم موقتی است، زیرا نمی‌توان خریدها را برای همیشه به تأخیر انداخت، به‌ویژه اگر تقاضای مصرف‌کننده که با نرخ‌های بهره و قیمت‌های پایین‌تر تحریک می‌شود، افزایش یابد. اما در این مدت، خطر این وجود دارد که بار بدهی‌های انباشته فرو بریزد و چشم‌انداز افزایش تقاضا را از بین ببرد.

اعلامیه هفته گذشته مبنی بر اینکه شرکت LTV وارد بازسازی داوطلبانه شده است، نمونه‌ای از این وضعیت است. این شرکت با حمایت دادگاه‌ها می‌تواند ساختار هزینه‌های خود را کاهش دهد و تا زمانی که شرکت‌های دیگری مانند Bethlehem Steel نیز به ورشکستگی کشیده شوند، رقابت کند. در حالی که این وضعیت در حال وقوع است، احتمالاً مشتریان به‌صورت دست‌به‌دهان سفارش می‌دهند. این سناریو نمایشی از وضعیتی است که در بسیاری از بخش‌های اقتصاد به نوعی رخ می‌دهد. تگزاس و دیگر مناطق تولید نفت به سرعت به مناطق بحرانی تبدیل شده‌اند. لایحه اصلاحات مالیاتی تهدید می‌کند که بازار املاک تجاری را نابود کند؛ همچنین بخش کالاهای سرمایه‌ای که از قبل ضعیف بود را تضعیف می‌کند. کشاورزی در عمق رکود است و هزینه‌های دفاعی که یکی از نیروهای محرک اقتصاد بوده است، در حال کاهش است. مخارج مصرف‌کننده همچنان آخرین منبع اصلی قدرت است. اگر اعتماد مصرف‌کننده متزلزل شود، تقاضای نهایی ممکن

است هرگز افزایش نیابد. همان‌طور که کینز گفت: "در بلندمدت همه ما مرده‌ایم."

این وضعیت با بی‌ثباتی در بازار ارزها تشدید می‌شود. کاهش ارزش دلار به شدت دامنه تحریکات پولی را کاهش می‌دهد. چشم‌انداز یک چرخه معیوب که در آن یک اقتصاد ضعیف و دلار ضعیف همدیگر را تقویت می‌کنند، اکنون بیش از هر زمان دیگری محتمل است.

ترکیب تأثیر منفی کوتاه‌مدت و مثبت بلندمدت، به اصطلاح منحنی J Curve[63]) J) نامیده می‌شود. این اصطلاح معمولاً در ارتباط با ارزها به کار می‌رود، اما می‌توان آن را به قیمت نفت نیز اعمال کرد. این منحنی اثرات یک بار کاهش در ارزش را نشان می‌دهد. اگر این کاهش مداوم باشد، شیب نزولی منحنی J تمدید می‌شود تا جایی که بیشتر باید آن را یک سراشیبی لغزنده نامید تا یک منحنی J.

من از خطرات نهفته در سقوط قیمت نفت مدت‌ها قبل از اینکه بازارها آن را تشخیص دهند، آگاه بودم و احساس امنیت کاذبی داشتم زیرا بازارها همچنان آن را نادیده می‌گرفتند. در واقع، بیشتر نگران نشانه‌های احتمالی بهبود بودم تا اینکه اقدامات اخیر بازار به من هشدار جدی داد. هنگامی که بازار سهام در تاریخ ۷ ژوئیه دچار سقوط شد، واکنش اولیه من این بود که آن را به‌عنوان یک اصلاح فنی معمولی در یک بازار گاوی تلقی کنم

[63] J Curve

که به نظر می‌رسد در ابتدای هر فصل رخ می‌دهد. با این حال، تنها یک هفته بعد که کاهش بازار از محدوده اصلاح فنی فراتر رفت، آن را جدی گرفتم.

من فرضیه نزولی را به‌عنوان پیش‌بینی معتبر از آینده نمی‌پذیرم، بلکه آن را به‌عنوان یک تأثیر قوی بر بازارهای مالی قبول دارم. در عین حال، دلیلی نمی‌بینم که فرضیه صعودی را کنار بگذارم. برعکس، اگر این فرضیه بتواند آزمون سختی که در حال حاضر با آن مواجه است را پشت سر بگذارد، تقویت خواهد شد و عمر آن تمدید می‌شود. بنابراین، خود را در موقعیتی ناخوشایند می‌بینم که مجبورم با دو فرضیه متناقض عمل کنم، حداقل در کوتاه‌مدت. فرضیه نزولی در حال حاضر قوی‌تر است، اما نمی‌توانم ادعا کنم که به موقع بر اساس آن عمل کرده‌ام. به همین دلیل، این خطر وجود دارد که درست وقتی این تأثیر در بازار به اوج خود می‌رسد، اقدام کنم و به عبارتی، در پایین‌ترین نقطه بفروشم.

من قبلاً نیز خود را در چنین موقعیت‌هایی یافته‌ام و تکنیک‌های خاصی برای مقابله با آنها توسعه داده‌ام. در واقع، برای من معمول‌تر است که با دو فرضیه متناقض عمل کنم تا اینکه همه چیز را بر روی یک فرضیه شرط‌بندی کنم، همان‌طور که در پایان مرحله اول انجام دادم.

به‌عنوان یک اصل کلی، موقعیت‌هایی که بر اساس یک فرضیه معتبر ساخته شده‌اند را از بین نمی‌برم؛ بلکه بر اساس فرضیه

جدید، موقعیت‌هایی در جهت مخالف ایجاد می‌کنم. نتیجه این کار یک تعادل ظریف است که باید لحظه به لحظه تنظیم شود. اگر این تعادل نتواند پرتفوی را محافظت کند، باید به طور کلی کاهش دهم تا بقا را تضمین کنم. اگر این تعادل موفق باشد، بدون نیاز به قربانی کردن موقعیت‌های مطلوب، نقدینگی به دست می‌آورم.

در حال حاضر، در موقعیتی قرار دارم که می‌خواستم، اما وضعیت من از لحظه‌ای به لحظه‌ای دیگر ممکن است تغییر کند. باید خیلی فعال‌تر و چابک‌تر از گذشته عمل کنم تا زمانی که نبرد بین این دو فرضیه متضاد حل شود. به‌عنوان مثال، امروز (دوشنبه، ۲۱ جولای)، ۵۰۰ قرارداد فیوچرز S&P را پوشش دادم تا در صورت افزایش قیمت‌ها، بتوانم دوباره در سطوح بالاتر بفروشم. این حرکت به دلیل ناامیدی از عدم ادامه‌ی روند نزولی ایجاد شد که باعث پوشش کوتاه‌مدت شد.

حرکت بعدی من بستگی به نتیجه نشست اوپک (OPEC) که از هفته آینده شروع می‌شود، خواهد داشت. اگر این نشست به شکست بینجامد، خود را برای بدترین سناریو آماده می‌کنم؛ اما اگر برخلاف انتظارات، به توافق برسند، دوباره باید وضعیت را ارزیابی کنم.

دوشنبه شب، ۲۸ ژوئیه ۱۹۸۶

توصیف جزئیات دقیق از تغییرات و حرکت‌های من دشوار است. برای خلاصه کردن فعالیت‌های هفته گذشته‌ام: من موقعیت کوتاه خود در قراردادهای آتی S&P را به ۵۰۰۰ قرارداد (۵۸۷ میلیون دلار) با ضرری جزئی کاهش دادم؛ بخشی از موقعیت کوتاه خود در قراردادهای آتی اوراق قرضه دولت آمریکا را با سود اندکی پوشش دادم؛ و همچنین از بخشی از موقعیت‌های اخیر کوتاه دلاری خود سود بردم. نتیجه نهایی این بود که ریسک کلی خود را اندکی کاهش دادم و خود را در موقعیتی قرار دادم که معتقدم کاملاً محافظت شده است.

امروز، دوشنبه، سود خود از باقی‌مانده موقعیت کوتاه در قراردادهای آتی اوراق قرضه دولت آمریکا را گرفتم. سپس دلار به دلایلی نامشخص به پایین‌ترین سطح جدید خود سقوط کرد و احساس کردم مجبورم به سمت بازار نزولی حرکت کنم. من نیز مانند دیگران به فروش اوراق قرضه و قراردادهای آتی شاخص سهام روی آوردم.

July 28, 1986

	Closing 7/28/86	% Change from 7/21		Closing 7/28/86	% Change from 7/21
DM	2.1515	−1.5	S&P 500	240.23	+1.7
¥	158.30	+11.9	U.S. T-Bonds	97	−3.0
£	1.4795	−1.3	Eurodollar	93.43	−.2
Gold	347.9	−2.0	Crude Oil	10.90	−16.7
			Japanese Bonds	103.31	0

QUANTUM FUND EQUITY	$1,514,000,000
Net Asset Value Per Share	$10,126
Change from 7/21/86	2.4%
Change from 8/16/85	131.2%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 7/21	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 7/21
Stocks				DM-related	678		−117
US Stocks	1,020	(99)	−82	Japanese Yen	434		−115
US Index Futures		(1,053)	−103	Pound Sterling		(25)	0
Foreign Stocks	581		−23	US Dollar	427		+268
Bonds (3)				Other Currencies	341		+139
US Gvt. Short Term (4)	59		+30				
US Gvt. Long Term		(572)	−2				
Japanese (5)	1,663		+329				
Commodities							
Oil		(37)	+6				
Gold			+34				

من قراردادهای آتی شاخص S&P را که هفته پیش به قیمت بالاتری خریداری کرده بودم، فروختم و همچنین قراردادهای آتی اوراق قرضه‌ای را که صبح امروز در قیمت بالاتر پوشش داده بودم، به فروش رساندم. برایم روشن نبود که بازارها چه انتظاری از نتیجه نشست اوپک دارند؛ تنها چیزی که مشاهده می‌کردم

این بود که دلار به دلایلی نامشخص در حال سقوط بود و این موضوع برای اوراق قرضه و سهام خبر بدی محسوب می‌شود. حرکتی در بازار که بدون دلیل مشخص باشد، می‌تواند بسیار نگران‌کننده باشد. بنابراین تصمیم گرفتم ابتدا اقدام کنم و سپس به دنبال توضیحات بگردم. فردا دوباره وضعیت را بررسی می‌کنم و اگر لازم باشد، اقدام‌های امروز را معکوس خواهم کرد.

پنجشنبه شب، ۳۱ ژوئیه ۱۹۸۶

روز سه‌شنبه، سود مختصری از قراردادهای آتی S&P که روز دوشنبه فروخته بودم، کسب کردم و همچنین قراردادهای آتی اوراق قرضه‌ام را پوشش دادم تا بخشی از آن‌ها را دوباره در قیمت‌های بالاتر بفروشم.

روز چهارشنبه، بازار سهام به کف جدیدی رسید، هرچند این کف عمق زیادی نداشت. تلاش کردم تا قراردادهای بیشتری از S&P را پوشش دهم، اما بازار آتی بهبود یافت و تنها توانستم ۱۱۰۰ قرارداد انجام دهم. همچنین به فروش کوتاه نفت در یک بازار در حال رشد ادامه دادم.

امروز صبح، دلار به کف‌های جدیدی رسید و قصد دارم دوباره در قراردادهای آتی شاخص سهام، موقعیت نزولی بیشتری بگیرم. به نظر می‌رسد نشست اوپک نتوانسته است بیش از پوشاندن اختلافات، موفقیتی کسب کند. حرکت بعدی در نفت باید نزولی

باشد. این همان سیگنالی است که منتظرش بودم تا تصمیم بگیرم در کدام جهت حرکت کنم.

شواهد رکود نیز به نظر قوی‌تر می‌آید. علاوه بر دلایل کوتاه‌مدت مبتنی بر یک مارپیچ کاهش قیمتی (negative inflation)، دلایل بلندمدت هم بر اساس کاهش سرمایه‌گذاری‌های ثابت وجود دارد. بی‌ثباتی بازارهای مالی انگیزه‌ای قوی برای کاهش سرمایه‌گذاری‌های ثابت در سراسر جهان ایجاد می‌کند. در ایالات متحده، اصلاحات مالیاتی بر عدم اطمینان‌ها می‌افزاید؛ در اروپا و ژاپن نیز کاهش ارزش دلار فشار بر حاشیه سود را افزایش می‌دهد. مشکل اینجاست که دولت‌ها کمتر از هر زمان دیگری امکان اجرای سیاست‌های ضدچرخه‌ای دارند. این وضعیت به‌ویژه در ایالات متحده صادق است که نیاز به حفظ اعتماد سرمایه‌گذاران خارجی دارد. ژاپن و اروپا می‌توانند بیشتر اقدام کنند، اما به کندی حرکت می‌کنند. در این میان، بار بدهی‌های انباشته فشار می‌آورد: شرکت Bethlehem Steel پرداخت سود سهام ممتاز خود را متوقف کرده است.

مسیر نزولی به نظر بی‌پایان است و مسیر صعودی محدود. پس از رالی دیروز، بازار سهام هنوز در وضعیتی است که می‌تواند به عنوان یک اصلاح فنی معمولی در نظر گرفته شود؛ اما امروز ممکن است روزی باشد که این الگو شکسته شود. اگر این‌طور باشد، اقدامات من بدون شک به این شکست کمک خواهد کرد.

July 31, 1986

	Closing 7/31/86	% Change from 7/28		Closing 7/31/86	% Change from 7/28
DM	2.1040	+2.2	S&P 500	236.59	−1.5
¥	155.30	+1.9	U.S. T-Bonds	97	0
£	1.4928	+.9	Eurodollar	93.46	0
Gold	352.00	+1.2	Crude Oil	11.73	+7.6
			Japanese Bonds	103.64	+.3

QUANTUM FUND EQUITY	$1,503,000,000
Net Asset Value Per Share	$10,050
Change from 7/28/86	−.8%
Change from 8/16/85	+129.5%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 7/28*	*Net Currency Exposure (6)*	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 7/28*
Stocks				DM-related	679		+1
US Stocks	983	(106)	−44	Japanese Yen	431		−3
US Index				Pound Sterling		(15)	+10
Futures		(973)	+80	US Dollar	408		−19
Foreign				Other			
Stocks	582	(44)	−43	Currencies	171		−170
Bonds (3)							
US Gvt.							
Short							
Term (4)	124		+65				
Long							
Term		(442)	+130				
Japanese							
(5)	1,686		+23				
Commodities							
Oil		(73)	−36				
Gold							

دوشنبه شب، ۴ اوت ۱۹۸۶

موقعیت فروش کوتاهی که پنج‌شنبه گذشته باز کرده بودم، به نظر می‌رسید که نتیجه‌بخش است: قراردادهای آتی شاخص در روز جمعه به یک کف جدید بسته شدند و همه‌چیز برای یک دوشنبه سیاه دیگر مهیا بود. امروز، بازار سهام با کاهش آغاز شد، اما قیمت نفت از همان ابتدا افزایش یافت. نگران بودم که اوپک به نوعی توافقی برسد، بنابراین تصمیم گرفتم نیمی از موقعیت فروش خود را پوشش دهم. سپس جزئیات توافق به تدریج منتشر شد و بازار سهام ناگهان جهش کرد. تنها توانستم یک‌چهارم از موقعیت فروش خود را پوشش دهم. از معامله انجام‌شده سود مختصری کسب کردم، اما در بخش پوشش‌داده‌نشده ضرر تحقق‌نیافته‌ای دارم.

Aug. 4, 1986

	Closing 8/4/86	% Change from 7/31		Closing 8/4/86	% Change from 7/31
DM	2.0865	+.8	S&P 500	236.00	−.2
¥	154.30	+.6	U.S. T-Bonds	97 23/32	+.8
£	1.4695	−1.6	Eurodollar	93.57	+.1
Gold	360.30	+2.4	Crude Oil	13.29	+13.3
			Japanese Bonds	104.11	+.5

QUANTUM FUND EQUITY	$1,504,000,000
Net Asset Value Per Share	$9,834
Change from 7/31/86	−2.1%
Change from 9/16/85	+124.6%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 7/31*	*Net Currency Exposure (6)*	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 7/31*
Stocks				DM-related	601		−78
US Stocks	1,015	(96)	+42	Japanese Yen	421		−10
US Index Futures		(703)	+270	Pound Sterling		(15)	0
Foreign Stocks	562	(44)	−20	US Dollar	497		+89
Bonds (3)				Other Currencies	197		+26
US Gvt. Short Term (4)	122		−2				
US Gvt. Long Term		(333)	+59				
Japanese (5)	2,388		+702				
Commodities							
Oil		(85)	−12				
Gold							

در حال حاضر تمایل دارم که این ضرر را بپذیرم، زیرا معامله امروز بر سر سهمیه‌های نفتی، موضع نزولی را تضعیف کرده است. این واقعیت که ایران و عربستان سعودی به توافق رسیدند، بسیار مهم است؛ این نشان می‌دهد که کاهش بیشتر قیمت نفت به نفع سیاسی و نظامی عربستان نیست. ممکن

است این توافق در آینده از هم بپاشد، اما این اتفاق فقط در زمانی دیگر خواهد بود. در این بین، فروش نفت یا سهام منطقی به نظر نمی‌رسد. متأسفانه من در هر دو مورد موقعیت فروش دارم. می‌خواهم از این وضعیت خارج شوم، اما ممکن است لازم باشد صبور باشم: افراد زیادی در شرایط من هستند و پس از اولین جهش بازار، ممکن است فرصت تجدیدنظر ایجاد شود. به هر حال، باید آماده پذیرش ضرر باشم.

شنبه، ۹ اوت ۱۹۸۶

در طول هفته، به تدریج میزان سرمایه‌گذاری خود را در تمام زمینه‌ها کاهش دادم. روز سه‌شنبه، موقعیت‌های فروش خود در قراردادهای آتی شاخص‌ها، نفت و سهام بانکی را پوشش دادم و همچنین مقداری از ارزها و اوراق قرضه کوتاه‌مدت خود را فروختم. روز چهارشنبه، پس از فروکش کردن اولین موج پوشش فروش، شروع به پوشش موقعیت‌های فروش نفت کردم. روز پنج‌شنبه، موقعیت فروش خود در قراردادهای آتی اوراق قرضه را پوشش دادم و امروز بخش عمده‌ای از ارزهایم را فروختم.

Aug. 8, 1986

	Closing 8/8/86	% Change from 8/4		Closing 8/8/86	% Change from 8/4
DM	2.0660	+1.0	S&P 500	236.88	+.4
¥	153.75	+.4	U.S. T-Bonds	99 03/32	+1.3
£	1.4765	+.5	Eurodollar	93.61	0
Gold	375.60	+4.2	Crude Oil	14.83	+11.6
			Japanese Bonds	104.01	−.1

QUANTUM FUND EQUITY	$1,472,000,000
Net Asset Value Per Share	$9,628
Change from 8/4/86	−2.1%
Change from 8/16/85	+119.9%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 8/4*	*Net Currency Exposure (6)*	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 8/4*
Stocks				DM-related	164		−437
US Stocks	1,002	(47)	+36	Japanese Yen	141		−280
US Index				Pound Sterling		(25)	−10
Futures			+703	US Dollar	1,192		+695
Foreign				Other			
Stocks	593	(30)	+45	Currencies	177		−20
Bonds (3)							
US Gvt.							
Short Term (4)	49		−73				
Long Term		(552)	−169				
Japanese (5)	2,385		−3				
Commodities							
Oil			+85				
Gold		(15)	−15				

تنها موقعیت‌های بزرگ باقی‌مانده من در سهام و قراردادهای آتی اوراق قرضه ژاپن است. موقعیت جدیدی که گرفته‌ام، یک موقعیت فروش در قراردادهای آتی اوراق قرضه دولتی آمریکا است. این یک حرکت تاکتیکی بود که امروز پس از جهش شدید

پوشش فروش انجام دادم و تا حدی با قراردادهای آتی اوراق قرضه ژاپن پوشش داده شده است.

ارزش دارایی‌های صندوق برای اولین بار از ابتدای ژانویه کاهش یافته است: ارزش سهام‌ها در طول هفته ۴.۲٪ کاهش یافت. ضررها عمدتاً ناشی از قمار بر روی نفت و برخی از موقعیت‌های سهام من بوده است. تغییر در محیط بازار در نهایت به ما رسید: چندین ایده سرمایه‌گذاری ما در سهام‌ها با شکست مواجه شدند و بدون موفقیت در عملیات پوشش ریسک، ارزش دارایی‌های ما کاهش یافت. احتمالاً هنوز تأثیر منفی کامل را تجربه نکرده‌ایم: معمولاً همه چیزهایی که ممکن است اشتباه بروند، همزمان دچار مشکل می‌شوند. به همین دلیل ترجیح می‌دهم وقتی اوضاع شروع به خراب شدن می‌کند، در همه زمینه‌ها عقب‌نشینی کنم. دو هفته فعالیت شدید نتیجه ملموسی نداشت: زمان آن رسیده که آرام‌تر عمل کنم. هنوز بیش از حد درگیر حرکات روزمره بازار هستم، اما تلاش می‌کنم دیدگاه خود را بازیابم. با کاهش سرمایه‌گذاری‌ها، می‌توانم راحت‌تر دوباره ارزیابی و سازماندهی کنم.

توافق اوپک را به عنوان یک رویداد مهم می‌پذیرم. کشورهای تولیدکننده نفت تا لب پرتگاه رفتند و اکنون عقب‌نشینی کرده‌اند: احتمالاً برای مدتی از این پرتگاه دور خواهند ماند. منحنی عرضه معکوس برای نفت در هر دو جهت کار می‌کند: وقتی قیمت نفت بالا می‌رود، فشار برای تولید نفت به هر قیمتی کاهش می‌یابد. به طور خلاصه، کارتل نفتی جان تازه‌ای

گرفته است. مدت زمان آن نامشخص است، اما به اندازه کافی طولانی خواهد بود که بتوانم تصمیمات سرمایه‌گذاری خود را بر اساس آن بگیرم. انتظار دارم تا پایان سال قیمت نفت کمتر از ۱۵ دلار نباشد و احتمالاً به ۱۸ دلار برسد.

حالا وضعیت من چگونه است؟ سناریوی من بر اساس سقوط نفت بود؛ آیا باید آن را رها کنم و دوباره کاملاً خوش‌بین شوم؟ این اولین واکنش من بود، اما با توجه به اینکه هنوز نکات منفی زیادی وجود دارد، دست نگه داشته‌ام. با عبور از یکی از موانع، یعنی نفت، موانع دیگری نیز وجود دارد. مهم‌ترین آن‌ها ضعف دلار است. ترجیح می‌دهم تا زمانی که دلار تثبیت شود، احتیاط کنم.

وقتی به دنبال یک سناریوی منفی می‌گردم، به استدلالی که در ابتدای آزمایش به آن پرداختم برمی‌گردم. در آن زمان، "حلقه امپراتوری" در حال از هم باز شدن بود و خطر آن وجود داشت که در جهت مخالف شروع به چرخیدن کند: یک اقتصاد ضعیف منجر به یک دلار ضعیف می‌شود و از کاهش نرخ بهره جلوگیری می‌کند. هم اقتصاد و هم دلار به اندازه‌ای ضعیف هستند که این سناریو را واقع‌بینانه جلوه دهند. چه چیزی می‌تواند از وقوع آن جلوگیری کند؟ من معتقدم تنها درک خطر می‌تواند ما را نجات دهد. بازار سهام به ما می‌گوید که در حال ورود به رکود هستیم؛ بار بدهی‌های بد در حال انباشته شدن است؛ و فشارهای حمایت‌گرایانه به حدی رسیده که کنگره تنها با چند رأی کمتر نتوانست وتوی رئیس‌جمهور را در این موضوع نادیده

بگیرد. مسئولان باید متوجه شوند که کاری باید انجام شود. آن‌ها یک بار دیگر موفق به ایجاد توافق شدند، در جلسه گروه پنج در پلازا. تحت فشار شرایط، نباید انجام دوباره آن دشوار باشد. ژاپن و آلمان می‌توانند نرخ بهره خود را کاهش دهند و ایالات متحده می‌تواند در حمایت از دلار همکاری کند. ولکر آخر هفته به مراسم خاکسپاری امینگر در آلمان رفت و شک ندارم که این موضوع بحث خواهد شد. به همین دلیل است که دیروز ارزهای خود را فروختم. فروش قراردادهای آتی اوراق قرضه آمریکا کمتر منطقی به نظر می‌رسد، مگر به عنوان پوشش ریسک. اگر دلار به افت خود ادامه دهد، قصد دارم این موقعیت را به جای موقعیت فروش دلار تقویت کنم؛ اگر دلار تثبیت شود، می‌توانم در مقابل آن موقعیت خرید در قراردادهای آتی شاخص سهام باز کنم. در هر صورت، می‌توانم موقعیت فروش اوراق قرضه آمریکا را با موقعیت خرید در قراردادهای آتی اوراق قرضه ژاپن جبران کنم.

در مجموع، همچنان با دو سناریوی جایگزین عمل می‌کنم، اما اکنون دلار به جای نفت، متغیر کلیدی شده است. اگر مسئولان موفق به تثبیت دلار شوند، با اعتماد بیشتری سناریوی صعودی را دنبال خواهم کرد؛ اگر شکست بخورند، دایره‌ی باطل در پیش است. در حال حاضر، مایلم روی یک نتیجه مثبت شرط ببندم، اما تنها با احتیاط. پس از عبور از یک مانع، باید بتوانیم از مانع بعدی نیز بگذریم. اما اگر پوشش دادن موقعیت‌های دلار اشتباه باشد، باید یا به نوعی از آن عبور کنم یا آن را بپذیرم. با

توجه به بی‌نتیجه بودن پوشش ریسک تا به امروز، احتمالاً گزینه دوم را انتخاب خواهم کرد. در نهایت، دیگر هیچ اهرمی در پرتفوی ندارم که نگران آن باشم.

دوشنبه شب، ۱۸ اوت ۱۹۸۶

بازار سهام عملکرد بسیار قوی‌ای از خود نشان داده، بازار اوراق قرضه نیز ثابت مانده و به نظر می‌رسد ارزها تثبیت شده‌اند. ارزش دارایی‌های صندوق به یک رکورد جدید رسیده است. اکنون با اطمینان بیشتری آماده‌ام تا سناریوی صعودی را انتخاب کنم.

Aug. 18, 1986

	Closing 8/18/86	% Change from 8/8		Closing 8/18/86	% Change from 8/8
DM	2.0170	+2.4	S&P 500	247.38	+4.4
¥	154.32	−.4	U.S. T-Bonds	101$^{09}/_{32}$	+2.0
£	1.4900	+.9	Eurodollar	93.81	+.2
Gold	376.40	+.2	Crude Oil	15.61	+5.3
			Japanese Bonds	105.08	+1.0

QUANTUM FUND EQUITY	$1,594,000,000
Net Asset Value Per Share	$10,423
Change from 8/8/86	+8.3%
Change from 8/16/85	+138.0%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 8/8	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 8/8
Stocks				DM-related	169		+5
US Stocks	1,088	(40)	+93	Japanese Yen	199		+58
US Index				Pound Sterling		(19)	+6
Futures	347		+347	US Dollar	1,245		+53
Foreign				Other			
Stocks	677	(19)	+95	Currencies	223		+46
Bonds (3)							
US Gvt.							
Short							
Term (4)	43		−6				
Long							
Term		(465)	+87				
Japanese							
(5)	2,427		+42				
Commodities							
Oil	28		+28				
Gold	11		+26				

ما به آستانه سقوط رسیدیم و اکنون در حال عقب‌نشینی از آن هستیم. مقدمات لازم برای کاهش هماهنگ نرخ بهره فراهم شده است. با افزایش قیمت نفت، وارد دوره‌ای از افزایش موجودی انبارها می‌شویم. با تثبیت ارزها، اثرات مثبت کاهش ارزش دلار شروع به نمایان شدن خواهند کرد. این عوامل مثبت کوتاه‌مدت باید بر عوامل منفی بلندمدت مانند کاهش

ساخت‌وساز و ضعف در هزینه‌های سرمایه‌گذاری غلبه کنند. نتیجه نهایی احتمالاً ادامه رشد کم‌کیفیتی است که تاکنون تجربه کرده‌ایم. در این شرایط، بازارهای سهام جهان ممکن است به رکوردهای جدیدی دست یابند. اصلاحات مالیاتی ممکن است تا پایان امسال تأثیر منفی بگذارد، زیرا هم سودهای سرمایه‌ای بلندمدت و هم ضررهای کوتاه‌مدت در امسال نسبت به سال آینده از مزایای مالیاتی بیشتری برخوردارند؛ اما ممکن است این موضوع قبلاً در بازار در نظر گرفته شده باشد. سرمایه‌گذاران حرفه‌ای مقدار زیادی پول نقد جمع کرده‌اند و پوشش‌های ریسک زیادی انجام داده‌اند. اگر غافلگیری‌ای در راه باشد، احتمالاً در جهت صعودی خواهد بود. این تغییر بزرگی است نسبت به چند هفته پیش که احساس می‌کردم صعود محدود و نزول نامحدود است.

اکنون آماده‌ام تا فاز دوم آزمایش را به پایان برسانم. به‌جای یک نقطه عطف، این دوره به عنوان یک وقفه در بازاری که هنوز آن را صعودی می‌دانم، ظاهر شد. به سبک مدیریت آرام‌تری بازمی‌گردم و بازنگری‌ها را کمتر می‌کنم. صندوق به خوبی در موقعیت مناسبی قرار دارد، اگرچه با داشتن موقعیت طولانی‌تری در سهام و به‌طور ماجراجویانه، یک موقعیت طولانی در نفت، خوشحال‌تر خواهم بود.

دوشنبه، ۸ سپتامبر ۱۹۸۶

دوشنبه گذشته، تحت تأثیر رونق بازار پلاتین، قیمت طلا از مرز ۴۰۰ دلار عبور کرد و اوراق قرضه و سهام با کاهش شدید مواجه شدند. من به این کاهش توجهی نکردم و تا روز پنج‌شنبه به نظر می‌رسید که کار درستی کرده‌ام: شاخص داو جونز به رکورد جدیدی رسید. اما سایر شاخص‌ها این روند را دنبال نکردند و کل بازار در روز جمعه ضعیف شد. تغییری در رهبری بازار رخ داده است: سهام چرخه‌ای و نفتی در صدر قرار گرفته‌اند، اما سهام‌هایی که قبلاً سود زیادی برای سرمایه‌گذاران داشتند، عملکرد ضعیفی نشان می‌دهند. من معتقدم لایحه مالیاتی دلیل این وضعیت است: نرخ مالیات بر سودهای سرمایه‌ای بلندمدت سال آینده بالاتر خواهد بود.

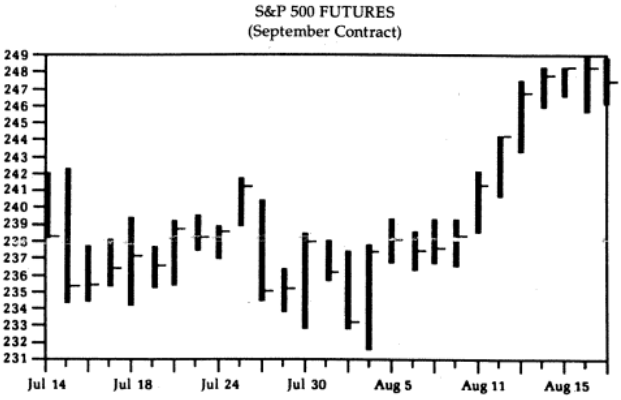
Sept. 5, 1986

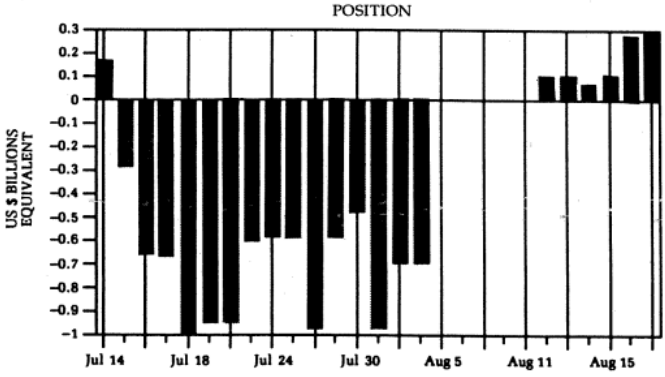
	Closing 9/5/86	% Change from 8/18		Closing 9/5/86	% Change from 8/18
DM	2.0487	−1.6	S&P 500	250.48	+1.3
¥	155.40	−.7	U.S. T-Bonds	97 13/32	−3.7
£	1.4940	+.3	Eurodollar	94.09	+.3
Gold	422.80	+12.3	Crude Oil	16.37	+4.9
			Japanese Bonds	105.15	+.1

QUANTUM FUND EQUITY	$1,638,000,000
Net Asset Value Per Share	$10,606
Change from 8/18/86	+1.8%
Change from 8/16/85	+142.2%

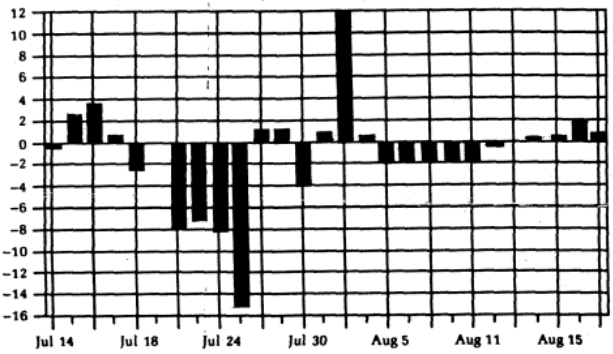
Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 8/18*	*Net Currency Exposure (6)*	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 8/18*
Stocks				DM-related	153		−16
US Stocks	1,214	(33)	+133	Japanese Yen	162		−37
US Index Futures	499		+152	Pound Sterling	5		+24
Foreign Stocks	654		−4	US Dollar	1,318		+73
Bonds (3)				Other Currencies	247		+24
US Gvt. Short Term (4)	11		−32				
Long Term			+465				
Japanese (5)	2,385		−42				
Commodities							
Oil	76		+48				
Gold			−11				


S&P 500 FUTURES
(September Contract)
249
248
247
246
245
244
243
242
241
240
239
238
237
236
235
234
233
232
231
Jul 14
Jul 18
Jul 24
Jul 30
Aug 5
Aug 11
Aug 15

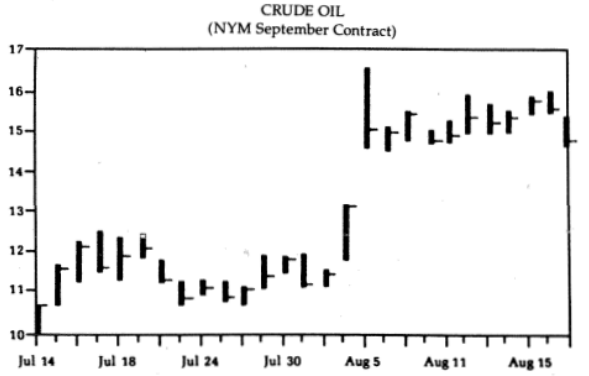

POSITION
US $ BILLIONS EQUIVALENT
0.3
0.2
0.1
0
-0.1
-0.2
-0.3
-0.4
-0.5
-0.6
-0.7
-0.8
-0.9
-1
Jul 14
Jul 18
Jul 24
Jul 30
Aug 5
Aug 11
Aug 15

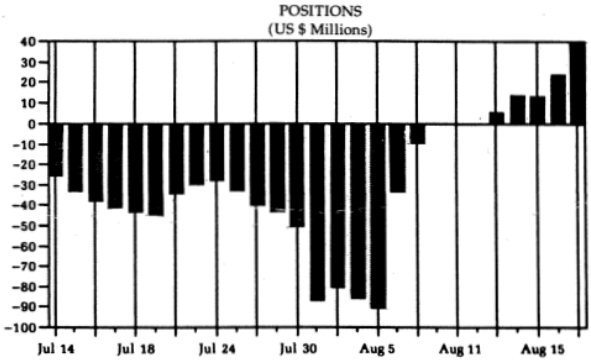
PROFITS AND LOSSES ON S&P INDEX FUTURES
(US $ Millions)



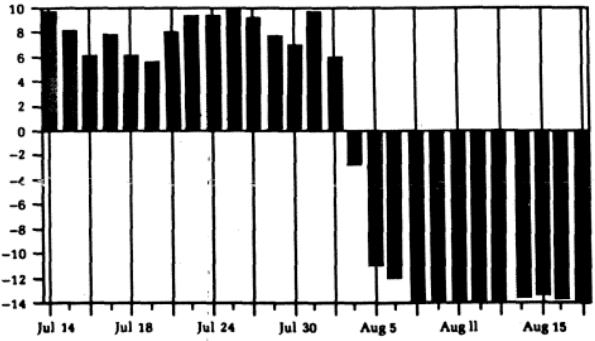
Summary of S&P Index Transactions

Date	Close Price	Outst. Position $ Mill.	Bought Amount $ Mill.	Bought Price	Sold Amount $ Mill.	Sold Price	Cum. Real. P&L $ Mill.	Unreal. P&L $ Mill.
Jul 14	238.3	153	153	238.98				(0.435)
Jul 15	235.05	(301)			(456)	237.44	(0.986)	3.059
Jul 16	235.1	(647)			(347)	236.04	(0.986)	4.377
Jul 17	236.15	(655)			(6)	237.50	(0.986)	1.523
Jul 18	236.85	(982)			(324)	236.12	(0.986)	(1.421)
Jul 21	236.35	(921)	59	236.10			(0.884)	0.613
Jul 22	238.4	(929)	35	235.45	(36)	237.50	(0.576)	(7.376)
Jul 23	237.95	(602)	334	238.75			(3.709)	(3.607)
Jul 24	238.4	(595)					(3.709)	(4.732)
Jul 25	240.9	(602)					(3.709)	(10.982)
Jul 28	234.85	(939)			(353)	235.20	(3.709)	4.668
Jul 29	235.1	(588)	374	234.58	(22)	235.20	(1.417)	2.215
Jul 30	237.7	(484)	156	234.79	(47)	235.61	(0.623)	(3.565)
Jul 31	235.95	(952)			(473)	236.68	(0.623)	1.458
Aug 1	233.15	(671)	360	233.76	(35)	234.93	2.713	8.893
Aug 4	237.05	(682)					2.713	(2.334)
Aug 5	237.75	0	685	237.80			(1.779)	
Aug 6	237.3	0					(1.779)	
Aug 7	237.45	0					(1.779)	
Aug 8	238.1	0					(1.779)	
Aug 11	241.3	0					(1.779)	
Aug 12	244.2	61	103	241.18	(43)	243.45	(1.382)	0.755
Aug 13	246.45	55			(6)	246.62	(1.246)	1.186
Aug 14	247.55	37			(19)	247.50	(0.772)	0.955
Aug 15	248.05	70	32	247.97			(0.772)	1.041
Aug 18	248.25	256	185	247.11			(0.772)	1.951
Aug 19	247.4	292	37	246.44			(0.772)	1.220


CRUDE OIL
(NYM September Contract)
17
16
15
14
13
12
11
10
Jul 14
Jul 18
Jul 24
Jul 30
Aug 5
Aug 11
Aug 15


POSITIONS
(US $ Millions)
40
30
20
10
0
-10
-20
-30
-40
-50
-60
-70
-80
-90
-100
Jul 14
Jul 18
Jul 24
Jul 30
Aug 5
Aug 11
Aug 15

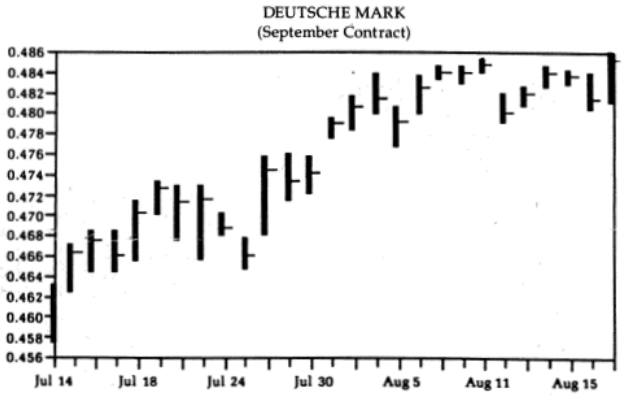
CRUDE OIL PROFITS AND LOSSES
(US $ Millions)

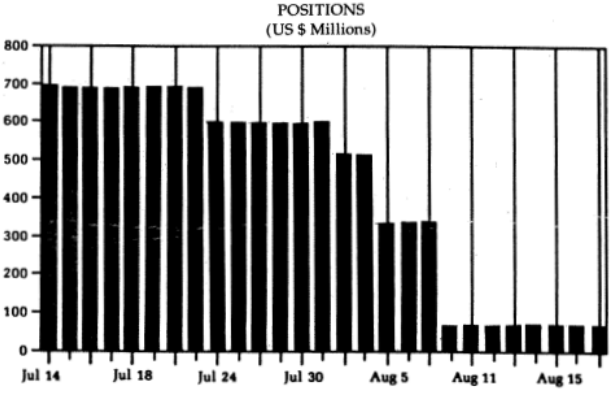


Summary of Transactions in Oil-Related Contracts[1]

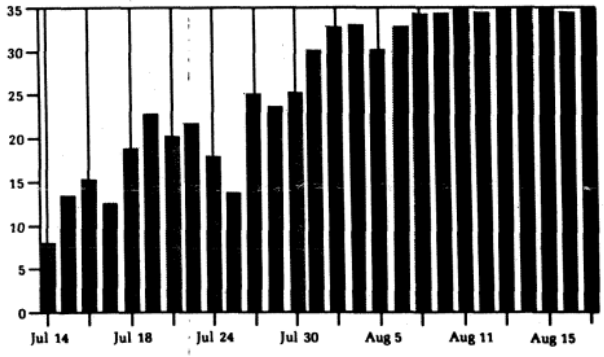
From	To	Transaction Mode	Transaction Amount US $ Mill.	Avg. Price US $/ Barr.	Total Outstand. US $ Mill.	Real P&L In Period US $ Mill.	Total P&L US $ Mill.
	Jul 14	Outstanding short position		15.478	(25.534)		7.750
Jul 15	Jul 17	Increased short position	(14.029)	13.038	(41.924)	0.000	7.466
Jul 21	Jul 24	Bought back	13.737	12.455	(26.535)	3.090	9.032
Jul 25	Jul 31	Increased short position	(49.679)	11.449	(87.654)	0.877	9.395
Aug 1	Aug 8	Covered short position	99.156	15.271	0.000	(19.824)	(13.186)
Aug 12	Aug 19	Built new long position	29.44	15.405	28.837	0.000	(13.789)

[1] Figures include positions in NYM-Crude and NYM-Heating Oil contracts for various months. Prices shown are weighted averages for all outstanding contracts expressed in US $ per barrel.


DEUTSCHE MARK
(September Contract)
0.486
0.484
0.482
0.480
0.478
0.476
0.474
0.472
0.470
0.468
0.466
0.464
0.462
0.460
0.458
0.456
Jul 14
Jul 18
Jul 24
Jul 30
Aug 5
Aug 11
Aug 15


POSITIONS
(US $ Millions)
800
700
600
500
400
300
200
100
0
Jul 14
Jul 18
Jul 24
Jul 30
Aug 5
Aug 11
Aug 15

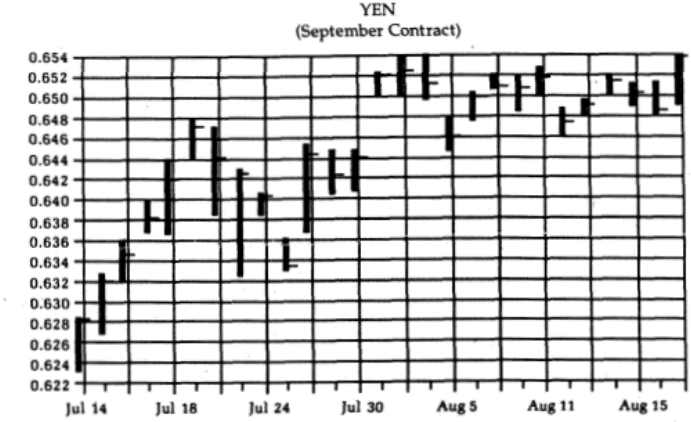
DEUTSCHE MARK PROFITS AND LOSSES
(US $ Millions)

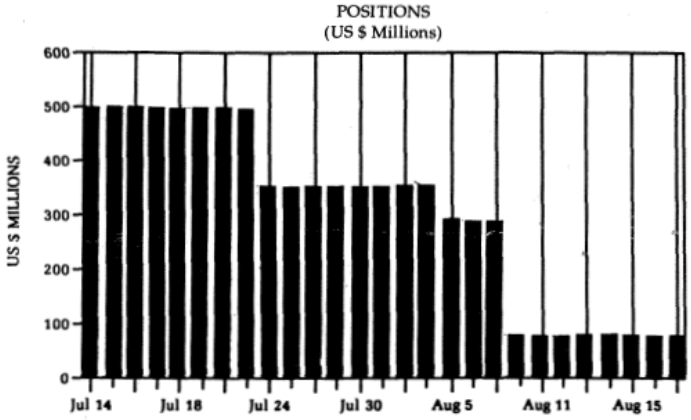


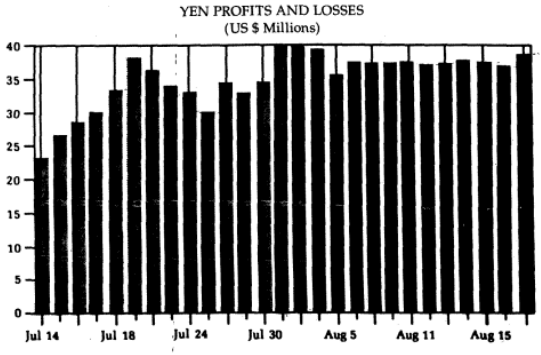
Summary of Transactions in Deutsche Mark Future and Forward Contracts[1]

Date	*Transaction Made*	*Transaction Amount US $ Mill.*	*Avg. Price US $/ 1 DM*	*Total Outstand. US $ Mill.*	*P&L on Transac. US $ Mill.*	*Total P&L US $ Mill.*
Jul 14	Outstanding long position		0.4580	712.067		7.855
Jul 24	Decreased long position	125.182	0.4692	598.683	2.990	17.108
Aug 1	Decreased long position	81.000	0.4809	530.133	3.857	32.103
Aug 5	Decreased long position	150.380	0.4784	377.627	6.418	29.977
Aug 8	Decreased long position	297.205	0.4843	84.431	16.131	33.986

[1] Figures include positions in D. Mark Sep. futures and forward contracts due 9/17. Price of forward contracts is assumed equal to price of futures.


YEN
(September Contract)
0.654
0.652
0.650
0.648
0.646
0.644
0.642
0.640
0.638
0.636
0.634
0.632
0.630
0.628
0.626
0.624
0.622
Jul 14
Jul 18
Jul 24
Jul 30
Aug 5
Aug 11
Aug 15


POSITIONS
(US $ Millions)
US $ MILLIONS
600
500
400
300
200
100
0
Jul 14
Jul 18
Jul 24
Jul 30
Aug 5
Aug 11
Aug 15



Summary of Transactions in Japanese Yen Future and Forward Contracts[1]

Date	Transaction Mode	Transaction Amount US $ Mill.	Avg. Price US $/ 100 Yen	Total Outstand. US $ Mill.	P&L on Transac. US $ Mill.	Total P&L US $ Mill.
Jul 14	Outstanding long position		0.6122	486.666	16.742	23.634
Jul 24	Decreased long position	(132.040)	0.6408	364.170	5.215	33.178
Aug 5	Decreased long position	(96.870)	0.6458	269.812	3.140	35.747
Aug 8	Decreased long position	(188.307)	0.6507	83.977	8.382	38.161

[1] Figures include positions in Yen Sep. futures and forward contracts due 9/17. Price of forward contracts is assumed equal to price of futures.

بازار همچنین نگران تورم است. دیدگاه استراتژیک من تغییری نکرده است: اگر مقامات بتوانند سیاست‌های خود را هماهنگ کنند، باید همچنان شاهد رشد محدود باشیم. از ثبات نسبی دلار خوشحالم. با این حال، به نظر می‌رسد که بازار سهام نیاز دارد تا روند نزولی را آزمایش کند. در حال حاضر انتظار ندارم که شاخص داو جونز (Dow Jones) بیش از ۴۰ واحد افت کند. با این وجود، تصمیم گرفتم موقعیت خود در معاملات آتی S&P را به نصف کاهش دهم تا کنترل اوضاع را حفظ کنم.

افت در سهام و اوراق قرضه ژاپنی (Japanese Bonds) به من ضرر زده است، اما در این مورد کاری نمی‌توان انجام داد.

Sept. 8, 1986

	Closing 9/8/86	% Change from 9/5		Closing 9/8/86	% Change from 9/5
DM	2.0750	−1.3	S&P 500	248.14	−.9
¥	156.00	−.4	U.S. T-Bonds	96²¹⁄₃₂	−.6
£	1.4835	−.7	Eurodollar	94.04	−.1
Gold	411.00	−2.8	Crude Oil	15.62	−4.6
			Japanese Bonds	104.30	−.8

QUANTUM FUND EQUITY	$1,592,000,000
Net Asset Value Per Share	$10,304
Change from 9/5/86	−2.8%
Change from 8/16/85	+135.3%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 9/5	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 9/5
Stocks				DM-related	151		−2
US Stocks	1,189	(32)	−24	Japanese Yen	137		−25
US Index Futures	261		−238	Pound Sterling	6		+1
Foreign Stocks	647		−7	US Dollar	1,298		−20
Bonds (3)				Other Currencies	223		−24
US Gvt. Short Term (4)	8		−3				
Long Term							
Japanese (5)	2,360		−25				
Commodities							
Oil	72		−4				
Gold							

صبح پنجشنبه، ۱۱ سپتامبر ۱۹۸۶

تصمیم گرفته‌ام که به یک موقعیت نسبتاً خنثی بروم. این به معنای فروش باقی‌مانده معاملات آتی S&P من است و شاید حتی بخواهم در برابر موقعیت‌های سهامم فروش کوتاه (short) کنم یا موقعیت کوچک فروش کوتاه خود در اوراق قرضه دولتی (Government Bonds) را افزایش دهم. همچنین تصمیم گرفتم که دلار را بفروشم، عمدتاً در برابر مارک آلمان (Deutsche Mark).

انتظار دارم که اقتصاد ایالات متحده در سه‌ماهه سوم نشان‌دهنده قدرت باشد و اطلاعات من حاکی از آن است که اقتصاد آلمان در سه‌ماهه دوم شاهد افزایش قوی بوده است. زمینه‌های لازم برای کاهش هماهنگ نرخ‌های بهره (interest rates) بین ایالات متحده و ژاپن فراهم شده تا در ازای آن، تلاش مشترکی برای تثبیت دلار (Dollar) صورت گیرد و من معتقدم که آلمان نیز با وجود عدم تمایل، به این موضوع خواهد پیوست. با توجه به قدرت موقتی دلار، فکر می‌کنم که دکمه‌ای برای اقدام فشار داده نخواهد شد مگر اینکه یک حمله مجدد به دلار مقامات را وادار به عمل کند. برای بیمه کردن خود در برابر این احتمال، من مارک آلمان می‌خرم. البته ممکن است هم در مارک آلمان و هم در اوراق قرضه ژاپنی ضرر کنم اگر دلار به تقویت خود ادامه دهد؛ اما این ریسک را متوسط می‌دانم.

بازار سهام به‌طور فزاینده‌ای تحت تأثیر عوامل بنیادین (fundamentals) است. این عوامل خواندنشان دشوار است، اما بر این باورم که در مجموع فشار در چند ماه آینده به سمت پایین خواهد بود و این امر زمینه‌ساز یک افزایش قوی در پایان سال خواهد بود. در جاهایی که عقاید قوی ندارم، می‌خواهم میزان ریسک خود را کاهش دهم.

شنبه، ۱۳ سپتامبر ۱۹۸۶

فروش شدید دو روز اخیر من را غافلگیر کرد. من برنامه‌ای را که پیش از باز شدن بازار در روز پنج‌شنبه برای خود تعیین کرده بودم، به اتمام رساندم، اما واضح است که این کار برای محافظت از پرتفوی (portfolio) کافی نبود و اکنون با یک setback (پسرفت) بزرگ مواجه هستیم. تمایل ندارم حرکات بیشتری انجام دهم، زیرا این کار می‌تواند آسیب‌ها را بیشتر کند. میزان ریسک ما زیاد نیست و نیازی به کاهش فوری ندارم. از طرفی، برای فعالیت‌های بیشتر، توانایی زیادی ندارم و قصد دارم تا حد امکان کمتر عمل کنم. این وضعیت به شدت با سقوطی که در ماه‌های جولای و آگوست پیش آمد، متفاوت است که من موفق به اجتناب از آن شدم. به نوعی، آن سقوط

من را فریب داد. در برابر آن اقدام به پوشش (hedging[64]) کردم و از نظر عاطفی خسته شدم، و وقتی سقوط شدیدتری رخ داد، غافلگیر شدم.

Sept. 10, 1986

	Closing 9/10/86	% Change from 9/8		Closing 9/10/86	% Change from 9/8
DM	2.0630	+.6	S&P 500	247.06	−.4
¥	154.60	+.9	U.S. T-Bonds	97²¹⁄₃₂	+.9
£	1.4812	−.2	Eurodollar	94.05	0
Gold	404.70	−1.5	Crude Oil	14.88	−4.7
			Japanese Bonds	104.01	−.3

QUANTUM FUND EQUITY	$1,586,000,000
Net Asset Value Per Share	$10,269
Change from 9/8/86	−.3%
Change from 3/16/85	+134.5%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 9/8	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 9/8
Stocks				DM-related	153		+2
US Stocks	1,098	(30)	−89	Japanese Yen	135		−2
US Index Futures	259		−2	Pound Sterling	5		−1
Foreign Stocks	673		+26	US Dollar	1,293		−5
Bonds (3)				Other Currencies	277		+54
US Gvt. Short Term (4)	1		−7				
US Gvt. Long Term		(96)	−96				
Japanese (5)	2,377		+17				
Commodities							
Oil	96		+24				
Gold							

[64] اقداماتی که برای کاهش ریسک در سرمایه‌گذاری انجام می‌شود، به‌ویژه از طریق قراردادهای مالی.

به نظر می‌رسد که باید متوجه می‌شدم که لایحه اصلاح مالیاتی (Tax Reform Bill[65]) می‌تواند بازار را به هم بریزد، به‌خصوص در زمانی که بازار در حال تثبیت بود. وسوسه برای فروش فوری و خرید مجدد بعداً تقریباً غیرقابل مقاومت بود. اکنون سوال این است که: بازار چقدر و با چه سرعتی کاهش خواهد یافت؟ عددی که باید به آن توجه کرد، میزان برداشت (Withdrawals) از صندوق‌های سرمایه‌گذاری مشترک (Mutual Funds[66]) است. جالب این است که احساس می‌کنم کاهش بازار به اندازه جولای به‌طور نامحدود نیست: هر سطح پایینی که در سه ماه آینده به آن برسیم، زمینه‌ساز یک افزایش قوی در پایان سال خواهد شد که به اعتقاد من، قیمت‌ها را بالاتر از سطوح کنونی می‌برد.

---

[65] قانونی که به منظور تغییر و بهبود نظام مالیاتی کشور تهیه و ارائه می‌شود.

[66] نهادی مالی که وجوه چندین سرمایه‌گذار را جمع‌آوری کرده و به سرمایه‌گذاری در مجموعه‌ای از اوراق بهادار می‌پردازد.

Sept. 12, 1986

	Closing 9/12/86	% Change from 9/10		Closing 9/12/86	% Change from 9/10
DM	2.0597	+.2	S&P 500	230.68	−6.6
¥	155.30	−.5	U.S. T-Bonds	94²³⁄₃₂	−3.0
£	1.4772	−.3	Eurodollar	93.96	−.1
Gold	416.50	+2.9	Crude Oil	15.06	+1.2
			Japanese Bonds	103.05	−.9

QUANTUM FUND EQUITY	$1,484,000,000
Net Asset Value Per Share	$9,610
Change from 9/10/86	−6.4%
Change from 8/16/85	+119.5%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 9/10	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 9/10
Stocks				DM-related	905		+752
US Stocks	1,109	(42)	−1	Japanese Yen	355		+220
US Index Futures	55		−204	Pound Sterling	3		−2
Foreign Stocks	629		−44	US Dollar	221		−1,072
Bonds (3)				Other Currencies	249		−28
US Gvt. Short Term (4)			−1				
Long Term			+96				
Japanese (5)	2,348		−29				
Commodities							
Oil	97		+1				
Gold							

یکشنبه، ۲۸ سپتامبر ۱۹۸۶

اکنون که بازارها توانسته‌اند تا حدی ثبات پیدا کنند، می‌توانم افکارم را جمع کرده و یک استراتژی بلندمدت تعیین کنم. سوال اصلی پیش روی من این است که آیا ساختاری که آن را «عصر طلایی سرمایه‌داری» (Golden Age of Capitalism) نامیده‌ام

هنوز هم برقرار است یا اینکه در حال انتقال به مرحله دیگری هستیم؟ در صورت دوم، مرحله بعدی چه خواهد بود؟ این سوال بسیار شبیه به سوالی است که در ابتدای آزمایش زمان واقعی (Real-Time Experiment) از خودم پرسیدم: نتیجه «دایره امپراتوری» (Empire Circle) چه خواهد بود؟ در واقع، این سوال را می‌توان به شکل دیگری نیز مطرح کرد: آیا «عصر طلایی سرمایه‌داری» پدیده‌ای پایدار است یا صرفاً یک تدبیر موقتی است که زمانش به پایان رسیده است؟

Sept. 26, 1986

	Closing 9/26/86	% Change from 9/12		Closing 9/26/86	% Change from 9/12
DM	2.0530	+.3	S&P 500	232.23	+.7
¥	154.60	+.5	U.S. T-Bonds	95²¹⁄₃₂	+1.0
£	1.4360	−2.8	Eurodollar	94.01	+.1
Gold	427.20	+2.6	Crude Oil	14.43	−4.2
			Japanese Bonds	103.36	+.3

QUANTUM FUND EQUITY	$1,503,000,000
Net Asset Value Per Share	$9,728
Change from 9/12/86	+1.2%
Change from 8/16/85	+122.2%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 9/12	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 9/12
Stocks				DM-related	990		+85
US Stocks	1,071	(53)	−49	Japanese Yen	295		−60
US Index Futures		(275)	−330	Pound Sterling		(10)	−13
Foreign Stocks	623		−6	US Dollar	228		+7
Bonds (3)				Other Currencies	238		−11
US Gvt. Short Term (4)							
Long Term		(180)	−180				
Japanese (5)	1,986		−362				
Commodities							
Oil	94		−3				
Gold							

نشانه‌های زیادی به گزینه دوم اشاره دارند. فقط به چند مورد اشاره می‌کنم: شیب تند منحنی بازده (Yield Curve)، افزایش قیمت طلا (Gold Price) و بی‌نظمی در روند گروه پنج (Group of Five). همچنین، بازار سهام (Stock Market) نشانه‌هایی از یک قله بزرگ نشان می‌دهد، هرچند هنوز به حالت نشئه‌ای که انتظار می‌رود از «بازار گاوی یک عمر» (Bull Market of a

Lifetime) به وجود بیاید، نرسیده است؛ به عبارت دیگر، حباب هنوز برای ترکیدن آماده نیست. در واقع، این دلیل اصلی است که من از شناسایی عمل صعودی آن قله اکراه داشتم و ترجیح دادم به‌جای آن، به اصلاح فنی (Technical Correction) فکر کنم. به هیچ وجه مشخص نیست که آیا بازار گاوی تمام شده است یا خیر، اما افت به قدری شدید بوده که نمی‌توان آن را بخشی از یک بازار گاوی در حال حاضر دانست. بهتر است اعلام کنم که فاز «عصر طلایی سرمایه‌داری» (Golden Age of Capitalism) به پایان رسیده و سعی کنم مرحله بعدی را شناسایی کنم. حتی اگر این مرحله جدید به عنوان ادامه فاز قبلی در «بازار گاوی یک عمر» ظاهر شود، قطعاً ویژگی‌های متفاوتی خواهد داشت که به آن نامی جدید می‌دهد. در حال حاضر، من به شدت مطمئن نیستم که اوضاع چگونه پیش خواهد رفت. با اعلام آن به عنوان یک مرحله جدید، حتی اگر این مرحله در واقع ادامه مرحله قدیمی باشد، از گیر افتادن در یک قالب نامناسب جلوگیری کرده و خودم را مجبور به حفظ ذهن باز می‌کنم. هنوز خیلی زود است که به هر گونه نتیجه‌گیری قطعی برسیم.

فاز قبلی بر اساس همکاری‌های بین‌المللی (International Cooperation) است که امکان کاهش کنترل‌شده دلار و کاهش هماهنگ نرخ بهره (Interest Rate) را فراهم کرده است. اقتصاد جهانی به آرامی پیش رفت، به‌طوری که تحریکات پولی (Monetary Stimulus) منجر به یک بازار گاوی بزرگ در

دارایی‌های مالی (Financial Assets) شد. افزایش اختلاف بین اقتصاد «واقعی» (Real Economy) و اقتصاد «مالی» (Financial Economy) جهان فشارهایی ایجاد کرد که تهدیدی برای همکاری بین‌المللی به حساب می‌آید و نیاز به یک شروع جدید دارد تا از فروپاشی جلوگیری شود. متأسفانه، نشانه‌ای از ابتکارات سیاسی جدید (New Political Initiatives) وجود ندارد و فقط دعوا بین متحدان در حال وقوع است. هنوز خیلی زود است که پیش‌بینی کنیم بن‌بست چگونه حل خواهد شد. من سه امکان اصلی می‌بینم:

1. **پیشروی به طور نامحسوس**: منحنی J Curve) J) در نهایت شروع به کار می‌کند و به اقتصاد ایالات متحده محرکی می‌دهد در حالی که به شرکای تجاری بزرگ ما آسیب می‌زند. اقتصاد جهانی به آرامی ادامه می‌یابد و سیاست پولی تسهیلی باقی می‌ماند. هنگامی که مشخص شود که انحلال سیستم تجاری و مالی بین‌المللی (International Trading and Financial System) اجتناب شده است، اعتماد دوباره باز می‌گردد و نقدینگی عظیمی که جمع شده است، دوباره در دارایی‌های مالی سرمایه‌گذاری می‌شود. اگر این‌طور باشد، ممکن است باز هم شاهد «بازار گاوی یک عمر» باشیم.
2. **دایره معیوب**: یک اقتصاد ضعیف و دلار ضعیف یکدیگر را تقویت می‌کنند و منجر به افزایش نرخ‌های

بهره و کسری‌های بودجه بیشتر می‌شوند. حمایت‌گرایی (Protectionism) برتری می‌یابد و این امر موجب تلافی‌جویی می‌شود، از جمله انکار بدهی.

3. **ابتکارات سیاسی جدید**: تحت فشار از سوی بازارهای مالی (Financial Markets) (دلار در حال سقوط، بازارهای سهام و اوراق قرضه در حال سقوط، و افزایش قیمت طلا)، مقامات اقدام به هماهنگی می‌کنند. دلار در حالی که دور جدیدی از کاهش نرخ بهره نیز در حال انجام است، تثبیت می‌شود. ایالات متحده و اتحاد جماهیر شوروی (Soviet Union) بر سر توافق کاهش تسلیحات (Arms Reduction Agreement) توافق می‌کنند و اجازه می‌دهند تا بودجه نظامی کاهش یابد. بدهی‌های بین‌المللی (International Debt) در نهایت به عنوان یک مشکل سیاسی شناخته می‌شود و اقداماتی برای تحریک اقتصاد کشورهای در حال توسعه (Developing Countries) انجام می‌شود.

با توجه به اینکه ظهور یک دایره معیوب به طور حتم واکنش‌های سیاسی را به دنبال خواهد داشت، می‌توانیم بین دو گزینه اصلی تمایز قائل شویم: پیشروی به طور نامحسوس و یک دایره معیوب که با ابتکارات سیاسی جدید همراه است. رویدادهای واقعی احتمالاً ترکیبی از هر دو عنصر خواهد بود. به هر حال، بازارهای مالی در کوتاه‌مدت احتمالاً تحت فشار خواهند ماند.

پس از جلسه اوپک (OPEC)، من شرط بستم که اختلافات بین ایالات متحده و آلمان حل خواهد شد و ما به‌طور نامحسوس پیش خواهیم رفت. اخیراً شروع به پوشش شرط خود کرده‌ام؛ با این حال، نتیجه آخرین جلسه گروه پنج (Group of Five) من را اشتباه کرد. قصد دارم به‌طور جدی به آن واکنش نشان دهم.

می‌توانم درک کنم که چگونه به این بن‌بست رسیدیم. بیکر (Baker) به یک مقصر نیاز داشت و آلمانی‌ها حاضر به قبول این نقش نشدند. عناصر یک توافق به وضوح قابل مشاهده بود: تعهد ایالات متحده برای تثبیت دلار در ازای تعهد آلمان به کاهش نرخ بهره. به نظر می‌رسد که بیکر مانع شده است. اگر این‌طور باشد، این امر ضعف موقعیت او را نشان می‌دهد: او نمی‌تواند قبل از انتخابات نوامبر (November) برای تثبیت دلار موافقت کند زیرا هیچ چیز دیگری برای ارائه به منظور مقابله با فشارهای حمایت‌گرایانه ندارد. تا انتخابات زمان زیادی وجود دارد که بازارهای مالی واکنش بهتری به سیاست‌ها داشته باشند.

من قصد دارم سهم خود را انجام دهم: برنامه دارم که موقعیت خود را در DM (Deutsche Mark) به مبلغ 500 میلیون دلار، موقعیت خود در اوراق قرضه دولتی ایالات متحده را از 180 میلیون دلار به 500 میلیون دلار و موقعیت کوتاه‌مدت خود در قراردادهای آتی شاخص سهام (Stock Index Futures) را از 275 میلیون دلار به 750 میلیون دلار افزایش دهم. همچنین

می‌خواهم 150 میلیون دلار در طلا (Gold) سرمایه‌گذاری کنم. به نظر می‌رسد که احتمال کاهش بیشتر از فقط چند هفته پیش باز است: به محض اینکه اختلافات سیاستی حل شود، ممکن است یک دایره معیوب در حال شکل‌گیری باشد.

چهارشنبه شب: ۱ اکتبر ۱۹۸۶

Oct. 1, 1986

	Closing 10/1/86	% Change from 9/26		Closing 10/1/86	% Change from 9/26
DM	2.0175	+1.7	S&P 500	233.60	+6
¥	153.85	+.5	U.S. T-Bonds	96²³⁄₃₂	+1.1
£	1.4450	+.6	Eurodollar	94.03	0
Gold	425.20	−.5	Crude Oil	15.16	+5.1
			Japanese Bonds	103.02	−.3

QUANTUM FUND EQUITY	$1,511,000,000
Net Asset Value Per Share	$9,562
Change from 9/26/86	−1.7%
Change from 8/16/85	+118.4%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 9/26	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 9/26
Stocks				DM-related	1,415		+425
US Stocks	1,014	(83)	−87	Japanese Yen	282		−13
US Index Futures		(575)	−300	Pound Sterling	1		+11
Foreign Stocks	635		+12	US Dollar		(187)	−415
Bonds (3)				Other Currencies	240		+2
US Gvt. Short Term (4)							
Long Term		(466)	−286				
Japanese (5)	1,987		+1				
Commodities							
Oil	99		+5				
Gold	150		+150				

یک اشتباه تاکتیکی به دنبال دیگری می‌آید: هر کاری که روز دوشنبه انجام دادم، به جز خرید **DM**، اشتباه بود. من اهمیت جلسه پیش از اجلاس را که دیروز اعلام شد کم‌اهمیت

نمی‌کنم، اما باید مراقب باشم که به یک دایره معیوب از خودم نیفتم. در حال حاضر، تصمیم دارم ساکت بمانم. اگرچه در این راه پول از دست داده‌ام، اما معتقدم پرتفوی من به طور معقولی متعادل است. اگر این‌طور باشد، آماده‌ام تا یک افزایش قیمت در سهام و اوراق قرضه را از سر بگذرانم، به ویژه که قرار است به مدت یک ماه به چین بروم.

چهارشنبه، ۲۲ اکتبر ۱۹۸۶

سفرم به چین را به خاطر نگرانی از بخش ژاپنی پرتفوی کوتاه کردم. اکنون در حال بازگشت به نیویورک هستم بعد از اینکه یک روز را در توکیو گذراندم.

کاهش در بازار سهام ژاپن در چند روز گذشته به یک افت واقعی تبدیل شده است. بازار به طور کلی حدود ۱۵ درصد کاهش داشته، اما سهام‌هایی که من دارم، که همگی مربوط به املاک و مستغلات هستند، بین ۲۵ تا ۴۰ درصد از اوج‌های اخیر خود پایین آمده‌اند. بازار اوراق قرضه که در آن دارای سرمایه‌گذاری زیادی هستم نیز ضعیف بوده است.

Oct. 21, 1986

	Closing 10/21/86	% Change from 10/1		Closing 10/21/86	% Change from 10/1
DM	1.9845	+1.6	S&P 500	235.88	+1.0
¥	155.10	−.8	U.S. T-Bonds	94 23/32	−2.1
£	1.4340	−.8	Eurodollar	93.92	−.1
Gold	425.20	0	Crude Oil	15.19	+.2
			Japanese Bonds	101.35	−1.6

QUANTUM FUND EQUITY	$1,488,000,000
Net Asset Value Per Share	$9,422
Change from 10/1/86	−1.5%
Change from 8/13/85	+115.2%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 10/1	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 10/1
Stocks				DM-related	1,316		−99
US Stocks	1,104	(108)	+65	Japanese Yen		(104)	−386
US Index				Pound Sterling	3		+2
Futures		(579)	−4	US Dollar	273		+460
Foreign				Other			
Stocks	572		−63	Currencies	235		−5
Bonds (3)							
US Gvt.							
Short Term (4)							
Long Term		(466)					
Japanese (5)	1,607		−380				
Commodities							
Oil	102		+3				
Gold	122		−28				

حالا که بر روی این موضوع تمرکز کرده‌ام، متوجه شده‌ام که چه اتفاقی در حال وقوع است. افزایش ارزش ین به حدی رسیده که ژاپن در رقابت با کشورهای تازه صنعتی شده در حوضه اقیانوس آرام بازنده شده و شرکت‌های صادراتی به شدت آسیب دیده‌اند.

سیاست پولی آسان کافی نیست تا با این وضعیت مقابله کند؛ در واقع، این سیاست منجر به بوجود آمدن یک رونق سفته‌بازانه شده که قطعا به رکود خواهد انجامید. با توجه به این شرایط، مقامات تصمیم گرفته‌اند که با تشویق فعال خروج سرمایه، فشار به سمت بالای ین را کاهش دهند، نه با کاهش بیشتر نرخ بهره. این سیاست موفق بوده و ین تثبیت شده، اما بازار به شدت سقوط کرده است.

من در یکی از چرخه‌های کلاسیک رونق و رکود تاریخ شرکت فعال داشتم و نتوانستم به موقع خارج شوم. اکنون در وضعیت بدی قرار دارم. واضح است که باید از بازار خارج شوم، اما چگونه و کی؟ نمی‌دانم چه باید بکنم زیرا اطلاعات من درباره بازار ژاپن بسیار محدود است. انتظار دارم برای نادانی‌ام بهای سنگینی بپردازم.

احساس می‌کنم که گرفتار شدن در "رکود عمرمان" در حالی که در مورد "رونق عمرمان" می‌نویسم، کمی شرم‌آور است. اما این چیزی است که رخ داده است. من معتقدم که سقوط بازار سهام ژاپن یکی از نقاط عطف تاریخ مالی معاصر خواهد بود. این سقوط به طور نزدیک‌تری به یک سقوط کلاسیک شباهت دارد تا هر چیزی که در بازار خودمان احتمالاً شاهد آن خواهیم بود. بازار ژاپن به شدت بیش‌ارزش شده و احساس راحتی و آرامش در آن گسترش یافته است، همان‌طور که رفتار خود من هم گواهی می‌دهد. فرماندار ساتوشی سومیته از بانک ژاپن بارها هشدار داده بود، اما بازار به آن توجه نکرد. حالا می‌شنوم

که واحدهای سرمایه‌گذاری به صورت شفاهی به سرمایه‌گذاران ۹ درصد بازدهی تضمین می‌کردند—این یک روش غیرسالم بود اگر هرگز وجود داشته باشد. باید به این نشانه‌های اضافه‌خواهی توجه می‌کردم، اما نتوانستم.

تنها عذر من این است که در ژاپن حضور دائمی ندارم: آخرین بار که به آنجا رفتم، پانزده سال پیش بود. در آن زمان من یک کارگزار بودم که به سرمایه‌گذاران خارجی مشاوره می‌دادم؛ به همین خاطر از موقعیت بهتری برخوردار بودم و به راحتی خارج شدم. اکنون من یک سرمایه‌گذار خارجی هستم و سرنوشتم نمونه‌ای از سرمایه‌گذار گاه‌به‌گاه از خارج است که تحت تأثیر رونق قرار می‌گیرد: من در یک بازار در حال افزایش خرید کردم و حالا باید در یک بازار در حال افت بفروشم؛ بعد از اینکه سود کاغذی زیادی را دیدم، در نهایت با یک ضرر واقعی روبرو می‌شوم.

تئوری که مرا به ژاپن جذب کرد، دیگر معتبر نیست زیرا بر اساس نقدینگی بیش از حدی بود که رونق زمین و همچنین رونق بازار سهام را ایجاد کرد. سهام راه‌آهن که از آخرین رونق در سال ۱۹۷۳ ثابت مانده بود، در حال فروش به قیمتی کمتر از ارزش دارایی‌هایشان بود. شرکت‌های راه‌آهن به طریقی دارایی‌ها را جمع‌آوری می‌کنند بدون اینکه سودی نشان دهند: از آنجا که نرخ بازدهی املاک تجاری به طور سنتی کمتر از نرخ بهره است، می‌توانند با قرض گرفتن پول و سرمایه‌گذاری آن در املاک اضافی، سود خود را پنهان کنند. به این ترتیب، آنها از رشد

فیزیکی و همچنین افزایش ارزش زمین‌هایشان بهره‌مند می‌شوند. اما نکته منفی این است که سهام‌داران هیچ‌یک از این مزایا را دریافت نمی‌کنند: شرکت‌های راه‌آهن تحت نظارت هستند و اگر بخواهند نرخ‌ها را افزایش دهند، نمی‌توانند تقسیم سود خود را افزایش دهند. اما تغییراتی در حال رخ دادن است. راه‌آهن ملی به مالکیت خصوصی تبدیل می‌شود و برای اینکه به فروش برسد، باید نشان دهد که سود بهتری دارد. علاوه بر این، سرعت توسعه املاک باید افزایش یابد تا تقاضای داخلی تحریک شود. این به این معنی است که شرکت‌های راه‌آهن به تأمین مالی خارجی نیاز دارند. به همین دلیل، هم شرکت‌ها و هم کارگزاران آنها به افزایش قیمت سهامشان علاقه دارند و بیشتر شرکت‌های راه‌آهن در واقع اوراق قرضه با وام‌هایی با قیمت‌های در حال افزایش صادر کرده‌اند. سرمایه‌گذاران خارجی نخستین کسانی بودند که این تئوری انعکاسی (Reflexivity Theory) را شناسایی کردند، اما برای تأیید آن، سرمایه‌گذاران داخلی نیز باید دنباله‌رو شوند. این هم در حال رخ دادن بود: در ابتدای سال مالی جدید (اول اکتبر)، واحدهای سرمایه‌گذاری جدید (همان‌هایی که بازده ۹ درصدی به سرمایه‌گذاران تضمین می‌کردند) سهام‌های مرتبط با املاک را به اوج تاریخی با حجم بالای معاملات رساندند. در واقع، این اوج خرید بود. شکست در نیویورک باعث شد که واحدهای سرمایه‌گذاری Fidelity International Investment Trust که به شدت در سهام مرتبط با املاک ژاپن سرمایه‌گذاری کرده بودند، مجبور به فروش در ژاپن شوند. من از آن توسعه در آن

زمان مطلع بودم و قصد داشتم در افزایش بعدی کاهش‌هایی انجام دهم؛ اما آن افزایش هرگز نیامد و کاهش به یک افت شدید تبدیل شد. آنچه من متوجه نشدم، تغییر سیاست دولت ژاپن در تشویق صادرات سرمایه بود. باید از این واقعیت که ین در حال تثبیت بود استفاده می‌کردم، اما راحت بودم. برای این موضوع هیچ عذری وجود ندارد. اکنون، تئوری انعکاسی به حالت معکوس درآمده است. همان عواملی که بازار سهام را تحت تأثیر قرار داده‌اند، احتمالاً رونق املاک را نیز کند خواهند کرد. اگرچه در حال حاضر افزایش زیادی در ساخت و ساز وجود خواهد داشت، اما افزایش بزرگ قیمت زمین‌ها احتمالاً از ما جلوتر است. به همین دلیل، باید هر طور که می‌توانم از موقعیتم خارج شوم.

باید مراقب باشم که با واکنش‌های احساسی اشتباه خود را دوچندان نکنم. تدابیری که قبل از رفتن به کار بردم، مرا در برابر فاجعه در ژاپن محافظت نکردند؛ در واقع، به من ضرر زده‌اند. می‌توانم ضررهای ژاپنی خود را تحمل کنم؛ اما اگر این ضررها را با ضررهای دیگر ترکیب کنم، ممکن است به شدت آسیب ببینم. با این حال، نمی‌توانم بی‌حرکت بمانم. باید خودم را با شرایط در حال تغییر تطبیق دهم. این شرایط چیست؟

اولاً، به نظر می‌رسد ین به اوج خود رسیده و تعجب نمی‌کنم اگر حدود ۱۰ درصد کاهش یابد. خروج سرمایه به مراتب بیشتر از مازاد حساب جاری است و فقط به خاطر این است که بخش بزرگی از معاملات سرمایه‌گذاری تحت پوشش قرار گرفته‌اند که

عرضه و تقاضای ین در دو ماه گذشته در تعادل باقی مانده است. با افزایش اعتماد شرکت‌کنندگان بازار به اینکه اوج ین پشت سر گذاشته شده، ممکن است آنها بیشتر مایل به نگه‌داری دلار باشند و این باعث معکوس شدن روند خواهد شد. با این حال، دولت بعید است اجازه دهد که کاهش ین به حد زیادی پیش برود، زیرا از عواقب سیاسی آن می‌ترسد.

دیروز تمام ین‌های خود را فروختم و قصد دارم حدود نیمی از موقعیت بلندمدت خود در DM (Deutsche Mark) را به صورت فروش کوتاه انجام دهم. اگر DM در همبستگی با ین تضعیف نشود، ممکن است حتی موقعیت بلندمدت خود را در DM افزایش دهم—نصف آن در برابر دلار و نصف آن در برابر ین. همزمان، موقعیت بلندمدت خود در طلا (Gold) را تا زمانی که بتوانم واضح‌تر ببینم، به نصف کاهش می‌دهم.

من همچنین حدود ۲۰ درصد از اوراق قرضه ژاپنی خود را فروخته‌ام تا به من کمی انعطاف بدهد، اما فکر می‌کنم در حال حاضر فروش موقعیت خود در قیمت‌های پایین کنونی اشتباه است. بازدهی‌ها حدود ۵۰ تا ۷۰ واحد پایه افزایش یافته است. برخلاف موارد قبلی، دولت احتمالاً در برابر افزایش بیشتر نرخ بهره مقاومت خواهد کرد، به ویژه اگر بازار سهام به کاهش ادامه دهد و ین تضعیف شود.

به همین ترتیب، موقعیت فروش من در اوراق قرضه دولتی ایالات متحده (US Treasury Bonds) از چند هفته پیش کمتر

منطقی است: سرمایه‌گذاران ژاپنی احتمالاً در حراج بعدی به شدت حاضر خواهند شد. با توجه به اینکه اثر توافق اوپک (OPEC) تا آن زمان به طور کامل احساس خواهد شد، قصد دارم در آن زمان موقعیت فروش خود را پوشش دهم و شاید حتی موقعیت بلندمدت بگیرم.

پیش بینی می‌کنم که در چند روز آینده بار دیگر به ژاپن سفر کنم. با حالتی خنک و آرام در بیرون از منزل، تمام تلاش خود را می‌کنم تا موقعیت خود را دوباره بررسی کنم و تمام نقاط ضعف خود را از نو بازبینی کنم. انتظار دارم که ترازهای سنگین بار دیگر بر روی من بیفتند.

شنبه، ۲۵ اکتبر ۱۹۸۶

قبل از آنکه بازار دلار به شدت افزایش یابد، موفق شدم به ارزش ۷۵۰ میلیون دلار ین را به صورت کوتاه بفروشم. با ادامه‌ی رشد دلار و عدم توانایی بازار DM در کنترل آن، موقعیت خود را در DM به ۷۵۰ میلیون دلار کاهش دادم. اکنون به طور کامل محافظت شده‌ام؛ در DM بلندمدت و در ین کوتاه‌مدت هستم. از این اقدام سودی کسب نکردم، اما توانستم از دست دادن سودهای قبلی‌ام جلوگیری کنم. همچنین تلاش کردم نیمی از سهام ژاپنی‌ام را در اولین افزایش قیمت بفروشم، اما موفق

نشدم؛ کارگزار ژاپنی به وعده‌اش عمل نکرد و تنها نیمی از مقدار تعهد شده را خرید، که برابر با یک‌هشتم از کل دارایی‌های من بود. بدترین قسمت این است که او حالا از نیت من آگاه است. به نظر می‌رسد این کار قرار است دشوار و خسته‌کننده باشد.

Oct. 24, 1986

	Closing 10/24/86	*% Change from 10/21*		*Closing 10/24/86*	*% Change from 10/21*
DM	2.0355	−2.6	S&P 500	238.26	+1.0
¥	161.7	−4.3	U.S. T-Bonds	95²⁹⁄₃₂	+1.3
£	1.413	−1.5	Eurodollar	93.99	+.1
Gold	407.5	−4.2	Crude Oil	15.02	−1.1
			Japanese Bonds	101.95	+.6

QUANTUM FUND EQUITY	$1,455,000,000
Net Asset Value Per Share	$9,214
Change from 10/21/86	−2.2%
Change from 8/16/85	+110.4%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 10/21*	*Net Currency Exposure (6)*	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 10/21*
Stocks				DM-related	792		−524
US Stocks	1,069	(123)	−50	Japanese Yen		(735)	−331
US Index Futures		(675)	−96	Pound Sterling	2		−1
Foreign Stocks	523		−49	US Dollar	1,396		+1,123
Bonds (3)				Other Currencies	216		−19
US Gvt. Short Term (4)							
Long Term		(465)	+1				
Japanese (5)	1,234		−373				
Commodities							
Oil	99		−3				
Gold	80		−42				

احساس می‌کنم که با موقعیت‌های کوتاه‌مدتم در اوراق قرضه دولتی ایالات متحده و قراردادهای آتی S&P راحت نیستم. با افزایش دلار، استدلال برای افزایش نرخ بهره ضعیف‌تر می‌شود و اگر بازار اوراق قرضه به حالت صعودی درآید، ممکن است فشار بر موقعیت‌های کوتاه S&P افزایش یابد. اکنون انتظار می‌رود که ژاپنی‌ها اوراق قرضه دولتی که ماه اکتبر بازپرداخت می‌شوند، بخرند؛ بنابراین باید قبل از آن اقدام کنم. حراج اوراق قرضه هفت‌ساله روز سه‌شنبه برگزار می‌شود و باید در آن زمان تصمیم بگیرم. می‌توانم شروع به فروش یا کاهش موقعیت‌های بلندمدتم در حین افزایش قیمتی که انتظار دارم پس از یک حراج موفق ایجاد شود، کنم.

در حال حاضر، بازار سهام تحت تأثیر معاملات برنامه‌ای و طرح‌های بیمه پرتفوی قرار دارد. این طرح‌ها اساساً ناپایدار هستند و عملاً یک ضرر را در ازای آرامش خاطر در یک بازار در حال کاهش تضمین می‌کنند. تنها در صورتی که این کاهش ادامه یابد یا اگر سرمایه‌گذار توان لازم برای خارج کردن پوشش در یک بازار ضعیف را داشته باشد (که بعید است، چون در غیر این صورت اصلاً بیمه پرتفوی نمی‌خرید)، می‌تواند سودی کسب کند. خود واژه "بیمه پرتفوی" یک تشبیه نادرست است زیرا بر اساس مقایسه با بیمه عمر است؛ در حالی که مرگ یک واقعیت قطعی است، سقوط بازار چنین نیست.

یک افزایش قیمت در بازار سهام نقص بیمه پرتفوی را نشان خواهد داد و پس از آن، بازار در وضعیت بهتری برای کاهش

خواهد بود. من انتظار دارم که چنین کاهشی پس از کاهش بعدی در نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت رخ دهد. در همین حال، ممکن است بازار سهام دوباره به بالاترین سطح اخیر خود نزدیک شود. اگر سایر عوامل ثابت باقی بمانند، باید شاهد یک افزایش قوی در پایان سال باشیم به خاطر تمام فروش‌های مالیاتی که قبلاً انجام شده است. البته انتخابات نوامبر نیز بر بازار تأثیر خواهد گذاشت، اما نمی‌دانم چگونه.

شنبه، ۱ نوامبر ۱۹۸۶

هفته‌ای پرهیاهو و دشوار را سپری کردم. این هفته با سقوط قیمت نفت آغاز شد که به دلیل تصمیم عربستان برای شروع معاملات جدید "نفت با قیمت ثابت" (Netback) رخ داد. من توانستم قبل از این سقوط، بیشتر نفت خام خود را بفروشم، اما افت قیمت نفت اجرای بقیه برنامه‌ام را هزینه‌بر کرد. با این حال، تا بعدازظهر سه‌شنبه، نیمی از موقعیت کوتاه خود در شاخص سهام را پوشش دادم و از ۵۰۰ میلیون دلار موقعیت کوتاه در اوراق قرضه دولتی به ۸۰۰ میلیون دلار موقعیت بلند تبدیل شدم. اما حراج اوراق قرضه هفت‌ساله به خوبی پیش نرفت و من احتمالاً بزرگ‌ترین خریدار بودم و تا شب سه‌شنبه در همه جبهه‌ها ضرر می‌کردم. سپس دو تحول غیرمنتظره رخ داد: برکناری شیخ یمانی از سمت وزیر نفت عربستان و نشانه‌هایی از کاهش نرخ تخفیف (Discount Rate) در ژاپن.

ناگهان وضعیت من بسیار بهتر به نظر می‌رسید. از این فرصت استفاده کردم و سهم خود در سهام مرتبط با املاک و مستغلات ژاپنی را کاهش دادم و سهم خود در اوراق قرضه دولتی ایالات متحده را به ۱۲۰۰ میلیون دلار افزایش دادم. همچنین موقعیت متقابل خود را - بلندمدت DM و کوتاه‌مدت ین - به ۱ میلیارد دلار افزایش دادم. ۲۵۰ میلیون دلار دیگر نیز DM خریدم و اکنون موقعیت کوتاه معقولی در دلار دارم.

Oct. 31, 1986

	Closing 10/31/86	% Change from 10/24		Closing 10/31/86	% Change from 10/24
DM	2.0661	−1.5	S&P 500	243.98	+2.4
¥	163.25	−1.0	U.S. T-Bonds	98³²⁄₃₂	+2.3
£	1.4065	−.5	Eurodollar	94.11	+.1
Gold	403.60	−1.0	Crude Oil	15.27	+1.7
			Japanese Bonds	102.96	+1.0

QUANTUM FUND EQUITY	$1,469,000,000
Net Asset Value Per Share	$9,296
Change from 10/24/86	+.9%
Change from 8/16/85	+112.3%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	Long	Short	Net Change (2) from 10/24	Net Currency Exposure (6)	Long	Short	Net Change (2) from 10/24
Stocks				DM-related	1,280		+488
US Stocks	1,015	(99)	−30	Japanese Yen		(955)	−220
US Index Futures		(327)	+348	Pound Sterling	3		+1
Foreign Stocks	460		−63	US Dollar	1,141		−255
Bonds (3)				Other Currencies	201		−15
US Gvt. Short Term (4)							
US Gvt. Long Term	1,073		+1,538				
Japanese (5)	1,232		−2				
Commodities							
Oil		(28)	−127				
Gold	79		−1				

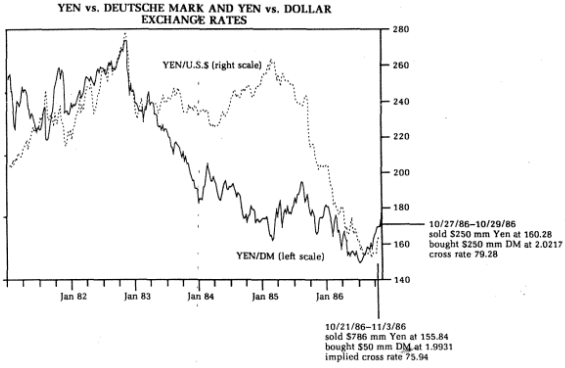
خرید اضافی من از اوراق قرضه ایالات متحده به دلیل افزایش شدید قیمت نفت، به طرز بدی زمان‌بندی شده بود. این افزایش قیمت پس از درخواست وزیر نفت جدید عربستان برای برگزاری جلسه اضطراری کمیته قیمت‌گذاری اوپک (OPEC) اتفاق افتاد. وضعیت بسیار گیج‌کننده است، اما نظر غالب بر این است که این تغییر به نفع ایران است و عربستان قیمت‌ها را افزایش

خواهد داد، حتی اگر به معنی فروش کمتر نفت باشد. من نظر متفاوتی دارم، اما هنوز به آن اطمینان کامل ندارم. به عقیده من، عربستان به‌طور علنی برای تعیین قیمت نفت در ۱۸ دلار تلاش خواهد کرد، اما نت‌بک‌ها (Netbacks) را رها نخواهد کرد و همچنان در تلاش برای کسب سهم بازار سخت‌گیر خواهد بود. از آنجا که حفظ قیمت نفت در ۱۸ دلار بدون کاهش تولید در سرتاسر جهان غیرممکن است، احتمالاً مذاکرات به بن‌بست خواهد رسید و دور جدیدی از جنگ قیمت‌ها آغاز خواهد شد. با این حال، عربستان باید مراقب باشد که ایران را عصبانی نکند.

من دوباره شروع به فروش نفت به صورت کوتاه کرده‌ام، اما فقط در مقادیر کم، زیرا نمی‌توانم ریسک زیادی کنم. من در اوراق قرضه به اندازه کافی در معرض خطر هستم. اگر استراتژی من در بازار اوراق قرضه نتیجه دهد، ممکن است در بازار نفت هم جسارت بیشتری پیدا کنم - اگر هنوز دیر نشده باشد.

در دو روز پایانی هفته، تعدادی از آمار اقتصادی قوی‌تر منتشر شد که موقعیت استراتژیک من را تضعیف کرد. دلار به حالت صعودی درآمد، اما موقعیت متقابل ین/DM به نفع من کار کرد (نمودار صفحه ۲۷۵ را ببینید)، به‌ویژه در روز جمعه، پس از انتشار بیانیه مشترک ژاپنی-آمریکایی. این بیانیه تأیید می‌کند که نظریه‌ای که بر اساس آن این موقعیت متقابل شکل گرفته، صحیح است: هر فشاری که علیه دلار ایجاد شود، بر روی ارزهای اروپایی و ممکن است طلا متمرکز خواهد شد. اگر اقتصاد ایالات متحده قوی‌تر از آنچه انتظار داشتم، ظاهر شود،

ممکن است DM حتی بیشتر از ین کاهش یابد زیرا نوسان بیشتری دارد. بنابراین، این موقعیت بدون ریسک نیست، اما نمی‌توانم ببینم دلار به‌طور قابل‌توجهی قوی‌تر شود. ریسک اصلی من در اوراق قرضه و در آنچه که به یک موقعیت متقابل تبدیل شده، نهفته است: اوراق قرضه بلندمدت و شاخص‌های سهام کوتاه‌مدت. من در مورد آمار اقتصادی نگران نیستم، زیرا آن‌ها تنها تأییدکننده افزایش موقتی پیش از تغییرات مالیاتی هستند؛ من آماده‌ام نظر خود را در مورد نفت بیان کنم. نگرانی اصلی من انتخابات سه‌شنبه آینده است که تأثیر آن را نمی‌توانم ارزیابی کنم. مشکل این است که تحمل من برای زیان‌ها به دلیل ضررهایی که قبلاً متحمل شده‌ام، کاهش یافته است؛ چه در معاملات کلانم - هج (Hedge)ای که قبل از سفرم به چین انجام دادم، هزینه زیادی داشت - و چه در سبد سرمایه‌گذاری‌ام که همچنان در حال از هم پاشیدن است. در نتیجه، احساس اضطراب می‌کنم و کمی بیش از حد در معرض خطر قرار دارم.



شنبه، ۸ نوامبر ۱۹۸۶

شرط‌بندی من بر روی حراج اوراق قرضه دولتی به نتیجه نرسید و سود اولیه به ضرر تبدیل شد. برای محدود کردن ضرر، موقعیتم را کاهش دادم. اخبار مربوط به نفت متناقض بوده و تصمیم گرفتم به حاشیه بروم؛ در همین حین از طلا نیز خارج شدم. تنها چیزی که اکنون دارم، یک موقعیت متقابل است: اوراق قرضه بلندمدت و شاخص‌های سهام کوتاه‌مدت - که آن را به عنوان یک راه‌حل موقتی می‌بینم؛ همچنین یک موقعیت بلند در اوراق قرضه ژاپنی دارم که ممکن است به تدریج آن را بفروشم یا بخشی از آن را به اوراق قرضه آلمانی تبدیل کنم؛ و موقعیت‌های ارزی که به نظر می‌رسد به خوبی پایه‌گذاری شده‌اند.

Nov. 7, 1986

	Closing 11/7/86	% Change from 10/31		Closing 11/7/86	% Change from 10/31
DM	2.0610	+.2	S&P 500	245.77	+.7
¥	163.00	+.2	U.S. T-Bonds	96¹⁹⁄₃₂	−1.8
£	1.4310	+1.7	Eurodollar	93.92	−.2
Gold	388.60	−3.7	Crude Oil	15.17	−.7
			Japanese Bonds	103.09	+.1

QUANTUM FUND EQUITY	$1,461,000,000
Net Asset Value Per Share	$9,320
Change from 10/31/86	+.3%
Change from 8/16/85	+112.8%

Portfolio Structure (in millions of dollars)

Investment Positions (1)	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 10/31*	*Net Currency Exposure (6)*	*Long*	*Short*	*Net Change (2) from 10/31*
Stocks				DM-related	1,334		+54
US Stocks	1,022	(71)	+35	Japanese Yen		(956)	−1
US Index Futures		(544)	−217	Pound Sterling	7		+4
Foreign Stocks	436		−24	US Dollar	1,076		−65
Bonds (3)				Other Currencies	201		0
US Gvt. Short Term (4)							
US Gvt. Long Term	750		−323				
Japanese (5)	983		−249				
Commodities							
Oil			+28				
Gold	41		−38				

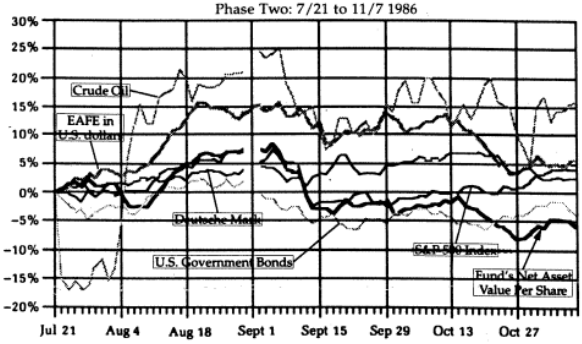
اکثر تحرکات کلان اخیر من نتیجه معکوس داشته است؛ تنها تصمیم برای فروش ین به من کمک کرده است. می‌توانم سود به‌دست‌آمده از ین را یا برای جبران ضررهای دیگر اقداماتم استفاده کنم یا برای حفظ سودهایم در DM (Deutsche Mark)، اما نمی‌توانم هر دو را انجام دهم. به هر حال، تحرکات

کلان من نتوانسته‌اند از من در برابر تضعیف موقعیت‌های سرمایه‌گذاری‌ام محافظت کنند و ارزش دارایی‌های صندوق کاهش یافته است.

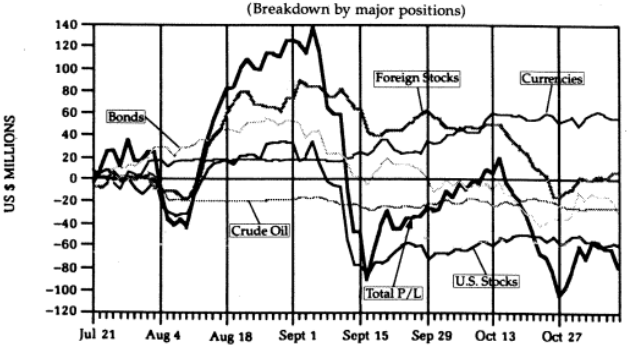
این زمان مناسبی است تا آزمایش در زمان واقعی را پایان دهم، زیرا به تدریج به یک ثبت از فعالیت‌های معاملاتی روزمره من تبدیل می‌شود. این ثبت خالی از جذابیت نیست؛ من از یک روش تصادفی و آزمایش و خطا استفاده می‌کنم که به نظر می‌رسد نتایج مثبتی به همراه دارد، اما به دلیل شیوع خطاها، کار را کمی نامنظم می‌کند و ما را از هدف اصلی آزمایش دور می‌سازد. می‌توانم توجیه کنم که مدتی خوانندگان را در مسیر پرپیچ‌وخم دستکاری‌های کلان خود ببرم - اگر به هیچ دلیلی غیر از ارائه تصویر متعادل‌تری نسبت به فاز اول نباشد - اما باید یک‌جایی مرز بگذارم و به سؤال اصلی برگردم، یعنی حل تناقضات ذاتی در دایره امپراتوری.

به طور تصادفی، شروع به نگرانی کرده‌ام که فرآیند ثبت افکارم برای مصرف عمومی ممکن است بر توانایی‌ام برای شناسایی و اصلاح سریع اشتباهات تأثیر بگذارد، زیرا انجام این کار ثبت را حتی نامنظم‌تر می‌کند. به یاد هج (Hedge) که قبل از سفرم به چین انجام دادم، فکر می‌کنم که هزینه زیادی به بار آورد.

FUND'S NET ASSET VALUE PER SHARE
RELATIVE TO MARKETS
Phase Two: 7/21 to 11/7 1986

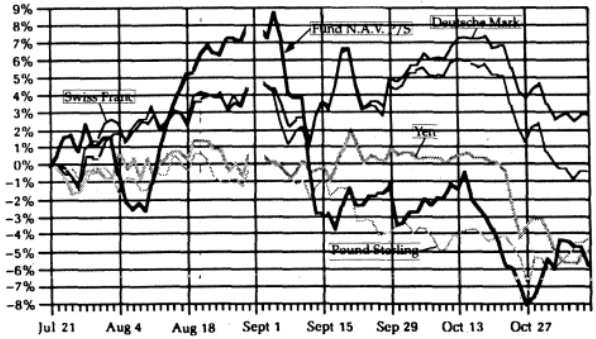


FUND'S PROFITS AND LOSSES
(Breakdown by major positions)



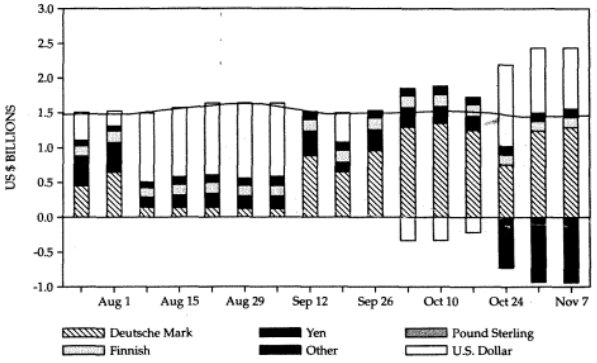
CURRENCY PRICES

Phase Two: 7/21 to 11/7 1986



NET CURRENCY EXPOSURE

(Line represents fund's equity)

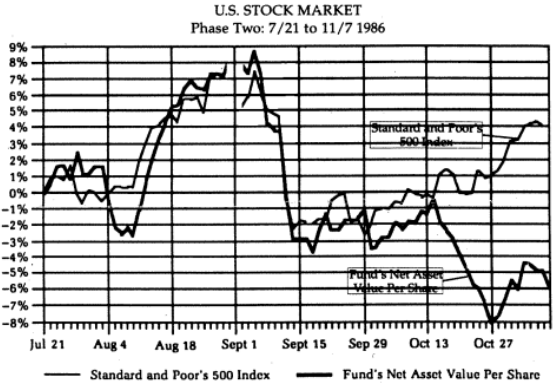


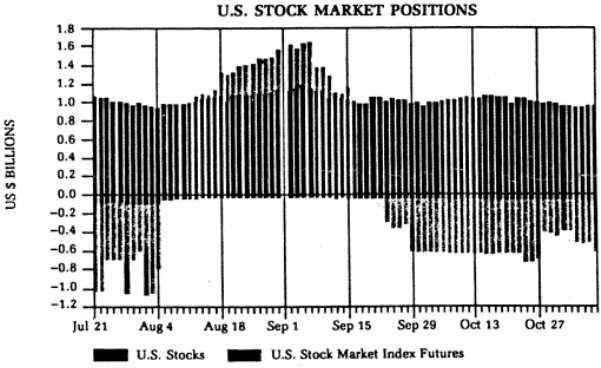
Notes:

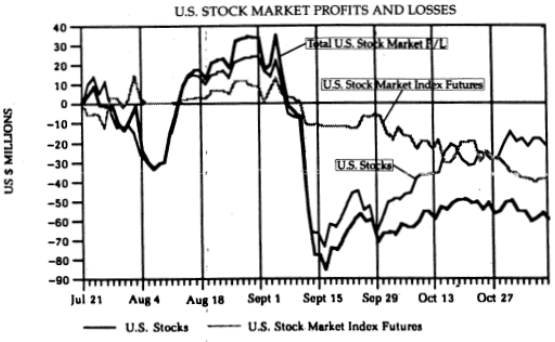
(1) Prices in U.S. dollars shown as percent change over the first day shown. New York closing prices are used.

(2) Net currency exposure includes stock, bonds, futures, forwards, cash, and margins, and equals the total equity of the fund. A short position in U.S. dollars indicates the amount by which the currency exposure exceeds the equity of the fund.

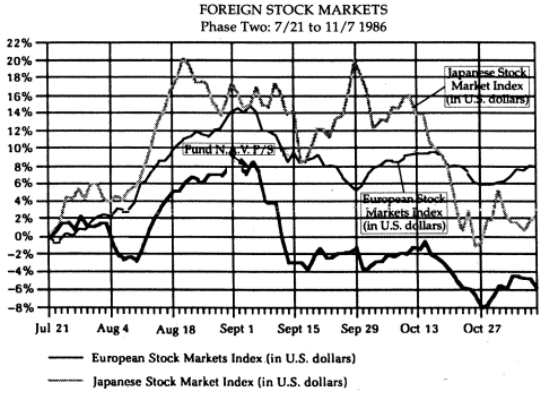
(3) Currency exposure shown as of end of week.

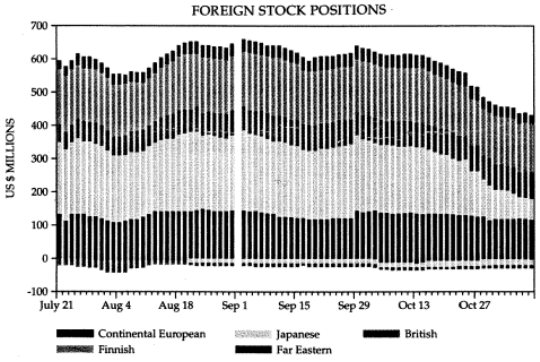

U.S. STOCK MARKET
Phase Two: 7/21 to 11/7 1986
9%
8%
7%
6%
5%
4%
3%
2%
1%
0%
-1%
-2%
-3%
-4%
-5%
-6%
-7%
-8%
Standard and Poor's 500 Index
Fund's Net Asset Value Per Share
Jul 21
Aug 4
Aug 18
Sept 1
Sept 15
Sep 29
Oct 13
Oct 27
Standard and Poor's 500 Index
Fund's Net Asset Value Per Share

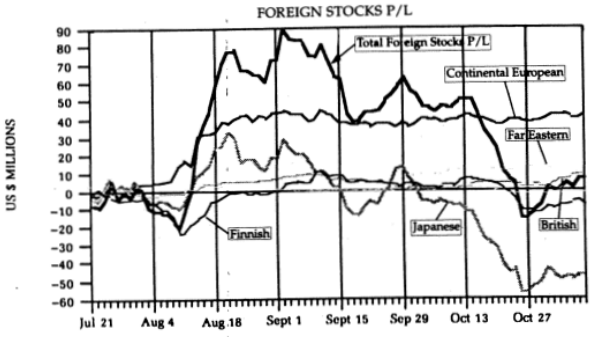

U.S. STOCK MARKET POSITIONS
US $ BILLIONS
1.8
1.6
1.4
1.2
1.0
0.8
0.6
0.4
0.2
0.0
-0.2
-0.4
-0.6
-0.8
-1.0
-1.2
Jul 21
Aug 4
Aug 18
Sep 1
Sep 15
Sep 29
Oct 13
Oct 27
U.S. Stocks
U.S. Stock Market Index Futures



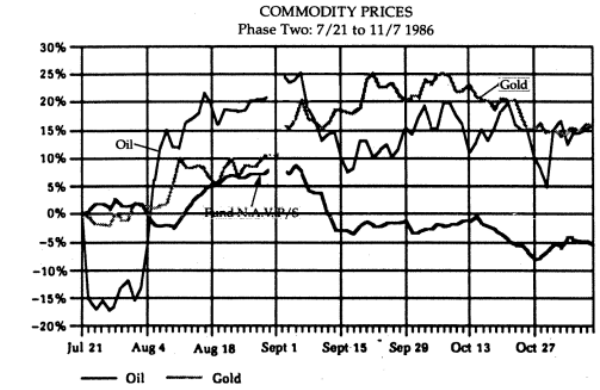
Note:
(1) Total U.S. stock market profits and losses include stock positions and index futures.

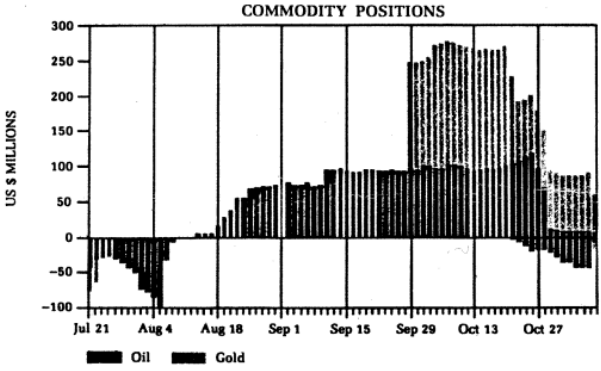

FOREIGN STOCK MARKETS
Phase Two: 7/21 to 11/7 1986
22%
20%
18%
16%
14%
12%
10%
8%
6%
4%
2%
0%
-2%
-4%
-6%
-8%
Jul 21
Aug 4
Aug 18
Sept 1
Sept 15
Sep 29
Oct 13
Oct 27
Japanese Stock Market Index (in U.S. dollars)
Fund N.A.V. P/S
European Stock Markets Index (in U.S. dollars)
European Stock Markets Index (in U.S. dollars)
Japanese Stock Market Index (in U.S. dollars)

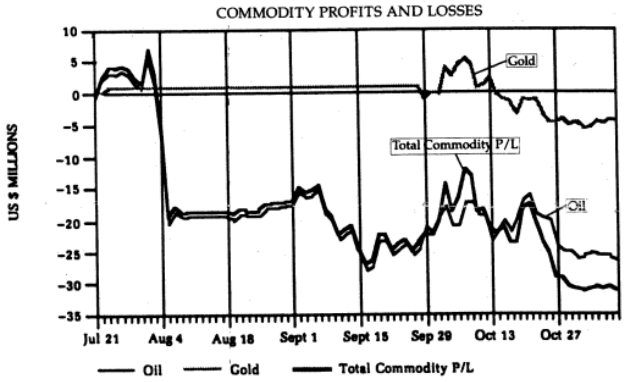

FOREIGN STOCK POSITIONS
US $ MILLIONS
700
600
500
400
300
200
100
0
-100
July 21
Aug 4
Aug 18
Sep 1
Sep 15
Sep 29
Oct 13
Oct 27
Continental European
Japanese
British
Finnish
Far Eastern



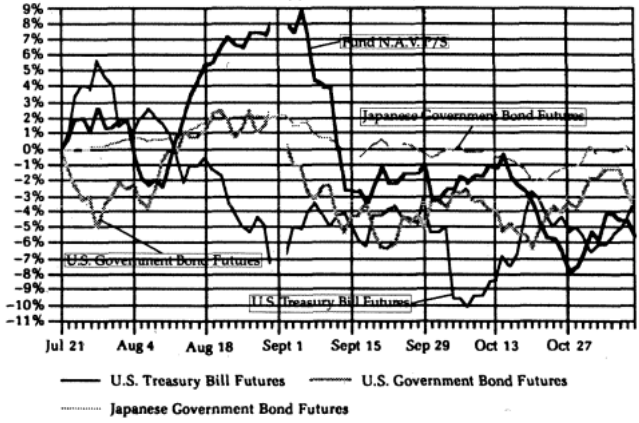
Notes:
(1) Total foreign stock market profits and losses include foreign exchange gains or losses on foreign stock positions.
(2) Far Eastern positions include Hong Kong, Korea, Taiwan, Australia, and Thailand.


COMMODITY PRICES
Phase Two: 7/21 to 11/7 1986
30%
25%
20%
15%
10%
5%
0%
-5%
-10%
-15%
-20%
Oil
Gold
Fund N.A.V.P/S
Jul 21
Aug 4
Aug 18
Sept 1
Sept 15
Sep 29
Oct 13
Oct 27
Oil
Gold

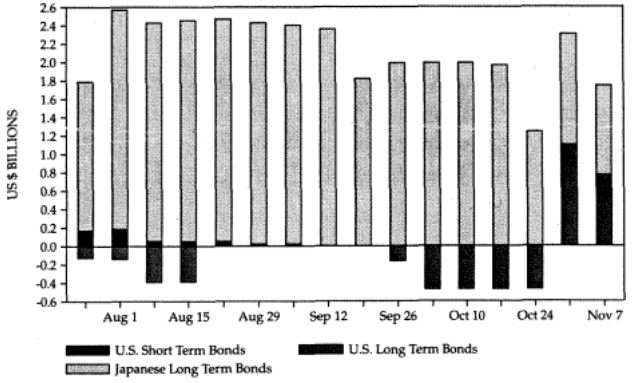

COMMODITY POSITIONS
US $ MILLIONS
300
250
200
150
100
50
0
-50
-100
Jul 21
Aug 4
Aug 18
Sep 1
Sep 15
Sep 29
Oct 13
Oct 27
Oil
Gold

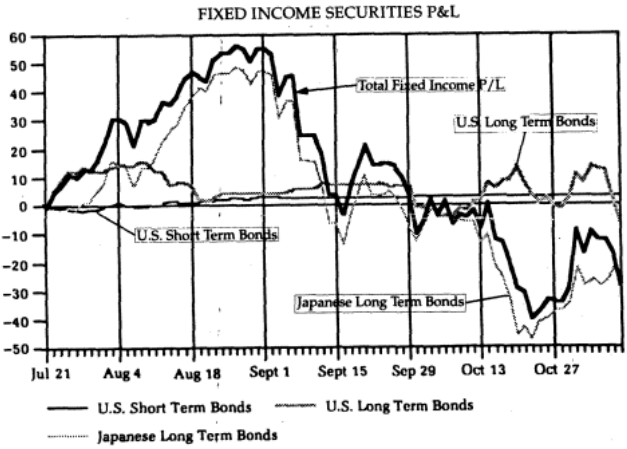

COMMODITY PROFITS AND LOSSES
US $ MILLIONS
10
5
0
-5
-10
-15
-20
-25
-30
-35
Gold
Total Commodity P/L
Oil
Jul 21
Aug 4
Aug 18
Sept 1
Sept 15
Sep 29
Oct 13
Oct 27
Oil
Gold
Total Commodity P/L

FIXED INCOME SECURITIES
Phase Two: 7/21 to 11/7 1986



FIXED INCOME SECURITIES POSITION





Notes:

(1) U.S. Short Term Bond positions and P&L include Treasury Bills, Treasury Bill and Eurodollar Futures, and Treasury Notes up to two years to maturity.

(2) All U.S. Government Bonds are reduced to a common denominator of 30-year Government Bonds. The basis of the conversion is the effect on price of a given change in yield. For instance, $100 million in face value of 4-year Treasury Notes are equivalent to $28.5 million in market value of 30-year Government Bonds.

(3) Japanese Government Bond Futures have considerably less volatility than U.S. Government Bonds. For instance, as of June 30, 1986, $100 million in face value of Japanese Government Bonds had the same volatility as roughly $66.2 million in 30-year U.S. Government Bonds. We have *not* adjusted for this difference.

(4) Positions shown as of end of week.

نتیجه‌گیری: نوامبر ۱۹۸۶

بازار صعودی "یک عمر" به‌طور زودرس به پایان رسید. من امکان یک بازار صعودی دیگر را رد نمی‌کنم، اما این تحول متفاوت خواهد بود. توقف ناگهانی بازار صعودی "یک عمر" بینش ارزشمندی درباره وضعیت کلی ارائه می‌دهد. این تنها موردی نیست که زودتر از موعد به پایان رسید و نتوانست خرابکاری ایجاد کند. دایره امپراتوری (Empire Cycle) نیز یکی دیگر از این موارد است. وقتی شروع به جستجوی چنین مواردی می‌کنیم، مثال‌های دیگری نیز به وفور یافت می‌شود. اوپک (OPEC) تقریباً متلاشی شد، اما وقتی شکاف به‌وجود آمد، اعضا از لبه پرتگاه عقب‌نشینی کردند. همین امر در مورد وام‌دهی بین‌المللی نیز صدق می‌کند: من وام‌دهی جمعی (Collective Lending) را به‌عنوان سیستمی که از وضعیت اضطراری زاده شده و به شرایط اضطراری برای بقای خود نیاز دارد، تحلیل کرده‌ام و به‌گونه‌ای طراحی شده است که شرایط اضطراری لازم برای حفظ آن را تولید کند.

در مورد نرخ‌های ارز آزاد نوسانی (Floating Exchange Rates)، من استدلال کرده‌ام که این نرخ‌ها به‌طور تجمعی ناپایدار هستند، اما گروه پنج (G5) قبل از اینکه تأثیر ناپایدارکننده آنها

غیرقابل تحمل شود، مداخله کردند و ما به سیستمی از "نوسانات کثیف" (Dirty Floating) روی آوردیم.

نگاه کردن به این موضوع، کسری بودجه ایالات متحده (US Budget Deficit) را به‌عنوان یک مورد دیگر نشان می‌دهد. من فکر می‌کردم که سال 1985 شاهد اوج تأمین مالی کسری خواهیم بود و با یا بدون گروم-رودمن (Gramm-Rudman)، شاهد تدریجی بهبود خواهیم بود. اکنون باید این دیدگاه را تجدیدنظر کنم. در واقع، ما در سال 1985 به اوج رسیدیم، اما نقطه عطف به معنای تغییر به سمت مخالف نبود. وقتی بحران کاهش یافت، عزم ما برای مقابله با آن نیز کاهش یافت. کسری بودجه تقریباً بدون تغییر باقی مانده و به‌راحتی ممکن است دوباره به نقطه بحران برسد.

ما می‌توانیم از این موارد نتیجه‌گیری کنیم و فرضیه‌ای را مطرح کنیم که ما در یک سیستم مالی زندگی می‌کنیم که تمایل دارد به لبه پرتگاه برود و سپس عقب‌نشینی کند. این فرضیه با تمایل اقتصاد ما به نزدیک شدن به رکود و سپس بهبود بدون جمع‌آوری قدرت واقعی، به خوبی سازگار است. بین این دو تمایل ارتباط منطقی وجود دارد: خطر رکود است که اقدام اصلاحی را تحریک می‌کند. اگرچه می‌توانیم انتظار داشته باشیم که سیستم هر بار که به لبه می‌رسد، عقب‌نشینی کند، اما نمی‌توانیم مطمئن باشیم؛ و هرچه اعتماد بیشتری داشته باشیم، خطر بیشتر می‌شود که چنین نکند. می‌توانیم این را

به‌عنوان سیستمی از پیشگویی‌های خودتخریبی (Self-Destructive Predictions) بنامیم.

سیستمی که من توصیف می‌کنم شباهت خاصی به فرآیند تعدیل (Adjustment Process) در نظریه اقتصادی کلاسیک دارد؛ به‌هرحال، پیشگویی‌های خودتخریبی نوعی مکانیزم خوداصلاحی (Self-Correcting Mechanism) هستند. اما تفاوت‌های مهمی نیز وجود دارد. اولاً، فرآیند تعدیل کلاسیک به سمت تعادل تمایل دارد؛ در سیستم مورد نظر چنین تمایلی وجود ندارد. ثانیاً، ترتیبی که در اینجا توصیف شده، اقتصاد واقعی را به نوسانات سیستم مالی وابسته می‌کند. فرار از دارایی‌های ثابت به دارایی‌های مالی مشاهده می‌شود. وضعیت‌های خاص صنایع با نرخ‌های ارز (Exchange Rates) افزایش و کاهش می‌یابند، اما به‌طور کلی، ناعادلانه نخواهد بود اگر بگوییم که اقتصاد واقعی برای حفظ اقتصاد مالی قربانی می‌شود.

این ناپایداری بنیادین تنش‌هایی ایجاد می‌کند که می‌تواند به‌صورت سیاسی ابراز شود. خطرات اصلی شامل حمایت‌گرایی (Protectionism) در داخل و انکار بدهی در کشورهای بدهکار است. این همان چیزی است که سیستم را بسیار خطرناک می‌کند.

این وضعیت همیشه چنین نبوده است. اولین بار ما به لبه پرتگاه رفتیم در سال 1982، هرچند وضعیت از زمان شکست

نرخ‌های ارز ثابت (Fixed Exchange Rates) در 1973 به‌طور پیوسته ناپایدارتر شده بود - و آن شکست خود نشانه‌ای از ناپایداری بود. به‌نظر می‌رسد که بین شرایط قبل از 1982 و بعد از آن تفاوت کیفی وجود دارد. قبل از 1982 ممکن است وضعیت در حال بدتر شدن بوده باشد، اما سیستم به‌طور اساسی قابل‌قبول بود؛ به همین دلیل به آن اجازه داده شد تا متلاشی شود. از سال 1982، سیستم اساساً ناپایدار بوده و تنها به تهدید یک شکست حفظ شده است. آیا می‌توان آن را بر اساس مبنای بهتری دوباره تشکیل داد؟ من این سؤال را در فصل 18 بررسی می‌کنم. در اینجا باید سیستم توصیف شده را با مفهوم یک چرخه اعتبار (Credit Cycle) و تنظیمات Reconciliation کنم.

اینکه الگوی عادی و چرخه‌ای شکسته شده، از ابتدا برای من روشن بود؛ من تأکید کردم که در حال عبور از سرزمین‌های ناشناخته هستیم. اما من نتوانستم به‌خوبی درک کنم که این واقعیت چه معنایی دارد؛ سعی کردم در سرزمین‌های ناشناخته با استفاده از همان نمودار چرخه‌ای قدیمی راهنمایی کنم. تعجبی ندارد که دائماً اشتباه می‌رفتم! اول از همه، از ظهور دایره امپراتوری شگفت‌زده شدم؛ سپس در طول آزمایش از پایان زودرس عصر طلایی سرمایه‌داری شگفت‌زده شدم. در فاز 2 آزمایش، سرانجام مجبور شدم که درک کنم الگوی boom-bust برای وضعیت کنونی نامناسب است. ما به یک مدل متفاوت نیاز داریم. تصوری که به ذهن می‌رسد، تصویر

سوزنی است که در یک شیار گیر کرده است. اما باید کمی تحلیلی‌تر به آن نگاه کنیم.

مسیر عادی چرخه اعتبار توسط مداخله مقامات (Authorities) متوقف شده است. بنابراین باید رفتار آنها را برای پیدا کردن سرنخی بررسی کنیم. زمانی که فاجعه تهدید می‌کند، آنها با هم متحد می‌شوند؛ زمانی که خطر کاهش می‌یابد، از هم جدا می‌شوند. این مکانیزم در قلب پدیده "رفتن به لبه پرتگاه" نهفته است. سیستم جمعی وام‌دهی الگو را فراهم می‌کند، اما سایر مواردی که ذکر کرده‌ام - سیستم نرخ ارز، کسری بودجه، اوپک و حتی یک بازار صعودی به سبک 1929 - نیز با این الگو سازگار هستند. این مکانیزم تنها زمانی فعال می‌شود که یک بحران می‌تواند عواقب فاجعه‌بار به‌همراه داشته باشد؛ به همین دلیل است که تنها از سال 1982 فعال بوده است. گاهی اوقات قبل از رسیدن به اوج مؤثر است، مانند سیستم نرخ ارز و "بازار صعودی یک عمر"; و گاهی فقط بعد از آن، مانند بحران بدهی بین‌المللی و اوپک.

چرا مداخله مقامات نمی‌تواند معکوس ماندگاری از روند را ایجاد کند؟ دو عامل در اینجا تأثیرگذار هستند. اولاً، اضافه‌کاری‌های گذشته تصفیه نمی‌شوند بلکه فقط محدود می‌شوند؛ بنابراین آنها همچنان می‌سوزند. این موضوع به‌ویژه در مورد انباشت بدهی بد (Bad Debt) صادق است. ثانیاً، یک تصحیح یا محدودسازی منظم ممکن است برای ایجاد یک تغییر قاطع در گرایش غالب کافی نباشد. برای مثال، بانک‌ها پس از 1982 به

مسیر گسترش خود ادامه دادند؛ روح یک بازار صعودی به‌راحتی می‌تواند دوباره شعله‌ور شود، به‌ویژه در ایالات متحده که آسیب به اعتماد خیلی شدید نبوده است؛ و در مورد اوپک هنوز مشخص نیست که آیا تجربه 1986 برای ایجاد همبستگی لازم برای جلوگیری از تکرار کافی بوده است یا خیر.

تأثیر این دو عامل از موردی به مورد دیگر متفاوت است. در نتیجه، ما یک الگوی چرخه‌ای واضح به‌دست نمی‌آوریم، بلکه چیزی بسیار نامشخص و متنوع: برخی از روندها واقعاً معکوس می‌شوند؛ دیگران به حالت موقتی بازمی‌گردند؛ و برخی دیگر در اشکال مختلف خود را نشان می‌دهند. برای مثال، زمانی که تنظیمات بانکی در سال 1984 سخت‌تر شد، بسیاری از خطرات به بازارهای مالی منتقل شدند.

چگونه همه این‌ها به پایان خواهد رسید؟ به‌طور نظری، ما می‌توانیم به رفتن به لبه پرتگاه به‌طور نامحدود ادامه دهیم، اما از آنجا که هیچ چیزی برای همیشه دوام نمی‌آورد، به‌نوعی ما از این شیار خارج خواهیم شد. این وضعیت می‌تواند به‌صورت انفعال ادامه یابد، اما این غیرمحتمل است. من فکر می‌کنم ما باید به سمت یک پدیده متمایز پیش برویم: ایجاد یک بحران. اگر ما واقعاً در حاشیه (Edge) قرار بگیریم، آن‌گاه ممکن است به سمت بازگشت به آرامش برگردیم، یا بحران‌های جدیدی را ایجاد کنیم. در اینجا به الگوی "فشار" که بر رویه‌ای متمایز تأکید می‌کند، می‌پردازم.

یک راه‌حل مثبت برای افزایش ثبات در نرخ‌های ارز، نیازمند کاهش مداوم نرخ‌های واقعی بهره و افزایش قیمت سهام به سطوحی است که سرمایه‌گذاری در دارایی‌های "واقعی" نسبت به خرید اوراق بهادار بازده بیشتری داشته باشد. درک اینکه چنین نقطه‌ای چگونه می‌تواند حاصل شود، دشوار است، به‌ویژه با توجه به اینکه دولت فدرال به طور قابل‌توجهی در حال وام‌گیری است. از سوی دیگر، یک راه‌حل منفی می‌تواند شامل افزایش ناپایداری مالی، حمایت‌گرایی، رکود جهانی و فرار از دارایی‌های مالی به سمت دارایی‌های نقدی باشد. نمی‌توانم پیش‌بینی کنم که کدام نتیجه محتمل‌تر است.

مدلی که به آن رسیده‌ام، قدرت پیش‌بینی کمتری نسبت به مدل رونق و رکود دارد. مدل رونق و رکود حداقل مسیر و توالی رویدادها را نشان می‌دهد، در حالی که مدل "لبه" حتی این کار را نیز انجام نمی‌دهد، زیرا یک اوج لزوماً به‌دنبال یک معکوس روند نمی‌آید. با این حال، این مدل بدون برخی از قدرت‌های توضیحی نیست.

سؤالی که در ابتدای آزمایش مطرح شد - نتیجه نهایی چیست - باید بی‌پاسخ بماند. در این مورد، فاز ۲ آزمایش با سکوت به پایان می‌رسد، نه با انفجار. اما سؤال دیگری وجود دارد که پاسخ قطعی‌تری به آن می‌توان داد: ما به کدام لبه بعدی می‌رویم؟ یک پاسخ درست می‌تواند حدس و گمان را از یک اقدام تصادفی به یک فعالیت سودآور تبدیل کند.

به وضوح، لبه بعدی حمایت‌گرایی است. با وجود کنگره دموکرات، برخی اقدامات حتمی به نظر می‌رسد. شدت این اقدامات به‌طور قابل‌توجهی تحت تأثیر سرعت فعالیت اقتصادی خواهد بود. اگر تجربه پنج سال گذشته راهنمایی باشد، فشارهای حمایت‌گرایانه متناسب با تلاش برای حفظ سیستم از متلاشی شدن، تطبیق خواهد یافت. دولت نیز قبلاً نشان داده که مایل است در این راستا با کنگره همکاری کند. سال ۱۹۸۷ ممکن است شاهد برخی اقدامات حمایت‌گرایانه همراه با تلاش‌های کاهش بدهی باشد.

چالش نهایی برای سیستم، رکود جهانی است و نیمه اول سال ۱۹۸۷ آزمایشی سخت در این زمینه خواهد بود. برخی از فعالیت‌های اقتصادی در سه ماهه پایانی سال ۱۹۸۶ به دلیل قانون اصلاح مالیات سال ۱۹۸۶ به سال ۱۹۸۷ منتقل شده‌اند. بدون شک، اصلاح مالیات به حذف انحرافات از اقتصاد کمک خواهد کرد، اما همیشه زمانی که اضافه‌کاری‌های گذشته اصلاح می‌شوند، اثر منفی آنها به شدت حس می‌شود. بازگشت بسیار مورد انتظار در مصرف‌کنندگان ممکن است سرانجام بر ما تأثیر بگذارد.

علاوه بر این، اقتصاد ژاپن ضعیف است و اقتصاد آلمان در حال تضعیف است. رکود جهانی همراه با قوانین حمایت‌گرایانه می‌تواند ما را به لبه پرتگاه بکشاند.

فرصت‌های رکود چقدر است؟ من استدلال می‌کنم که رکود باید نزدیک باشد فقط به این دلیل که چهار سال از رکود قبلی گذشته است، قانع‌کننده نیست. در یک فاز گسترشی، رکودها به‌منظور خنک کردن یک اقتصاد داغ از سوی مقامات پولی ایجاد می‌شوند. اما ما در یک فاز گسترشی نیستیم و هیچ گرمایی وجود ندارد. یک استدلال قانع‌کننده‌تر می‌تواند بر این اساس باشد که ما در یک فاز انقباض اعتبار قرار داریم که در آن اقتصاد به‌طور طبیعی به رکود خواهد رفت مگر اینکه به‌طور فعال تحریک شود. دشوار است که ببینیم این تحریک از کجا می‌تواند بیاید. با این حال، مقامات پولی حداقل یک دور دیگر کاهش نرخ بهره در اختیار دارند؛ کاهش ارزش دلار ممکن است سرانجام تأثیر خود را بر تراز تجاری بگذارد؛ و چشم‌انداز افزایش قیمت نفت ممکن است انباشت موجودی‌ها را تشویق کند. به‌جای رکود، ممکن است چند سال دیگر رشد زیرسطحی پیش‌رو داشته باشیم.

تحلیل من، به‌کمترین میزان، بی‌نتیجه است. در سال ۱۹۸۷ چه اتفاقی در بازارهای مالی خواهد افتاد؟ این موضوع آزمایش در حال انجام در زمان واقعی خواهد بود.

یادداشت: ۲۹ دسامبر ۱۹۸۶

از پایان آزمایش، دو رویداد مهم رخ داده است: ماجرای بوسکی و توافق اوپک. هر دو این رویدادها نشانه‌های مثبتی برای بازار دارند. ماجرای بوسکی نقطه عطفی در افراط‌های سفته‌بازانه مربوط به ادغام‌ها و خریدها (merger mania) به‌شمار می‌رود. برخلاف سایر نقاط عطف، این رویداد تهدیدی برای سیستم به همراه ندارد و به همین دلیل اجازه داده می‌شود که به‌طور کامل اجرا شود. این ماجرا باعث توقف در بازسازی شرکت‌ها نخواهد شد، اما سرعت آن را کاهش می‌دهد. جریان سرمایه به سمت اوراق قرضه بی‌کیفیت معکوس خواهد شد و این امر ریسک بالاتری برای این اوراق به همراه خواهد داشت. اثر این تغییر، کاهش تقاضا برای اعتبار و ترغیب فدرال رزرو به کاهش عرضه پول خواهد بود. تمامی این عوامل برای اوراق قرضه دولتی و به‌طور غیرمستقیم برای سهام‌های معتبر (blue chips) مثبت هستند. جالب است که بازارهای اوراق قرضه نسبت به خبر توافق اوپک بی‌توجه بوده‌اند. افزایش قیمت نفت احتمالاً باعث انباشت موجودی‌ها خواهد شد که فشارهای کاهشی بر روی اقتصاد را، به‌ویژه در سه‌ماهه اول سال ۱۹۸۷، تعدیل می‌کند.

در پایان سال، به‌طور کامل در اوراق قرضه و سهام سرمایه‌گذاری کرده‌ام و قصد ندارم تا بعد از کاهش نرخ بهره، از بازار خارج شوم. بزرگ‌ترین نگرانی در افق، تضعیف دوباره دلار است.

یادداشت: فوریه ۱۹۸۷

به‌وضوح، زمانی که گفتم "بازار صعودی عمر ما" به پایان زودهنگام خود رسید، زود قضاوت کردم. بازار سهام بلافاصله بعد از سال نو از رکود خود خارج شد و به زودی به اوج‌های جدیدی دست یافت. آنچه که من به عنوان پایان بازار صعودی در نظر گرفتم، در واقع تنها یک وقفه موقتی بود که به دلیل فشارهای فروش ناشی از لغو معافیت مالیاتی بر درآمدهای سرمایه‌گذاری بلندمدت ایجاد شد. به محض اینکه این فشار کاهش یافت، بازار دوباره رونق گرفت.



Courtesy Tudor Investment Corp.

این پیشرفت کنونی به عنوان موج سوم در بازار صعودی که از آگوست 1982 آغاز شد، شناخته می‌شود. این موج ویژگی‌های زیادی از موج دوم که در اکتبر 1985 شروع شد، دارد، اما از برخی جهات سریع‌تر و پرهیجان‌تر است که با مرحله‌ای پیشرفته‌تر همخوانی دارد. به عنوان مثال، اولین اوج خرید زودتر از دفعه قبل رخ داد و نوسانات قیمت شدیدتری را ایجاد کرد (۶٪ در قراردادهای آتی S&P، در مقابل تنها ۴.۸٪ در 1986). شباهت بازار صعودی که به سقوط 1929 منجر شد، به‌طور گسترده‌ای مورد شناسایی قرار گرفته است. نمودارهای میانگین داو جونز، وقتی بر روی هم قرار می‌گیرند، شباهت عجیبی را نشان می‌دهند. رابرت پریچتر، یک تکنسین که پیش‌بینی‌های خود را بر اساس نظریه موج الیوت (Elliott Wave Theory[67]) بنا می‌نهد، به پیامبر زمان ما تبدیل شده است و پیش‌بینی‌های او می‌تواند بازار را به حرکت درآورد. در واقع، او به‌طور عمده مسئول انحراف از الگوی 1928 بود که در 23 ژانویه 1987 رخ داد.

به‌طور مساوی قابل توجه است که بازار سهام ژاپن نیز از افت شدیدی که در اکتبر 1986 داشت، بهبود یافته و به اوج‌های جدیدی دست یافته است. این تحولات چگونه بر اعتبار و ارتباط نتایج من تأثیر می‌گذارد؟

---

[67] نظریه‌ای در تحلیل تکنیکال که بیان می‌کند قیمت‌ها در بازارها بر اساس الگوهای تکراری حرکت می‌کنند.

احیای بازار صعودی به خوبی با مدل "به لبه" (On the Edge) که در پایان آزمایش توسعه دادم، همخوانی دارد. یکی از ویژگی‌های متمایز این مدل این است که ما ممکن است به همان لبه برویم به جای اینکه یک تغییر روند قاطع را تجربه کنیم. سهولت سازگاری مدل با احیای بازار صعودی تأیید می‌کند که این مدل ارزش پیش‌بینی زیادی ندارد. این مدل تنها یک چارچوب مفهومی برای درک روند وقایع ارائه می‌دهد. پیش‌بینی‌های خاص باید توسط کاربر فرموله شود؛ این مدل تنها یک فرضیه عمومی درباره انتظارات حاکم بر بازار ارائه می‌دهد - به این معنا که احتمالاً این انتظارات خودزنی هستند.

پیش‌بینی کاربر ممکن است نادرست باشد؛ در این صورت، خود کاربر باید آن را اصلاح کند. زمانی که او یک شرکت‌کننده در بازارهای مالی است، انگیزه مالی قوی‌تری برای این کار دارد. در مورد مشاوران مالی، دانشگاهیان یا سیاستمداران، ممکن است برای آن‌ها سودمندتر باشد که اشتباهات خود را پنهان کنند تا اینکه آن‌ها را بپذیرند. این مدل همچنین می‌تواند در این زمینه مفید باشد. در واقع، می‌توان به‌طور مشروع پرسید که آیا من تلاش کرده‌ام ناتوانی خود را در پیش‌بینی روند وقایع با ایجاد مدل "به لبه" بپوشانم. اگر چنین باشد، بهای سنگینی را باید پرداخت کنم، زیرا قصد دارم از این مدل در مواجهه با بازار صعودی جدید استفاده کنم. به عبارت دیگر، من بر این فرض عمل می‌کنم که ما در یک بازار صعودی شبیه به 1929 هستیم

که با این حال، قبل از رسیدن به ارتفاعات بلند 1929، متوقف خواهد شد.

به‌وضوح، هنوز راه طولانی برای اینکه دینامیک‌های داخلی - یا به‌طور دقیق‌تر، دیالکتیک‌های - بازار به حدی برسند که برای یک تغییر روند آماده شود، وجود دارد. اگر چیزی وجود داشته باشد، اصلاح در نیمه دوم 1986 به همراه کاهش بیشتر دلار، عمر "طبیعی" رونق را تمدید کرده است. اگر این رونق دوباره متوقف شود، علل آن باید خارجی باشند. این محدودیت‌های خارجی که چیست به‌طور مفصل بحث شده است: یک رکود، به همراه حمایت‌گرایی، خطرناک‌تر از یک اقتصاد رونق‌یافته خواهد بود. در نهایت، بعید است که مقامات پولی تحمل رونق غیرقابل کنترل را داشته باشند - اما این نقطه هنوز فاصله زیادی دارد، حداقل از نظر بازار سهام ایالات متحده.

این موضوع در ژاپن چنین نیست. ارزش‌گذاری سهام ژاپنی مدت‌هاست که هیچ ارتباطی با اصول بنیادی ندارد. نسبت‌های قیمت به درآمد (Price to Earnings Ratio) بسیار زیاد است، حتی نسبت به نرخ‌های بهره پایین و رو به کاهشی که در ژاپن حاکم است. علاوه بر این، درآمدهای گزارش شده بسیاری از شرکت‌ها به‌طور مصنوعی با سودهای ناشی از معاملات سهام افزایش یافته است. چشم‌انداز سودهای صنعتی ضعیف است و شرکت‌ها از نقدینگی اضافی خود برای سفته‌بازی در بازار سهام استفاده می‌کنند. صندوق‌های تخصصی برای جذب سرمایه‌گذاران شرکتی راه‌اندازی شده‌اند و به‌طور غیرقانونی وعده

بازگشت حداقلی تضمینی داده‌اند. یک تحقیق دولتی درباره این آنچه که به‌عنوان "صندوق‌های توکین" (Tōkin Funds[68]) شناخته می‌شود، در زمان سقوط بازار سهام در اکتبر 1986 بسیار مورد توجه قرار گرفت. با این حال، بازار آرامش خود را بازپس گرفته و اوایل سال 1987 به اوج‌های جدیدی رسیده است. این رونق تا کجا می‌تواند پیش برود؟ درست همان‌طور که ایتالیا در سال 1986 بازار مورد توجهی برای خطرات قریب‌الوقوع بود، در سال 1987 ژاپن است.

بازار سهام ژاپن به دلیل وجود نقدینگی قوی و اقتصاد ضعیف، در حال رونق است. این نقدینگی هنگامی ایجاد می‌شود که دارندگان دلار، چه ژاپنی و چه غیرژاپنی، دلارهای خود را به ین تبدیل کنند؛ برخی از این ین‌ها به بازار سهام راه پیدا می‌کند. این روند به‌ویژه زمانی قوی‌تر است که بانک مرکزی برای جلوگیری از افزایش نرخ ارز، ین بیشتری عرضه کند. در غیاب دخالت بانک مرکزی، این احتمال وجود دارد که فروشندگان ین به جای خرید سهام ژاپنی، به دنبال دارایی‌های دلاری باشند.

دولت ژاپن در تلاشی برای تشویق سرمایه‌گذاری در خارج از کشور فعالیت کرده است و در مجموع، این تلاش‌ها موفقیت‌آمیز بوده‌اند؛ زیرا جریان‌های سرمایه‌ای به‌طور مداوم از مازاد تجاری فراتر رفته است. ین تنها به دلیل ورود سرمایه

[68] صندوق‌هایی که به‌طور خاص برای سرمایه‌گذاری در بازار سهام طراحی شده‌اند و وعده بازدهی حداقلی را به سرمایه‌گذاران می‌دهند.

خارجی و همچنین پوشش ریسک توسط سرمایه‌گذاران ژاپنی قوی‌تر می‌شود. به محض اینکه شرکت‌کنندگان در بازار متوجه تغییر روند شوند، از پوشش ریسک خود می‌کاهند و در نتیجه، ین به‌طور طبیعی سقوط می‌کند. این دقیقا همان چیزی است که در اکتبر گذشته رخ داد، هرچند که افت بازار سهام قبل از کاهش ارزش ین اتفاق افتاد. احتمال دارد این وضعیت دوباره تکرار شود.

از پایان سال، فشار رو به بالا بر ین دوباره افزایش یافته و رونق بازار سهام جان تازه‌ای به خود گرفته است. زمانی که این فشار کاهش یابد، فروش اجباری توسط بانک ژاپن با فروش داوطلبانه از سوی دارندگان ین جایگزین خواهد شد. در آن زمان، نقدینگی در بازار دچار نشت می‌شود. با توجه به سطح بالای قیمت‌های سهام، کاهش قیمت‌ها می‌تواند به سرعت به یک افت شدید تبدیل شود.

شباهت قابل توجهی بین وضعیت امروز ژاپن و ایالات متحده در دهه 1920 وجود دارد: ژاپن به عنوان قدرت اقتصادی پیشرو در حال ظهور است و بازار سهام آن نسبت به بازارهای اقتصادهای بالغ، تازه‌کارتر است. اما شباهت‌ها در همین‌جا پایان می‌یابد. مقامات ژاپنی دارای سنتی از مداخله و کنترل قوی بر شرکت‌کنندگان در بازارهای مالی هستند. پیش از این، در سال 1965، زمانی که بازار سهام سقوط کرد، دولت شرکتی را برای خرید و نگهداری سهام‌هایی که از سوی دارندگان در

مضیقه به بازار عرضه شده بود، تأسیس کرد. وقوع دوباره بحران 1929، حتی در ژاپن نیز بعید به نظر می‌رسد.

تأثیر اولیه کاهش در بازار سهام ژاپن می‌تواند برای بازارهای دیگر مثبت باشد؛ زیرا احتمال دارد با حرکت گسترده‌ای از منابع مالی از بازار سهام ژاپن به بازارهای دیگر همراه باشد. اما اگر این کاهش به یک افت شدید تبدیل شود، قطعاً تأثیر منفی بر بازارهای جهانی خواهد داشت.

فصل چهارم: ارزیابی

دامنه کیمیاگری مالی: ارزیابی آزمایش

این آزمایش در زمان واقعی به گونه‌ای متفاوت از آنچه که انتظار داشتم، پیش رفت. علاوه بر این، نتایج مرحله دوم کاملاً متفاوت از نتایج مرحله اول است؛ ارزیابی‌ای که در ژوئن 1986 نوشتم، به دلیل آنچه از آن زمان اتفاق افتاده، نیاز به بازنویسی دارد. مرحله اول نشان‌دهنده‌ی عملکرد رویکرد من در زمان موفقیت است، در حالی که مرحله دوم نشان‌دهنده‌ی عملکرد آن در زمان عدم موفقیت است. این موضوع کار ارزیابی را پیچیده‌تر می‌کند، اما در عین حال، قضاوت را کامل‌تر خواهد کرد.

در ارزیابی رویکرد من، باید تفاوت بین توانایی آن در تولید سود در بازارهای مالی و توانایی آن در پیش‌بینی روند آینده وقایع را در نظر بگیریم. اینکه این تمایز ضروری است، عواقب عمیقی دارد که در طول این فصل و فصل بعدی بررسی خواهد شد.

اولاً، در مورد نتایج مالی. مرحله اول با موفق‌ترین دوره فعالیت صندوق من همزمان بود. در یازده ماه بین آغاز آزمایش و پایان دوره کنترل، سهام صندوق کوانتوم 126 درصد افزایش یافت، در حالی که این رقم برای شاخص S&P 27 درصد، برای قراردادهای آتی اوراق قرضه دولتی 30 درصد، برای مارک آلمان 23 درصد و برای ین 34 درصد بود. بدون شک، این زمان‌ها برای اکثر سرمایه‌گذاران، حتی آن‌هایی که در سمت نادرست روند ارز بودند، زمان‌های موفقیت‌آمیزی بود؛ اما معدودی به خوبی

صندوق من عمل کردند. استفاده از اهرم (Leverage) تنها بخشی از توضیح را تشکیل می‌دهد، زیرا اهرم در هر دو جهت عمل می‌کند و باید در سمت درست بازار قرار داشته باشید تا از آن بهره‌مند شوید.

حتی اگر فرض کنیم که عنصر تصادف (Randomness[69]) وجود دارد، شکی نیست که فرآیند شکل‌دهی و آزمایش فرضیه‌ها به نتایج مثبت کمک کرده است.

در مقابل، مرحله دوم نشان‌دهنده‌ی زیان است. بین 21 ژوئیه 1986 و پایان سال، سهام صندوق کوانتوم 2 درصد کاهش یافت، در حالی که شاخص S&P 2 درصد افزایش، قراردادهای آتی اوراق قرضه دولتی 2 درصد کاهش، قراردادهای آتی اوراق قرضه دولت ژاپن 1 درصد افزایش و شاخص سهام ژاپن 5 درصد افزایش داشت. مارک آلمان 10 درصد افزایش یافت، ین 2 درصد کاهش یافت، قیمت طلا 14 درصد افزایش و قیمت نفت 40 درصد افزایش یافت. وقتی هر دو مرحله را در زمینه کل عملکردم قرار دهیم، نتایج را می‌توان رضایت‌بخش دانست.

سابقه نشان می‌دهد که معاملات من حتی در مرحله اول هم بی‌نقص نبوده است. من در خرید اوراق قرضه دیر عمل کردم و در فروش آن‌ها خیلی زود بودم، هرچند که جرات کردم موقعیت را در قیمت بالاتری دوباره برقرار کنم. همچنین در شناسایی

[69] مفهومی که به عدم قطعیت و پیش‌بینی‌ناپذیری در نتایج اشاره دارد.

«رونق بازار سهام عمرمان» (Bull Market[70]) کمی دیر عمل کردم. معاملات من در ارزها بهترین بود؛ این بینش که سطح ریسک به دلیل جلسه پلازا (Plaza Accord[71]) از گروه پنج کاهش یافته، بسیار پاداش‌دهنده بود.

مرحله دوم تحت تأثیر یک اشتباه بزرگ قرار دارد: reluctance من در شناسایی اینکه «رونق بازار عمر» پیش از آنکه واقعاً نام خود را به دست آورد، به پایان رسیده است. عواقب این اشتباه به‌ویژه در ژاپن دردناک بود، جایی که من در یک روند کلاسیک رونق و رکود (Boom and Bust[72]) شرکت کردم و نتوانستم به موقع خارج شوم. پس از آنکه در این اشتباه گرفتار شدم، اصلاح آن دشوار بود؛ اما حداقل چارچوب تحلیلی به من آگاهی داد که با چه چیزی روبه‌رو هستم. یک روش که در دوره‌های خوب نتایج عالی تولید می‌کند و در دوره‌های بد به کاهش زیان‌ها کمک می‌کند، باید موفقیت‌آمیز تلقی شود.

---

[70] بازاری که در آن قیمت‌ها به طور مداوم در حال افزایش هستند.

[71] توافقی که در سال 1985 بین کشورهای بزرگ صنعتی برای کاهش ارزش دلار در برابر سایر ارزها به امضا رسید.

[72] چرخه اقتصادی که شامل دوره‌های رشد و رونق، و سپس رکود و کاهش است.

Quantum Fund N.V. Class A Shares			
Year Ended	*Net Asset Value Per Share*	*% Change from Preceding Year*	*Size of Fund*
Dec. 31, 1984	$3,057.79		$488,998,187
Dec. 31, 1985	$6,760.59	+121.1%	$1,003,502,000
Dec. 31, 1986	$9,699.41	+43.5%	$1,567,109,000*
Mar. 31, 1987	$12,554.16	+29.4%	$2,075,679,000*
	Compounded annual appreciation: 1969–1986: +35.4% 1984–1986: +78.1%		
* Unaudited.			

موفقیت مالی من به‌طرز چشمگیری با توانایی‌ام در پیش‌بینی رویدادها تفاوت دارد. در این زمینه، باید بین رویدادهای بازارهای مالی و رویدادهای دنیای واقعی تمایز قائل شویم. رویدادهای بازارهای مالی تعیین‌کننده موفقیت مالی هستند، در حالی که رویدادهای دنیای واقعی تنها در ارزیابی اعتبار علمی رویکرد من اهمیت دارند.

حتی در پیش‌بینی بازارهای مالی، سوابق من چندان قابل توجه نیست. تنها چیزی که می‌توان درباره آن گفت این است که چارچوب نظری من به من کمک می‌کند تا اهمیت رویدادها را در حین وقوع آن‌ها درک کنم؛ هرچند سوابق من خالی از نقص نیست. انتظار می‌رود یک روش موفق پیش‌بینی‌های دقیقی ارائه دهد؛ اما تمامی پیش‌بینی‌های من بسیار محتاطانه و تحت تأثیر تحولات بازار قرار دارند. گاهی اوقات برخی باورها را ایجاد می‌کنم و زمانی که این اتفاق می‌افتد، نتایج می‌توانند قابل توجه باشند؛ اما حتی در آن زمان نیز همیشه خطر این وجود

دارد که روند رویدادها با انتظارات من هم‌خوانی نداشته باشد. مفهوم «بازار گاوی در طول عمر» (Bull Market) نمونه‌ای از این وضعیت است: این مفهوم در فاز اول بسیار سودآور بود، اما در فاز دوم بیشتر مانع بود تا کمک. رویکرد من به‌گونه‌ای عمل می‌کند که پیش‌بینی‌های نادرست را تصحیح کند، نه اینکه پیش‌بینی‌های معتبر ارائه دهد.

در مورد رویدادهای دنیای واقعی، سوابق من به‌طرز ناخوشایندی ناامیدکننده است. ویژگی بارز پیش‌بینی‌های من این است که من همچنان انتظار تحولات غیرممکن را دارم. در طول آزمایش در زمان واقعی، من اغلب به رکود اقتصادی که در آستانه وقوع بود، فکر می‌کردم، اما هرگز اتفاق نیفتاد. در آغاز این آزمایش، به معکوس شدن «دایره امپراتوری» (Empire Circle) فکر می‌کردم که تنها با معجزه توافق پلازا (Plaza Accord) از سوی گروه پنج، از آن جلوگیری شد. همچنین، از سال 1982 تاکنون همواره به فکر فروپاشی سیستم بانکی بوده‌ام. به همین ترتیب، انتظار داشتم که سقوط قیمت نفت (Oil Price Crash) با مالیات بر واردات نفت همراه باشد، اما هیچ نشانه‌ای از آن وجود ندارد. برای انصاف باید بگویم که برخی تحولات را به‌درستی پیش‌بینی کردم: یکی سقوط قیمت نفت و دیگری تمایل ژاپنی‌ها برای تأمین مالی کسری بودجه ما بود. اگرچه من پیش‌بینی برگزاری نشست گروه پنج در هتل پلازا را نداشتم، اما این رویداد کاملاً با چارچوب من مطابقت داشت و من به‌درستی به آن واکنش نشان دادم.

چگونه می‌توان موفقیت مالی و شکست در پیش‌بینی را سازگار کرد؟ این پرسش است که در این فصل به آن می‌پردازم. اما قبل از آن، باید به خواننده یادآوری کنم که چرا این موضوع به وجود آمده است. اگر این یک آزمایش علمی بود، موفقیت مالی من می‌توانست به‌عنوان شواهدی برای اعتبار فرضیاتی که تصمیمات من بر اساس آن‌ها گرفته شده است، مطرح شود. اما این آزمایش به‌عنوان یک آزمایش علمی صلاحیت ندارد. تنها دو نکته برای اثبات این ادعا کافی است: یکی شخصی و دیگری مربوط به موضوع.

فرآیند تصمیم‌گیری من به‌طرز قابل توجهی تحت تأثیر عوامل شخصی قرار داشت، مانند حضور یا غیاب من از دفتر و خود آزمایش در زمان واقعی که عامل شخصی مهمی بود. این واقعیت که نتایج مالی به‌عنوان معیاری از اعتبار ایده‌های من به‌شمار می‌رفت، باعث شد که من بیش از آنچه باید تلاش کنم. این موضوع با این واقعیت تأیید می‌شود که در دوره کنترل، درک من بسیار مبهم‌تر بود و تحرکات من در بازار تردیدآمیزتر از زمانی بود که در اوج آزمایش بودم. این نوع ابهام کاملاً طبیعی است؛ اما تمرکز قوی که در طول آزمایش به آن دست یافتم، چندان عادی نیست. من به‌طرز قابل توجهی از انضباط نوشتن افکارم بهره‌مند شدم. استدلال‌های من ممکن است به‌نظر خواننده به‌طور خاص سازمان‌یافته نباشند، اما قطعاً از آنچه اگر زحمت نوشتن را به خود نمی‌دادم، بیشتر منسجم‌اند. همچنین، این واقعیت که من توانستم دو علاقه بزرگ همیشگی زندگی‌ام

را ترکیب کنم: تفکر فلسفی و سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی، برایم الهام‌بخش بود. هر دو به‌طرز معناداری از این ترکیب بهره‌مند شدند و در کنار هم، من را بیشتر درگیر کردند تا زمانی که هر یک به‌تنهایی مورد توجه من باشد.

نکته دیگر به رویدادهای خارجی مربوط می‌شود. فاز اول با دوره‌ای از تاریخ همزمان شد که مقامات تلاش می‌کردند رهبری خود را اعمال کنند: آن‌ها ابتدا در کاهش ارزش دلار و سپس در کاهش نرخ‌های بهره همکاری کردند. چارچوب نظری که من استفاده می‌کردم، برای مدیریت این تحولات به‌طرز خاصی مناسب بود. پس از همه، تعامل بین بازارها و نهادهای نظارتی یکی از موضوعات اصلی در مفهوم چرخه نظارتی و اعتبار (Regulatory Cycle) است. چارچوب نظری من ممکن است در لحظات دیگر تاریخ کمتر مفید واقع شده باشد.

به‌عنوان مثال، زمانی در سال‌های 1981-82 به یاد می‌آورم که فدرال رزرو (Federal Reserve) تلاش کرد تا مقدار پول را کنترل کند و اجازه داد تا نیروهای بازار نرخ‌های بهره را تعیین کنند. بازار اوراق قرضه دولتی و به‌طور کمتری بازار سهام و ارزها مانند یک کازینو (Casino) عمل کردند و رویکرد من در فرموله کردن فرضیات و آزمایش آن‌ها در برابر بازار به طرز بدی ناکارآمد شد: به محض این که یک روند بازار را شناسایی می‌کردم و فرضیاتی برای توضیح آن ارائه می‌دادم، روند قبلاً تغییر کرده بود و مجبور می‌شدم فرضیاتی جدید پیدا کنم. نتیجه این بود که همیشه از بازار عقب می‌ماندم و مدام تحت فشار قرار می‌گرفتم تا اینکه

این تلاش بی‌نتیجه را رها کرده و وظیفه قمار در بازار آتی اوراق قرضه دولتی را به شخصی با صلاحیت‌تر واگذار کردم. من یک سرمایه‌گذار مبتنی بر کامپیوتر به نام ویکتور نیدرهوفر (Victor Niederhoffer) پیدا کردم که سیستمی را با این فرض توسعه داده بود که بازار مانند یک کازینو عمل می‌کند. او تا زمانی که بحران بدهی بین‌المللی در سال 1982 ماهیت بازی را تغییر نداد، با موفقیت عمل کرد. او شجاعت نادر داشت که حساب را قبل از اینکه تمام پولی را که قبلاً برای من به‌دست آورده بود، از دست بدهد، ببندد. من می‌توانم بگویم که رویکردی که به من اجازه می‌دهد تا زمانی که کار نمی‌کند، آن را شناسایی کنم، رویکردی معتبر است؛ با این حال، به‌نوعی قانع‌کننده‌تر است که این موضوع را در زمانی نشان دهم که کار می‌کند.

این دو نکته به‌طرز قابل توجهی موفقیت مالی من در طول این آزمایش را توضیح می‌دهند. آن‌ها همچنین این موفقیت را به‌عنوان یک آزمایش علمی رد می‌کنند. اول، واقعیت این است که انجام یک آزمایش نباید بر نتیجه تأثیر بگذارد؛ در مورد من این تأثیر وجود داشت. دوم، نظریه‌های علمی باید جهانی معتبر باشند، در حالی که نظریه من به‌نظر می‌رسد تنها به‌طور متناوب عمل کند. اما انحراف از یک آزمایش علمی بسیار عمیق‌تر است. من هرگز برای چارچوب نظری‌ام ادعای علمی نداشته‌ام. برعکس، من استدلال کرده‌ام که فرآیندهای انعکاسی نمی‌توانند به‌وسیله روش علمی پیش‌بینی شوند و آزمایش در زمان واقعی یک تلاش عمدی برای کاوش در یک روش جایگزین بود.

برای توضیح بیشتر، من این روش جایگزین را «کیمیاگری اقتصادی» (Economic Alchemy) نامیده‌ام. روش علمی تلاش می‌کند تا چیزها را همان‌طور که هستند درک کند، در حالی که کیمیاگری اقتصادی در پی ایجاد وضعیت مطلوبی است. به‌عبارتی دیگر، هدف اولیه علم حقیقت است، در حالی که هدف کیمیاگری اقتصادی، موفقیت عملی است.

در حوزه پدیده‌های طبیعی، هیچ تفاوتی بین این دو هدف وجود ندارد. طبیعت تابع قوانینی است که به‌طور مستقل از اینکه آن‌ها را درک می‌کنیم یا نه، عمل می‌کنند؛ تنها راهی که انسان می‌تواند طبیعت را به خواسته خود تسلیم کند، درک و به‌کارگیری این قوانین است. به همین دلیل، کیمیاگری اقتصادی شکست خورده و علم طبیعی برتری دارد.

اما پدیده‌های اجتماعی متفاوت هستند: آن‌ها دارای شرکت‌کنندگان متفکر هستند. رویدادها قوانینی را که به‌طور مستقل از آنچه هر کسی فکر می‌کند وجود دارند، دنبال نمی‌کنند. به‌عبارتی دیگر، اگر ما به‌طور مؤثری آن‌ها را درک کنیم، از نظر اجتماعی این توانایی به‌نفع ما خواهد بود. به‌عبارتی دیگر، در دنیای اجتماعی، درک حقیقت می‌تواند به‌ویژه مضر باشد.

اگر کسی به پیش‌بینی می‌پردازد، هرگونه نتیجه‌گیری علمی او نه‌تنها تحت تأثیر حوادث واقعی است، بلکه به‌طور خاص تحت تأثیر نتیجه‌گیری‌های خودش نیز قرار دارد. در حالی که در

پدیده‌های طبیعی، این تمایل وجود ندارد؛ زیرا می‌توان به‌طور خاص قوانینی را در طبیعت شناسایی کرد که مستقل از تفکرات ما عمل می‌کنند. اما در جامعه این امر ممکن نیست، زیرا قوانین با واقعیت‌های انسانی درهم‌آمیخته‌اند و بنابراین پدیده‌های اجتماعی در مقایسه با آنچه در طبیعت مشاهده می‌شود، به‌طرز فوق‌العاده‌ای غیرقابل پیش‌بینی هستند.

رویکرد کیمیاگری اقتصادی ممکن است در این زمینه نسبت به رویکرد علمی کارآمدتر باشد. با این حال، این بدان معنا نیست که سرمایه‌گذاران می‌توانند بر اساس نتایج شخصی خود در دنیای مالی به درک حقیقت برسند. در عوض، آن‌ها باید نوسانات را درک کنند. به همین دلیل است که پیش‌بینی‌های من در دوره آزمایش آزمایشگاهی‌ام به‌طرز مداوم و به‌ویژه در اوایل آزمایش با آنچه باید انتظار می‌رفت، همخوانی نداشتند.

تلاش من برای تجزیه‌وتحلیل فرضیات با حقایق خاص در این آزمایش، خود را در شناسایی بی‌نظمی‌های گاه‌به‌گاه در شواهد تاریخی نشان می‌دهد. به عبارت دیگر، من موفقیت مالی را با سعی در پیش‌بینی رویدادهایی که در شرایط خاص اقتصادی ممکن است رخ دهند، تجربه کردم، حتی در حالی که هیچ‌کدام از این پیش‌بینی‌ها صحیح نبودند. دلیل این امر این است که بازار مالی عمدتاً تحت تأثیر رفتار سرمایه‌گذاران انسانی قرار دارد.

مهم است که در نظر داشته باشید که موفقیت مالی من و پیش‌بینی‌های نادرست من ممکن است به‌طور مستقل از

یکدیگر عمل کنند. این واقعیت ممکن است به‌این‌دلیل باشد که من در طول سال‌ها توانستم شواهد خاصی را برای تجزیه‌وتحلیل رفتار سرمایه‌گذاران انسانی فراهم کنم؛ با این حال، موفقیت مالی من تحت تأثیر شرایط خاص اقتصادی قرار داشت. به همین دلیل، توانایی من برای پیش‌بینی واقعیات خاص اقتصادی به‌طرز مؤثری کمتر از آن چیزی است که می‌توان به‌عنوان استدلال علمی پیش‌بینی کرد.

اگر من بتوانم به‌طور مؤثری تجزیه‌وتحلیل‌های خود را در روابط بین رفتار سرمایه‌گذاران و متغیرهای اقتصادی اصلی پایه‌گذاری کنم، در آن صورت احتمالاً می‌توانم درک بهتری از پیش‌بینی‌های نادرست خود از رویدادهای غیرمنتظره داشته باشم.

از این رو، ارتباط بین موفقیت مالی و شکست‌های پیش‌بینی من نیاز به بررسی جدی دارد. اگرچه پیش‌بینی‌های من ممکن است در طول آزمایش بی‌نتیجه باشند، اما به‌هرحال به‌عنوان یک تلاش بهبود یافته برای شناخت رفتارهای انسانی در نظر گرفته می‌شوند. اگرچه ممکن است این پیش‌بینی‌ها دقیق نباشند، اما دلیل کافی برای موفقیت مالی من فراهم می‌کنند. در عوض، من به‌عنوان یک سرمایه‌گذار موفق با چارچوب نظری خاص خود عمل می‌کنم.

این واقعیت که نتایج پیش‌بینی‌های من چندان قابل اعتماد نبودند، به این معنی نیست که نتایج مالی من بدون اهمیت

بودند. من باید بتوانم تعادلی میان موفقیت مالی و شکست‌های پیش‌بینی برقرار کنم.

بنابراین، آیا ممکن است که سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی به‌طرز مؤثری به فهم رفتار انسانی کمک کند؟ آیا ممکن است که نتایج موفقیت مالی من تحت تأثیر شواهد بی‌نظمی‌های بازار قرار گیرد؟ در پاسخ به این سؤالات، من می‌توانم بگویم که این دو هم‌پوشانی دارند. در حقیقت، برخی از موفقیت‌های مالی من به‌طرز مؤثری به پیش‌بینی‌های غیرقابل اعتماد من کمک می‌کنند. در نهایت، این امر تأکید بر این موضوع دارد که درک رفتار سرمایه‌گذاران می‌تواند به موفقیت مالی منتهی شود، حتی اگر نتایج پیش‌بینی‌های فردی معتبر نباشند.

به نظر می‌رسد که سرمایه‌گذاران بیشتر به سمت نقدینگی و طلا خواهند رفت. وقتی که بالاخره متوجه شدم که بازارها می‌توانند پیش از وقوع فاجعه‌ها، آن‌ها را پیش‌بینی کنند، به این نتیجه رسیدم که ما در عصری زندگی می‌کنیم که پیشگویی‌های خودکشی‌کننده (شکست‌خورده) وجود دارد.

افت قیمت نفت به نظر نمی‌رسد که با این استدلال سازگار باشد زیرا واقعاً اتفاق افتاده است؛ اما ممکن است به این دلیل باشد که یا من و یا مقامات، عواقب وخیم آن را اشتباه ارزیابی کرده‌ایم. من انتظار داشتم که چنین عواقب شدیدی بر سیستم بانکی و اقتصاد داشته باشد که اعمال مالیات بر واردات نفت ضروری به نظر برسد، در حالی که به نظر می‌رسد بدون آن به

خوبی کنار آمده‌ایم. در نهایت، این اوپک بود که باید خود را جمع و جور کند.

ترتیب فعلی 30 برابر پایدارتر از فرآیند گروه پنج است؛ در هر دو مورد، نمایش اصلی هنوز در حال انجام است. این نوع استدلال، افق جذابی را باز می‌کند. ممکن است من نه تنها یک روش نسبتاً مؤثر برای فعالیت در بازارهای مالی پیدا کرده‌ام، بلکه یک مدل واقعی از چگونگی عملکرد بازارهای مالی در دنیای واقعی را نیز کشف کرده‌ام. مدل‌های کنونی بر اساس تصوری نادرست از اینکه بازارها تنها می‌توانند وقایع را پیش‌بینی کنند و نمی‌توانند آن‌ها را شکل دهند، بنا شده‌اند. رویکرد من می‌شناسد که بازارهای مالی می‌توانند وقایع آینده را تسریع یا متوقف کنند.

با پیگیری این خط استدلال، ممکن است که واقعاً در آستانه یک روند کاهش قیمت و سقوط آزاد دلار قرار داشته‌ایم - نه به ذکر تمام انواع دیگر بلاهای مالی - و تنها به خاطر سیگنال‌های خطر منتشر شده از سوی بازارهای مالی از آن‌ها نجات یافته‌ایم. به عبارت دیگر، بازارهای مالی به طور مداوم وقایع را پیش‌بینی می‌کنند، هم در جنبه مثبت و هم منفی، که به‌طور دقیق به خاطر اینکه پیش‌بینی شده‌اند، تحقق نمی‌یابند. تعجبی ندارد که بازارهای مالی این‌قدر در پیش‌بینی وقایعی که در retrospect بی‌ضرر به نظر می‌رسند، هیجان‌زده می‌شوند! یک شوخی قدیمی وجود دارد که می‌گوید بازار سهام هفت مورد از دو رکود اقتصادی اخیر را پیش‌بینی کرده است. اکنون می‌توانیم درک

کنیم که چرا این‌طور است. به همین ترتیب، بحران‌های مالی تنها زمانی رخ می‌دهند که غیرمنتظره باشند.

این نکته آخر نباید بزرگ‌نمایی شود. بسیاری از وقایعی که در واقع رخ می‌دهند، با وجود اینکه به‌طور گسترده پیش‌بینی شده‌اند، اتفاق می‌افتند. افت قیمت نفت نمونه‌ای از این امر است؛ شروع جنگ جهانی دوم هم مثال دیگری است. اکنون مد شده است که contrarian[73] (نظریه‌پرداز مخالف) باشیم، اما شرط‌بندی در برابر انتظارات رایج به‌هیچ‌وجه امن نیست. به یاد می‌آوریم که در مدل رونق/افت، وقایع به طور معمول انتظارات رایج را تقویت می‌کنند و فقط در نقاط عطف با آن‌ها تضاد دارند؛ و نقاط عطف به طرز مشهوری دشوار برای شناسایی هستند. حال که دیدگاه contrarian به تمایل رایج تبدیل شده است، من به یک ضد-contrarian (ضد نظریه‌پرداز مخالف) تبدیل شده‌ام.

معضل علوم اجتماعی

ما اکنون در موقعیتی هستیم که می‌توانیم درک کنیم علوم اجتماعی در چه مضیقه‌ای قرار دارند. روش علمی بر این فرض بنا شده است که یک آزمایش موفق، اعتبار فرضیه‌ای را که برای آزمایش آن طراحی شده، تأیید می‌کند. اما در شرایطی که

[73] به فردی اطلاق می‌شود که در مخالفت با نظرات رایج عمل می‌کند.

شرکت‌کنندگان در حال فکر کردن هستند، موفقیت آزمایش نمی‌تواند حقیقت یا اعتبار بیانیه‌هایی را که در حال آزمایش هستند، تضمین کند. آزمایش در زمان واقعی نمونه‌ای از این موضوع است: پیش‌بینی‌های غیرقابل نتیجه‌گیری و گاهی کاملاً نادرست با موفقیت مالی همراه بوده‌اند. البته، این آزمایش علمی نبود؛ من تلاش زیادی کردم تا جنبه‌های غیرعلمی آن را تأکید کنم. اما این نکته که علم کیمیاگری می‌تواند موفق شود، سوالاتی درباره روش علمی ایجاد می‌کند؛ و اینکه نظریه‌های علمی به نظر نمی‌رسد که بتوانند نتایج برتری تولید کنند، این مضیقه را تشدید می‌کند. من استدلال می‌کنم که علوم اجتماعی یک استعاره نادرست است و ما باید آن را به همین شکل بشناسیم.

روش علمی زمانی کارآمد است که دانشمندان یک معیار عینی در اختیار داشته باشند که به وسیله آن بتوانند حقیقت یا اعتبار بیانیه‌های خود را ارزیابی کنند. درک دانشمندان هرگز کامل نیست؛ اما این معیار عینی به اصلاح سوء تفاهم‌ها کمک می‌کند. روش علمی یک فرآیند بین فردی است که در آن سهم هر شرکت‌کننده تحت ارزیابی انتقادی سایرین قرار می‌گیرد. تنها زمانی که همه شرکت‌کنندگان تحت هدایت یک معیار مشترک باشند، این فرآیند انتقادی قادر به تولید نتایجی است که به عنوان دانش واجد شرایط تلقی می‌شوند. به همین دلیل، وجود یک معیار عینی برای موفقیت روش علمی ضروری است.

نقش یک معیار عینی را حقایق پر می‌کنند. بیانیه‌هایی که با حقایق تطابق دارند، درست هستند؛ و آن‌هایی که با حقایق تطابق ندارند، نادرست هستند. متأسفانه، حقایق همیشه به اندازه‌ای که این بیانیه ساده نشان می‌دهد، قابل اعتماد نیستند. آن‌ها تنها زمانی می‌توانند به عنوان یک معیار عینی عمل کنند که به‌طور کامل مستقل از بیانیه‌هایی باشند که به آن‌ها مربوط می‌شوند. این در علوم طبیعی صدق می‌کند، جایی که یک حقیقت از حقیقت دیگر به‌طور مستقل پیروی می‌کند، بدون توجه به اینکه کسی چه فکر می‌کند. اما این در علوم اجتماعی صدق نمی‌کند، جایی که رویدادها به تعصبات شرکت‌کنندگان وابسته‌اند. باید تأکید کرد که این مداخله تنها از جانب دانشمندان نیست، بلکه از جانب شرکت‌کنندگان نیز است. در واقع، اگر تفکر شرکت‌کنندگان نقش علّی در شکل‌گیری رویدادها نداشته باشد، هیچ ناظری نمی‌تواند با بیان بیانیه‌ای بر روند رویدادها تأثیر بگذارد و وضعیت دانشمند اجتماعی هیچ تفاوتی با وضعیت دانشمند طبیعی نخواهد داشت. این تفکر شرکت‌کنندگان است که مشکلات را ایجاد می‌کند.

ساختار رویدادهایی که شرکت‌کنندگان فکری ندارند، ساده است: یک حقیقت از حقیقت دیگر در زنجیره‌ای بی‌پایان از علل پیروی می‌کند. حضور شرکت‌کنندگان فکری ساختار رویدادها را به‌طور قابل توجهی پیچیده می‌کند: تفکر شرکت‌کنندگان بر روند رویدادها تأثیر می‌گذارد و روند رویدادها نیز بر تفکر شرکت‌کنندگان تأثیر می‌گذارد. برای بدتر کردن اوضاع،

شرکت‌کنندگان بر یکدیگر تأثیر می‌گذارند و تأثیر می‌پذیرند. اگر تفکر شرکت‌کنندگان رابطه‌ای مشخص با حقایق داشت، مشکلی وجود نداشت: ناظر علمی می‌توانست تفکر شرکت‌کنندگان را نادیده بگیرد و بر حقایق تمرکز کند. اما این رابطه به‌طور دقیق قابل تعیین نیست به این دلیل ساده که تفکر شرکت‌کنندگان به حقایق مربوط نمی‌شود؛ بلکه به رویدادهایی که در آن‌ها شرکت می‌کنند مربوط است، و این رویدادها تنها پس از آنکه تفکر شرکت‌کنندگان بر آن‌ها تأثیر گذاشته است، به حقایق تبدیل می‌شوند. بنابراین زنجیره علّی به‌طور مستقیم از حقیقت به حقیقت نمی‌رود، بلکه از حقیقت به ادراک و از ادراک به حقیقت با انواع ارتباطات اضافی بین شرکت‌کنندگان می‌رسد که به‌طور کامل در حقایق منعکس نمی‌شود.

این ساختار پیچیده چگونه بر توانایی یک ناظر برای بیان بیانیه‌های معتبر درباره روند رویدادها تأثیر می‌گذارد؟ بیانیه‌های او نیز باید پیچیده‌تر باشند. به‌ویژه، آن‌ها باید تفاوت بنیادینی بین گذشته و آینده را مد نظر قرار دهند: رویدادهای گذشته به‌عنوان سابقه ثبت می‌شوند، در حالی که آینده ذاتاً غیرقابل پیش‌بینی است. توضیح دادن آسان‌تر از پیش‌بینی است، همان‌طور که آزمایش در زمان واقعی نشان می‌دهد. تعمیم‌ها به آینده به همان اندازه که به گذشته اعمال می‌شوند، قوی نیستند و تقارن زیبایی که مدل استقرایی-نومولوژیک (D-N) علم را مشخص می‌کند، از بین می‌رود. این با روح تعمیم‌های علمی که supposed to be timelessly valid هستند، در

تضاد است. ممکن است تعمیم‌های عمومی معتبر جهانی ایجاد شود - شاهد تعمیم‌هایی که من درباره نرخ‌های ارز متغیر آزاد مطرح کردم - اما آن‌ها نمی‌توانند برای پیش‌بینی روند رویدادها استفاده شوند.

بدتر از آن، حقایق معیار کافی برای قضاوت درباره اعتبار تعمیم‌ها فراهم نمی‌کنند، زیرا موضوع بیشتر از حقایق است. این واقعیت که یک پیش‌بینی به‌طور واقعی درست از آب درمی‌آید، لزوماً نظریه‌ای که بر اساس آن است، معتبر نمی‌کند و بالعکس، یک نظریه معتبر لزوماً پیش‌بینی‌هایی که می‌توانند با حقایق بررسی شوند، تولید نمی‌کند. در واقع، توالی رویدادهای اجتماعی نمی‌تواند به‌درستی درک شود اگر توجه ما فقط به حقایق محدود شود. تفکر شرکت‌کنندگان بخش جدایی‌ناپذیر از وضعیتی است که در آن شرکت می‌کنند؛ به‌طوری که چنین وضعیتی تنها متشکل از حقایق است، موجب تحریف موضوع می‌شود. مدل D-N روش علمی، که به‌طور مختصر در فصل اول مرور کردیم، بر اساس جداسازی دقیق حقایق و بیانیه‌ها بنا شده است. بنابراین ما به این نتیجه می‌رسیم که مدل D-N برای مطالعه رویدادهای اجتماعی قابل اعمال نیست.

معادل‌سازی مدل D-N با روش علمی یک اشتباه خواهد بود. حتی نظریه علم دیگر مدل‌ها، به‌ویژه مدل‌های آماری یا احتمالی و قوانین مربوط به یک حالت ایده‌آل، مانند نظریه اقتصادی، را به رسمیت می‌شناسد. علاوه بر این، عمل علم به‌طور قابل توجهی با نظریه‌اش متفاوت است و مطالعه این تفاوت‌ها منجر

به اصلاحات بیشتری در نظریه علم شده است از زمانی که مدل D-N به‌طور اولیه توسعه یافته است. با این حال، مدل D-N ایده‌ای را در خود دارد که روش علمی به دنبالش است: تعمیم‌های معتبر جهانی که می‌توانند به‌طور یکسان برای پیش‌بینی و توضیح استفاده شوند و قابل آزمایش باشند. علوم طبیعی به قدری دستاوردهای قابل توجهی داشته است که می‌تواند بدون مدل‌های نظری کار خود را پیش ببرد و تحقیقات خود را هر کجا که بخواهد دنبال کند؛ اما علوم اجتماعی، به همین دلیل که کمتر موفق بوده، نیاز بیشتری به اعتبار مدل D-N دارد. کنار گذاشتن مدل D-N به معنای از دست دادن آنچه در علم باارزش، قانع‌کننده و جذاب است، می‌باشد.

اما این تنها نیمی از داستان است. زمانی که روند رویدادها تحت تأثیر تعصبات شرکت‌کنندگان قرار می‌گیرد، رویدادهای آینده به‌طریقی قابل دستکاری هستند که در علوم طبیعی امکان‌پذیر نیست. این نکته‌ای است که من با صحبت از علم کیمیاگری می‌خواستم به آن اشاره کنم. از آنجا که علم کیمیاگری قادر به تأثیرگذاری بر پدیده‌های طبیعی نیست، علوم اجتماعی با مشکلی مواجه هستند که در علوم طبیعی مشابهی ندارد. فرآیند انتقادی که بنیاد روش علمی است، به هم می‌ریزد. شایان ذکر است که دو مکتب فکری که بر قضاوت بر اساس منبع به جای شایستگی تأکید می‌کردند، یعنی مارکسیسم و روانکاوی، همچنین در تضعیف روش علمی موفق‌ترین بودند.

تنها راه محافظت در برابر تضعیف این است که یک کنوانسیون خاص برای مطالعه پدیده‌های اجتماعی ایجاد کنیم. به جای آنکه بخواهیم سهم‌ها را به گونه‌ای شکل دهیم که در قالب D-N قرار بگیرند تا به عنوان علمی معتبر باشند، نظریه‌های نوع D-N به عنوان نوعی علم کیمیاگری اجتماعی در نظر گرفته خواهند شد. این کنوانسیون به‌طور خودکار هر نظریه، پیش‌بینی یا توضیحی که ادعا می‌کند ارتباطی با علم دارد، را کنار می‌گذارد و از آن‌ها به‌عنوان نیرویی استفاده می‌کند که بر نتایج اجتماعی تأثیر بگذارد، هر چند با این وجود هیچ شواهد تجربی از موفقیت آن‌ها وجود ندارد.

بدین ترتیب، لازم است که دقت کنیم که نظریه‌های جامعه‌شناسی دقت عملیاتی را که یک نظریه علمی برای قابلیت آزمایش به آن نیاز دارد، نداشته باشد. این باید موجب تجدید نظر جدی در مدل D-N و همچنین در نگرش عمومی نسبت به هر نظریه اجتماعی شود که باید به عنوان یک داستان واقعی در نظر گرفته شود و نه یک داستان علمی. ما به یک کنوانسیون محکم‌تر نیاز داریم که بتواند فرآیند انتقادی را تضمین کند و به شکاف بزرگی که ما در حال حاضر به آن دچار شده‌ایم، درک جدیدی بدهد.

در نهایت، نمی‌توان به فهمی از علوم اجتماعی به‌طور انتزاعی نزدیک شد. علوم اجتماعی در وضعیت بحران قرار دارد و این بحران نمی‌تواند بدون تجدید نظر در مفاهیم و پیش‌فرض‌های موجود برطرف شود.

فصل پنجم: نسخه

بازارهای آزاد در مقابل مقررات

انتقاد از مفهوم تعادل در اقتصاد تقریباً غیرضروری است. در فصل اول، من ادعا کردم که این مفهوم فرضی است و ارتباط آن با دنیای واقعی قابل سؤال است. در فصل‌های بعد، بازارهای مالی مختلف و تحولات کلان اقتصادی را بررسی کرده و نشان دادم که آن‌ها هیچ تمایلی به سمت تعادل ندارند. در واقع، بهتر است بگوییم که بازارها تمایل به افراط دارند که sooner or later به مرحله‌ای غیرقابل تحمل می‌رسند و در نهایت اصلاح می‌شوند.

تعادل باید تضمین‌کننده تخصیص بهینه منابع باشد. اگر بازارها به سمت تعادل تمایل نداشته باشند، استدلال اصلی که به نفع مکانیزم بازار استفاده شده، اعتبار خود را از دست می‌دهد؛ چرا که هیچ دلیلی برای باور به اینکه بازارها هر چیزی را بهینه می‌کنند، وجود ندارد.

این ممکن است به نظر یک نتیجه شگفت‌انگیز برسد، اما واقعاً چنین نیست. مفهوم بهینه به همان اندازه برای جهانی که در آن شرکت‌کنندگان بدون بهره‌مندی از دانش کامل عمل می‌کنند، بیگانه است که مفهوم تعادل؛ چرا که هر دو مفهوم فرض بر وجود دانش کامل دارند. بنابراین تعجبی ندارد اگر هر دو مفهوم نشان‌دهنده ارتباط کمی با دنیای واقعی باشند.

دلایل دیگری نیز می‌توان در حمایت از مکانیزم بازار مطرح کرد. در واقع، یک خط استدلال جالب به نظر می‌رسد که از بحث فصل ۱۵ به وجود می‌آید. من بازارهای مالی را به عنوان فرآیندی که کمی شبیه روش علمی است، تفسیر کردم؛ یعنی یک فرآیند آزمایش و خطا که در آن قیمت بازار در پایان آزمایش به عنوان معیاری برای قضاوت آزمایش به کار می‌رود. این معیار الزامات روش علمی را برآورده نمی‌کند، زیرا قیمت بازار مستقل از تصمیمات شرکت‌کنندگان نیست، به گونه‌ای که رویدادهای مورد مطالعه دانشمندان طبیعی نیز مستقل از بیانیه‌هایی که آن‌ها درباره آن‌ها می‌دهند، نیستند. با این حال، این معیار مفید است زیرا به اندازه هر پدیده طبیعی واقعی و قابل مشاهده علمی است. علاوه بر این، این معیار برای شرکت‌کنندگان بازار از اهمیت حیاتی برخوردار است. بنابراین، مکانیزم بازار مزیتی دارد که معیار عینی را فراهم می‌کند، هرچند ممکن است جانب‌دارانه باشد.

چقدر این مزیت بزرگ است، تنها زمانی قابل درک است که آنچه در غیاب آن اتفاق می‌افتد را بررسی کنیم. برای این منظور، باید به اقتصادهای برنامه‌ریزی‌شده مرکزی نگاه کنیم که در واکنش به نقص‌های اقتصادهای بازار، استفاده از مکانیزم قیمت‌گذاری را کنار گذاشته‌اند. تولید باید به صورت مقادیر فیزیکی اندازه‌گیری شود و انحرافات بسیار بدتر از افراط‌های بازار هستند.

وینستون چرچیل یک بار گفت که دموکراسی بدترین نوع حکومت است، به جز تمام دیگر انواع. همین را می‌توان درباره مکانیزم بازار گفت: این بدترین سیستم تخصیص منابع است، به جز تمام دیگر سیستم‌ها. در واقع، شباهت‌های قابل توجهی بین مکانیزم انتخابات و مکانیزم بازار وجود دارد. استدلال دشواری است که انتخابات به بهینه‌سازی رهبری سیاسی یک کشور کمک می‌کند؛ مهارت‌های لازم برای جذب آرا ارتباط چندانی با ویژگی‌هایی که یک نامزد پس از ورود به مقام نیاز دارد، ندارد. با این حال، خود این واقعیت که او باید برای انتخابات نامزد شود، انضباطی را تحمیل می‌کند که کمک می‌کند از برخی از افراط‌های بارز جلوگیری کند.

ارزش یک معیار عینی شاید به بهترین وجه به طور ذهنی درک شود. ما همه در یک دنیای خیالی زندگی می‌کنیم. با داشتن تمایل به ایده‌های انتزاعی، شاید من بیشتر از بسیاری دیگر به دنیای خودم کشیده شوم. بازارها همیشه به حفظ حس واقعیت من کمک کرده‌اند. ممکن است پارادوکسیکال به نظر برسد که حس واقعیت من باید در بازارها ریشه داشته باشد، در حالی که بازارها اغلب به قدری عجیب رفتار می‌کنند که به نظر دیگران غیرواقعی می‌آید؛ اما به عنوان یک شرکت‌کننده در بازار، من نه تنها آگاه هستم که به واقعیت متصل هستم، بلکه این حس را در وجودم احساس می‌کنم. من به رویدادها در بازار به شیوه‌ای مشابه واکنش نشان می‌دهم که یک حیوان به رویدادها در جنگل واکنش نشان می‌دهد. به عنوان مثال، قبلاً

می‌توانستم یک فاجعه قریب‌الوقوع را پیش‌بینی کنم، زیرا خود را به شکل کمر درد نشان می‌داد. البته نمی‌توانستم بگویم که فاجعه چه شکلی خواهد داشت؛ وقتی می‌توانستم آن را شناسایی کنم، کمر دردم از بین می‌رفت. زمانی بود که درگیری من با بازار همه‌جانبه بود و این به شدت بر روابط من با انسان‌ها تأثیر منفی می‌گذاشت. اکنون که موفق شده‌ام خودم را از بازار دور کنم، حس بازار من آسیب دیده است. رویدادها اغلب به صورت نویز سفید به من می‌رسند: نمی‌توانم از آن‌ها سر در بیاورم. به عنوان مثال، در طول آزمایش زمان واقعی، تحولات بازار دارای خطوط مشخصی بودند؛ در طول دوره کنترل، خطوط بیشتر مبهم شدند.

جالب است که مشاهده کنیم چگونه درگیری من با بازار به توانایی من در سازماندهی ایده‌های انتزاعی مربوط می‌شود. به نظر می‌رسد فعالیت در بازار باید با نوشتن تداخل کند، اما به نظر می‌رسد که برعکس این موضوع صدق می‌کند: انضباط لازم برای اتخاذ تصمیمات سرمایه‌گذاری مانع از دور شدن من از واقعیت می‌شود. در طول سه سالی که مشغول نوشتن کتاب "بار آگاهی" بودم، توانایی من برای کسب درآمد در بازار سهام از دست رفت و در نهایت در انتزاعات خود گم شدم. دوباره، در طول سه سالی که سعی کردم مشکل بدهی‌های بین‌المللی را درک کنم، مشاهده کردم که توانایی من برای فعالیت در بازار کاهش یافته است و بدتر از آن، احساس می‌کردم تحلیل من از مشکل بدهی به طور فزاینده‌ای از واقعیت دور می‌شود. در

عوض، آزمایش زمان واقعی هر دو فعالیت سرمایه‌گذاری من و توانایی من برای بیان خود را به سطح بالایی رساند.

این را ذکر می‌کنم زیرا ممکن است بیش از یک ارتباط ذهنی داشته باشد. اگر من یک دانشگاهی بودم، می‌توانستم به تحلیل خود از مشکل بدهی ادامه دهم، و اگر واقعیت نتواند با انتظارات من سازگار شود، می‌توانستم تحلیل خود را با سرزنش تحولات غیرمنتظره دفاع کنم. در نهایت، برخی از انتظارات من تحقق یافت، هرچند با تأخیری چند ساله. به عنوان یک فرد بازار محور، این تأخیر غیرقابل تحمل به نظر می‌رسید و احساس کردم که باید به دنبال اشتباهات تحلیل خود بگردم و آن‌ها را شناسایی کنم. به عنوان یک دانشگاهی، می‌توانستم ادعا کنم که اثبات شدم. نکته‌ای که می‌خواهم بگویم این است که بازار از دیالوگ‌های دانشگاهی سخت‌تر است.

اما آسان است که مزایای داشتن یک معیار عینی در دسترس را اغراق کنیم. ما به قدری بر معیارهای عینی متمرکز شده‌ایم که تمایل داریم به آن‌ها ارزشی بدهیم که ذاتاً ندارند. سود - خط نهایی - کارایی به جنبه‌ای به عنوان یک هدف تبدیل می‌شود، به جای اینکه به عنوان وسیله‌ای برای دستیابی به هدف باشد. ما تمایل داریم هر فعالیت را بر اساس مقدار پولی که به ارمغان می‌آورد اندازه‌گیری کنیم. هنرمندان بر اساس قیمتی که محصولاتشان به فروش می‌رسد ارزیابی می‌شوند. بدتر از آن، ما اغلب می‌خواهیم از فعالیت‌هایی سود ببریم که باید با انگیزه‌های دیگری انجام شوند. سیاستمداران می‌خواهند از

سخنرانی‌ها و فروش خاطرات خود درآمد کسب کنند؛ مشاوران کاخ سفید به لابی‌گری می‌پردازند؛ ژنرال‌هایی که مسئول خرید هستند برای شغل‌های پر درآمد در صنعت تلاش می‌کنند، و وکلا نیز همین کار را انجام می‌دهند. انگیزه سود به قدری فراگیر شده که ما هنگام دیدن کسی که به دلیل دیگر ملاحظات جز سود عمل می‌کند، مشکل داریم. یک مدیر اجرایی آمریکایی زمانی که یک انگلیسی به خاطر یک شغل بهتر مایل به جابجایی نیست، آن را آزاردهنده می‌بیند؛ یک سیاه‌پوست آفریقای جنوبی که ترجیح می‌دهد تمدن را نابود کند تا با آپارتاید کنار بیاید، به عنوان یک عمل کاملاً بربرانه به نظر می‌رسد و حتی پدیده‌ای مانند بنیادگرایی اسلامی که کاملاً خارج از درک ما است، به همین شکل است. ارزش‌هایی که افراد را انگیزه می‌دهند، به راحتی به اصطلاحات عینی ترجمه نمی‌شوند؛ و به همین دلیل که ارزش‌های فردی به شدت از معیارهای عینی ما دور می‌شوند، اهمیت این نکته را از دست می‌دهیم.

چندین پارادوکس در دیدگاه‌های فوق وجود دارد. به عنوان مثال، می‌توانیم همزمان به سود و اهداف دیگری وابسته باشیم، و یا در ابتدا به ارزش‌های انتزاعی عمیق وابسته باشیم، اما در نهایت به سود مربوط شویم. اما قضاوت‌هایی که با توجه به خودشان وجود دارد، می‌توانند وابستگی ما را به سود نشان دهند. این نتیجه به نظر می‌رسد که دیگر مفاهیم اقتصادی، به غیر از مفهوم بهینه، که یک مفهوم انتزاعی دیگر است، می‌توانند بر روی آن تأثیر بگذارند.

در نهایت، احساس من از حقیقت این است که نیاز به معیاری عینی در زندگی ما به شدت فراتر از انتظارات ما از آن است، و تأثیر آن بر درک ما از دنیای اطراف ما بسیار بالاست. به همین دلیل است که می‌توان ادعا کرد که بهینه‌سازی نه تنها ایده‌ایی انتزاعی و فرضی است، بلکه در واقع می‌تواند آزاردهنده باشد.

به سوی یک بانک مرکزی بین‌المللی

ما به این نتیجه رسیده‌ایم که بازارهای مالی به طور ذاتی ناپایدار هستند. اما چه اقدام‌هایی برای جلوگیری از فروپاشی آنها لازم است؟ احساس می‌کنم در پاسخ به این سوال صلاحیت کافی ندارم. نقطه قوت من در شناسایی نقاط ضعف هر سیستمی است، نه در طراحی سیستم‌ها. سال‌هاست که به آرزوی تبدیل شدن به یک اصلاح‌گر اقتصادی به سبک کینز فکر می‌کنم، اما هرچه بیشتر تلاش می‌کنم نظراتم شنیده شود، بیشتر متوجه محدودیت‌های خود می‌شوم. تخصص من از درک این نکته ناشی می‌شود که همه سیستم‌ها نقص دارند؛ اما درک من از هر سیستم خاص همواره پایین‌تر از درک کارشناسان آن است. این امر به خصوص در تحلیل امنیت‌ها، مالی و اقتصاد صدق می‌کند. وقتی در امتحان به عنوان تحلیل‌گر نظارتی امنیت نشستم، در هر موضوع مردود شدم؛ در تحلیل چرخه اعتبار و مقررات، احساس کردم که از دانش کافی در نظریه پول برخوردار نیستم. و همان‌طور که خواننده ملاحظه کرده است، بزرگترین

ضعف من در پیش‌بینی‌های اقتصادی بوده است. هم در فعالیت‌های سرمایه‌گذاری‌ام و هم در نوشتن این کتاب، می‌توانستم وضعیت کنونی هر موضوع خاص را به عنوان یک واقعیت بپذیرم بدون اینکه واقعاً به آن تسلط داشته باشم. اما وقتی نوبت به طراحی یک سیستم مالی جدید می‌رسد، کمبود دانش من تبدیل به یک نقطه ضعف جدی می‌شود.

با این حال، احساس می‌کنم می‌توانم سهمی داشته باشم، به ویژه از آنجا که حکمت غالب چیز زیادی برای ارائه ندارد. کینزیسم (متمایز از کینز) به دلیل تورم دهه 1970 اعتبار خود را از دست داده است؛ مکتب پول‌گرایی (Monetarism) در حال نشان دادن عدم ارتباط خود با رژیم‌های نرخ ارز متغیر و حرکت‌های بزرگ سرمایه بین‌المللی است؛ و اقتصادهای طرف عرضه (Supply-side economics) به‌نظر می‌رسد که چیزی بیشتر از یک شوخی در مورد تأکید کینز بر طرف تقاضا نیست. در این شرایط، حتی ایده‌های مبهم و ابتدایی من هم ممکن است مفید واقع شوند.

نخست، فکر می‌کنم باید بین سیاست اقتصادی و اصلاحات سیستمیک تمایز قائل شویم. هر دو لازم هستند، اما هیچ‌کدام به تنهایی کافی نیستند. تصور اینکه یک سیستم بتواند به‌طور کاملاً خودکار عمل کند، دشوار است. تجربه نشان داده است که هر سیستمی—چه استاندارد طلا، برتون وودز، یا نرخ‌های ارز شناور آزاد—زمانی که از سیاست‌های اقتصادی مناسب حمایت نمی‌شود، فرو می‌پاشد. همچنین دشوار است تصور کنیم

چگونه سیاست‌های اقتصادی می‌توانند عدم تعادل‌های موجود را بدون نوعی اصلاح سیستمیک اصلاح کنند. عدم تعادل‌های مختلف به یکدیگر مرتبط هستند و نمی‌توان با یکی از آنها بدون تأثیر بر دیگران، برخورد کرد.

ما با مجموعه‌ای نگران‌کننده از عدم تعادل‌ها و ناپایداری‌ها مواجه هستیم. به عنوان مثال، نرخ‌های ارز ناپایدار، مشکل بدهی بین‌المللی، کسری مزمن بودجه و تجارت ایالات متحده، مازاد تجاری مزمن ژاپن، مازاد جهانی مزمن محصولات کشاورزی و معدنی، قیمت‌های ناپایدار کالاها به‌ویژه در مورد نفت، حرکت‌های ناپایدار سرمایه بین‌المللی، و بازارهای مالی بین‌المللی ناپایدار. برخی از این ناپایداری‌ها ناشی از سیاست‌های اقتصادی هستند و تنها با پیگیری سیاست‌های متفاوت قابل تغییرند؛ در حالی که دیگران ذاتی سیستم موجود هستند و تنها با تغییر سیستم قابل اصلاح می‌باشند.

به‌عنوان مثالی از نوع اول عدم تعادل، می‌توان به تمایل ژاپنی‌ها برای تولید بیشتر از مصرف و تمایل ظاهری ایالات متحده به مصرف بیشتر از تولید اشاره کرد. اگر این تمایل‌ها کنترل نشوند، به‌تدریج به ظهور ژاپن به‌عنوان قدرت اقتصادی غالب جهان و افول ایالات متحده منجر خواهد شد. این انتقال قطعاً باعث ایجاد اختلالات و آشفتگی‌های زیادی خواهد شد، اما وقوع آن تنها با تغییر سیاست‌های اقتصادی و مالی امکان‌پذیر است، نه با تغییر سیستم مالی. خود سیستم باید قادر به سازگاری با این

انتقال باشد؛ در غیر این صورت، به ضرر تمام طرف‌های ذی‌نفع فرو می‌پاشد.

مثال دیگری از نوع دوم عدم تعادل، سیستم فعلی نرخ ارزها است. همان‌طور که مشاهده کردیم، نرخ‌های ارز شناور آزاد به طور تجمعی ناپایدار هستند. این حقیقت اکنون توسط مقامات شناخته شده است و توافق پلزا آنها را متعهد به مدیریت نرخ ارزها کرده است. اما هیچ توافقی در مورد چگونگی انجام این کار وجود ندارد. مدیریت نرخ ارزها معادل هماهنگی سیاست‌های اقتصادی است. اگر هماهنگی به‌صورت داوطلبانه حاصل شود، خوب است. در غیر این صورت، باید سیستم متفاوتی طراحی شود.

در این فصل، من به بررسی امکانات اصلاح سیستمیک خواهم پرداخت؛ سیاست‌های اقتصادی مناسب تنها به‌طور حاشیه‌ای مورد بحث قرار خواهند گرفت.

به نظر من، سه حوزه اصلی مشکل وجود دارد که نیاز به اصلاح سیستمیک دارند: نرخ ارزها، قیمت‌گذاری کالاها با تأکید ویژه بر نفت، و بدهی بین‌المللی. هر یک از این حوزه‌های مشکل جنبه‌های مختلفی دارد که نمی‌توان آنها را به‌صورت جداگانه بررسی کرد، بلکه تنها به‌عنوان بخشی از کل سیستم قابل بررسی هستند. یک حوزه مشکل بزرگ دیگر وجود دارد که حتی به‌عنوان چنین شناخته نمی‌شود: بازارهای سرمایه بین‌المللی. آنها منعکس‌کننده، سازگارکننده و به تولید دیگر عدم تعادل‌ها

کمک می‌کنند. توسعه سریع آنها به‌طور کلی به‌عنوان یک نوآوری خوشایند شناخته شده و به‌عنوان یک نمونه دیگر از جایی که بازارها به‌طور خودجوش به نیازهای در حال تغییر واکنش نشان می‌دهند، دیده می‌شود. من معتقدم که در آینده، رشد سریع بازارهای سرمایه بین‌المللی به‌عنوان یک افراط دیگر شناخته خواهد شد، مشابه با رشد سریع وام‌دهی بین‌المللی در دهه 1970. ما می‌دانیم که رونق وام‌دهی بین‌المللی بر پایه بنیادهای معیوبی استوار بوده است؛ باور دارم که تنها زمان لازم است تا نقاط ضعف بازارهای سرمایه بین‌المللی شناخته شوند.

در حال حاضر، تمایل شدیدی برای رسیدگی به مشکلات به‌صورت موردی وجود دارد. به‌عنوان مثال، اکنون به‌طور کلی توافق شده است که نباید اجازه داد نرخ‌های ارز بیشتر از این بدون دخالت تغییر کنند؛ اما همچنین توافق شده است که این دخالت باید تدریجی و ابتدایی باشد. بحث حول محور سوال مناطق هدف می‌چرخد: آیا باید ضمنی باشند یا صریح؟ احتمال بازگشت به نرخ‌های ارز ثابت به‌طور کلی رد شده است. به همین ترتیب، شناخت این واقعیت که مشکل بدهی بین‌المللی نیاز به یک ابتکار جدید دارد، وجود دارد؛ اما طرح بیکر به‌طور قاطع بر رویکرد موردی تأکید می‌کند. به راحتی می‌توان دلیل این مسئله را دید. یک امتیاز که به یک کشور داده می‌شود می‌تواند به راحتی به همه دیگر کشورها گسترش یابد، به‌طوری که هرگونه صحبت درباره اصلاح سیستمیک می‌تواند باعث فروپاشی سیستم شود. در مورد قیمت‌های نفت، مسئله به

اوپک واگذار شده است؛ ایده اینکه کشورهای مصرف‌کننده باید همکاری کنند تا ثباتی به صنعت بیاورند، حتی مطرح نشده است.

رویکرد گام به گام که جیمز بیکر پیشنهاد داده است، پیشرفتی قابل توجه نسبت به رویکرد عدم دخالت دونالد ریگان در زمان تصدی وزارت خزانه‌داری است. این رویکرد نشان‌دهنده این است که بازارها نمی‌توانند به حال خود رها شوند و مقامات باید جهت‌گیری خاصی ارائه دهند تا از فروپاشی جلوگیری شود. ابتکار عمل انجام شده در نشست پلزا گروه پنج، منجر به افزایش چشمگیری در بازارهای سهام و اوراق قرضه جهان شد. اما شتاب ایجاد شده توسط نشست پلزا از بین رفته است و ما بار دیگر به‌طور خطرناکی در حال سر خوردن هستیم. اگر بتوان شتاب را با اقدامات موقت دوباره به‌دست آورد، خوب است. اما بدون همکاری مؤثر بین‌المللی، خطرات حمایت‌گرایی، اختلالات ارزی و فروپاشی در خدمات بدهی بیشتر از همیشه به چشم می‌آید و نیاز به اصلاح سیستمیک به‌طرز متناسبی بیشتر احساس می‌شود.

زمانی که به اصلاح سیستمیک می‌پردازیم، رویکرد باید به‌طور کامل معکوس شود. به‌جای اینکه به مشکلات فردی به‌صورت جداگانه بپردازیم، باید همه آنها را همزمان بررسی کنیم. مشکلاتی که به‌تنهایی غیرقابل حل به نظر می‌رسند، ممکن است در یک راه‌حل بزرگ‌تر در جای خود قرار گیرند. هرچه طرح جامع‌تر باشد، شانس موفقیت آن بیشتر خواهد بود. در اینجا،

در ابتدا ایده‌هایی را بررسی می‌کنم که می‌توانند به ایجاد سیستمی پایدارتر در سطح جهانی منجر شوند.

قسمت‌های اضافی و مشکلات ناشی از ناپایداری

من معتقدم اصلاحات زیر باید در نظر گرفته شوند:

- **نرخ ارزها**: یک سیستم جدید باید ایجاد شود که در آن نوسانات نرخ ارز تحت کنترل باشد. این ممکن است نیاز به برقراری برخی محدودیت‌ها بر روی انتقال سرمایه و نرخ بهره داشته باشد.
- **قیمت‌گذاری کالاها**: باید یک سازوکار برای قیمت‌گذاری کالاها به ویژه نفت ایجاد شود که ثبات را تضمین کند و از نوسانات شدید جلوگیری کند.
- **بدهی بین‌المللی**: باید توافقی جهانی برای مدیریت بدهی‌ها به‌وجود آید که شامل بخشودگی‌های معین و اصلاحات اقتصادی باشد.
- **بازارهای سرمایه بین‌المللی**: بازارها باید به‌گونه‌ای تنظیم شوند که از نوسانات خطرناک جلوگیری کرده و موجب ناپایداری نشوند.

اگرچه نمی‌توان به‌طور قطع پیش‌بینی کرد که آینده چگونه خواهد بود، اما می‌توان از آنچه که در گذشته رخ داده است، درس گرفت و بر اساس آن به‌سوی یک آینده پایدارتر حرکت کرد.

نرخ‌های ارز

نوسانات نرخ ارز به یک منبع اصلی اختلال در اقتصاد جهانی تبدیل شده‌اند. این نوسانات، سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت را ناامن کرده و ارزش سرمایه‌گذاری‌های قبلاً انجام‌شده را به خطر می‌اندازند. همچنین در ریشه‌داری احساسات حمایت‌گرایانه در ایالات متحده نقش دارند. مکانیزم بازار نمی‌تواند ارزها را به حالت تعادل بازگرداند و در واقع، سفته‌بازی تمایل به تشدید نوسانات ارزی دارد. همان‌طور که مشاهده کرده‌ایم، سیستم ارزهای شناور آزاد به‌طور تجمعی ناپایدار است.

سوال این است: چه اقداماتی می‌توان انجام داد؟ چندین تدبیر ممکن است وجود داشته باشد. تعیین مناطق هدف، چه به‌صورت ضمنی و چه صریح، حداقل گزینه‌ای است که اغلب به آن اشاره می‌شود. ما همچنین می‌توانیم به یک سیستم نرخ‌های ارز ثابت برگردیم، با یا بدون اتکا به طلا به‌عنوان استاندارد ارزش. یا می‌توانیم جسورانه‌تر عمل کرده و یک ارز بین‌المللی ایجاد کنیم.

هر یک از این تدابیر که انتخاب شود، با تعدادی مشکل روبرو خواهیم بود. اولین و مهم‌ترین مشکل، حرکات سرمایه بین‌المللی است. انتقال سرمایه بین مرزهای ملی مطلوب است و باید تشویق شود، اما حرکات سرمایه سفته‌بازانه، همان‌طور که مشاهده شده، به‌طور تجمعی ناپایدار هستند. ما به سیستمی نیاز داریم که سفته‌بازی را غیرمؤثر کند. به‌طور

ایده‌آل، نوسانات ارزی باید در محدوده تفاوت‌های نرخ بهره نگه داشته شوند؛ اما این به معنای یک سیستم نرخ ارز نسبتاً ثابت است.

انتظار نمی‌رود که مناطق هدف از سفته‌بازی جلوگیری کنند. برعکس، آنها ممکن است به نوعی دعوت به سفته‌بازی علیه مقامات با ریسک محدود باشند. با پذیرش مجموعه‌ای از مناطق هدف، مقامات خود را در معرض حملات سفته‌بازانه قرار می‌دهند که در زمان و مکان انتخابی توسط سفته‌بازان انجام می‌شود. تاریخ نشان می‌دهد که در این شرایط، سفته‌بازان معمولاً برنده می‌شوند. می‌توان گفت که سیستم صریح مناطق هدف بدترین نوع ممکن است، زیرا هم سفته‌بازی درون سیستم را تشویق می‌کند و هم حملات سفته‌بازانه علیه سیستم را.

زیرساخت‌های غیرمنتظره احتمال موفقیت بیشتری دارند. این سیستم‌ها مقامات را در برابر سفته‌بازان در یک بازی پیچیده گربه و موش قرار می‌دهند که مقامات فرصتی برای پیروزی دارند، به شرطی که به‌طور هماهنگ عمل کنند و منابع بیشتری از سفته‌بازان بسیج کنند. از آنجا که آنها کنترل سلاح نهایی—یعنی چاپ پول—را در دست دارند، وظیفه آنها غیرممکن نیست. یک ارز قوی همیشه می‌تواند از افزایش بیشتر جلوگیری کند، به شرطی که بانک مرکزی تمایل داشته باشد آن را به مقادیر نامحدود تأمین کند. نکته جالب این است که بانک‌های مرکزی به‌ندرت شجاعت انجام این کار را داشته‌اند.

اگر مقامات در تثبیت نرخ ارزها موفق شوند، سرمایه‌های داغ در نهایت کاهش یافته و به سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت که پیش‌نیاز ضروری برای یک اقتصاد جهانی سالم است، هدایت خواهند شد. اما تثبیت ارزش‌های نسبی ارزهای اصلی کافی نیست؛ ارزش همه ارزها به‌طور مجموع باید پایدار بماند تا از افراط‌های تورمی و انقباضی در مقیاس جهانی جلوگیری شود. طلا در طول تاریخ به‌عنوان یک تثبیت‌کننده عمل کرده و ممکن است دوباره در شکلی خاص این نقش را ایفا کند، اگرچه اکنون یک نقطه ضعف بزرگ دارد: عمده تأمین‌های جدید توسط دو دولت زندان—یعنی آفریقای جنوبی و اتحاد جماهیر شوروی—تولید می‌شود. در هر صورت، مشکل تنها یافتن یک پایه پولی مناسب نیست؛ با توجه به انعطاف‌پذیری اعتبار، ساختار اعتباری که بر اساس آن پایه ایجاد می‌شود نیز باید تنظیم شود. آنچه نیاز است، نهادی است که رشد اعتبار را در مقیاس جهانی هماهنگ کند: یک بانک مرکزی بین‌المللی.

در این مرحله از بحث، سایر حوزه‌های اصلی مشکل، یعنی بدهی‌های بین‌المللی و قیمت‌های کالاها با تأکید ویژه بر نفت نیز باید مورد بررسی قرار گیرند.

بدهی بین‌المللی

بار بدهی‌های انباشته همچنان بر دوش وام‌دهندگان و وام‌گیرندگان سنگینی می‌کند. امید می‌رفت که آن‌ها بتوانند با رشد اقتصادی از این مشکل خارج شوند، اما محاسبات به کاهش ارزش وثیقه‌ای که هنگام تصفیه بدهی‌ها رخ می‌دهد توجهی نداشتند. در مورد وام‌های تراز پرداخت‌ها، وثیقه عمدتاً شامل صادرات است. کشورهای در حال توسعه بیشتر کالاهایی را صادر می‌کنند که با تقاضای غیرقابل انعطاف مواجه هستند؛ به همین دلیل، هر چه تلاش می‌کنند صادرات خود را افزایش دهند، قیمت کالاها تحت فشار قرار می‌گیرد. برخی از کشورهای بدهکار اصلی موفق شدند وارد آنچه من «مرحله سوم» فرآیند تعدیل نامیده‌ام، شوند، اما دیگر کشورها به نظر می‌رسد که به‌طور دائمی در وضعیت کسری گیر کرده‌اند. افزایش تولید کالاهای صادراتی سنتی به بن‌بست رسیده است. مسیرهای رشد دیگری باید مورد بررسی قرار گیرد. صادرات محصولات پیچیده‌تر یک امکان است، اما در برابر حمایت‌گرایی به مشکل برخورد کرده است. بنابراین، رشد داخلی در کشورهای در حال توسعه به‌عنوان راه اصلی بهبود باقی می‌ماند. این امر از لحاظ سیاسی بسیار مطلوب است، زیرا ایالات متحده ممکن است بیشتر تمایل داشته باشد که واردات را بپذیرد اگر صادرات نشانه‌هایی از رشد نشان دهد؛ علاوه بر این، افکار عمومی در کشورهای بدهکار به‌طور فزاینده‌ای بر رشد داخلی تأکید دارد.

طرح بیکر برای کمک به کشورهای بدهکار طراحی شده بود تا جریان وام‌های جدید را افزایش دهد. منابع این وام‌ها بخشی از مؤسسات بین‌المللی، به‌ویژه بانک جهانی (World Bank) و بانک توسعه بین‌آمریکایی (Inter-American Development Bank)، و بخشی دیگر از بانک‌های تجاری تأمین می‌شد. از بانک‌های تجاری خواسته شد که در مدت سه سال ۲۰ میلیارد دلار وام بدهند. وام‌ها شامل مطالبات پیش‌فرض متقابل بودند که آن‌ها را امن‌تر از وام‌های صرفاً تجاری می‌کرد. وقتی منابع بانک جهانی تمام شود، دولت به کنگره مراجعه می‌کند تا درخواست افزایش سرمایه کند.

این طرح قدمی در مسیر درست است، اما دو مشکل را حل نمی‌کند: یکی انباشته شدن بدهی‌های اضافی توسط کشورهای وام‌گیرنده در زمانی که نمی‌توانند به تعهدات قبلی خود عمل کنند؛ و دیگری انباشت وام‌های مشکوک در ترازنامه بانک‌های تجاری در زمانی که آن‌ها قبلاً نیز تعداد زیادی از این وام‌ها را دارند. این طرح می‌تواند مشکل دوم را کاهش دهد زیرا بخش بزرگی از وام‌های جدید از مؤسسات دولتی تأمین می‌شود، اما آن را به‌طور کامل حذف نخواهد کرد. از طرف دیگر، این طرح در معرض انتقاد قرار می‌گیرد که به‌عنوان نجات برای بانک‌ها عمل می‌کند. این امر می‌تواند تصویب افزایش سرمایه بانک جهانی را در کنگره دشوار کند.

واضح است که این طرح کافی نیست. این طرح با میراث افراط‌های گذشته برخورد نمی‌کند. در غیاب مداخله دولتی،

بدهی انباشته به‌طرز فاجعه‌آمیزی تصفیه می‌شد. اگر سیاست مداخله‌ای بخواهد موفق شود، باید بدهی انباشته را به‌طور منظم کاهش دهد.

تجربه سال‌های اخیر نشان می‌دهد که زمانی که وزن بدهی انباشته از یک نقطه بحرانی عبور می‌کند، نمی‌توان آن را از طریق یک فرآیند عادی تعدیل کاهش داد. در اکثر کشورهای آمریکای لاتین، تعدیل به حد تحمل رسیده و انتقال منابع منفی به حداکثر خود رسیده است. با این حال، بدهی خارجی همچنان انباشته می‌شود و نسبت‌های بدهی نشان‌دهنده بهبودی اندک یا هیچ بهبودی نیست. علاوه بر این، بدهی داخلی با نرخ نگران‌کننده‌ای در حال افزایش است. در هر اقتصاد پیشرفته، رویه‌های قانونی خاصی برای مقابله با بدهی‌های بیش از حد ایجاد شده است. قانون ورشکستگی (Bankruptcy Law) برای اطمینان از تصفیه منظم بدهی‌های بد بدون ایجاد اختلال اقتصادی غیرضروری عمل می‌کند. ما به شدت به نوعی رویه ورشکستگی برای بدهی‌های بین‌المللی نیاز داریم.

اصول بازسازی ورشکستگی ساده است. زمان در یک نقطه معین متوقف می‌شود. تمام دارایی‌ها و تعهدات موجود در یک پوت ریخته می‌شوند تا در یک دعاوی طولانی تفکیک شوند. در این میان، به موجودیت اجازه داده می‌شود که اگر قابل دوام باشد، آزادانه عمل کند و از بارهای گذشته رهایی یابد. تعهدات موجودیت جاری بر تعهدات پیشین آن مقدم می‌شوند. این

اصل به موجودیت ورشکسته اجازه می‌دهد که به فعالیت خود ادامه دهد.

وام‌دهی بین‌المللی هیچ رویه معادلی برای تسویه بدهی‌های بد ندارد. موارد زیادی وجود داشته است که بدهی‌ها به‌طور کامل پرداخت نشده‌اند. معمولاً عدم پرداخت به ورشکستگی کامل منجر شده و وضعیت تنها چند دهه بعد نرمال می‌شود، زمانی که وام‌دهندگان با خوشحالی با چند سنت برای هر دلار توافق می‌کنند. جامع‌ترین تلاش‌ها برای بازسازی بدهی بدون ورشکستگی کامل، طرح‌های داوز (Dawes Plan) و یانگ (Young Plan) برای آلمان در سال‌های ۱۹۲۴ و ۱۹۲۹ بودند و نتیجه خوشایندی نداشتند.

نمونه رویه‌های ورشکستگی داخلی به‌طور مستقیم به وضعیت کنونی قابل اعمال نیست زیرا مبالغ درگیر بسیار بزرگ هستند، به‌طوری که اگر حتی پرداخت‌ها به‌طور موقت متوقف شوند، وام‌دهندگان نیز ورشکسته خواهند شد؛ اما اصل رسم خط تحت گذشته صحیح است.

در حال حاضر، همه شرکت‌کنندگان در بازار از یک مشکل حل‌نشده آگاه هستند. وام‌دهندگان خارجی سعی می‌کنند تعهدات خود را به حداقل برسانند و سرمایه داخلی به دنبال پناهگاهی در خارج است. اقتصاد کشورهای بدهکار به شدت در حال افول است و فشارهای سیاسی تشدید می‌شود. این روندها باید معکوس شوند. ما با یک فرآیند انعکاسی روبه‌رو

هستیم. معکوس کردن روند نیاز به یک رویداد کلیدی دارد که تأثیر آن کافی باشد تا تعصب موجود را تغییر دهد. تنها یک طرح جامع بازسازی می‌تواند چنین رویدادی را ایجاد کند.

من در موقعیت ارائه یک طرح عمل مشخص نیستم. چنین طرحی نیاز به آماده‌سازی و مذاکره زیادی دارد. تنها می‌توانم در اینجا طرح کلی از آنچه ممکن است به نظر برسد ارائه دهم. این طرح باید به حداقل پنج موضوع اصلی بپردازد: (۱) نحوه برخورد با بدهی‌های پیشین؛ (۲) تأمین اعتبار جدید؛ (۳) حفظ نظام بانکی؛ (۴) سیاست‌های اقتصادی در کشورهای بدهکار؛ و (۵) بازگشت سرمایه‌های فراری و جذب سرمایه‌گذاری خارجی. سناتور برادلی (Senator Bradley) در ژوئن ۱۹۸۶ طرحی ارائه داد که به همه این نقاط پرداخته است. هنری کافمن (Henry Kaufman) نیز در چهارم دسامبر ۱۹۸۶ طرحی بسیار مشابه به طرح من ارائه کرد. این کمک‌ها در حال حرکت به سمت بحث در مسیر درست هستند.

افراد زیادی بودند که مرا در مراحل تکمیل این دست نوشته یاری کردند. تمام یا بخشی از این دست نوشته را خوانده‌اند و با انتقادهایشان به من در بهبود این کتاب کمک کردند.

بدهی‌های پیشین می‌توانند در قالب اوراق قرضه بلندمدت قابل مذاکره با نرخ‌های بهره مشوق ادغام شوند. این اوراق با قیمتی

کمتر از ارزش اسمی خود به فروش می‌رسند و بانک‌های دارنده اوراق خسارت قابل توجهی متحمل خواهند شد. برای حفاظت از آن‌ها، به بانک‌ها اجازه داده می‌شود که به‌تدریج و در طول چند سال، اوراق خود را به ارزش بازار کاهش دهند. در این مدت، این اوراق می‌توانند به‌عنوان وثیقه برای وام‌گیری از بانک مرکزی به‌کار گرفته شوند. این امر از بروز بحران در بانک‌هایی که موقعیت مالی آن‌ها به‌دلیل بازسازی آسیب‌دیده است، جلوگیری می‌کند و آن‌ها می‌توانند به‌تدریج از وضعیت دشوار خارج شوند.

با این حال، بازسازی بدهی‌های پیشین کافی نیست؛ باید جریان مداومی از اعتبار جدید تأمین شود تا کشورهای بدهکار بتوانند بهبود یابند. نمی‌توان به بانک‌های تجاری اعتماد کرد. آن‌ها نباید در ابتدا برای مقاصد تراز پرداخت اعتبار ارائه می‌کردند. آن‌ها درس خود را آموخته‌اند و حتی اگر هیچ زیانی از تعهدات موجود خود نداشته باشند، نمی‌خواهند وام بدهند. وام‌های تراز پرداخت باید به حوزه یک مؤسسه وام‌دهی بین‌المللی تعلق گیرد که قدرت لازم را برای اصرار بر اجرای سیاست‌های اقتصادی مناسب در کشورهای بدهکار دارد.

در حال حاضر، مشکل اصلی داخلی در کشورهای بدهکار، تورم است. تا زمانی که هزینه‌های بدهی خارجی باعث ایجاد کسری بزرگ در بودجه شود، امیدی به کنترل آن وجود ندارد. اما وقتی بار بدهی کاهش یابد، اصلاحات داخلی شانس بیشتری برای موفقیت خواهند داشت. با کاهش تورم، نرخ‌های واقعی بهره

افزایش خواهد یافت، سرمایه‌های فراری تشویق به بازگشت خواهند شد و شاید حتی سرمایه‌های خارجی نیز دوباره جذب شوند.

برای تأمین جریان مناسب اعتبار جدید، بانک جهانی (یا یک مؤسسه جدید طراحی‌شده برای این هدف) به مقدار زیادی سرمایه نیاز دارد. در حال حاضر، اراده سیاسی برای تأمین سرمایه‌های لازم وجود ندارد: هرگونه افزایش در نهادهای مالی بین‌المللی به‌عنوان نجاتی برای بانک‌ها یا کشورهای بدهکار یا هر دو تلقی می‌شود. یک طرح جامع که نیازمند مشارکت هر دو گروه طلبکاران و بدهکاران به میزان توانایی‌هایشان باشد، باید بتواند بر این اعتراضات غلبه کند. وام‌های جدید برای خدمات‌دهی به بدهی‌های موجود نخواهند رفت؛ بلکه به تحریک اقتصاد جهانی در زمانی که تصفیه بدهی‌های بد تأثیر منفی دارد و تحریک شدیداً مورد نیاز است، خدمت خواهند کرد.

نفت

یک راه بدون درد برای تأمین سرمایه مورد نیاز بانک جهانی وجود دارد. این راه شامل یک طرح بزرگ است که برنامه‌ای برای تثبیت قیمت نفت را با راه حلی برای مشکل بدهی‌های بین‌المللی ترکیب می‌کند. اولین بار این ایده را در سال ۱۹۸۲ مطرح کردم. آن را در مقاله‌ای تشریح کردم که با انتقادات تند رد شد و هرگز منتشر نشد. در آن زمان، این طرح خیلی غیرمعقول به نظر می‌رسید و احتمالاً امروز نیز به همین صورت

در نظر گرفته خواهد شد. نکته جالب درباره این مقاله این است که مشکل اصلی که باعث نوشتن آن شده، هنوز وجود دارد. مقاله به همان اندازه اکنون هم به‌موقع است که در زمان نوشته شدنش بود. خواننده می‌تواند خود قضاوت کند، زیرا من آن را تقریباً به‌طور عین به عین بازنویسی خواهم کرد.

طرح ذخیره‌سازی بین‌المللی برای نفت

این مقاله به بررسی امکاناتی می‌پردازد که با همکاری بین‌المللی قابل دستیابی است، مشروط بر اینکه اراده‌ای برای همکاری وجود داشته باشد. در این زمینه، گزینه‌های متعددی وجود دارد، اما من تمرکز خود را بر روی بهینه‌ترین حالت قرار می‌دهم. هدف از این بررسی نشان دادن این است که یک راه‌حل عملی و قابل تصور وجود دارد که می‌تواند به ایجاد اراده برای اجرای آن کمک کند.

راه‌حل بهینه نیاز به توافق میان کشورهای اصلی صادرکننده و واردکننده نفت دارد. این توافق به‌جای اوپک (OPEC) سازمانی را ایجاد می‌کند که ویژگی‌های اصلی یک کارتل، مانند تعیین قیمت و سهمیه‌های تولید، را با ویژگی‌های یک طرح ذخیره‌سازی بین‌المللی ترکیب می‌کند.

نیاز نیست که تمامی کشورهای مصرف‌کننده و تولیدکننده در این طرح شرکت کنند و حتی مشارکت همه آن‌ها هم مطلوب نیست. همکاری کشورهای صنعتی و اعضای "متوسط" اوپک ضروری است، اما این طرح می‌تواند بدون مشارکت کشورهایی نظیر ایران، لیبی یا الجزایر نیز اجرا شود.

عملکرد این طرح به این صورت است که سهمیه‌های تولید و مصرف تعیین می‌شود. مجموع سهمیه‌ها بیشتر از سطح فعلی مصرف خواهد بود و مازاد به یک ذخیره‌سازی منتقل می‌شود. از آنجایی که ذخیره‌سازی نفت هزینه‌بر است، این ذخیره‌سازی عمدتاً به‌صورت کاغذی خواهد بود و نفت در زمین نگهداری می‌شود.

پرداخت‌ها به‌طور مستقیم به کشور تولیدکننده انجام نمی‌شود، بلکه به یک حساب مسدود شده در یک تسهیلات خاص صندوق بین‌المللی پول (International Monetary Fund) واریز می‌شود. این وجوه به نفع کشورهای تولیدکننده‌ای که سهمیه تولیدشان توسط فروش واقعی تأمین نشده، نگهداری می‌شود. کشورهای مصرف‌کننده‌ای که سهمیه مصرف خود را با خرید واقعی پر نکرده‌اند، بهای نفت را پرداخت خواهند کرد. این نفت به‌عنوان ذخیره در حساب نهاد ذخیره‌سازی نگهداری خواهد شد و در دسترس کشور پرداخت‌کننده قرار می‌گیرد. بدیهی است که نهاد ذخیره‌سازی باید اطمینان حاصل کند که نفت در زمین به‌طور ایمن نگهداری می‌شود.

کشورهای مصرف‌کننده مالیاتی بر روی نفت وارداتی وضع خواهند کرد. بخشی از مالیات نفت به کشورهای

تولیدکننده‌ای که در این طرح مشارکت دارند، برمی‌گردد. تولیدکنندگان غیرشرکت‌کننده از تخفیف برخوردار نخواهند شد تا به‌دلیل عدم مشارکت جریمه شوند. تخفیف‌ها نیز به حساب‌های مسدود شده در تسهیلات خاص صندوق بین‌المللی پول واریز خواهد شد. این حساب‌های مسدود شده به نرخ بسیار پایینی، مثلاً ۱٪، بهره دریافت می‌کنند.

تولیدکنندگان با بدهی‌های سنگین، مانند مکزیک، ونزوئلا، نیجریه و اندونزی، می‌توانند از حساب‌های مسدود شده خود برای تسویه بدهی‌هایشان استفاده کنند؛ کشورهایی با مازاد، مانند عربستان سعودی و کویت، اعتبار خود را افزایش خواهند داد. کشورهای کمتر توسعه‌یافته از شرکت در طرح ذخیره‌سازی معاف خواهند بود و این به آن‌ها این امکان را می‌دهد که نفت را به قیمت کمتری نسبت به کشورهای صنعتی بخرند. غیبت آن‌ها به طرح آسیب نمی‌زند.

به‌عنوان مثال، فرض کنیم که قیمت مبنایی در ۳۴ دلار حفظ شود؛ مالیات نسبتاً زیاد خواهد بود، مثلاً ۱۷ دلار که نیمی از آن، یعنی ۸.۵۰ دلار، به تولیدکنندگان برگردانده می‌شود. سهمیه‌ها به‌گونه‌ای تعیین می‌شوند که ذخیره‌سازی روزانه به میزان ۳ میلیون بشکه آغاز شود. اگر کشورهای صنعتی تنها به میزان ۱۵ میلیون بشکه در روز نفت وارد کنند و ۸۰٪ نفت از تولیدکنندگان شرکت‌کننده باشد، آن‌ها از مالیات سالانه ۵۵.۸ میلیارد دلار درآمد کسب می‌کنند و ۲۸ میلیارد دلار برای خریدهای ذخیره‌سازی پرداخت می‌کنند. باقی درآمد به کاهش کسری بودجه کمک خواهد کرد و کشورهای صنعتی را در موقعیتی مناسب برای ارائه سرمایه لازم به بانک

جهانی قرار می‌دهد. تسهیلات خاص صندوق بین‌المللی پول سالانه ۶۵ میلیارد دلار دریافت خواهد کرد که همه این مبالغ برای اعتبار کشورهای تولیدکننده است: ۳۷.۲ میلیارد دلار از سهم تولیدکنندگان از مالیات نفت و ۲۸ میلیارد دلار از ذخیره‌سازی. در مقایسه، افزایش خالص وام‌های بین‌المللی در اوج خود در سال‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۸۱ حدود ۶۰ میلیارد دلار بود.

بازار قیمت نفت چگونه خواهد بود؟ از آنجایی که حساب مسدود شده تنها ۱٪ بهره پرداخت می‌کند، انگیزه‌ای برای انجام فروش‌های فیزیکی به‌جای فروش به ذخیره‌سازی وجود دارد. بنابراین قیمت پرداختی به ذخیره‌سازی به‌عنوان سقف عمل خواهد کرد: قیمت آزاد بازار در جایی زیر قیمت مبنا، با کسر بخش غیرتخفیف‌یافته مالیات، یعنی ۲۵.۵۰ دلار، تعیین خواهد شد. برای مصرف‌کنندگان و تولیدکنندگان در کشورهای صنعتی، این قیمت شامل مالیات نیز خواهد بود. اگر قیمت بالاتر از قیمت مبنا برود، نشانه‌ای از تقاضای بالا خواهد بود و زمان آن فرا می‌رسد که سهمیه‌های تولید افزایش یابد.

تنظیم سهمیه‌ها و قیمت‌ها مجموعه‌ای از مشکلات دشوار را ارائه می‌دهد. اکثر تلاش‌ها برای تنظیم بازار به دلیل عدم وجود یک مکانیزم مناسب تنظیم با شکست مواجه می‌شوند. این مسئله حتی در سیستم مالی بین‌المللی نیز صدق می‌کند: توافق برتون وودز به‌دلیل عدم انعطاف‌پذیری قیمت طلا از بین رفت. هرچه طرح بیشتر بر قیمت به‌عنوان مکانیزم تنظیم تکیه کند، شانس بقا آن بهتر خواهد بود. با

شناسایی این اصل، ذخیره‌سازی باید فقط به‌عنوان فرصتی برای مکانیزم قیمت‌گذاری عمل کند تا کار خود را انجام دهد. این بدین معناست که پس از جمع‌آوری اولیه ذخیره‌سازی، هر زمان که برداشت از آن آغاز شود، افزایش ابتدا در سهمیه‌های تولید و سپس در قیمت‌ها خواهد بود. وقتی ذخیره‌سازی دوباره شروع به افزایش کند، سهمیه‌های تولید به حداقل تعیین‌شده در آغاز کاهش خواهد یافت.

تخصیص سهمیه‌های تولید یکی از دشوارترین مشکلات است. سهمیه‌های اولیه باید بر اساس نیازهای مالی غیرقابل کاهش کشورهای involved تعیین شود؛ به‌طوری که با افزایش میزان تولید جهانی، تخصیص میزان افزایش یافته باید بیشتر بر اساس ظرفیت تولید بلااستفاده، اندازه ذخایر و نرخ افزایش یا کاهش ذخایر هدایت شود. برای مثال، سهمیه عربستان باید بیشتر از سهمیه الجزائر یا ونزوئلا باشد. حتی اگر فرمولی توسعه یابد، عنصر بزرگ قضاوت اختیاری در اینجا وجود خواهد داشت.

در نهایت، با استفاده کامل‌تر از ظرفیت تولید، عدم تمایل تولیدکنندگان فردی به افزایش سهمیه‌شان می‌تواند به‌عنوان مکانیسم محرک برای افزایش قیمت‌ها عمل کند. باز هم، در اینجا نیز یک عنصر قضاوت وجود خواهد داشت.

تخصیص سهمیه‌های مصرف نسبت به این مسئله بسیار ساده‌تر خواهد بود: برآوردها با استفاده از اعداد مصرف واقعی می‌توانند به‌عنوان مبنای کار استفاده شوند.

برای اعمال اختیارات اختیاری، به مقام و قدرت نیاز است. نحوه تشکیل این مقام و تقسیم حقوق رأی، دشوارترین سؤال خواهد بود. این مسئله تنها با مذاکره سخت قابل حل است و نتیجه آن انعکاسی از قدرت چانه‌زنی و مهارت‌های چانه‌زنی طرفین خواهد بود.

بدون شک، تغییر عمده‌ای در قدرت از کشورهای تولیدکننده نفت به کشورهای صنعتی اتفاق خواهد افتاد. این تغییر تنها زمانی مناسب است که اوپک از سقوط نجات پیدا کند. من معتقدم که سقوط اوپک پیامدهای فاجعه‌باری خواهد داشت که باید به هر طریق ممکن از آن جلوگیری شود. یکی از دلایل عمده‌ای که از طرح جامع مطرح‌شده در اینجا حمایت می‌کند، این است که کشورهای صنعتی می‌توانند حداکثر بهره‌برداری را از توسعه‌ای که در هر صورت باید در آن شرکت کنند، به دست آورند. میزان سود آن‌ها به مهارت، شجاعت و همبستگی آن‌ها بستگی دارد. طرح مطرح‌شده در اینجا به مراتب بیشتر از ترمیم اوپک مفید خواهد بود.

نفع نهایی این طرح به نحوه استفاده از وجوهی که در تسهیلات خاص صندوق بین‌المللی پول جمع‌آوری می‌شود، بستگی دارد. این مقادیر بسیار بزرگ هستند: بزرگ‌تر از جمع‌آوری بدهی‌های بین‌المللی در اوج خود؛ حتی زمانی که ذخیره‌سازی متوقف شود، همچنان بسیار بزرگ خواهند ماند. این وجوه باید برای تأمین مالی یک طرح بازسازی جهانی برای بدهی‌های حاکمیتی کافی باشد.

وجوه مسدود شده که در صندوق بین‌المللی پول نگهداری می‌شوند باید به‌دقت مدیریت شوند. این امر مستلزم حفظ

حساب‌های در حال حرکت خواهد بود و وظایف و اختیارات خود را برای خود کشورهای تولیدکننده تعیین خواهد کرد.

در نهایت، باید دقت کنیم که اراده سیاسی از بالا حمایت شود. تنها در این صورت است که ما می‌توانیم به‌دنبال تحولی بزرگ در این بازار باشیم. همکاری بین‌المللی بر اساس منافع متقابل باید پایدار و قابل قبول باشد. این اصل باید به‌عنوان پایه‌گذار هر توافقی پذیرفته شود، زیرا نتایج اجتماعی آن به‌طور مستقیم بر روی تمامی طرفین تأثیر می‌گذارد.

طرح فوق باید با توجه به شرایط جدید بازنگری شود. هم قیمت مبنا و هم اندازه مالیات باید به طور قابل توجهی پایین‌تر از اعداد ذکر شده در بالا باشد، که این موضوع نشان‌دهنده کاهش سودهای انحصاری اوپک از زمان تدوین این طرح است. من تمایلی به صرف انرژی برای بازنگری این طرح ندارم، زیرا می‌دانم که با توجه به پیش‌فرض‌های موجود، کاملاً غیرواقعی است. هر نوع طرح ذخیره‌سازی به سرعت مورد تمسخر قرار خواهد گرفت و این رد کردن هم با توجه به تاریخچه طرح‌های ذخیره‌سازی موجه خواهد بود. اما می‌توان این بحث را به نوعی دیگر مطرح کرد: آیا تجربه با مکانیزم بازار بهتر است؟ نگاهی به تاریخ نفت بیندازید. تنها دوره‌های ثبات زمانی بوده‌اند که عرضه

مازاد وجود داشته و یک سیستم کارتل‌گونه در حال اجرا بوده است. سه دوره از این دست وجود داشته است: اول، انحصاری که شرکت Standard Oil ایجاد کرده بود؛ دوم، سیستم سهمیه تولید که توسط Texas Railroad Commission اعمال می‌شد؛ و سوم، اوپک. هر یک از این دوره‌ها با آشفتگی آغاز و پایان یافته است.

اگر به نوعی طرح تثبیت نیاز باشد، آیا باید این کار به تولیدکنندگان واگذار شود؟ آیا کشورهای مصرف‌کننده که منافع حیاتی آن‌ها تحت تأثیر قرار می‌گیرد، نباید در این ترتیبات دخالت کنند؟ زمانی که قدرت این استدلال مورد توجه قرار گیرد، وقت آن خواهد بود که طرح را از کشو بیرون بیاوریم.

یک ارز بین‌المللی

وقتی ایده‌ی طرح ذخیره‌سازی برای نفت پذیرفته شود، قدم بعدی به سوی ایجاد یک ارز بین‌المللی پایدار نسبتاً کوتاه خواهد بود. واحد حساب‌رسی بر مبنای نفت خواهد بود. قیمت نفت به‌واسطه‌ی طرح ذخیره‌سازی پایدار خواهد ماند، اگرچه ممکن است ارزش آن به لحاظ کالاها و خدمات دیگر به تدریج افزایش یابد، اگر و زمانی که تقاضا از عرضه پیشی بگیرد. به عبارت دیگر، ارزهای ملی به تدریج در برابر ارز بین‌المللی کاهش ارزش خواهند یافت.

آژانس جدید اعتبار بین‌المللی، نفت را به عنوان واحد حساب خود استفاده خواهد کرد. از آنجا که وام‌های آن در برابر تورم محافظت شده‌اند، می‌توانند نرخ بهره‌ی پایینی، مثلاً ۳ درصد، داشته باشند. تفاوت بین نرخ بهره دریافتی (۳ درصد) و نرخ بهره پرداختی بر روی حساب‌های مسدود شده می‌تواند برای آزاد کردن این حساب‌ها استفاده شود. با کاهش حساب‌های مسدود شده، آژانس اعتبار سرمایه خود را افزایش می‌دهد.

این آژانس می‌تواند با اختیاراتی که معمولاً به یک بانک مرکزی تعلق دارد، تأسیس شود. این آژانس می‌تواند عرضه پول در سطح جهانی را با انتشار تعهدات کوتاه‌مدت و بلندمدت خود تنظیم کند و نقشی قوی در تنظیم حجم ارزهای ملی به لحاظ واحد حساب خود ایفا کند. همچنین می‌تواند وظایف نظارتی مختلفی که بانک‌های مرکزی انجام می‌دهند را به عهده بگیرد. واحد حساب آن به عنوان یک ارز بین‌المللی محسوب خواهد شد.

وام‌های تجاری نیز می‌توانند به ارز بین‌المللی تخصیص یابند. در نهایت، ارز مبتنی بر نفت می‌تواند دلار و دیگر ارزهای ملی را در تمام انواع معاملات مالی بین‌المللی جایگزین کند. انتقال این ارز باید به‌دقت سازمان‌دهی شود و چارچوب نهادین آن توسعه یابد. اینجا جایی نیست که من بخواهم یک طرح جامع طراحی کنم، اما واضح است که یک ارز مبتنی بر نفت می‌تواند تأثیرات سفته‌بازانه را از انتقالات سرمایه بین‌المللی حذف کند.

سوالی که باقی می‌ماند این است که آیا تأسیس چنین ارزی برای همه طرف‌های مربوطه قابل قبول خواهد بود یا خیر. ایالات متحده، به‌ویژه، اگر دلار دیگر ارز بین‌المللی اصلی نباشد، چیزهای زیادی را از دست می‌دهد. یکی از این مسائل این است که کشور میزبان ارز ذخیره در موقعیت مطلوبی برای ارائه خدمات مالی به باقی جهان قرار دارد. مهم‌تر اینکه، ایالات متحده در حال حاضر تنها کشوری است که می‌تواند مقادیر نامحدودی از ارز خود را قرض کند. اگر دلار با یک ارز بین‌المللی جایگزین شود، ایالات متحده می‌تواند به قرض‌گیری ادامه دهد، اما ملزم خواهد بود که بدهی‌اش را به‌طور کامل بازپرداخت کند. در حال حاضر، این در توان دولت ایالات متحده است که ارزش بدهی خود را تحت تأثیر قرار دهد و تقریباً نتیجه‌ی مشخصی است که بدهی‌ها هنگام بازپرداخت، کمتر از زمانی که ایجاد شده‌اند، ارزش خواهند داشت.

محدودیت‌هایی وجود دارد برای تمایل باقی جهان به تأمین مالی کسری بودجه ایالات متحده و ممکن است ما در حال نزدیک شدن به این محدودیت‌ها باشیم. اما به عنوان مثال، ژاپنی‌ها به نظر می‌رسند که حتی با علم به اینکه هرگز به‌طور کامل بازپرداخت نخواهند شد، از تأمین مالی ایالات متحده راضی هستند، زیرا این راهی است که ژاپن می‌تواند به "شماره یک" در جهان تبدیل شود. ژاپن در حال حاضر نقش ایالات متحده به عنوان تأمین‌کننده اصلی سرمایه به باقی جهان را بر عهده گرفته است و تنها یک سوال زمان است که قبل از آن ین

(Yen) به عنوان ارز ذخیره اصلی شناخته شود. این انتقال احتمالاً با بسیاری از آشفتگی‌ها و اختلالات همراه خواهد بود، همان‌طور که انتقال از پوند استرلینگ به دلار در دوره‌ی بین جنگ‌ها بوده است.

معرفی یک ارز بین‌المللی می‌تواند از این آشفتگی جلوگیری کند. علاوه بر این، این امر به متوقف کردن زوال اقتصادی ایالات متحده که در حال حاضر در حال وقوع است، کمک خواهد کرد. ما دیگر نمی‌توانیم بدهی خارجی را با شرایط مساعد انباشت کنیم؛ بنابراین مجبور خواهیم بود که اوضاع خود را ساماندهی کنیم. سوال این است که آیا دولت ما بینش لازم را دارد و آیا مردم ما اراده‌ای برای قبول انضباطی که یک ارز بین‌المللی تحمیل می‌کند، دارند یا خیر. صرف‌نظر از اعتبار با شرایط آسان تنها در صورتی منطقی است که ما مصمم به قرض‌گیری کمتر باشیم. این بدان معناست که ما باید هم کسری بودجه و هم کسری تجاری خود را کاهش دهیم. در اینجا است که سوالات اصلاحات سیستمی و سیاست اقتصادی به هم گره می‌خورند.

در مورد تجارت، دو راه جایگزین وجود دارد. یکی این است که از طریق اقدامات حمایتی، واردات را خارج کنیم و دیگری این است که صادرات خود را افزایش دهیم. حمایت‌گرایی یک دستورالعمل برای فاجعه است. این امر به ورشکستگی کامل کشورهای با بدهی سنگین منجر می‌شود و به فروپاشی سیستم مالی بین‌المللی خواهد انجامید. حتی در غیاب فاجعه مالی، حذف مزیت‌های نسبی باعث کاهش قابل توجه سطح زندگی در

سراسر جهان خواهد شد. از سوی دیگر، دشوار است که ببینیم چگونه می‌توان صادرات را به‌طور قابل توجهی افزایش داد بدون اینکه اصلاحات سیستمی انجام شود. اصلاحات بدهی می‌تواند قدرت خرید کشورهای بدهکار را افزایش دهد و اصلاحات پولی ثباتی را فراهم کند که برای یک روند سازگاری موفق در ایالات متحده ضروری است.

می‌توان ادعا کرد که بی‌ثباتی مالی بیش از حد به ساختار اقتصاد ایالات متحده آسیب جدی وارد می‌کند. دارایی‌های واقعی نمی‌توانند به اندازه دارایی‌های مالی به تغییرات کلان اقتصادی پاسخ دهند؛ بنابراین، تمایل زیادی برای تبدیل دارایی‌های واقعی به فرم مالی وجود دارد. این انتقال خود عاملی مهم در تضعیف اقتصاد "واقعی" است. وقتی ما بررسی می‌کنیم که دارایی‌های مالی چگونه استفاده می‌شوند، یک اندازه‌گیری واقعی از ویرانی که رخ داده به دست می‌آید. بخش عمده‌ای از دارایی‌ها در کسری بودجه فدرال، وام به کشورهای با بدهی سنگین و خریدهای اهرمی درگیر است. "سرمایه واقعی" در حال حاضر در حال کاهش است. این موضوع آنچنان فاجعه‌بار نخواهد بود اگر بتوانیم بر روی یک جریان ثابت از درآمد از خارج حساب کنیم. اما کسری تجاری ما جزئی با خدمت به بدهی کشورهای در حال توسعه تأمین می‌شود که به گفته‌ی کم‌وبش، پرریسک است و همچنین جزئی با ورود سرمایه که ما نیز باید به‌نوبه خود خدمات بدهیم. نمی‌توان اغراق کرد که "اقتصاد واقعی" برای حفظ "اقتصاد مالی" قربانی می‌شود.

برای کاهش وابستگی‌مان به ورود سرمایه، باید با کسری بودجه مقابله کنیم. جذاب‌ترین چشم‌انداز از نظر من، یک توافق‌نامه خلع سلاح با اتحاد جماهیر شوروی با شرایط مساعد است. دوره‌ی هزینه‌های سنگین دفاعی در دوران ریاست‌جمهوری ریگان می‌تواند به‌عنوان یک شرط‌بندی بزرگ توجیه شود که نتیجه داده است: دایره امپراتوری جای خود را به یک ساختار پایدارتر خواهد داد که در آن کسری بودجه و کسری تجاری ما به توازن نزدیک‌تر است.

ژاپنی‌ها البته می‌توانند به تولید بیشتر از مصرف خود ادامه دهند. هیچ دلیلی وجود ندارد که مانع آن‌ها از تبدیل شدن به قدرت اقتصادی اول جهان شود، به شرطی که حاضر باشند پس‌انداز کنند و سرمایه صادر کنند. اما افزایش ژاپن لازم نیست که با کاهش ایالات متحده همراه باشد؛ با کمک یک ارز بین‌المللی، دو قدرت اقتصادی پیشرو می‌توانند در کنار یکدیگر وجود داشته باشند.

پارادوکس اصلاحات سیستمی

من نه‌تنها خطوط کلی یک نظام مالی بین‌المللی قابل اجرا را ارائه داده‌ام، بلکه سیاست اقتصادی قابل اجرایی برای ایالات متحده را نیز تشریح کرده‌ام. این بیشتر شبیه به یک طرح یا چشم‌انداز است که می‌تواند به‌گونه‌ای گسترش یابد که جنبه‌های دیگری را که در اینجا به آن‌ها اشاره نکرده‌ام، در بر بگیرد.

دو مشکل اساسی وجود دارد؛ یکی انتزاعی و دیگری شخصی. مشکل انتزاعی به تمام تلاش‌ها برای اصلاحات سیستمی مربوط می‌شود. با توجه به درک نادرست ما، آیا در اصلاحات سیستمی تناقضی وجود ندارد؟ چگونه می‌توانیم امیدوار باشیم که سیستمی با سازگاری داخلی طراحی کنیم؟ مشکل شخصی به تنفر من از بوروکراسی مربوط است؛ ایجاد یک بانک مرکزی بین‌المللی، به بوروکراسی غیرقابل اجتناب منجر خواهد شد.

به عقیده من، تناقض اصلاحات سیستمی نادرست است، اما باید به آن پرداخته شود. تنها در صورتی که بتوانیم خواستار راه‌حل‌های دائمی و کامل باشیم، این تناقض اعتبار خواهد داشت. اما از آنجا که درک ما نادرست است، راه‌حل‌های دائمی و کامل در دسترس نیستند. زندگی موقتی است؛ تنها مرگ دائمی است. اینکه چگونه زندگی می‌کنیم، تفاوت زیادی ایجاد می‌کند؛ راه‌حل‌های موقتی بسیار بهتر از هیچ چیز نیستند.

وسوسه‌ای بزرگ وجود دارد که بر روی راه‌حل‌های دائمی اصرار کنیم. برای درک منبع این وسوسه، باید به معنای زندگی و مرگ توجه کنیم. ترس از مرگ یکی از عمیق‌ترین احساسات انسانی است. ما ایده مرگ را کاملاً غیرقابل قبول می‌دانیم و به هر رشته‌ای چنگ می‌زنیم تا از آن فرار کنیم. تلاش برای دستیابی به دائمی و کامل بودن، یکی از راه‌هایی است که ما سعی می‌کنیم از مرگ فرار کنیم. این یک فریب است. دور از اینکه از ایده مرگ فرار کنیم، ما آن را در آغوش می‌کشیم: دائمی و کامل بودن، همان مرگ است.

مدت‌ها درباره معنای زندگی و مرگ فکر کرده‌ام و به فرمولی رسیده‌ام که برای خودم رضایت‌بخش بوده است. این را در اینجا خلاصه می‌کنم، اگرچه می‌دانم که ممکن است برای دیگران به اندازه من معنی نداشته باشد. کلید این است که بین واقعیت مرگ و ایده مرگ تمایز قائل شویم. واقعیت مرگ به واقعیت زندگی مرتبط است، در حالی که ایده مرگ در تضاد با ایده آگاهی است. آگاهی و مرگ سازگار نیستند؛ اما زندگی و مرگ چنین نیستند. به عبارت دیگر، واقعیت مرگ نباید به اندازه ایده آن ترسناک باشد.

ایده مرگ overpowering است: از نظر مرگ، زندگی و همه چیز مرتبط با آن اهمیت خود را از دست می‌دهد. اما ایده مرگ تنها یک ایده است و ارتباط بین واقعیت‌ها و ایده‌ها کامل نیست. اشتباه است که ایده و واقعیت را یکی بدانیم. از نظر واقعیت‌ها، واقعیت روشن و حاضر این است که ما زنده‌ایم. مرگ به‌عنوان یک واقعیت در دوردست قرار دارد، اما وقتی به آن برسیم، دیگر مانند ایده‌ای که اکنون داریم نخواهد بود. به عبارت دیگر، ترس ما از مرگ احتمالاً به تأیید واقعیت نخواهد رسید.

در اندیشیدن به زندگی و مرگ، ما انتخابی داریم: می‌توانیم زندگی یا مرگ را به‌عنوان نقطه شروع خود در نظر بگیریم. این دو متقابل نیستند: هر دو باید به‌عنوان واقعیت و به‌عنوان یک فکر مورد توجه قرار گیرند. اما دیدگاهی که انتخاب می‌کنیم معمولاً به یکی از آن‌ها تمایل دارد. گرایش ما بر همه جنبه‌های

تفکر و وجود ما تأثیر می‌گذارد. برخی از تمدن‌ها، مانند تمدن مصریان، به‌نظر می‌رسد که به پرستش مرگ پرداخته‌اند؛ در حالی که در دیگر تمدن‌ها، مانند یونانیان، حتی جاودانه‌ها نیز به‌نظر می‌رسد زندگی عادی را می‌گذرانند. در اکثر موارد، این دو دیدگاه در تضاد هستند و تعامل بین آن‌ها تاریخ را شکل می‌دهد. تضاد بین معنوی و دنیوی در مسیحیت مثالی از این است. در حال حاضر این درام در اتحاد جماهیر شوروی دوباره به تصویر کشیده می‌شود، جایی که خواسته‌های ایدئولوژی کمونیستی با نیازهای قدرت نظامی و کارایی اقتصادی دشوار است که به توافق برسند.

تضاد گرایش‌ها می‌تواند به روش‌های بسیار زیرکانه‌تری بروز کند. بنابراین، ما می‌توانیم نگرش‌های متفاوتی نسبت به تنظیمات اقتصادی داشته باشیم. یک دیدگاه این است که تنظیمات بی‌فایده هستند زیرا موجب ایجاد انحرافاتی می‌شوند که اگر به حال خود رها شوند، در نهایت به شکست سیستم منجر می‌شود. این دیدگاه به‌طرز قوی‌ای با این استدلال تقویت می‌شود که مکانیزم بازار، اگر به حال خود رها شود، به سمت تعادل میل می‌کند. دیدگاه متضاد این است که نه بازار و نه تنظیمات نمی‌توانند به کمال دست یابند. بازارها خیلی ناپایدارند و تنظیمات خیلی سخت‌گیرند. بازارها نیاز به تنظیم دارند، اما تنظیمات نیز نمی‌توانند به حال خود رها شوند: آن‌ها دائماً نیاز به بازبینی دارند. این حقیقت که هیچ سیستمی کامل نیست، دلیلی بر عدم تلاش برای کامل‌سازی سیستم نیست. به عنوان

مثال، بریتون وودز: این که در نهایت شکست خورد، واقعیت را تغییر نمی‌دهد که این سیستم پایه‌گذار یک ربع قرن شکوفایی بوده است.

وقتی به انتخاب بین این دو نگرش می‌رسیم، من به وضوح به نفع زندگی و ساختارهای موقتی و ناپایدار که می‌توانیم در آن ایجاد کنیم، هستم. اگرچه من از اصلاح جامع نظام مالی حمایت می‌کنم، هیچ توهمی ندارم که سیستم جدید از سیستم‌های قبلی بی‌نقص‌تر یا دائمی‌تر خواهد بود. برعکس: من جستجوی دائمی و کمال را به‌عنوان یک توهم می‌دانم. مشکل در یک سیستم خوب عمل‌کننده این است که ما را به آرامش می‌کشاند. این همان چیزی است که برای بریتون وودز اتفاق افتاد و اگر ما سیستم بعدی را بیش از حد خوب طراحی کنیم، این نیز برای آن خواهد افتاد.

این من را به مشکل شخصی که با اصلاحات سیستمی دارم می‌رساند. سیستم‌ها توسط بوروکرات‌ها اداره می‌شوند و من به‌طور غریزی از ذهنیت بوروکراتیک نفرت دارم. در حمایت از یک نظام مالی بین‌المللی با تنظیم بیشتر، به‌نظر می‌رسد که چیزی را خواستار هستم که از آن متنفرم.

این مشکل واقعی است. ویژگی متمایز هر بوروکراسی تلاش آن برای خودنگهداری است. هر سیستم در معرض خطر این است که در دست بوروکراسی که آن را اداره می‌کند، متحجر شود. این برای مسیحیت و همچنین کمونیسم صدق می‌کند. دست مرده

بوروکراسی سخت است که از آن فرار کنیم. مائو تسه‌تونگ سعی کرد این کار را با برانگیختن انقلاب فرهنگی انجام دهد و عواقب آن فاجعه‌آمیز بود.

اما این مشکل غیرقابل حل نیست. وقتی بوروکرات‌ها مسئول یک بازار هستند، اقدام بازار باعث می‌شود که بوروکرات‌ها به‌هوش بمانند. تجربه نشان می‌دهد که بانک‌های مرکزی یکی از انعطاف‌پذیرترین، نوآورانه‌ترین و کارآمدترین نهادها هستند. دلیل این امر این است که بازار معیاری را ارائه می‌دهد که می‌توان بر اساس آن نتایج اقدامات آن‌ها را ارزیابی کرد. آن‌ها ممکن است تحت تأثیر ایدئولوژی‌های نادرست قرار گیرند، درست مانند هر کس دیگری، اما وقتی یک سیاست کار نمی‌کند، نمی‌توانند متوجه آن نشوند. به‌عنوان مثال، فدرال رزرو در سال 1979 موضع پولی را اتخاذ کرد، اما در اوت 1982 آن را رها کرد. به همین ترتیب، صندوق بین‌المللی پول با مجموعه‌ای نسبتاً سختگیرانه از نسخه‌ها در برابر کشورهای به شدت بدهکار عمل می‌کرد، اما به‌تدریج مجبور به رها کردن فرمولی شد که کار نمی‌کند. بانک‌های مرکزی اغلب به‌خاطر پیروی از سیاست‌های نادرست مورد انتقاد قرار می‌گیرند؛ اما همین واقعیت که شکست‌ها قابل اثبات هستند، یک انضباط قوی را فراهم می‌کند. علاوه بر این، بانک‌های مرکزی در مدیریت بحران‌ها به‌طور شگفت‌انگیزی سریع عمل می‌کنند، زیرا برای آن‌ها مهم است که به بازار اطمینان دهند.

درست مانند فدرال رزرو، می‌توان به مؤسسه‌ای که طراحی می‌کنیم فشار آورد. این بدان معنا نیست که از تصحیح نیازها صرف‌نظر کنیم؛ بلکه صرف‌نظر از این که چه نظامی را در نظر داریم، تغییر و تحول در آن عادی خواهد بود. عدم تعهد به تثبیت دائمی یک سیستم، به این معنی است که ما می‌توانیم انعطاف‌پذیری در ساختار و اصلاحات را در پیش بگیریم.

با این حال، ما باید مراقب ایدئولوژی‌ها باشیم. ایدئولوژی‌ها تمایل به خودنگهداری و ناپایداری دارند. این به‌خوبی در استالینیزم و نازیسم دیده می‌شود. ایدئولوژی‌ها با مفاهیم ثابت و اصول دگماتیک عمل می‌کنند که آن‌ها را از واقعیت زندگی دور می‌کنند. در نتیجه، آن‌ها به یک طرف می‌چرخند. تغییر ناپایدار و آشفته و گریز از واقعیت‌ها، تنها در صورت درگیر بودن با ایدئولوژی‌ها به‌وجود می‌آید.

من به طراحی یک نظام مالی بین‌المللی، که هر کسی می‌تواند بر اساس آن محاسبه کند، امیدوارم. چنین سیستمی به شرطی که با موازین انسانی همخوان باشد، می‌تواند فایده‌مند باشد. این طراحی به‌عنوان شروعی برای فکر کردن به آینده می‌تواند کارساز باشد. ما نباید فراموش کنیم که حتی در شرایط بحرانی، زندگی در حال تغییر و تحول است و برای نجات خود به سمتی حرکت می‌کنیم که مناسب آن است.

سقوط سال ۱۹۸۷

کاهش ارزش بازار سهام در سال 1987 یک رویداد تاریخی با اهمیت بسیار بالاست. برای مقایسه، باید به سقوط‌های 1929، 1907 یا 1893 رجوع کرد. در بسیاری از جنبه‌ها، مقایسه با سال 1929 بیشتر قابل توجه است، زیرا این واقعه به‌خوبی شناخته شده است. اما در مقایسه با آن، باید مراقب بود که خود سقوط را با پیامدهای آن اشتباه نگیریم. در سقوط 1929، بازار سهام نیویورک حدود 36% سقوط کرد؛ این رقم تقریباً با زیان‌هایی که در سال 1987 رخ داد، برابر است. پس از این سقوط، سهام تقریباً نیمی از زیان‌های خود را جبران کردند و سپس در یک بازار نزولی طولانی‌مدت بین سال‌های 1930 تا 1932، دوباره 80% دیگر کاهش یافتند. این بازار نزولی که با رکود بزرگ همراه بود، تأثیر عمیقی بر ذهن عمومی گذاشت. به همین دلیل که این موضوع به‌خوبی به یاد سپرده شده، می‌توانیم مطمئن باشیم که تاریخ دوباره تکرار نخواهد شد. واکنش فوری دولت به این سقوط نیز این ادعا را تأیید می‌کند. پس از سقوط 1929، مقامات پولی اشتباه بزرگی مرتکب شدند و نتوانستند نقدینگی کافی را تأمین کنند؛ در مورد کنونی، آن‌ها مرتکب اشتباه متفاوتی خواهند شد. بر اساس واکنش اولیه آن‌ها، خطر این است که برای جلوگیری از رکود، ثبات دلار را تحت تأثیر قرار دهند، حداقل در سال انتخاباتی.

از نظر فنی، سقوط 1987 شباهت عجیبی به سقوط 1929 دارد. شکل و میزان کاهش و حتی حرکات روزانه قیمت سهام به‌طرز نزدیکی مشابه هستند. تفاوت اصلی این است که در سال 1929، اولین اوج فروش در عرض چند روز با اوج دومی همراه بود که بازار را به سطح پایین‌تری کشاند. در سال 1987، اوج دومی رخ نداد و حتی اگر بازار در آینده به نقاط پایین‌تری برسد، الگو متفاوت خواهد بود. این تفاوت گواهی بر عزم مقامات برای عدم تکرار اشتباهات 1929 است. در مراحل اولیه سقوط، رئیس‌جمهور ریگان به‌طرز شگفت‌انگیزی شبیه رئیس‌جمهور هوور به‌نظر می‌رسید، اما تا زمان کنفرانس مطبوعاتی‌اش در روز پنجشنبه، 22 اکتبر، به‌خوبی آموزش دیده بود تا از این شباهت پرهیز کند.

سقوط 1987 به‌طرز غیرمنتظره‌ای همانند سقوط 1929 اتفاق افتاد. آگاهی عمومی از اینکه رونق جهانی ناپایدار و غیرقابل استمرار است، وجود داشت، اما تعداد کمی از مردم زمان دقیق آن را درست پیش‌بینی کردند. من نیز به‌بدی گرفتار شدم. مطمئن بودم که سقوط از ژاپن شروع خواهد شد؛ که این یک اشتباه گران‌قیمت بود.

با نگاه به گذشته، بازسازی توالی وقایعی که به سقوط منجر شد، آسان است. رونق اقتصادی از نقدینگی تغذیه می‌شد و کاهش نقدینگی پیش‌نیازهای سقوط را ایجاد کرد. از این لحاظ، سال 1987 نیز به سال 1929 شباهت دارد: سقوط 1929 با افزایش نرخ‌های پول کوتاه‌مدت همراه بود.

چگونگی کاهش نقدینگی در سال 1987 پرسشی پیچیده‌تر است که نمی‌توان به آن بدون تحقیق گسترده پاسخ قاطعی داد. یک چیز روشن است: توافق برای دفاع از دلار نقش حیاتی ایفا کرد. در چند ماه اول پس از توافق لور، دلار از طریق مداخله استریل‌شده (sterilized intervention) محافظت می‌شد؛ به این معنا که اجازه داده نمی‌شد نرخ‌های داخلی تحت تأثیر قرار گیرند. وقتی بانک‌های مرکزی متوجه شدند که باید دلارهای بیشتری نسبت به آنچه تمایل دارند خریداری کنند، تاکتیک‌های خود را تغییر دادند. پس از دیدار ناکاسونه (Nakasone) از واشنگتن در 29 آوریل تا 2 مه 1987، آن‌ها اجازه دادند تفاوت نرخ بهره (interest rate differential) به سطحی گسترش یابد که بخش خصوصی مایل به نگهداری دلار باشد؛ در واقع، آن‌ها مداخله را "خصوصی‌سازی" (privatization) کردند.

اما هنوز مشخص نیست که آیا مداخله استریل‌شده یا غیر استریل‌شده به کاهش نقدینگی منجر شد. مداخله استریل‌شده مقادیر زیادی دلار را به خزانه‌های بانک‌های مرکزی منتقل کرد و احتمالاً فدرال رزرو (Federal Reserve) در تزریق معادل این مقادیر به بازار پول داخلی ناکام ماند. در این صورت، اثر آن با تأخیری چندماهه احساس می‌شد. به‌طور جایگزین، ممکن است مقامات پولی در ژاپن و آلمان نسبت به پیامدهای تورمی مداخله غیر استریل‌شده (unsterilized intervention) احساس نگرانی کرده و تلاش کردند تا عرضه پول داخلی خود را محدود کنند که به افزایش نرخ‌های بهره جهانی منجر شد.

من توضیح دوم را ترجیح می‌دهم، اگرچه نمی‌توانم احتمال اینکه توضیح اول نیز یک عامل مؤثر بوده باشد را رد کنم. آلمان‌ها به‌خوبی شناخته شده‌اند که تمایل قوی به ضد تورمی دارند. ژاپنی‌ها عملی‌تر هستند و واقعاً پس از بازگشت ناکاسونه به توکیو اجازه دادند نرخ‌های بهره کاهش یابد. اما وقتی متوجه شدند که سیاست پول آسان (easy monetary policy) فقط به تقویت سفته‌بازی ناپایدار در دارایی‌های مالی، از جمله زمین، می‌انجامد، به فکر دوم افتادند. آن‌ها سعی کردند رشد عرضه پول داخلی ژاپن و وام‌های بانکی را کاهش دهند؛ اما در آن زمان، سفته‌بازی خارج از کنترل بود. حتی پس از اینکه بانک مرکزی ژاپن شروع به محدود کردن عرضه پول کرد، بازار اوراق قرضه همچنان به اوج خود ادامه داد و بازده اوراق قرضه Coupon #89 به تنها 2.6% در ماه مه رسید، قبل از اینکه بازار اوراق قرضه در سپتامبر 1987 سقوط کند.

سقوط بازار اوراق قرضه ژاپن اولین مورد در توالی وقایعی بود که در تاریخ به‌عنوان سقوط 1987 شناخته می‌شود. در سپتامبر، موقعیت‌های بلند سفته‌بازی بزرگی در قراردادهای آتی (futures contracts) وجود داشت که نمی‌توانستند نقد شوند. هج کردن (hedging) منجر به سقوط قراردادهای آتی دسامبر شد و بازده اوراق قرضه Coupon #89 به بیش از 6% قبل از رسیدن به نقطه پایانی افزایش یافت. من فکر می‌کردم که این سقوط به بازار سهام نیز منتقل خواهد شد، که از بازار اوراق قرضه حتی بیش از حد ارزیابی شده بود، اما اشتباه کردم. در واقع، پول

سفته‌باز از اوراق قرضه به سهام منتقل شد تا ضررها جبران شود. به همین دلیل، بازار سهام ژاپن در اکتبر به اوج‌های جدید کوچکی رسید.

پیامدها برای بقیه دنیا وخیم‌تر بود. بازار اوراق قرضه دولتی (government bonds) در این کشور به خریدهای ژاپنی وابسته شده بود. زمانی که ژاپنی‌ها به فروشندگان تبدیل شدند، حتی در مقادیر نسبتاً کوچک، بازار اوراق قرضه ما دچار کاهش شد که فراتر از هر تغییری بود که توسط اصول اقتصادی توجیه شود. بدون شک اقتصاد ما تا حدودی قوی‌تر از آنچه پیش‌بینی شده بود، اما این قدرت در تولید صنعتی بود و نه در تقاضای نهایی. قیمت‌های کالا در حال افزایش بودند و انباشت موجودی (inventory accumulation) را تشویق می‌کردند و شبح تورم را به وجود می‌آوردند. ترس از تورم بیشتر یک توجیه برای کاهش در اوراق قرضه بود تا علت اصلی آن؛ با این حال، این ترس به تقویت روند نزولی در بازار اوراق قرضه کمک کرد.

ضعف در اوراق قرضه فاصله بین قیمت‌های اوراق و سهام را که از پایان سال 1986 در حال توسعه بود، افزایش داد. چنین فاصله‌ای می‌تواند به‌طور نامحدود ادامه یابد، همانطور که در دهه 1960 اتفاق افتاد، اما با گسترش آن، شرایط پیش‌نیازهایی برای معکوس شدن در آینده ایجاد می‌شود. زمان دقیق این معکوس شدن به هم‌پیوستگی سایر رویدادها بستگی دارد. در این مورد، ملاحظات سیاسی نقش عمده‌ای ایفا کردند: رئیس‌جمهور ریگان درخشش خود را از دست داده و انتخابات

نزدیک بودند. عامل تعیین‌کننده فشار مجدد بر دلار بود؛ و ناپایداری‌های داخلی بازار سهام کاهش را به یک فروپاشی تبدیل کردند.

اولین نشانه شکست وقتی بود که یک "گورو" معروف و پرطرفدار، رابرت پرکتر، پیش‌بینی کرد که قیمت سهام به‌طور عمومی به خط میانه در سال 1988 کاهش خواهد یافت. این نوع پیش‌بینی به‌عنوان سیگنالی برای سهامداران عمل کرد که فروپاشی نیز ممکن است. با این حال، در مقایسه با بازارهای بی‌ثباتی که در روز چهارشنبه، 21 اکتبر، به وقوع پیوست، این تنها یک نشانه اولیه بود. انتظار تکرار وقایع قبلی سه هفته را، از جمله یک وقفه کوتاه‌مدت در تاریخ هفتم اکتبر، بر افکار عمومی حاکم کرد.

روز 19 اکتبر، بازار سهام پس از کاهش ارزش، برای اولین بار در یک صبح جمعه منفی به فروش رفت. در روز دوشنبه، 19 اکتبر، سهام 22% دیگر کاهش یافت و به دلایل غیرقابل پیش‌بینی، بازاری را ایجاد کرد که با هم‌پیوستگی وحشت غیرقابل توصیفی روبه‌رو بود. در دو روز بعدی، 500 میلیون سهم به فروش رسید. این بازار به کاهش بیشتری ادامه داد و برای اولین بار به سطح غیرقابل تصوری رسیده بود. فروش بدون هیچ‌گونه توضیحی رخ داد. اینکه پول‌ها به کجا منتقل شده‌اند تا حدودی گیج‌کننده است، و هیچ سیگنال واضحی درباره اینکه چه چیز تغییر کرده وجود ندارد. به‌طور طبیعی، فروش بیشتر از آنچه منطقی بود احساس می‌شد، اما هیچ چیزی جز حس فزاینده‌ای که از

سطوح قیمتی پایین‌تر در بازار سهام احساس می‌شد، وجود نداشت. در این راستا، هم عوامل داخلی و هم خارجی ایجادکننده بحران بودند، و مشکلات اقتصادی در هر دو طرف اقیانوس اطلس و در بسیاری از کشورها وجود داشت.

در مورد میزان توهمات در سال 1987، بی‌اعتمادی حاکم است و با توجه به اینکه بسیاری از نتایج نامناسب دلیلی برای تردید در اتخاذ سیاست‌های پولی و مالی از سوی مقامات به‌حساب می‌آید، فرایند تصحیح طولانی‌مدت به‌طور حتمی ادامه خواهد یافت. در این حالت، دلیلی برای فرض این است که آگاهی از این موضوع که مالیات‌ها به سطح جدیدی رسیده و نخواهد رفت، ادامه دارد و در عین حال، قیمت‌های سهام به کاهش خود ادامه خواهند داد. در نهایت، با توجه به میزان در هم تنیدگی بازار سهام جهانی، قیمت‌های سهام در سال‌های آتی به شکل شگفت‌انگیزی به سطح جدیدی خواهند رسید.

بیمه پرتفوی، نوشتن گزینه‌ها و سایر ابزارهای دنبال‌کننده روند به‌طور اصولی به شرکت‌کنندگان اجازه می‌دهد تا ریسک خود را محدود کنند، در حالی که در عین حال ناپایداری سیستم را افزایش می‌دهند. در عمل، این سیستم به فرد اجازه نمی‌دهد که بدون آسیب از فروپاشی خارج شود. بازار دچار بی‌نظمی می‌شود، وحشت آغاز می‌گردد و نقد شدن اجباری وثیقه، ارزش‌های بازار را تحت فشار بیشتری قرار می‌دهد.

سقوط در نیویورک تبعاتی برای سایر کشورها داشت و سقوط دیگر بازارها نیز بر نیویورک تأثیرگذار بود. لندن به‌عنوان یک بازار، آسیب‌پذیرتر از نیویورک بود و بازار سوئیس که معمولاً آرام است، حتی بدتر تحت تأثیر قرار گرفت. بدترین شرایط در هنگ‌کنگ بود، جایی که گروهی از سفته‌بازان در بازار آتی تلاش کردند تا برای مدت باقی‌مانده هفته، معاملات را در بورس معلق کنند تا بتوانند قیمت قراردادهای آتی را به‌طور غیرواقعی تنظیم کنند. این طرح شکست خورد و سفته‌بازان نابود شدند و بازار آتی به مداخله دولت نیاز داشت.

در طول هفته‌ای که بازار هنگ‌کنگ معلق بود، فشار فروش به سایر بازارهای استرالیا و لندن سرایت کرد. این فشار فروش تقریباً به مدت دو هفته بعد از دوشنبه سیاه ادامه یافت. در حالی که سایر بازارهای سهام همچنان رکوردهای جدیدی ثبت می‌کردند، بازار نیویورک از پایین‌ترین قیمت‌هایی که در اوج فروش اولیه ثبت شده بود، فراتر نرفت.

تنها بازاری که از سقوط در امان ماند، بازار ژاپن بود. در روز بعد از دوشنبه سیاه، یک وحشت یک‌روزه اتفاق افتاد که در آن قیمت‌ها بدون انجام معاملات زیادی به حداکثر رسید. (در ژاپن، تغییرات روزانه قیمت‌ها تحت مقررات خاصی محدود شده است.) سهام ژاپنی صبح روز بعد با تخفیف‌های بزرگی در لندن معامله شدند، اما تا زمانی که بازار ژاپن روز بعد باز شد، وزارت دارایی چند تماس تلفنی برقرار کرد و سفارشات فروش به‌طور معجزه‌آسا ناپدید شد. نهادهای بزرگ به‌عنوان خریداران تهاجمی

وارد عمل شدند و به همین دلیل، بازار بخش زیادی از زیان‌های روز قبل را جبران کرد. قیمت‌ها پس از وحشت بیشتر کاهش یافت و در زمان عرضه بزرگ نیپون تلکام و تلگراف، که شامل جمع‌آوری حدود 37 میلیارد دلار از عموم بود، به‌نظر می‌رسید که بازار ممکن است به هم بریزد. اما مقامات دوباره مداخله کردند و این بار به چهار کارگزار بزرگ اجازه دادند که برای حساب‌های خود معامله کنند، در واقع به آنها مجوزی برای دستکاری بازار دادند.

دو ویژگی برجسته سقوط 1987، عدم وجود اوج فروش دومی در نیویورک و ثبات نسبی توکیو است. این دو ویژگی نیاز به بررسی بیشتری دارند زیرا می‌توانند برخی از بینش‌ها را درباره پیامدهای سقوط ارائه دهند.

سقوط بازار سهام در سال 1929 به خاطر این واقعیت که به بحران بزرگ اقتصادی (Great Depression) منجر شد، از اهمیت تاریخی برخوردار است. این رویداد در دوره‌ای رخ داد که قدرت اقتصادی و مالی از اروپا به ایالات متحده منتقل می‌شد. این تغییر قدرت باعث ناپایداری‌های زیادی در نرخ‌های ارز شد و نتیجه آن این بود که دلار به عنوان ارز ذخیره بین‌المللی جایگزین پوند شد؛ اما خود سقوط 1929 نقشی واضح در این روند نداشت.

برعکس، اهمیت تاریخی سقوط 1987 در این است که این سقوط نمایانگر انتقال قدرت اقتصادی و مالی از ایالات متحده

به ژاپن است. ژاپن در حال تولید بیشتر از مصرف خود است، در حالی که ایالات متحده مدت‌هاست بیشتر از آنچه تولید می‌کند، مصرف می‌کند. ژاپن در حال انباشتن دارایی‌ها در خارج از کشور است، در حالی که ایالات متحده در حال جمع‌آوری بدهی‌هاست. این روند با ورود رئیس‌جمهور ریگان به کاخ سفید و اجرای برنامه‌هایی برای کاهش مالیات‌ها و افزایش هزینه‌های نظامی، به شدت تقویت شده است. هر دو طرف reluctant (ممتنع) بوده‌اند که این واقعیت را بپذیرند: رئیس‌جمهور ریگان می‌خواست آمریکایی‌ها احساس خوبی نسبت به هویت خود داشته باشند و توهم برتری نظامی را با هزینه‌ای به‌وجود آورد که موقعیت پیشرو ما در اقتصاد جهانی را به‌طور توهمی شکل داد؛ در حالی که ژاپن می‌خواست تا زمانی که ممکن است در سایه ایالات متحده به رشد خود ادامه دهد.

سقوط 1987 قدرت ژاپن را نمایان کرده و انتقال قدرت اقتصادی و مالی را به وضوح نشان می‌دهد. سقوط بازار اوراق قرضه ژاپن باعث کاهش بازار اوراق قرضه ما شد و بازار سهام ما را برای سقوط آماده کرد. با این حال، ژاپن توانسته است از سقوط بازار سهام خود جلوگیری کند. به‌علاوه، مقامات ما تنها با رها کردن دلار توانسته‌اند از وقوع یک بحران فروشی دیگر جلوگیری کنند. اینجاست که اهمیت دو ویژگی سقوط که من برای توجه ویژه‌ای برگزیده‌ام، درک می‌شود. ژاپن به‌طور مؤثری به‌عنوان بانکدار جهان ظاهر شده و از سایر کشورها سپرده جمع‌آوری کرده و به آنها وام می‌دهد و در آنها سرمایه‌گذاری می‌کند. دلار دیگر واجد

شرایط برای خدمت به‌عنوان ارز ذخیره بین‌المللی نیست. آیا می‌توان یک نظام جدید ارزی بین‌المللی بدون وقوع یک بحران بزرگ اقتصادی ایجاد کرد، سوالی است که هنوز باز است.

رویدادها به‌طور مشهور پیش‌بینی‌شدن‌شان دشوارتر از توضیح‌شدن‌شان هستند. چگونه می‌توان تصمیماتی را پیش‌بینی کرد که هنوز اتخاذ نشده‌اند؟ با این حال، می‌توان پیامدهای تصمیماتی را که قبلاً گرفته شده‌اند، ارزیابی کرد.

سقوط 1987 دولت ما را با این سوال مواجه کرد: کدامیک برای ما مهم‌تر است: جلوگیری از رکود یا حفظ ارزش دلار؟ پاسخ بی‌ابهام بود. تا میانه هفته دوم بعد از دوشنبه سیاه، دلار از لنگرگاه‌های خود رها شد و تا پایان آن هفته، جیمز بیکر، وزیر خزانه‌داری، خبر را رسمی اعلام کرد. دلار به‌طور مطیعانه‌ای پایین رفت و یک بحران فروشی دوم در بازار سهام رخ نداد. اشتباه سال 1929 اجتناب شده است، اما تنها به قیمت ارتکاب نوع دیگری از اشتباه. تصمیم به رها کردن دلار، یادآور کاهش‌های رقابتی دهه 1930 است. تسکین موقتی ممکن است به قیمت ایجاد آسیب بیشتر در آینده باشد.

چشم‌اندازها امیدوارکننده‌اند که رکود شدید در ایالات متحده حداقل در آینده نزدیک قابل اجتناب باشد. مصرف‌کنندگان پیش از سقوط در حال کاهش هزینه‌ها بودند و سقوط به‌طور حتم موجب احتیاط بیشتر مصرف‌کنندگان خواهد شد. اما تولید صنعتی از کاهش دلار بهره‌مند شده است و اشتغال صنعتی

قوی بوده است. کاهش در کسری بودجه آنقدر کوچک و غیرواقعی است که تأثیر زیادی نخواهد داشت. اگر شرکت‌های آمریکایی هزینه‌های سرمایه‌ای خود را کاهش دهند، شرکت‌های خارجی که در ایالات متحده گسترش می‌یابند، ممکن است خلأ ایجاد شده را پر کنند. بنابراین بعید است که کاهش مصرف به چیزی بیشتر از یک کاهش ملایم در سه‌ماهه اول یا نیمه اول سال 1988 تبدیل شود. هر دو آلمان و ژاپن احتمالاً اقتصادهای خود را تحریک خواهند کرد. نتیجه نهایی ادامه رشد اقتصادی است که از سال 1983 در اقتصاد جهانی حاکم بوده است. ممکن است شگفت‌انگیز باشد که چه مقدار اثر مستقیم بر اقتصاد واقعی از بازار سهام خواهد بود.

مشکل با این سناریو این است که عدم تعادل‌هایی را که باعث سقوط 1987 شده، حل نشده باقی می‌گذارد. نه کسری بودجه و نه کسری تجاری ایالات متحده احتمالاً ناپدید خواهند شد. عواقب سقوط ممکن است برخی تسکین‌های موقتی به همراه داشته باشد، اما در نهایت، دلار دوباره تحت فشار قرار خواهد گرفت یا به این دلیل که اقتصاد ما قوی است و کسری تجاری ادامه دارد، یا به این دلیل که ضعیف است و برای تحریک آن نیاز به کاهش نرخ‌های بهره داریم.

پادشاهی متحده قبل از کشف نفت دریای شمال در وضعیتی مشابه قرار داشت. نتیجه آن "رکود تورمی" و توالی سیاست‌های "توقف-ادامه" بود. اکنون همان سرنوشت در انتظار ماست. تفاوت عمده این است که ایالات متحده بزرگ‌ترین اقتصاد در

جهان است و ارز آن هنوز به‌عنوان وسیله تبادل بین‌المللی عمل می‌کند. تا زمانی که دلار ناپایدار بماند، بازارهای مالی بین‌المللی در معرض حوادث خواهند بود. باید به یاد داشته باشیم که در حالی که توافق لور را برای ایجاد پیش‌شرط‌های یک سقوط می‌توان در نظر گرفت، خود کاهش دلار آن را به وجود آورد.

اگرچه به‌نظر می‌رسد که خطر رکود بزرگ را می‌توان به‌خوبی پشت سر گذاشت، مهم است که به یاد داشته باشیم که دلار هنوز به‌عنوان وسیله مبادله بین‌المللی عمل می‌کند. تا زمانی که دلار ناپایدار باشد، بازارهای مالی بین‌المللی در معرض حوادث خواهند بود. در نهایت، سؤالی که می‌تواند توجه ما را جلب کند، این است که آیا می‌توان یک نظام ارزی جدید بین‌المللی بدون وقوع یک بحران بزرگ اقتصادی ایجاد کرد.

چرا مقامات ژاپنی اجازه دادند که حباب سفته‌بازی از ابتدا شکل بگیرد؟ این پرسش جذابی است که تنها می‌توان حدس‌هایی در مورد آن زد. فشارهای خارجی وجود داشت—ایالات متحده به دنبال کاهش نرخ بهره در ژاپن بود—اما ژاپنی‌ها اگر این خواسته به نفعشان نبود، تسلیم نمی‌شدند.

در ابتدا، تورم در دارایی‌های مالی به مقامات این امکان را داد که به تعهدات خود نسبت به بانک‌های تجاری در زمانی که اقتصاد واقعی با مشکلات جدی روبه‌رو بود، عمل کنند. بدون رونق در بازار زمین و سهام، بانک‌های تجاری با وام‌های خود به

شرکت‌های صنعتی که با بحران مواجه بودند، دچار مشکل می‌شدند و درآمدشان آسیب می‌دید. سفته‌بازی در بازار زمین و سهام به این بانک‌ها اجازه داد تا سبد وام‌های خود را با وثیقه‌های ظاهراً خوب گسترش دهند و به شرکت‌های صنعتی کمک کنند تا با درآمدهای ناشی از «زایتک» (زایتک به معنای دستکاری مالی است) کاهش درآمد خود را جبران کنند. رونق بازار زمین همچنین هدف دیگری را دنبال می‌کرد: حفظ نرخ بالای پس‌انداز داخلی و تراز تجاری مثبت، علی‌رغم افزایش ارزش ین. با افزایش سریع هزینه‌های مسکن نسبت به دستمزدها، کارگران ژاپنی دلایل خوبی برای پس‌انداز بخش بیشتری از درآمد خود داشتند. با رکود در اقتصاد داخلی، این پس‌اندازها به سرمایه‌گذاری در خارج از کشور تبدیل می‌شد. این یک دستورالعمل ایده‌آل برای جمع‌آوری ثروت و قدرت در جهان بود، حتی اگر سرمایه‌گذاری‌های خارجی ارزش خود را از دست می‌دادند. به نظر می‌رسد که برخی از نخبگان قدرت ژاپنی از اینکه سرمایه‌گذاران مقداری از پول خود را از دست می‌دهند، خوشحال بودند: این می‌توانست از نرم شدن ژاپنی‌ها جلوگیری کند تا پیش از بزرگ شدن ژاپن.

چگونه می‌توان تمایل یک دولت دموکراتیک را برای فروش سهام به رأی‌دهندگانش با قیمت‌های به وضوح بالاتر از حد واقعی توضیح داد؟

با این حال، قیمت‌های بالا در زمین و سهام به زودی عواقب منفی خود را نشان دادند. نرخ بالای پس‌انداز فشار بیشتری از

خارج برای تحریک اقتصاد داخلی ایجاد کرد و در نهایت دولت مجبور به تسلیم شد. علاوه بر این، شکاف بین کسانی که زمین داشتند و کسانی که نداشتند، به حدی گسترش یافت که تهدیدی برای انسجام اجتماعی محسوب می‌شد. به محض اینکه اقتصاد داخلی شروع به بهبودی کرد، نیازی به اجازه دادن به بانک‌ها برای تأمین مالی معاملات سفته‌بازی نبود؛ برعکس، مناسب بود که منابع آنها به سمت اقتصاد واقعی هدایت شود. تلاش برای محدود کردن وام‌دهی بانک‌ها و عرضه پول زنجیره‌ای از رویدادهایی را به راه انداخت که قبلاً به آنها اشاره کرده‌ام.

خود جالب است که ژاپنی‌ها درک بهتری از ماهیت بازتابی بازارهای مالی نسبت به جهان غرب دارند و تأسف‌بار است که از آن برای تضمین موفقیت یک سیستم بسته استفاده می‌کنند. اگر از آنچه در حال رخ دادن است خوشحال نیستیم، باید اقداماتی برای توسعه یک جایگزین قابل قبول انجام دهیم. رونق بازار سهام توجه ما را از وخامت بنیادی وضعیت مالی ایالات متحده منحرف کرده است. با فعالیت‌های فراوان در بازارهای مالی و جذابیت جوایز سریع، حداقل می‌شد وانمود کرد که سیاست‌های دولت ریگان در حال کار است. سقوط سال 1987 به عنوان یک بیدارباش ناخوشایند عمل کرد. بسیاری از سودها به طور ناگهانی غیرواقعی به نظر می‌رسند و فعالیت‌های پرسرعت به زودی با سکوت سردخانه جایگزین خواهد شد. چشم‌اندازها ناامیدکننده است. به هر حال، ما با کاهش

استانداردهای زندگی مواجه هستیم. بسیاری به انتخاب مسیری که پیش رو داریم بستگی دارد.

محتمل‌ترین مسیر همان چیزی است که قبلاً به آن اشاره کردم. این مسیری است که بریتانیا پیش از ما پیموده و احتمالاً نتایج مشابهی را برای ایالات متحده به همراه خواهد داشت. اثر بر اقتصاد جهانی ممکن است به مراتب منفی‌تر باشد به دلیل اهمیت دلار.

همچنین وسوسه‌ای برای پیگیری سیاست حمایت‌گرایی وجود دارد، اما به دلایلی که قبلاً بیان کرده‌ام، دیگر این یک جایگزین قابل قبول نیست. با این حال، می‌تواند مشکلات زیادی به وجود آورد.

در نهایت، امکان دوباره به دست گرفتن رهبری وجود دارد که ما در اعمال آن ناکام مانده‌ایم. این شامل این است که نه تنها خانه خود را مرتب کنیم بلکه یک نظام مالی بین‌المللی جدید که متناسب با شرایط تغییر یافته است، ایجاد کنیم.

ما نمی‌توانیم یک اقتصاد بین‌المللی به خوبی کارکرده داشته باشیم بدون یک ارز بین‌المللی پایدار. مقامات پولی از زمان توافق پلزا در 4 اکتبر 1985 این واقعیت را آغاز کردند و با توافق لوور در فوریه 1987 آن را تأیید کردند. متأسفانه، اقداماتی که انجام دادند ناکافی بود و توافق لوور در سقوط 1987 از بین رفت. از آنجا که تصمیم برای تثبیت دلار می‌تواند به نحوی

مسئول سقوط باشد، به نظر می‌رسد که توافق لوور به راحتی قابل ترمیم نخواهد بود. هر توافقی که به آن دست یابیم، اعتبارش به دلیل این واقعیت که وقتی به بن بست رسید، توافق قبلی کنار گذاشته شد، کاهش خواهد یافت. و به شدت بعید به نظر می‌رسد که توافق لوور باید ترمیم شود—بعد از همه، این توافق باعث سقوط 1987 شد.

تلاش برای حفظ ارز در سطحی غیرقابل دوام می‌تواند کشور را به رکود طولانی‌مدت دچار کند؛ این همان چیزی است که در سال 1926 برای بریتانیا اتفاق افتاد وقتی که به استاندارد طلا در سطح پیش از جنگ بازگشت.

می‌توان ادعا کرد که دلار با نرخ 1.65 مارک آلمان و 132 ین به دلار به طور معقولی ارزش‌گذاری شده است. این به این معناست که سقوط بیشتر در ارزش آن بهبود قابل توجهی در تراز تجاری در کوتاه‌مدت به همراه نخواهد داشت. اما این در زمانی که دلار 10 درصد بالاتر بود نیز صادق بود. دلیل آن این است که فرآیند تعدیل زمان‌بر است، در حالی که سقوط در ارزش ارز تأثیر منفی فوری دارد (اثر معروف منحنی ل). علاوه بر این، هرچه نرخ ارز ناپایدارتر باشد، مردم کمتر مایل به انجام سرمایه‌گذاری‌های لازم برای تعدیل آن هستند.

این استدلال تنها ثابت می‌کند که هیچ نرخ برابری واقعی وجود ندارد که دلار بتواند به عنوان ارز ذخیره بین‌المللی خود را حفظ کند: دلار در هر قیمتی ناپایدار است. دارندگان دارایی‌های مالی

به دنبال بهترین روش برای ذخیره ارزش هستند و دلار دیگر این صلاحیت را ندارد. کشوری با کسری بزرگ در بودجه و کسری بزرگ در تراز تجاری نمی‌تواند انتظار داشته باشد که خارجی‌ها یک جریان فزاینده از ارز آن را بپذیرند. با این حال، سیستم مالی بین‌المللی نمی‌تواند بدون یک ارز پایدار به عنوان پایه خود عمل کند. این درس مرکزی است که از سقوط 1987 به دست می‌آید.

ما به شدت به یک سیستم ارز بین‌المللی که مبتنی بر دلار نیست نیاز داریم. با این حال، ین هنوز آماده نیست که به عنوان ارز ذخیره بین‌المللی عمل کند—به طور جزئی به دلیل اینکه بازارهای مالی ژاپنی به اندازه کافی باز نیستند و به طور جزئی به این دلیل که بقیه جهان هنوز آماده پذیرش هژمونی ژاپنی نیستند. راه‌حل ایده‌آل، وجود یک ارز بین‌المللی واقعی است که توسط یک بانک بین‌المللی واقعی صادر و کنترل شود. وام‌های بین‌المللی برای اهداف تعادل پرداخت‌ها سپس به ارز بین‌المللی تخصیص داده می‌شود و ارزش ارز به طلا یا سبدی از کالاها مرتبط می‌شود، به طوری که اطمینان حاصل شود که بدهی‌ها باید به طور کامل پرداخت شوند. تنها زمانی که دلار وضعیت ممتاز خود را از دست بدهد، ایالات متحده از سیلاب دلارها در جهان دست خواهد کشید. هرچه سریع‌تر این انتقال انجام شود، شانس‌های جلوگیری از افول اقتصادی ایالات متحده بیشتر خواهد بود.

متأسفانه، ما هنوز آماده یادگیری درس مرکزی سقوط نیستیم. دانش غالب هنوز بر این باور است که بازارها خود تنظیم‌کننده

هستند و نرخ‌های ارز باید اجازه داشته باشند تا سطوح تعادل خود را پیدا کنند. سقوط سال 1987، اگر چیز دیگری نباشد، این خط فکری را تقویت کرده است. در نتیجه، می‌توانیم انتظار یک دوره از ناآرامی مداوم در بازارهای مالی را داشته باشیم، هرچند که تمرکز توجه ممکن است از بازار سهام به بازار ارز و بازار اوراق قرضه و در نهایت به بازار فلزات گرانبها منتقل شود.

ایده یک ارز بین‌المللی جدید ممکن است به خوبی در افکار عمومی پذیرفته نشود. با این حال، اگر ایالات متحده بخواهد از افول اقتصادی خود جلوگیری کند، نمی‌تواند منبع سیستم بین‌المللی را نادیده بگیرد. ارز جدید باید به نظر برسد که می‌تواند با بی‌ثباتی دلار در زمانی که ما به دور شدن از آن اقدام می‌کنیم، در آینده رقابت کند. اگر سرمایه‌گذاران انتظار داشته باشند که مشکلات دلار موقتی باشد، فرایند ایجاد اعتماد به ارز جدید طولانی و دشوار خواهد بود. تنها با یک سیل بزرگ، ارز جدید می‌تواند به رویدادی مانند بحران ارز بین‌المللی تبدیل شود و به تدریج یک سیستم ارزی جدید ایجاد کند که اعتماد به آن نه تنها به اراده کشورها بستگی دارد، بلکه بر اساس اراده ملت‌ها و منافع اقتصادی همه طرفین باشد.

بدون شک، اگر ما فقط با چهره‌های جدید در اواسط سیستم قبلی بمانیم، امیدی برای دستیابی به یک سیستم بهتر وجود ندارد. در این حالت، تعهد به ایجاد یک ارز بین‌المللی جدید می‌تواند اولین گام حیاتی باشد، و این تنها با ائتلاف دولت‌ها امکان‌پذیر خواهد بود. در غیر این صورت، احتمال دارد که فقط

افزایش بی‌ثباتی و سردرگمی را مشاهده کنیم، بدون هیچ‌گونه چشم‌انداز مشخص برای یک آینده بهتر.

به همین دلیل، یکی از اهداف کلیدی ممکن است یک مجموعه از شرکت‌های سرمایه‌گذاری به‌علاوه دولت‌های مختلف باشد که منافع خود را جمع‌آوری کنند و از مزایای مشترک استفاده کنند. بنابراین، ما می‌توانیم مدعی شویم که منافع خود را از پتانسیل‌های یکدیگر متناسب با سطح خاص خود از سرمایه‌گذاری در سبد مالی ادغام کنیم. این خود به خود اعتماد و قابلیت همکاری ایجاد می‌کند.

به هر حال، هدف نهایی باید این باشد که بتوانیم ساختارهای مالی بین‌المللی و عمومی را به‌گونه‌ای ایجاد کنیم که باعث افزایش بهبودهای پایدار در کیفیت زندگی و بهبود رفاه اجتماعی شود. ما تنها با یک رویکرد طولانی‌مدت به دور از مقایسه‌های شتابزده و انتقادات غیرسازنده می‌توانیم بر روی آینده‌ای بهتر کار کنیم.

اپیلاگ

موضوع مشترک این کتاب مفهوم بازتابی (reflexivity) است. من بر تأثیرات آن بر علوم اجتماعی به‌طور کلی و بازارهای مالی به‌طور خاص تمرکز کرده‌ام. دیگر حوزه‌ها عمدتاً نادیده گرفته شده‌اند. مایلم که به‌طور مختصر به آن‌ها اشاره کنم، هرچند نظرات من در این زمینه‌ها به‌خوبی توسعه نیافته است. این موضوعات باید موضوع یک کتاب دیگر در آینده باشند، اما می‌ترسم که فرصتی برای نوشتن آن پیدا نکنم، به‌ویژه اگر همچنان در بازارهای مالی مشغول به کار باشم.

نخست، مسئله ارزش‌ها. نظریه اقتصادی ما را عادت داده است که ارزش‌ها را به‌عنوان داده‌شده در نظر بگیریم، هرچند شواهد نشان می‌دهد که آن‌ها تحت تأثیر یک فرآیند بازتابی شکل می‌گیرند. امروزه بیشتر ارزش‌ها به اصطلاحات اقتصادی تقلیل‌پذیرند. آخرین برنده جایزه نوبل در اقتصاد، جایزه‌اش را به‌خاطر تفسیر سیاست به‌عنوان یک فرآیند اقتصادی که در آن شرکت‌کنندگان سعی دارند منافع خود را به حداکثر برسانند، کسب کرده است؛ اما این همیشه این‌گونه نبوده و حتی امروز در بسیاری از نقاط جهان، رفتار حداکثرسازی سود در مقایسه با دیگر انگیزه‌ها در رتبه دوم قرار دارد. دین و سنت‌ها به‌سادگی تحت تجزیه و تحلیل اقتصادی قرار نمی‌گیرند، همان‌طور که

سیاست در یک فرهنگ مادی‌گرا می‌باشد. ما در درک پدیده‌هایی مانند بنیادگرایی اسلامی به‌سرعت به چالش کشیده می‌شویم؛ و در طرف دیگر این مقیاس، حرکتی که ما ادعا می‌کنیم به آن ارادت داریم، یعنی «همبستگی»، نیز برای طرز تفکر ما بیگانه است.

تسلط ارزش‌های اقتصادی در جوامع غربی و غرب‌زده خود تابعی از موفقیت اقتصادی ماست. ارزش‌ها به‌صورت بازتابی تکامل می‌یابند: این واقعیت که فعالیت‌های اقتصادی نتایج مثبتی به‌دنبال داشته، ارزش‌هایی که ما بر فعالیت‌های اقتصادی می‌گذاریم را افزایش داده است. همین را می‌توان درباره روش علمی گفت: پیروزی‌های علم طبیعی، جایگاه روش علمی را به اوج‌های غیرقابل تحملی ارتقا داده است. برعکس، اشکال مختلف هنر در فرهنگ‌هایی که فاصله چندانی با فرهنگ ما ندارند، نقش بزرگ‌تری ایفا کرده‌اند؛ زیرا دستیابی به نتایج مثبت در هنر از فعالیت‌های اقتصادی آسان‌تر بوده است. حتی امروز، شعر در اروپای شرقی، از جمله در اتحاد جماهیر شوروی، وزن و ارزشی دارد که ما در غرب درک نمی‌کنیم. من هیچ شکی ندارم که تأکید ما بر ارزش‌های مادی، سود و کارایی به حدی افراطی رسیده است.

فرآیندهای بازتابی به‌طور حتم به افراط منجر می‌شوند، اما تعریف اینکه چه چیزی افراطی است، غیرممکن است، زیرا در مسائل مربوط به ارزش‌ها چیزی به نام نرمال وجود ندارد. شاید بهترین راه برای نزدیک شدن به موضوع ارزش‌ها این باشد که از

موضعی شروع کنیم که آن‌ها ریشه در خیال دارند تا واقعیت. در نتیجه، هر مجموعه‌ای از ارزش‌ها دارای نقصی است. سپس می‌توانیم بپرسیم که عناصر خیالی در یک مجموعه خاص از ارزش‌ها چه هستند و این عناصر خیال و واقعیت چگونه با هم تعامل کرده‌اند. هر رویکرد دیگری به‌نوعی به نفع مجموعه معیوب ارزش‌های خود ما پیش‌داوری ایجاد می‌کند.

ارزش‌ها به‌شدت با مفهوم خود (self) مرتبط هستند، که خود یک مفهوم بازتابی است. آنچه ما فکر می‌کنیم تأثیر بسیار بیشتری بر آنچه هستیم دارد تا بر دنیای اطرافمان. آنچه هستیم نمی‌تواند با آنچه فکر می‌کنیم هستیم هم‌خوانی داشته باشد، اما بین این دو مفهوم یک تعامل دوطرفه وجود دارد. در مسیر خود در دنیا، حس خود ما تکامل می‌یابد. رابطه بین آنچه فکر می‌کنیم هستیم و آنچه در واقعیت هستیم، کلید خوشبختی است - به عبارت دیگر، معنای ذهنی زندگی را فراهم می‌کند.

می‌توانم به‌راحتی یک تفسیر بازتابی از توسعه خودم ارائه دهم، اما از انجام این کار خودداری می‌کنم زیرا این کار بیش از حد افشاکننده خواهد بود، چه برسد به اینکه بخواهد اتهام‌زا باشد. وقتی اعتراف می‌کنم که همیشه دیدگاه اغراق‌آمیزی از اهمیت خودم داشته‌ام، برای خواننده تعجب‌آور نخواهد بود - به‌طور صریح، خودم را نوعی خدا یا یک اصلاح‌گر اقتصادی مانند کینز (Keynes) می‌دانستم (هرکدام با نظریه عمومی خود) یا حتی بهتر از آن، یک دانشمند مانند انیشتین (Einstein) (بازتابی

مانند نسبیت به نظر می‌رسد). حس واقعیت من به‌قدری قوی بود که به من اجازه می‌داد این انتظارات را غیرواقعی بدانم و آن‌ها را به‌عنوان یک راز گناه‌آلود پنهان نگه‌دارم. این موضوع در طول بیشتر زندگی بزرگسالی من منبع ناراحتی زیادی بود. وقتی در دنیا پیش می‌رفتم، واقعیت به‌اندازه کافی به خیال من نزدیک شد تا بتوانم راز خود را حداقل به خودم اعتراف کنم. بی‌نیاز به گفتن، اکنون به‌واسطه این موضوع احساس خوشبختی بیشتری می‌کنم. من به اندازه کافی خوش‌شانس بوده‌ام که بتوانم برخی از خیالات خود را به واقعیت تبدیل کنم - این کتاب، به‌ویژه، احساس بزرگی از دستاورد را به من می‌دهد. واقعیت به‌طور قابل‌توجهی از انتظارات من فاصله دارد، همان‌طور که خواننده به‌راحتی می‌تواند مشاهده کند، اما دیگر نیازی به احساس گناه ندارم.

نوشتن این کتاب، و به‌ویژه این خطوط، مرا به‌گونه‌ای افشا می‌کند که هرگز جرئت نکرده بودم خود را پیش از این افشا کنم، اما احساس می‌کنم می‌توانم این کار را بکنم: موفقیتم در کسب‌وکار مرا محافظت می‌کند. من آزاد هستم که توانایی‌هایم را به حداکثر برسانم، دقیقاً به این دلیل که نمی‌دانم آن محدودیت‌ها کجا هستند. انتقاد به من در این تلاش کمک خواهد کرد. تنها چیزی که می‌تواند به من آسیب بزند، این است که موفقیتم مرا به بازگشت به خیالات کودکی‌ام درباره قدرت مطلق تشویق کند - اما بعید است که این اتفاق بیفتد، تا زمانی که در بازارهای مالی درگیر هستم، زیرا این بازارها دائماً

محدودیت‌های من را به یادم می‌آورند. با توجه به شخصیت من، در انتخاب شغفم بسیار خوش‌شانس بوده‌ام، اما البته این واقعاً یک انتخاب نبود، بلکه یک فرآیند بازتابی بود که در طی آن هم شغل من و هم حس خودم به‌طور همزمان توسعه یافتند. می‌توانم درباره این موضوع بیشتر بگویم، اما به‌عنوان یک فرد فعال در حوزه کسب‌وکار باید به پنجمین اصلاحیه (Fifth Amendment[74]) استناد کنم. نقطه‌ای وجود دارد که فراتر از آن، افشای خود می‌تواند آسیب‌زا باشد و یکی از نقص‌های شخصیت من، که به‌طور کامل درک نکرده‌ام، تمایل به افشای خود است. شاید زمانی که گفتم از افشای خود نمی‌ترسم، مقداری اغراق کرده‌ام.

من همچنین نظراتی درباره آنچه می‌توان به‌عنوان معنای زندگی در حس عینی نامید دارم - اگر استفاده از کلمه «عینی» در این زمینه تضاد نباشد. من از موضعی شروع می‌کنم که هر اقدام انسانی نقصی دارد: اگر بخواهیم همه چیزهای ناقص را کنار بگذاریم، چیزی باقی نمی‌ماند. بنابراین، باید از آنچه داریم حداکثر استفاده را ببریم؛ گزینه دیگر پذیرش مرگ است. این انتخاب یک انتخاب واقعی است، زیرا مرگ را می‌توان به چندین روش پذیرفت؛ جستجوی کمال و جاودانگی در تمام شکل‌های آن معادل انتخاب ایده مرگ بر ایده زندگی است. اگر این خط استدلال را به نتیجه منطقی‌اش برسانیم، معنای زندگی شامل

---

[74] بخشی از قانون اساسی ایالات متحده که حق عدم خودگویی (right against self-incrimination) را تضمین می‌کند.

نقص‌ها در تصورات فرد و اینکه او درباره آن‌ها چه می‌کند، است. زندگی می‌تواند به‌عنوان یک خطای بارور دیده شود.

تا به اینجا عمدتاً درباره فرد صحبت کرده‌ام. اما فرد به‌طور مستقل وجود ندارد؛ درک ذاتی او که ناقص است، او را بیشتر به جامعه‌ای که به آن تعلق دارد وابسته می‌کند. تحلیلی که به مفهوم بازتابی (reflexivity) منجر شده است، همچنین بر رابطه بین فرد و جامعه نور می‌افکند. تصور این که دو موجود مستقل وجود دارند، اشتباه است؛ این رابطه‌ای بین یک جزء و یک کل است. ما مشکلات شناختی ناشی از این نوع رابطه را دیده‌ایم: نه فرد و نه جامعه نمی‌توانند بدون اشاره به دیگری تعریف شوند. با توجه به ساختار زبان ما، درک ماهیت وابسته این دو موجود بسیار دشوار است و به‌عنوان یک واقعیت تاریخی، بیشتر بحث‌ها در این زمینه به‌عنوان نقطه شروع یا کل یا جزء انتخاب شده‌اند. انتخاب نقطه شروع به‌طور کلی بحث را با پیش‌داوری‌های خاصی همراه می‌کند. سخنرانی معروف آگریپا که در آن جامعه را با یک ارگانیسم مقایسه می‌کند، یک افراط را نمایان می‌سازد و قرارداد اجتماعی روسو افراط دیگر را. برای اجتناب از این پیش‌داوری‌ها، نیاز به ایجاد دسته‌های جدیدی از گفتار وجود دارد. زبان مناسب در زمینه علم کامپیوتر و تحلیل سیستم‌ها در حال ظهور است، اما زمان می‌برد تا در گفتمان عمومی نفوذ کند. حتی اگر یاد بگیریم که به‌صورت بازتابی و بازگشتی فکر کنیم، با یک انتخاب اساسی مواجه هستیم: آیا جامعه باید شکل از پیش تعیین‌شده‌ای به خود بگیرد یا اعضای

آن باید اجازه داشته باشند که شکل جامعه‌ای را که در آن زندگی می‌کنند، تعیین کنند؟ نوع اول جامعه را کارل پوپر به‌عنوان بسته توصیف کرده و نوع دوم را به‌عنوان باز.

من به‌تازگی از چین برگشته‌ام، جایی که این موضوع از اهمیت حیاتی برخوردار است. این کشور دوره‌ای وحشتناک را پشت سر گذاشته که در آن جمعیت به‌طور وسیع فرد را ترور کرده‌اند. اکنون، این کشور توسط گروهی از افرادی اداره می‌شود که خود قربانی ترور بوده‌اند. این افراد دلایل کافی برای عشق و ارادت به آزادی فردی دارند، اما با یک سنت طولانی فئودالیسم، یک بوروکراسی همه‌جانبه و محدودیت‌های ایدئولوژی مارکسیستی مواجه‌اند.

از اینکه علاقه شدیدی به مفهوم بازتابی (reflexivity) وجود دارد، شگفت‌زده شدم. همان‌طور که در کتاب اشاره کرده‌ام، بازتابی می‌تواند به‌عنوان نوعی دیالکتیک توصیف شود، اما از به‌کار بردن این واژه خودداری کرده‌ام، زیرا بار سنگین معنایی‌ای به همراه دارد. دقیقاً همین تداعی‌ها، این مفهوم را برای چینی‌ها بسیار جذاب می‌سازد، زیرا به آن‌ها اجازه می‌دهد تا ایدئولوژی مارکسیستی را بدون قطع رابطه با آن، تعدیل کنند. هگل دیالکتیکی از ایده‌ها را مطرح کرد؛ مارکس این ایده را معکوس کرده و دیالکتیک مادی‌گرایی را پذیرفت؛ حالا دیالکتیک جدیدی وجود دارد که تفکر شرکت‌کنندگان را با رویدادهایی که در آن‌ها شرکت می‌کنند، پیوند می‌دهد؛ یعنی این دیالکتیک بین ایده‌ها و شرایط مادی عمل می‌کند. اگر مفهوم هگل،

پایان‌نامه (thesis) و مارکسیسم ضدپایان‌نامه (antithesis) باشد، بازتابی سنتز (synthesis[75]) است.

اما تفاوت بنیادی بین مارکسیسم و دیالکتیک جدید وجود دارد. مارکس تحت اشتباهی بود که برای علمی بودن، یک نظریه باید مسیر آینده تاریخ را تعیین کند. دیالکتیک جدید به‌طور قاطع تعیین‌کننده نیست. از آنجا که شکل جامعه نمی‌تواند به‌طور "علمی" تعیین شود، باید به شرکت‌کنندگان واگذار شود تا شکل سازمان خود را تعیین کنند. از آنجا که هیچ شرکت‌کننده‌ای بر حقیقت انحصار ندارد، بهترین ترتیب این است که فرایند انتقادی وجود داشته باشد که در آن دیدگاه‌های متضاد بتوانند به‌صورت آزادانه مورد بحث قرار گیرند و در نهایت با واقعیت آزمایش شوند. انتخابات دموکراتیک چنین مجلسی را در سیاست فراهم می‌کنند و مکانیسم بازار چنین فضایی را در اقتصاد ایجاد می‌کند. نه بازارها و نه انتخابات معیار عینی‌ای ندارند، بلکه تنها بیان‌گر پیش‌داوری حاکم هستند؛ اما این بهترین چیزی است که در یک جهان ناقص در دسترس است. بنابراین، مفهوم بازتابی مستقیماً به مفهوم یک جامعه باز منجر می‌شود و به همین دلیل است که در چین معاصر "جذابیت" دارد. به نظر من، این مفهوم چیزی است که هاستفادر (Hastfader) آن را "حلقه بازگشتی" (feedback

[75] ترکیب دو یا چند ایده برای شکل‌گیری یک نظریه جدید.

loop[76]) میان مفهوم بازتابی من، علاقه‌ام به بازارهای مالی و وابستگی‌ام به ایده یک جامعه باز می‌داند.

[76] سیستمی که در آن خروجی یک فرایند به ورودی آن تبدیل می‌شود، ایجاد یک تأثیر متقابل.

یادداشت‌ها

مقدمه

1. کارل ر. پوپر، *فقر تاریخی‌گرایی* (لندن: راتلج و کیگان پل، 1957)، ص. 130.

فصل 3

1. جورج استیگلر، *نظریه قیمت* (نیویورک: مک‌میلان، 1966).
2. لیونل سی. رابینز، *مقاله‌ای درباره ماهیت و اهمیت علم اقتصاد*، چاپ سوم (نیویورک: انتشارات دانشگاه نیویورک، 1984).
3. کارل ر. پوپر، *منطق کشف علمی* (نیویورک: بیسیک بوکس، 1959) و *فرضیات و ابطال‌ها* (لندن: راتلج و کیگان پل، 1963).
4. کارل ر. پوپر، *فقر تاریخی‌گرایی* (لندن: راتلج و کیگان پل، 1957)، ص. 130.

فصل 3

1. رگنار نورسکه، *تجربه ارز بین‌المللی: درس‌های دوره بین دو جنگ* (ژنو: دبیرخانه جامعه ملل؛ دپارتمان اقتصادی، مالی و ترانزیت، 1944).

2. هنری کافمن، "نظرات درباره اعتبار"، 3 می 1985 (نیویورک: شرکت سالومون برادرز).

فصل 5

1. *نیویورک تایمز* (21 آوریل 1985).
2. میلتون فریدمن و آنا شوارتز، *تاریخ پولی ایالات متحده، 1867-1960* (پرینستون: انتشارات دانشگاه پرینستون، 1963) و *آمارهای پولی ایالات متحده* (نیویورک: انتشارات دانشگاه کلمبیا، 1970).

فصل 6

1. جورج سوروس، "مشکل بدهی بین‌المللی، تشخیص و پیش‌بینی"، جولای 1983؛ "بازبینی مشکل بدهی بین‌المللی"، مارس 1984 (نیویورک: مورگان استنلی).
2. آناتول کالتسکی، *هزینه‌های نکول* (نیویورک: صندوق بیستمین قرن، 1985).

فصل 7

1. هنری کافمن، منبع ذکر شده.

2. به عنوان مثال، شهادت پل ولکر در کمیته بانکداری سنا، 20 فوریه 1986.

فصل 8

1. صندوق بین‌المللی پول، *چشم‌انداز اقتصادی جهان* (سپتامبر 1، 1986).
2. جاناتان ای. گری، "شرکت مالی آمریکا: تحلیل استراتژیک و پیش‌بینی"، تحقیقات برنشتاین، 28 دسامبر 1983 (نیویورک: سانفورد سی. برنشتاین و شرکت).

فصل 18

1. میز گرد پارلمانی بین‌المللی درباره نرخ‌های ارز و هماهنگی، زوریخ، سوئیس؛ 28، 29 و 30 ژوئن 1986.
2. اجلاس کنگره ایالات متحده درباره بدهی و تجارت، نیویورک، نیویورک؛ 3، 4 و 5 دسامبر 1986.

ضمائم

چشم‌انداز فروپاشی اروپا

افراد زیادی بودند که مرا در مراحل تکمیل این دست نوشته یاری کردند. تمام یا بخشی از این دست نوشته را خوانده‌اند و با انتقادهایشان به من در بهبود این کتاب کمک کردند.

ابتدا باید از مؤسسه Aspen تشکر کنم که این فرصت را به من داد تا در آلمان سخنرانی کنم. موضوعی که انتخاب کرده‌ام باید برای مردم آلمان بسیار جالب باشد: چشم‌انداز فروپاشی اروپا. این موضوع از سه جهت برای من اهمیت دارد: اول، من به‌شدت به ایده "جامعه باز" (Open Society) باور دارم. دوم، من نظریه‌ای درباره تاریخ دارم که می‌تواند روند همگرایی و فروپاشی اروپا را روشن کند. سوم، خود من در این فرایند شرکت دارم.

"جامعه باز" به معنای جامعه‌ای است که هیچ‌کس مالکیت انحصاری بر حقیقت ندارد؛ جامعه‌ای که در آن دولت یا هیچ ایدئولوژی خاصی تسلط ندارد و حقوق اقلیت‌ها و نظرات اقلیت‌ها محترم شمرده می‌شود. با توجه به این معیارها، اتحادیه اروپا (European Union) شکل بسیار مطلوبی از سازمان‌دهی اجتماعی است. در واقع، به نوعی ایده‌آل است زیرا همه کشورهای شرکت‌کننده در آن در اقلیت هستند و احترام به اقلیت اساس ساختار آن است. سوال مهم این است: چقدر قدرت باید به اکثریت واگذار شود و تا چه حد باید اروپا یکپارچه شود؟

چگونگی پیشرفت اروپا تأثیر عمیقی بر آینده مناطقی خواهد داشت که پیشتر تحت سلطه کمونیسم بوده‌اند. کمونیسم یک جامعه بسته جهانی ایجاد کرد، اما اکنون ایدئولوژی کمونیسم به‌طور کامل از بین رفته است. مسیر آسان منتهی به تجزیه این جامعه بسته جهانی به جوامع بسته خاص بر اساس هویت‌های ملی یا قومی است؛ مانند آنچه در یوگسلاوی سابق می‌بینیم. تنها راه فرار از این سرنوشت، گذار به جامعه باز است، اما این کار آسانی نیست. جوامعی که توسط کمونیسم تخریب شده‌اند نمی‌توانند به‌تنهایی این گذار را انجام دهند؛ آن‌ها به اروپایی باز و پذیرنده نیاز دارند که از تلاش‌هایشان حمایت کند.

دومین درگیری من با این موضوع این است که من نظریه‌ای در مورد تاریخ توسعه داده‌ام که نه تنها فعالیت‌هایم در بازارهای مالی، بلکه در راه‌اندازی شبکه بنیادهایم را نیز هدایت کرده است. کلید این نظریه نقش اشتباهات و سوءتفاهم‌ها در شکل‌دهی به رویدادهاست. همواره تفاوتی بین افکار افراد و واقعیت وجود دارد. گاهی این تفاوت کوچک و خوداصلاح‌کننده است و گاهی بزرگ است و هیچ گرایشی برای اصلاح آن وجود ندارد. نظریه من به شرایطی که از تعادل دور هستند، مربوط است.

من مطالعات زیادی در مورد روند "رشد و سقوط" (Boom and Bust) که گهگاه در بازارهای مالی مشاهده می‌شود انجام داده‌ام. به نظر من این روند برای یکپارچگی و فروپاشی اتحادیه اروپا نیز صدق می‌کند. از زمان انقلاب ۱۹۸۹ و اتحاد مجدد

آلمان، اروپا در شرایط عدم تعادل پویا قرار داشته و این یک مورد مطالعاتی بسیار جالب برای نظریه تاریخی من است.

نهایتاً، من به‌عنوان یک سرمایه‌گذار بین‌المللی، خود نیز در این فرآیند شرکت دارم. در گذشته خودم را یک "سفته‌باز" (Speculator) می‌نامیدم، اما اکنون با توجه به مخالفت‌ها با سفته‌بازان، این واژه را دیگر استفاده نمی‌کنم. اگرچه سفته‌بازان نقشی مهم در شکست مکانیسم نرخ ارز (Exchange Rate Mechanism) بازی کردند، اما نمی‌توان بازار مشترک داشت بدون حرکت سرمایه بین‌المللی. در این شرایط، متهم کردن سفته‌بازان مانند شلیک به پیام‌آور است.

من بحثم را بر اساس نظریه تاریخی‌ام مطرح می‌کنم. اینکه من نیز در این فرآیند شرکت دارم، مانعی برای اعمال این نظریه ایجاد نمی‌کند؛ بلکه به من اجازه داده است تا آن را در عمل آزمایش کنم.

در نهایت، نظریه "رشد و سقوط" من نشان می‌دهد که هیچ چیز اجتناب‌ناپذیری در این فرایند وجود ندارد. این روند می‌تواند در هر نقطه‌ای متوقف یا منحرف شود و بر همین اساس من به فرآیند همگرایی و فروپاشی اتحادیه اروپا می‌پردازم.

از زمان اتحاد مجدد آلمان، اروپا وارد فاز عدم تعادل پویایی شده که ناشی از اشتباهات و سوءتفاهم‌ها بوده است. یکی از نتایج ملموس این روند، فروپاشی مکانیسم نرخ ارز است که

به‌نوبه خود عاملی کلیدی در احتمال فروپاشی اتحادیه اروپا به‌شمار می‌رود.

من قصد دارم به دقت به این روند بپردازم و نشان دهم که چگونه از زمانی که شرایط به‌هم‌ریخته شد، این فرآیند آغاز شد و چگونه ممکن است ادامه یابد. اما این مربوط به قبل از گسترش باندهای سیستم ارزی اروپا (ERM) بود. از آن زمان تاکنون، مارک آلمان (Deutsche Mark) رشد کرده، اوراق قرضه بلندمدت آلمان قوی‌تر شده‌اند و از همه مهم‌تر، اقتصاد آلمان نشانه‌هایی از بهبود نشان می‌دهد. حالا باید اعتراف کنم که شاید اشتباه کرده باشم و بانک مرکزی آلمان (Bundesbank) در پیگیری اهداف سیاست داخلی‌اش موفق بوده باشد. اما اگر این‌طور باشد، در واقع نشان می‌دهد که تضاد منافع بین مسئولیت‌های داخلی بانک مرکزی آلمان و نقش آن به عنوان پایه سیستم پولی اروپا (European Monetary System) وجود دارد.

رویدادهای دو ماه اخیر به وضوح نشان داده‌اند که نیازهای آلمان و بقیه اروپا بسیار متفاوت است. آلمان به نرخ بهره پایین برای اوراق بلندمدت نیاز دارد چون وام‌های بلندمدت می‌گیرد، در حالی که بقیه اروپا به نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت پایین‌تر نیاز دارد تا سیستم بانکی‌شان احیا شود و فعالیت اقتصادی تحریک گردد. آلمان آنچه را که می‌خواست به دست آورد، اما بقیه اروپا موفق به این کار نشدند.

اینکه من در مورد مارک آلمان اشتباه کرده باشم، مرا به نکته چهارم می‌رساند: نه تنها مقامات اشتباه می‌کنند، بلکه بازارها هم اغلب اشتباه می‌کنند. بازارها وقتی تصور کردند که مسیر رسیدن به یک ارز مشترک بدون مشکل خواهد بود، اشتباه کردند. سرمایه‌گذاران بین‌المللی، به ویژه مدیران صندوق‌های اوراق قرضه بین‌المللی، به دنبال بالاترین بازده رفتند و ریسک‌های نرخ ارز را نادیده گرفتند. هلموت شلِزینگر (Helmut Schlesinger) (رئیس وقت بانک مرکزی آلمان) درست گفت که ECU (European Currency Unit) شامل یک سبد ثابت از ارزها نیست. سرمایه‌های کلانی به کشورهای با ارز ضعیف‌تر مانند ایتالیا، اسپانیا و پرتغال سرازیر شد. این جریان سرمایه در ابتدا خودتداوم‌بخش بود، اما در نهایت خود ویرانگر شد. این جریان‌ها موجب سختی بیش از حد در نرخ‌های ارز در ابتدا و بی‌ثباتی بیش از حد در نهایت شدند. اشتباهات بازار، اشتباهات مقامات را در ایجاد بی‌ثباتی دینامیک دوچندان کرد.

در نهایت، عامل پنجم که به روند فروپاشی کمک می‌کند، می‌تواند «تقویت احساسی» (Emotional Reinforcement) نامیده شود. وقتی اوضاع بد می‌شود، به ویژه وقتی اشتباهات رخ می‌دهد، تمایل به مقصر دانستن دیگران به وجود می‌آید. چه کسی فکر می‌کرد که مقامات محترمی مانند ژاک دلور (Jacques Delors) (رئیس وقت کمیسیون اروپا) و وزیر دارایی بلژیک، یا رئیس جدید بانک مرکزی فرانسه، به یک توطئه آنگلوساکسون برای نابودی اتحاد فرانسه و آلمان باور داشته

باشند؟ این نگرش‌ها سپس بر بحث‌های بعدی مانند مذاکرات گات (GATT) (توافق‌نامه عمومی تعرفه‌ها و تجارت) نیز تأثیر می‌گذارد.

عنصر ششمی نیز وجود دارد که باید در نظر گرفت؛ بی‌ثباتی در اروپای شرقی و به‌ویژه در یوگسلاوی سابق. من معتقدم که این عامل در جهت مخالف عمل می‌کند. تهدید بی‌ثباتی و ورود پناهندگان دلیل خوبی برای اتحاد و ساختن «قلعه اروپا» است. اما در عین حال، نبود اتحاد در جامعه اروپا به تقویت بی‌ثباتی سیاسی و افول اقتصادی در اروپای شرقی دامن می‌زند. نتیجه، یک جامعه اروپایی خواهد بود که بسیار با آن جامعه باز که مردم اروپای شرقی به آن امیدوار بودند، فاصله دارد.

همه این مسائل واقعاً نگران‌کننده و ناراحت‌کننده است. می‌دانم که بیشتر شبیه پیامبر بدبختی به نظر می‌رسم تا یک راهنما. اما بگذارید نگاهی خوش‌بینانه به آینده بیندازم. برگردیم به بحثی که درباره آینده باندهای ERM داشتیم. در حالی که در واقع هیچ‌یک از عوامل فوق باعث عدم موفقیت اقتصادی نمی‌شود، مشکلات و پیچیدگی‌های بسیار بیشتری برای باندهای ERM پیش‌روی وجود دارد. تکرار نکنید که ما می‌دانیم چگونه به سمت ایمنی و سلامت برگردیم.

در جلسه اضطراری در اول آگوست، یکی از مقامات پرتغالی پیشنهاد کرد که معرفی ارز مشترک باید تسریع شود. یکی از شرکت‌کنندگان آلمانی در واکنش گفت: «شما حتماً شوخی

می‌کنید!» اگر استدلال من درست باشد، اکنون زمان آن است که این پیشنهاد را جدی بگیریم. ممکن است این حرف خیلی ساده به نظر برسد و همین‌طور هم هست. استدلال من تنها زمانی جدی گرفته خواهد شد که بتوانم مسیری را نشان دهم که به ارز مشترک منجر شود. با توجه به اینکه ما در یک وضعیت بی‌ثبات قرار داریم، این مسیر باید ناپایدار باشد.

در حال حاضر، اولویت نخست مقامات پولی فرانسه باید بازسازی ذخایر ارزی آن‌ها باشد. برای این کار، آن‌ها باید تلاش کنند تا ارزش فرانک فرانسه را قوی نگه دارند. این اشتباه است. اولویت اول باید تحریک اقتصاد فرانسه باشد. به همین دلیل، موعد بازپرداخت بدهی فرانسه به بانک مرکزی آلمان باید، مثلاً، برای دو سال تمدید شود تا فرانسه بتواند نرخ‌های بهره‌اش را در حال حاضر کاهش دهد. وقتی می‌گویم کاهش نرخ بهره، منظورم کاهش ۳ درصدی است. این کاهش نرخ بهره باید با سایر اعضای EMS[77]، به استثنای آلمان و هلند، هماهنگ شود. بدون شک، ارزش مارک آلمان افزایش خواهد یافت. این افزایش ارزش مارک تأثیر منفی بر اقتصاد آلمان خواهد گذاشت و کاهش نرخ بهره در آلمان را تسریع خواهد کرد.

به تدریج که اقتصاد آلمان ضعیف‌تر و بقیه اروپا قوی‌تر می‌شوند، روند نرخ‌های ارز معکوس خواهد شد و در نهایت ممکن است نرخ‌ها در جایی نزدیک به وضعیت قبلی تثبیت

[77] European Monetary System

شوند. تفاوت اصلی در فعالیت اقتصادی خواهد بود. بقیه اروپا بهبود خواهند یافت، ابتدا به هزینه آلمان؛ اما در نهایت آلمان نیز به این بهبود خواهد پیوست. هنگامی که این اتفاق بیفتد، عدم تعادل دینامیکی اصلاح خواهد شد و مسیر به سوی ارز مشترک می‌تواند در شرایط نزدیک به تعادل از سر گرفته شود. کل این فرایند بیش از دو سال طول نخواهد کشید.

پس از آن، می‌توان به سمت ارز مشترک پیش رفت، بدون نیاز به بازگرداندن باندهای ارزی محدود. اما نمی‌توان به‌طور مستقیم به این هدف رسید. اکنون در یک چرخه معیوب گیر افتاده‌ایم؛ باید آن را معکوس کنیم و به یک چرخه مثبت تبدیل کنیم. این تغییر تا حدی در ایتالیا رخ داده است و می‌تواند در بقیه اروپا نیز انجام شود.

من به مسائل سیاست خارجی، آینده ناتو و سرنوشت اروپای شرقی نپرداختم، اما به هر حال این مسائل به‌طور پیچیده‌ای با سیاست پولی اروپا در هم تنیده‌اند. سیاست پولی اروپا اشتباه است و قابل اصلاح است.

پایان

جورج سوروس در کیمیاگری مالی با بینشی ژرف و تجربه‌ای منحصر به‌فرد، به تحلیل عمیق بازارهای مالی و چگونگی تأثیرگذاری نیروهای روان‌شناختی و اقتصادی بر آنها می‌پردازد. این کتاب نقشه‌ای برای ثروتمند شدن سریع نیست، بلکه تلاشی است برای درک بهتر پویایی‌های پیچیده بازارها و نقش تحلیل انتقادی در تصمیم‌گیری‌های مالی. کیمیاگری مالی برای کسانی است که به دنبال درک عمیق‌تر از اقتصاد جهانی و تفکر استراتژیک در سرمایه‌گذاری هستند.