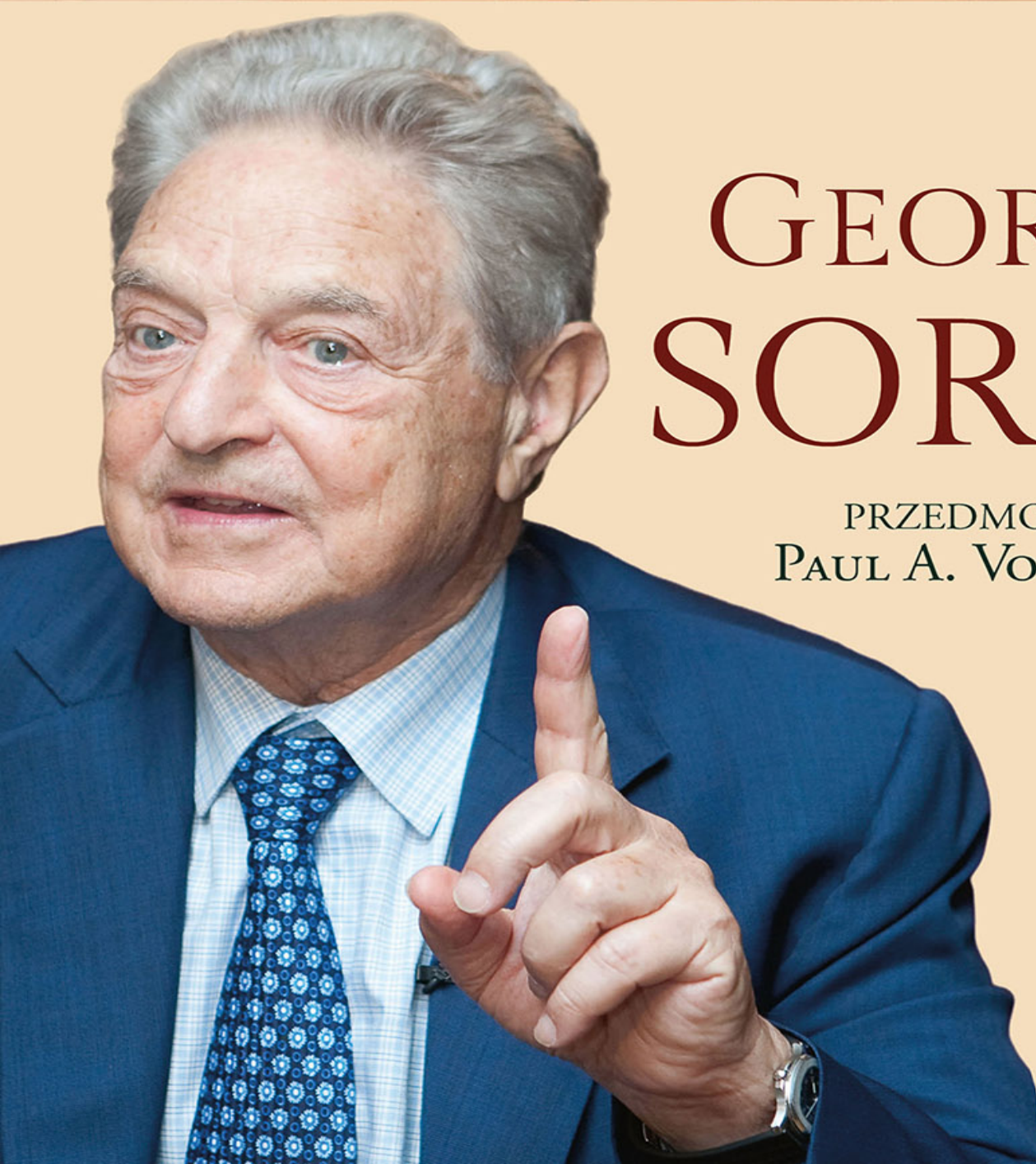


ALCHEMIA FINANSÓW



GEORGE
SOROS

PRZEDMOWA
PAUL A. VOLCKER

ALCHEMIA FINANSÓW

GEORGE
SOROS

PRZEDMOWA
PAUL A. VOLCKER

PRZEKŁAD
GRZEGORZ ŁUCZKIEWICZ

Wydawnictwo Analityka

<https://axismundi.pl/imprint/analitika/>

Tytuł oryginału: *The Alchemy of Finance, 2nd Edition*

Copyright © 1987, 1994, 2003 by George Soros. All rights reserved

Copyright for this edition © 2025 by Analityka / Grupa Wydawnicza Axis
Mundi

Projekt okładki: Izabela Surdykowska-Jurek

Ilustracje na okładce: © ChinaImages @ depositphotos.com, © European
Union, 2025 / Wikimedia Commons

Redaktor prowadzący: Antonina Liedtke

Redakcja: Jolanta Stecewicz

Korekta: Ksenia Olkusz

Wydanie I

ISBN druk: 978-83-8412-395-9

ISBN e-book: 978-83-8412-396-6

ISBN abonament: 978-83-8412-397-3

Wszelkie prawa zastrzeżone. Powielanie w całości lub w częściach
wyłącznie za pisemną zgodą wydawcy.



Na zlecenie Woblink



woblink.com

plik przygotował Jan Żaborowski

DLA SUSAN,

bez której ta książka powstałaby o wiele wcześniej

Podziękowania

Różne osoby czytały manuskrypt tej książki w całości lub częściach na różnych etapach jego powstawania. Jest ich zbyt wiele, bym mógł je tutaj wymienić, wszystkim im jednak dziękuję za pomoc i krytyczne uwagi. W szczególności Byron Wien zrobił więcej niż do niego należało, czytając i komentując tę pracę na trzech różnych etapach jej opracowywania. Specjalne podziękowania niech przyjmie Antonio Foglia, który sporządził wykresy ilustrujące eksperyment w czasie rzeczywistym. Larry Chiarello dostarczył danych liczbowych.

Chcę również podziękować zespołowi, który przyczynił się do osiągnięcia Quantum Fund podczas eksperymentu, a stanowili go Bill Ehrman, Gary Gladstein, Tom Larkin, Robert Miller, Steven Okin, Joe Orofino, Stephen Plant, Allan Raphael i Anne Stires.

Wiele osób przeczytało nowe wprowadzenie i przekazało mi swoje liczne pomocne uwagi. Są to przede wszystkim Anders Aslund, Gary Becker, Leon Botstein, Mario Bunge, Charles Calomiris, Flavia Cymbalista, Meghnad Desai, Yehuda Elkana, Jeffrey Frankel, Roman Frydman, John Kay, Allan Meltzer, Bill Newton-Smith, Peter Osnos, Thomas Palley, Edmund Phelps, Adam Posen, Alan Ryan, Robert Skidelsky i Robert Solow. Nie ponoszą oni żadnej odpowiedzialności za moje poglądy, a niektórzy z nich wciąż się z nimi nie zgadzają.

Spis treści

[Okładka](#)

[Karta tytułowa](#)

[Karta redakcyjna](#)

[Podziękowania](#)

[Słowo wstępne do nowego wydania](#)

[Słowo wstępne do pierwszego wydania](#)

[Nowa przedmowa](#)

[Nowe wprowadzenie. Krytyka dominującego paradygmatu](#)

Część pierwsza. Teoria

Rozdział 1. Zwrotność na rynku akcji

Rozdział 2. Zwrotność na rynku walut

Rozdział 3. Cykl kredytowy i regulacyjny

Część druga. Perspektywa historyczna

Rozdział 4. Zagadnienie długu międzynarodowego

Rozdział 5. Zbiorowy system kredytowania

Rozdział 6. Imperialny krąg Reagana

Rozdział 7. Ewolucja systemu bankowego

Rozdział 8. „Oligopolaryzacja” Stanów Zjednoczonych

Część trzecia. Eksperyment w czasie rzeczywistym

Rozdział 9. Początek: sierpień 1985

Rozdział 10. Faza pierwsza: sierpień 1985 – grudzień 1985

Rozdział 11. Okres kontrolny: styczeń 1986 – lipiec 1986

Rozdział 12. Faza druga: lipiec 1986 – listopad 1986

Rozdział 13. Zakończenie: listopad 1986

Część czwarta. Ocena

Rozdział 14. Możliwości alchemii finansowej: ocena eksperymentu

Rozdział 15. Rozterki nauk społecznych

Część piąta. Recepta

Rozdział 16. Wolny rynek a regulacja

Rozdział 17. W stronę międzynarodowego banku centralnego

Rozdział 18. Paradoks reformy systemowej

Rozdział 19. Krach roku 1987

Epilog

Przypisy

Dodatek. Perspektywa dezintegracji europejskiej

Słowo wstępne do nowego wydania

Kilka lat temu uczestnicy mojego seminarium na temat finansów międzynarodowych zapragnęli się spotkać z „prawdziwym, żywym” spekulantem. George Soros uprzejmie zgodził się spędzić wieczór w Princeton i porozmawiać z grupą powiększoną o pewną liczbę pracowników naukowych uniwersytetu.

Wszyscy zyskaliśmy więcej, niż się spodziewaliśmy. Już na początku George ogłosił, że koncepcja równowagi nie ma żadnego zastosowania do sposobu funkcjonowania rynków finansowych. Myślenie w kategoriach równowagi jest antyproduktywne, szkodzi sukcesowi w dziedzinie transakcji. Inwestorzy giełdowi zarabiają na podążaniu za odkrywanym przez siebie trendem. Rynki reagują na oczekiwania uczestników, których poglądy wpływają na ceny i zwykle same się potwierdzają w toku wewnętrznie wzmacniającego się procesu aż do chwili, gdy jakieś nieprzewidziane zdarzenie wstrząsa oczekiwaniami.

W obecności profesorów słuchających tego w skupionym milczeniu starałem się dzielnie, choć bez większego przekonania, zrobić wszystko, by sformułować standardową argumentację na rzecz wydajności rynków oraz określania cen przez „wartości fundamentalne”. George właściwie nie ustępował. Miał po swojej stronie empiryczny fakt ogromnych fluktuacji kursów rynkowych, które trudno pogodzić z wartościami fundamentalnymi lub jakąkolwiek zrozumiałą koncepcją wydajnych rynków. Mówiąc

słowami jego nowego wprowadzenia do *Alchemii finansów*, „sama myśl, że rynki finansowe dążą do [...] równowagi, zdaje się sprzeczna z dowodami”.

Mam wrażenie, że ducha tamtego wieczoru dobrze scharakteryzowało wystąpienie jednego z młodszych profesorów, który wreszcie zebrał się na odwagę, by sprzeciwić się naszemu gościowi. „Proszę pana – powiedział – nie docenia pan pracy ekonomistów akademickich w dziedzinie poznania rynków wymiany. Istnieją interesujące i obiecujące badania z zakresu teorii chaosu”.

No cóż, przyznaję, że nie jestem zbyt obeznany z teorią chaosu. Mam też niekiedy trudności ze śledzeniem subtelności wywodów George’a Sorosa rozwijającego swoją koncepcję zwrotności. Rozumiem jednak dość, by docenić jego wysiłki przeformułowania (i uproszczenia) swoich idei w ciągłym dążeniu do odkrycia nowego paradygmatu funkcjonowania rynku czy wręcz ludzkiego zachowania.

Soros, moim zdaniem, stanowczo podważa standardowy podręcznikowy model wydajnego rynku i racjonalnych oczekiwań, który określa mianem fundamentalizmu rynkowego mogącego prowadzić jedynie do „fałszywych twierdzeń i mylących wyników”.

Nie chodzi o to, że uczestnicy rynku są irracjonalni lub niewydajni w potocznym sensie tych słów. Nie jest też tak, że oczekiwania są nieważne; każdy obeznany z rynkami aktywów wie, że to właśnie oczekiwania wpływają na ceny. Soros wykracza jednak poza te spostrzeżenia, by podkreślić, że oczekiwania nie mogą doprowadzać i nie doprowadzają do stabilnej równowagi właśnie dlatego, iż myśli, a zatem i działania uczestników rynku wpływają na jego funkcjonowanie, rynek zaś z kolei oddziałuje na „wartości fundamentalne” i kształtuje nowe oczekiwania w ciągłym procesie zwrotnym. Mówiąc ogólniej: jako że Soros powraca do filozofii, swojej pierwszej miłości, w procesie zwrotnym

widzi nieodłączną część ludzkiej egzystencji: „myślenie jest częścią rzeczywistości, o której ludzie muszą myśleć”.

George Soros dał się poznać jako spekulant odnoszący olbrzymie sukcesy, który był dość mądry, by w odpowiednim momencie wycofać się z gry, gdy wciąż jeszcze wyraźnie w niej prowadził. Dziś wielką część swoich ogromnych zysków poświęca na zachęcanie krajów o wschodzących gospodarkach i znajdujących się w okresach przejściowych, by budowały „otwarte społeczeństwa”, otwarte nie tylko w sensie wolności handlu, ale – co ważniejsze – tolerancyjne wobec nowych idei oraz rozmaitych modeli myślenia i zachowania.

Jednocześnie zaś Soros pisze z wnikliwością i pasją o napięciach i destabilizacji towarzyszących globalizacji rynków finansowych, a w niemałej części przez nią wywoływanym. Wciąż na nowo formułuje uwagę przypominającą dziewiętnastowieczne powiedzenie Waltera Bagehota, że pieniądz nie może sam sobą zarządzać. Zdaniem Sorosa „przekonanie, że rynki finansowe zmierzają do równowagi i że tylko ingerencja rządu uniemożliwia im zapewnienie najlepszej alokacji zasobów [...], jest zarazem fałszywe i mylące”. To właśnie przez tę krytykę jego intelektualne wysiłki znajdują zastosowanie w dziedzinie polityki i praktyki świata finansów międzynarodowych.

George osobiście pracował, wspierając się wnikliwą obserwacją i intelektualną analizą, nad budową struktury praktycznej i szeroko popieranej reformy mającej zapewnić lepsze perspektywy wzrostu i stabilności w świecie wschodzących gospodarek. Było to celem innych jego książek i artykułów. Nie ma wątpliwości, że będzie podejmował dalsze starania w tym kierunku.

Jedno wydaje mi się dziś pewne: Soros ze swojej szczególnej perspektywy rozjaśnił głęboko zakorzenione problemy finansów

międzynarodowych, którym poświęcano zbyt mało uwagi w świecie zarówno nauki, jak i polityki. Programom lekceważącym systemowe konsekwencje jego spostrzeżeń nie uda się, moim zdaniem, wykorzystać pełnego potencjału, jaki finanse czasu globalizacji mają do zaoferowania na równi gospodarkom rozwiniętym i wschodzącym.

Alchemia finansów w swojej pierwotnej wersji, a nawet w „zwięzłym” i „zaktualizowanym” nowym wprowadzeniu nie jest żadną miarą lekturą łatwą i lekką. Czytelnik znajdzie w niej jednak właśnie to: uczciwą walkę niezależnego i dociekliwego umysłu, zmierzającą do przełamania starej i spowszedniałej ortodoksji nowymi i wnikliwymi spostrzeżeniami na temat funkcjonowania rynków – i zachowań ludzkich. Niemal każda strona nieoczekiwanie nagrodzi czytelnika akapitem, zdaniem czy zwrotem, które odświeżą jego intuicję i rzucą wyzwanie jego sposobowi myślenia. Pozostaje tylko pytanie, co George – lub ktokolwiek z nas – może zrobić, by stworzyć nowe teorie i nowe programy polityczne lepiej dostosowane do opisywanej przez niego rzeczywistości.

Paul A. Volcker

Słowo wstępne do pierwszego wydania

Jeden do czterystu siedemdziesięciu trzech milionów. Takie były szanse George’a Sorosa na uzyskanie wyników inwestycyjnych, jakie rzeczywiście osiągnął w latach 1968–1993 w roli menedżera Quantum Fund. Jego rezultaty inwestycyjne są najlepszym w historii, niezbitym argumentem przeciw hipotezie błędzenia przypadkowego!

Dla dopiero początkującego inwestora, którym byłem w drugiej połowie szalonych lat siedemdziesiątych i osiemdziesiątych dwudziestego wieku, *Alchemia finansów* była książką w pewnym sensie rewolucyjną. Pamiętajmy, że był to okres, gdy w świecie inwestycji modne stały się podążanie za trendem i indeksacja. Były to czasy, gdy analiza techniczna (badanie zmian cen jako narzędzie prognozowania) znalazła się w zenicie. Inwestorzy mojego pokolenia uzbrajali się w wykresy i komputerowo generowane schematy prognozujące kierunek przyszłych zmian cen. Dzień po dniu zasiadaliśmy przed ekranami komputerów, hipnotyzowani migającymi światełkami i wciąż zmieniającymi się liczbami w ogłuszającej kakofonii nadmiaru informacji. Intelktualne ramy pojmowania biegu zdarzeń społecznych, politycznych i ekonomicznych były – być może z wyjątkiem teorii fal Elliotta – wyraźnie zapomniane, jakby wystarczało dbać tylko o to, by uczestniczyć we wciąż przyśpieszającym procesie.

Alchemia finansów stała się dla mnie błyskiem światła w ciemności. Pozwoliła mi zrobić olbrzymi krok naprzód dzięki krokowi wstecz umożliwiającemu wyjaśnienie zdarzeń, które wydawały się bardzo złożone

i przytłaczające. W epoce, w której tak wielkie pieniądze robiono na operacjach wręcz niepowtarzalnych – od drenażu rynku srebra przez braci Huntów w roku 1979, po przejęcie RJR Nabisco przez KKR w roku 1989 – przedstawiona przez Sorosa teoria zwrotności stanowi pierwszą nowoczesną, nietechniczną próbę opisanie i prognozowania dynamicznej współzależności pomiędzy uczestnikami procesu rynkowego. Na tym polega geniusz tej książki. Opisuje dynamikę ścieżki pomiędzy punktami skrajnej wyceny a równowagą rynku. Jest to szczególnie ważne dla przeciętnego inwestora. Ile razy zajmowaliśmy właściwą długą pozycję w pobliżu dna lub krótką w pobliżu szczytu dużej zmiany na rynku? Lecz nasza zdolność wytrwania na tych pozycjach była słaba (podobnie jak nasz zysk) z powodu niezrozumienia ścieżki wielkich zmian cen. Soros daje nam zasadniczo ważny wgląd w przebieg tej ścieżki, a tym samym wzmacnia nasze zaufanie do decyzji inwestycyjnych. Od tego zaś w siedemdziesięciu procentach zależy sukces każdej udanej kampanii inwestycyjnej.

Kiedy wkraczam w nieuchronne pasmo strat, co się zdarza każdemu inwestorowi, sięgam po *Alchemię* i na nowo przyglądam się kampaniom Sorosa. Sposoby, jakimi stawiał czoło przeciwnościom, studiuje się jak znakomity podręcznik zrywania łańcucha błędnych decyzji, który od czasu do czasu krępuje każdego inwestora. Wygrywanie jest zaraźliwe. Książka ta jest zaś pełna przykładów decyzji inwestycyjnych, którym wszyscy chcieliby dorównać. Co ważne, intelekt Sorosa daje mu siłę i zaufanie do własnych przekonań, a to pozwala mu trzymać się tego, w co wierzy, nawet w okresach próby. *Alchemia* jest w tym sensie – obok *Wspomnień gracza giełdowego* Edwina Lefèvre’a – ponadczasowym, pouczającym przewodnikiem po rynku. A skoro tak, to Soros powinien się mieć na baczności! W filmie o drugiej wojnie światowej zatytułowanym *Patton* najbardziej lubię scenę, w której amerykański generał George S. Patton,

poświęciwszy właśnie całe tygodnie na studiowanie pism swojego niemieckiego przeciwnika, feldmarszałka Erwina Rommla, miazdży go w wielkiej bitwie pancernej w Tunezji. Patton, spoglądając na pole bitwy ze swojego punktu dowodzenia, czuje już zwycięstwo i warczy: „Rommel, ty wspaniały draniu! Przeczytałem twoją książkę!”. Wymowne.

Alchemia to również znakomita historia ekonomiczna i polityczna ostatnich czasów. Soros z sześciolatnim wyprzedzeniem przedstawił plan rozwiązania problemu fiaska amerykańskich towarzystw oszczędnościowo-pożyczkowych (rozdz. 7), a z dwuletnim – przewidział krach na rynku akcji roku 1987 (s. 275), jawiąc się jako wielki współczesny wizjoner rynku.

Historia zapewne zapamięta George’a Sorosa jako spekulanta, który w roku 1992 zaatakował Bank Anglii (i uwolnił Brytyjczyków od recesji). Jego miliardowy wynik jest po prostu zbyt fascynujący, by skrybowie mogli przeoczyć tę opowieść. Sam Soros chciałby zapewne, by zachowano go w pamięci jako wielkiego ekonomistę czy wręcz naukowca. Ja jednak zapamiętam go za coś jeszcze ważniejszego, za co nie cieszy się należnym uznaniem. To ktoś, kto szczerze troszczy się o warunki życia ludzi i stara się je poprawić. Jego niezliczone monumentalne przedsięwzięcia filantropijne stawiają go w rzędzie największych dobroczyńców w historii. Nawet dziś, w wieku 62 lat, rozwija działalność swoich sześciu fundacji z energią i etyką pracy młodzika wspinającego się po drabinie finansów, w dążeniu do swoich szczytnych celów pracuje na całym świecie po osiemnaście godzin dziennie. Nie tylko podpisuje czeki, co może zrobić każdy bogacz, ale też jest zaangażowanym pracoholikiem, rzeczywiście wpływającym na jakość życia ludzi, którzy mieli mniej szczęścia niż on. I to właśnie świadczy o jego wielkości.

Paul Tudor Jones II

Nowa przedmowa

Wiele wydarzeń minionych paru lat sprawiło, że wyłożona w tej książce teoria zwrotności stała się bardziej użyteczna i szerzej akceptowana. Na rynkach finansowych panował zamęt. Zerwanie ze sztywnym kursem walutowym w Tajlandii w roku 1997 wywołało kryzys finansowy przetaczający się przez kolejne kraje niczym niszczycielska stalowa kula. Niewypłacalność Rosji w sierpniu 1998 roku zagroziła Long Term Capital Management, funduszowi hedgingowemu opierającemu się na hipotezie wydajnego rynku, i tylko podjęta w porę interwencja nowojorskiego Banku Rezerw Federalnych zapobiegła krachowi. Następnie upowszechnienie się internetu i innych innowacji w dziedzinie technologii informacyjnej wywołało sekwencję hossy-bessy niesamowicie przypominającą analizowany w tej książce boom konglomeratów. Zjawisk tych nie da się uzgodnić z teorią racjonalnych oczekiwań i hipotezą wydajnych rynków. Niektórzy ekonomiści uniwersyteccy dostrzegli niepowodzenie dominującego paradygmatu i zaczęli stosować metody bardziej realistyczne. Koncepcja równowagi wielopunktowej zaczyna akceptować zjawisko zwrotności, chociaż nie podchodzi do niego we właściwy sposób. Zatem teoria zwrotności nie powinna dziś być równie obca umysłom ekonomistów akademickich, jak była w czasach, gdy ukazało się pierwsze wydanie tej książki.

A jednak teoria zwrotności zaskakująco rzadko wdzierała się na teren dyskursu publicznego. Wciąż dominuje pogląd, że pozostawienie rynków

finansowych samym sobie zapewni optymalną alokację zasobów. Fundamentalizm rynkowy stał się dziś wręcz bardziej wpływowy, niż był piętnaście lat temu.

Muszę niewątpliwie wziąć na siebie odpowiedzialność za to, że nie udało mi się skutecznie przedstawić swoich idei. Wydaje się, że nie odnotowano zasadniczej tezy, w myśl której subiektywne opinie dominujące na rynkach finansowych mogą wpływać na tak zwane wartości fundamentalne, mające znajdować odzwierciedlenie w cenach rynkowych. Poczuję się do obowiązku podjęcia ponownej próby wyjaśnienia swojego poglądu na świat. W ciągu minionych piętnastu lat mój sposób myślenia również podlegał ewolucji, toteż powinienem dziś lepiej przedstawić swoje stanowisko.

Napisałem zatem zwięzłe nowe wprowadzenie, które zastępuje w książce zarówno wprowadzenie, jak i rozdział pierwszy pierwotnego wydania. Resztę tekstu pozostawiłem bez żadnych zmian. Po piętnastu latach warto być może poddać go próbie czasu. Uważam, że całkiem nieźle zdaje on ten egzamin.

Nowe wprowadzenie jest dość treściwe, jednak nie udało się temu zaradzić, ponieważ obejmuje wysoce abstrakcyjne idee filozoficzne. Wyznaczam sobie bardzo ambitny cel: zamierzam położyć podwaliny pod nowy paradygmat mający zastosowanie nie tylko do rynków finansowych, ale także do wszystkich zjawisk społecznych.

Moje uwagi można zaliczyć do czterech głównych kategorii. Po pierwsze, staram się przedstawić krytykę dominujących teorii równowagi pełniej i dobitniej niż dawniej oraz sformułować argumentację na rzecz zmiany paradygmatu. Po drugie, badam w tym kontekście słabości swoich pierwotnych argumentów. Po trzecie, kładę podwaliny pod nowy paradygmat oparty na uznaniu faktu, że nasze zrozumienie nigdy nie

odpowiada rzeczywistości, a rozbieżność pomiędzy nimi – różna w zależności od osób i sytuacji – stanowi ważny, lecz nie decydujący czynnik kształtujący przebieg zdarzeń. Konsekwencje tego paradygmatu sięgają daleko poza rynki finansowe. Po czwarte wreszcie, przeprowadzam dalsze badania nad alchemią – w odróżnieniu od nauki – finansów. W książce przedstawiłem eksperyment w czasie rzeczywistym, szczegółowo opisując swoje decyzje inwestycyjne w pewnym okresie, nie zagłębiałem się jednak w sam proces decyzyjny; tym razem spróbuję ujawnić „tajemnicę mojego sukcesu”.

George Soros

Nowe wprowadzenie*

KRYTYKA DOMINUJĄCEGO PARADYGMATU

Pierwotne wprowadzenie rozpocząłem od stwierdzenia, że książka ta w pewnym bardzo prawdziwym sensie jest dziełem mojego życia. Dziś mógłbym powiedzieć to samo. Choć moja aktywność wykroczyła poza finanse i skierowała się ku sprawom społecznym i politycznym, wykorzystuję w tych dziedzinach te same ramy pojęciowe, jakie służą mi na rynkach finansowych. Dlatego właśnie tak bardzo zależy mi na zaktualizowaniu tej książki i włączeniu do niej tego, czego nauczyłem się w ciągu minionych piętnastu lat. Zrozumienie rzeczywistości, a w szczególności rynków finansowych, jest niekończącym się procesem. Z perspektywy czasu dostrzegam wiele słabości swojego pierwotnego wykładu, zamiast jednak je korygować, spróbuję przedstawić zwięzłe sformułowanie swoich aktualnych przemyśleń na interesujący mnie temat.

Muszę przede wszystkim wyraźnie określić ten temat. Książka dotyczy rynków finansowych, lecz dzieło mojego życia nie ogranicza się do tej dziedziny. Interesowałem się filozofią na długo przed tym, jak zaangażowałem się w działalność finansową. Jak pisałem w pierwotnym wprowadzeniu: „Pierwszy był nurt teoretyczny. Odkąd stałem się świadomy swojego istnienia, namiętnie starałem się je zrozumieć. Poznanie samego

siebie uznałem za główny problem, który należy zrozumieć”. Opracowałem ramy teoretyczne oparte na koncepcji zwrotności, by wyjaśnić relacje pomiędzy myśleniem a rzeczywistością, oraz wykorzystałem rynki finansowe jako laboratorium, w którym przetestowałem swoją teorię. W tym właśnie sensie ta książka stanowi dzieło mojego życia. Mam nadzieję, że dzięki niniejszemu podsumowaniu wyda ono owoce.

W ostatnich latach moja uwaga skupiała się na innych sprawach. Zaangażowałem się najpierw w transformację od społeczeństw zamkniętych do otwartych, co stało się możliwe w wyniku upadku systemu sowieckiego. Stosunkowo niedawno zająłem się przede wszystkim problemami globalizacji. Szczegółowe omawianie tych zagadnień w tym miejscu nie byłoby właściwe, zwłaszcza że pisałem o nich w innych książkach. Uważam jednak za swój obowiązek ponownie przedstawić ramy pojęciowe, w jakich ujmowałem oba te obszary problemów – przejście do społeczeństwa otwartego i globalizację.

Koncepcja zwrotności

Koncepcja zwrotności jest bardzo prosta. W sytuacjach, w których uczestniczą myślący ludzie, zachodzi dwukierunkowa interakcja pomiędzy myśleniem uczestników a sytuacją, w jakiej się znajdują. Z jednej strony, uczestnicy starają się zrozumieć rzeczywistość; z drugiej – starają się osiągnąć pożądany wynik. Te dwie funkcje działają w przeciwnych kierunkach: w funkcji poznawczej rzeczywistość jest dana; w funkcji uczestniczenia stałą jest zrozumienie rzeczywistości przez uczestników. Obie funkcje mogą ze sobą kolidować, sprawiając, że to, o czym się zakłada, iż jest dane, staje się zależne. Tę interferencję funkcji nazywam zwrotnością. Wyobrażam ją sobie jako pętlę sprzężenia zwrotnego

między wiedzą uczestników sytuacji a samą sytuacją; twierdzą też, że koncepcja zwrotności ma zasadnicze znaczenie dla zrozumienia sytuacji, w których uczestniczą myślący ludzie. Zwrotność sprawia, że myślenie uczestników staje się niedoskonałe, a ich działania przynoszą niezamierzone skutki.

Natura interferencji między funkcjami poznawczą i uczestniczącą nie jest taka prosta, a jej konsekwencje wciąż nie są należycie rozumiane. Twierdzenie, że świat, w którym żyjemy, rozumiemy niedoskonale, jest tak banalne, iż nie wymaga właściwie żadnego rozwinięcia. Sposób działania naszych zmysłów, struktura naszego języka i wiele innych czynników razem wziętych sprawiają, że nasza wiedza jest niedoskonała, lecz niedoskonałość powodowana zwrotnością jest szczególnego rodzaju i wymaga dalszego naświetlenia. Interesuje mnie niedoskonałość wywołana tym, że jesteśmy uczestnikami. Kiedy działamy jako zewnątrzni obserwatorzy, możemy formułować twierdzenia, które odpowiadają lub nie odpowiadają faktom, nie zmieniając tych faktów; kiedy jednak działamy jako uczestnicy, nasze działania zmieniają sytuację, którą staramy się zrozumieć. W konsekwencji nie możemy opierać swoich decyzji na wiedzy. Możemy wiedzieć bardzo wiele, a im więcej wiemy, w tym lepszym jesteśmy położeniu, by podejmować właściwe decyzje, jednak sama wiedza nie jest do tego wystarczającą podstawą. Mamy do czynienia z sytuacją z natury niepoznawalną w tym sensie, że to, co – aby możliwa była wiedza – ma być faktem, jest w istocie zależne od oglądu sytuacji dokonywanego przez uczestników. Gdyby poglądy uczestników pasowały do sytuacji, nie byłaby ona niepoznawalna i uczestnicy mogliby działać na podstawie swojej wiedzy. Tak jednak nie jest. Sytuacja jest niepoznawalna, gdyż poglądy uczestników nie łączą się z sytuacją. Jeśli przypomina to logiczne błędne koło – no cóż, rzeczywiście tak jest. Uczestnicy są uwięzieni

w sytuacji charakteryzującej się pętlą, którą nazywałem zwrotnością, a próby jej zrozumienia spychają ich – i nas, obserwatorów starających się zrozumieć sytuację, w których uczestniczą myślący ludzie – w błędne koło. Sprawa ta wymaga dalszego objaśnienia.

Zgodnie z tradycyjną korespondencyjną teorią prawdy wiedza wyraża się w prawdziwych twierdzeniach. Twierdzenie X jest prawdziwe wtedy i tylko wtedy, gdy rzeczywiście zachodzi fakt opisany tym twierdzeniem. Aby fakty dostarczały wiarygodnego kryterium prawdy, muszą być niezależne od odnoszących się do nich twierdzeń. Decyzje uczestników sytuacji odnoszą się jednak do przyszłości, a przyszłość jest zależna od teraźniejszych decyzji. Zatem przyszłe fakty nie dostarczają niezależnego kryterium, na podstawie którego twierdzenia pomyślane obecnie przez uczestników można by uznać za wiedzę. Nawet jeśli się zdarzy, że wynik będzie odpowiadał oczekiwaniom niektórych uczestników, to oczekiwań tych nie sposób uznać za wiedzę, gdyż taka korespondencja może być spowodowana decyzjami różnych uczestników. Twierdząc, że oczekiwania są oparte na wiedzy, przeczylibyśmy zarazem temu, że zwrotność odgrywa jakąkolwiek rolę w kształtowaniu biegu zdarzeń.

Zwrotność a teoria ekonomiczna

Twierdzenie, że przyszłe wyniki znajdują pełne odzwierciedlenie w obecnych oczekiwaniach, wydaje się absurdalne, lecz pomimo to jest bardzo żywotne. Stanowi podstawę dominującego paradygmatu ekonomii finansowej. Uważa się, że ceny rynkowe są biernym odzwierciedleniem wartości fundamentalnych. Hipoteza wydajnego rynku głosi, że ceny rynkowe w pełni odzwierciedlają wszystkie dostępne informacje. W ścisłe z nią związanej teorii racjonalnych oczekiwań utrzymuje się, że przy braku

zewnętrznych wstrząsów rynki finansowe zmierzają do równowagi dokładnie odzwierciedlającej oczekiwania uczestników. Teorie te razem wzięte wspierają przekonanie, że rynki finansowe pozostawione samym sobie zapewniają optymalną alokację zasobów.

Z paradygmatem tym wiąże się poważny problem: sama myśl, że rynki finansowe dążą do takiej równowagi, zdaje się sprzeczna z dowodami. Większość ekonomistów uznaje dziś, że rynki finansowe są zdolne wytwarzać wielorakie stany równowagi. Nie zarzucono jednak idei, że wolne, niepoddane regulacjom rynki zapewniają optymalną alokację zasobów. Poświęcono wiele wysiłku w celu powiązania rzeczywistych zachowań rynków finansowych z hipotezą wydajnego rynku, przyjmując coraz to bardziej elastyczne definicje racjonalności i jeszcze bardziej skromne definicje wydajności. Modyfikacje te nie idą wystarczająco daleko. Pora na zmianę paradygmatu.

Alchemia finansów miała być frontalnym atakiem na dominujący paradygmat, jednak natrafiła na kamienny mur. Zawodowi ekonomiści zbyli teorię zwrotności, uznając ją za dzieło amatora, któremu sukces finansowy uderzył do głowy. Oskarżano mnie zarówno o ignorowanie najnowszych postępów teorii ekonomicznej, jak i o powtarzanie rzeczy oczywistych. Niewątpliwie jestem za to częściowo odpowiedzialny. Dałem swoim krytykom duże pole do działania, chętnie przyznając, że nie jestem zbyt dobrze obeznany z teoriami racjonalnych oczekiwań i wydajnych rynków, ponieważ sądziłem, że jako praktyk poradzę sobie lepiej bez nich. Mój wykład ucierpiał również z powodu innych ograniczeń, których nie muszę tutaj roztrząsać, gdyż czytelnicy sami je oceniają. Pomimo to teoria zwrotności zyskała na popularności wśród praktyków, a *Alchemia finansów*, ze wszystkimi swoimi brakami, znalazła miejsce na listach lektur wprowadzie nie wydziałów ekonomii, ale za to szkół zarządzania.

Chciałbym wykorzystać obecną okazję, by dobitnie powtórzyć swoją krytykę starego paradygmatu. Może to teraz wyglądać na niepotrzebną stratę czasu i energii, jest jednak niezbędne, gdyż dominujący paradygmat głęboko zakorzenił się w umysłach. Nawet jeśli eksperci zmodyfikowali swoje poglądy, to polityka ekonomiczna w Stanach Zjednoczonych i w innych krajach świata wciąż kieruje się przekonaniem, że rynki finansowe zmierzają do równowagi zapewniającej najlepszą alokację zasobów i że tylko ingerencja rządu staje im na drodze. Dogmat ten, który nazwałem fundamentalizmem rynkowym, wciąż jest bardzo wpływowy.

Pozwolę sobie najpierw rozprawić się z teorią racjonalnych oczekiwań. Utrzymuje ona, jak ją rozumiem, że uczestnicy rynku, kierując się własnym interesem, opierają swoje decyzje na założeniu, że inni będą postępować tak samo. Brzmi to rozsądnie, ale jednak tak nie jest, ponieważ uczestnicy nie działają na podstawie tego, co leży w ich najlepszym interesie, lecz tego, jak ten najlepszy interes *postrzegają*, a nie są to rzeczy identyczne. Wiedza uczestników jest niedoskonała, a ich działania mają niezamierzone konsekwencje. Pomiedzy oczekiwaniami a wynikami – pomiędzy *ex ante* a *ex post* – nie zachodzi korespondencja i nie jest racjonalne ludzkie działanie oparte na założeniu, że oba te elementy nie są rozbieżne¹.

Teoria racjonalnych oczekiwań stara się pokonać tę trudność, twierdząc, że rynek jako całość zawsze wie więcej niż jakikolwiek indywidualny jego uczestnik – wystarczająco więcej, by rynkom zawsze udawało się mieć rację. Ludzie mogą błędnie coś rozumieć, a niezrozumienie może powodować przypadkowe zaburzenia, lecz ostateczna analiza wykazuje, że wszyscy uczestnicy rynku posługują się tym samym modelem funkcjonowania świata, a jeśli tego nie robią, uczą się z doświadczenia, by w końcu dojść do tego samego, zbieżnego modelu. Ja jednak pracuję na podstawie innego modelu, a fakt, że z powodzeniem korzystałem z niego

jako uczestnik rynku, ujawnia absurdalność koncepcji racjonalnych oczekiwań.

Twierdzę, że rynki finansowe zawsze są w błędzie – w tym sensie, że funkcjonują na podstawie dominujących subiektywnych opinii, które jednak mogą się rzeczywiście uprawomocnić, wpływając nie tylko na ceny rynkowe, ale również na tak zwane wartości fundamentalne mające znajdować odzwierciedlenie w cenach. Punkt ten bardzo trudno pojąć ludziom przesiąkniętym dominującym paradygmatem.

W książce omawiam szczegółowo sposoby, które sprawiają, że dominujące subiektywne opinie mogą się uprawomocnić, podaję też wiele konkretnych przykładów. Samopotwierdzające się pętle zwrotne po przekroczeniu pewnego punktu stają się niestabilne. Dlatego właśnie zwrotność prowadzi do prognoz i procesów początkowo samospełniających się, ostatecznie jednak samoobalających się. Najbardziej spektakularnym tego przejawem są charakterystyczne dla rynków finansowych sekwencje hossy-bessy. Teoria zwrotności może wyjaśnić te bańki spekulacyjne, czego nie potrafi hipoteza wydajnego rynku. Powstała cała nowa literatura zmierzająca do wyjaśnienia zjawiska baniek spekulacyjnych w ramach dominującego paradygmatu. Nie są one jedynymi przejawami zwrotności. W książce tej opisano również wiele subtelniejszych form tych zjawisk, na przykład „imperialny krąg Reagana” czy fuzjomanie lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku. Nie da się ich wyjaśnić bez odrzucenia hipotezy wydajnego rynku.

Możemy zatem zauważyć, że hipoteza wydajnego rynku oraz teoria zwrotności są alternatywnymi teoriami zachowania rynków finansowych. Hipoteza wydajnego rynku nie odpowiada faktom, a jest również wątpliwa na gruncie teoretycznym: złudzenie, że rynki mają zawsze rację, powstaje w wyniku zwrotnych interakcji pomiędzy funkcją uczestniczenia a funkcją

poznawczą. W rzeczywistości rynki są niemal zawsze w błędzie, lecz ich nieobiektywność zostaje uprawomocniona w toku zarówno samospełniającej się, jak i samoobalającej się fazy sekwencji hossy-bessy. Tylko w punktach przegięcia okazuje się, że dominująca nieobiektywność jest błędna.

Ciekawe jest pytanie, dlaczego tak nierealistyczna interpretacja rynków finansowych, jaką jest hipoteza wydajnego rynku, mogła zyskać tak szerokie uznanie. Odpowiedzi należy szukać w wymaganiach stawianych teorii ekonomicznej jako przedsięwzięciu naukowemu. W wypadku teorii naukowych zakłada się, że mają mieć pewną wartość prognostyczną, a hipoteza wydajnego rynku stara się sprostać temu wymaganiu, podczas gdy teoria zwrotności do tego nie zmierza. Przeciwnie, twierdzi ona, że bieg zdarzeń jest z natury nieprzewidywalny. Zatem pierwsza z tych teorii kwalifikuje się na teorię naukową (choć fałszywą), druga zaś nie. Uznałem ten fakt, nadając książce tytuł *Alchemia finansów* – alchemia, a więc nie nauka.

Trudno byłoby sfalsyfikować teorię naukową za pomocą teorii nienaukowej bez dalekosiężnego rozpatrzenia metody naukowej w jej zastosowaniu do spraw ludzkich w ogólności, a rynków finansowych w szczególności. Spróbowałem to zrobić w pierwotnym wydaniu *Alchemii*, nie mogę jednak twierdzić, że wywołało to większe wrażenie. Uważam tę kwestię za tak ważną dla zrozumienia nie tylko rynków finansowych, ale i spraw ludzkich w ogólności, że poczuwam się do obowiązku podjęcia kolejnej próby.

Zasada ludzkiej niepewności

Żyjemy w rzeczywistym świecie, jednak nasz ogląd świata nie łączy się z rzeczywistością. Teoria racjonalnych oczekiwań sama w sobie dostarcza uderzającego przykładu, jak dalece nasza interpretacja może odbiegać od rzeczywistości. Nasz ogląd świata jest jednak częścią rzeczywistości – jesteśmy jej uczestnikami. Rozziew pomiędzy rzeczywistością a naszą jej interpretacją wprowadza do rzeczywistego świata element niepewności. Znów może to przypominać błędne koło w rozumowaniu, jednak dokładnie opisuje sytuacje, w których uczestniczą myślący ludzie.

Mogę teraz zdefiniować element niepewności lepiej, niż zrobiłem to w pierwotnym wydaniu *Alchemii finansów*. Przywołując zarówno korespondencyjną, jak i koherencyjną teorię prawdy, mogę ogłosić – jak ją nazywam – „zasadę ludzkiej niepewności”. Mówi ona, że zrozumienie przez ludzi świata, w którym żyją, nie może się odnosić tylko do faktów i być równocześnie pełne i spójne. Jeśli ludzkie myślenie ogranicza się do faktów, to nie jest wystarczające do podjęcia decyzji; jeśli służy jako podstawa decyzji, to nie może być ograniczone tylko do faktów. Zasadę ludzkiej niepewności stosuje się zarówno do myślenia, jak i rzeczywistości. Wyjaśnia ona, że nasze zrozumienie jest często niespójne, a zawsze niepełne oraz że wprowadza do biegu zdarzeń element autentycznej niepewności (której nie należy mylić z przypadkowością).

Zasada ludzkiej niepewności mocno przypomina zasadę nieoznaczoności Heisenberga, zgodnie z którą nie sposób równocześnie zmierzyć położenia i pędu cząstki elementarnej. Zachodzi jednak między nimi ważna różnica. Zasada nieoznaczoności Heisenberga ani na jotę nie wpływa na zachowanie się cząstek elementarnych: gdyby jej nie odkryto, wciąż byłoby ono takie samo. Inaczej jest z zasadą ludzkiej niepewności. Teorie na temat ludzkiego zachowania mogą na nie oddziaływać

i rzeczywiście tak się dzieje. Marksizm wywarł olbrzymi wpływ na historię, a fundamentalizm rynkowy jest dziś podobnie wpływowy. Wyrażenie takie jak „oś zła” może zmienić bieg dziejów, a nazwanie podatku spadkowego „podatkiem od śmierci” może wpłynąć na politykę ekonomiczną i społeczną. Moje działania – oraz wyniki, jakie osiągnąłem na rynkach finansowych – byłyby inne, gdybym nie opierał się na zasadzie ludzkiej niepewności (choć tak jej wtedy nie nazywałem).

Fizyka kwantowa podlega alternatywnym interpretacjom – obiekty kwantowe można opisywać jako cząstki lub fale – i to samo dotyczy zasady ludzkiej niepewności. Możemy mówić o niedoskonałym zrozumieniu, właściwsze jednak byłoby posługiwanie się terminem „ludzka kreatywność”. Niedoskonałe zrozumienie ma wydźwięk negatywny; kreatywność jest pojęciem inspirującym. Gdyby było możliwe doskonałe zrozumienie, nie byłoby miejsca dla kreatywności. Ponieważ jednak tak nie jest, świat, w którym żyjemy, jest w pewnej mierze naszą własną kreacją.

Zakres, w jakim ludzkie myślenie kształtuje rzeczywistość, wymaga dalszej analizy. Istnieje tendencja polegająca na dekonstruowaniu rzeczywistości do aktu jej postrzegania. Jest to przesadna reakcja na wcześniejszą skłonność do interpretowania rzeczywistości jako rządzącej się nieubłaganyymi prawami nauki, które są możliwe do odkrycia i działają niezależnie od tego, co ktoś o tym myśli. Rzeczywistość jest bardziej skomplikowana. Aby ją właściwie zrozumieć, musimy rozróżnić zjawiska przyrodnicze, obojętne na to, co myślą ludzie, oraz zjawiska społeczne obejmujące myślących uczestników.

Prawa stosujące się do zjawisk przyrodniczych działają niezależnie od tego, co myślą ludzie – chociaż sformułowanie tych praw i wybór zjawisk, do których mają one zastosowanie, podlegają bardzo silnym wpływom tendencji dominujących w nauce. Największym dobrodziejstwem metody

naukowej była dostępność niezależnego kryterium pozwalającego oceniać prawomocność hipotez naukowych. Nauki przyrodnicze przyniosły o wiele więcej zdumiewających wyników niż magia, przesąd czy przekonania religijne.

Jeśli chodzi o zdarzenia, w których uczestniczą ludzie, wiedza naukowa okazuje się trudniejsza do osiągnięcia, a myślenie odgrywa w nich aktywniejszą, kreatywną rolę – zarówno w ich rozumieniu, jak i kształtowaniu. Jak widzieliśmy, ludzie opierają swoje działania nie na rzeczywistości, lecz na tym, jak widzą świat, a te dwa obszary nie są tożsame. W rezultacie nawet historii nie można traktować w taki sam sposób jak zjawisk przyrodniczych, ponieważ składają się na nią nie tylko nagie fakty w rodzaju narodzin lub śmierci królów. Zjawiska społeczne, takie jak rewolucje czy kompromisy polityczne, mają różne znaczenie dla różnych uczestników, a z perspektywy czasu podlegają nawet różnym interpretacjom². Mity przeszłości odciskają się na przyszłości. Stoczona w roku 1389 bitwa na Kosowym Polu miała wielkie znaczenie dla niedawnego rozpadu Jugosławii. Stwarza to problemy dla metody naukowej, ale jednocześnie sprawia, że wiedza naukowa traci na znaczeniu w rozumieniu i kształtowaniu spraw ludzkich. Historia jest opowieścią, w której pozostaje mnóstwo miejsca dla magii, przesądu, religii i innych przekonań.

Ponieważ decyzje ludzi nie opierają się na wiedzy, wyniki mogą odbiegać od oczekiwań. Zdarzeń, w których uczestniczą myślący ludzie, nie sposób zrozumieć, nie uwzględniając tej rozbieżności. W toku zjawisk przyrodniczych zdarzenia następują po sobie niezależnie od ludzkich myśli – choć to, co ludzie decydują się zauważyć, podlega wpływowi dominującego w danym momencie paradygmatu. Jeśli chodzi o zjawiska

społeczne, wpływ myślenia jest dalekosiężny: może ono oddziaływać na bieg zdarzeń. Ma to doniosłe konsekwencje dla metody naukowej.

Nauki społeczne a nauki przyrodnicze

Standardy i kryteria metody naukowej opierają się na osiągnięciach nauk przyrodniczych. Karl Popper, który poważnie wpłynął na mój sposób myślenia, ogłosił doktrynę jedności nauki: zarówno w naukach przyrodniczych, jak i społecznych mają obowiązywać te same standardy i kryteria³. Nie był w tych poglądach osamotniony. Osiągnięcia nauk przyrodniczych były tak imponujące, że nauki społeczne starały się je naśladować. Nie wszystkie nauki społeczne – na przykład antropologia koncentruje się raczej na opowiadaniu historii niż na formułowaniu uniwersalnie ważnych teorii – lecz teoria ekonomiczna podejmowała szczególnie energiczne próby upodobnienia się do nauk przyrodniczych.

W sprawie doktryny jedności nauki nie zgadzam się z moim mentorem. Pomiedzy naukami społecznymi a przyrodniczymi zachodzą dwie fundamentalne różnice. Jedna ma związek z przedmiotem nauki, druga zaś – z rolą naukowca. Po pierwsze, zwrotność i zasada ludzkiej niepewności zakłócają przewidywalność ludzkich zachowań; po drugie, teorie dotyczące ludzkiego zachowania mogą wpływać na to zachowanie i rzeczywiście to robią.

Zważywszy na te przeszkody, narzucanie naukom humanistycznym standardów i kryteriów przyjmowanych w naukach przyrodniczych prowadzi do fałszywych twierdzeń i mylących wyników. Sprzyja formułowaniu koncepcji, takich jak teoria racjonalnych oczekiwań, które nie odpowiadają rzeczywistości oraz dyskwalifikuje teorię zwrotności, gdyż nie prowadzi ona do przewidywań, jakich oczekuje się od teorii naukowej.

Jeśli jednak w fundamentalnych zjawiskach występuje element niepewności, to powinien on znaleźć odzwierciedlenie w dotyczących ich teoriach.

Zasada nieoznaczoności Heisenberga nie podważa statusu nauk przyrodniczych, gdyż osiągnęły one prawdziwie zdumiewające wyniki, zanim jeszcze napotkano niepewność nieodłączną od fizyki kwantowej. W świetle tych odkryć zasada nieoznaczoności Heisenberga jawi się jako szczytowe osiągnięcie metody naukowej. Nauki humanistyczne znajdują się w sytuacji znacznie mniej komfortowej, ponieważ nieodłączny od ludzkiego myślenia element niepewności napotykają już na samym początku swoich dociekań, a nie dopiero wtedy, gdy ich poszukiwania są już dostatecznie zaawansowane. Swoją dzień sądu ostatecznego mogą odsuwać, jak zrobiła to ekonomia, tworząc swoje teorie na postulatach świadomie wykluczających tę niepewność, jednak w ten sposób dopuszczają się gwałtu na własnym przedmiocie.

Dlaczego Popper przyjął doktrynę jedności nauki, skoro był nie mniej niż ja świadomy zasady ludzkiej niepewności? Uważam, że postąpił tak dlatego, iż chciał wykazać nienaukowość marksizmu i potrzebował doktryny ułatwiającej przyjęcie jego argumentacji. To jednak nie pomniejsza znaczenia faktu, że zastosował argumentację błędną. Znacznie lepiej byłoby stwierdzić, że nauki społeczne nie mogą odpowiadać standardom i wymaganiom nauk przyrodniczych z powodu dwóch wskazanych przeze mnie przeszkód, a tym samym teorie społeczne, które opierają swoje pretensje do prawomocności na swoim statusie naukowym, zgłaszają roszczenie fałszywe. Nie znaczy to, że teorie społeczne nie mogą być prawomocne, ale muszą opierać swoje pretensje na własnych zaletach, zamiast stroić się w cudze piórka nauk przyrodniczych.

Nie jest to argument stricte teoretyczny czy wywodzący się ze specjalistycznej, hermetycznej wiedzy. Ma on wielkie znaczenie praktyczne już teraz. Tę samą krytykę, którą Popper zgłosił pod adresem marksizmu, można odnieść do głównego nurtu ekonomii. Wielu teorii ekonomicznych – takich jak teoria konkurencji doskonałej – nie da się sfalsyfikować, gdyż opierają się na pewnych szczególnych założeniach, a ich wnioski wypływają z tych założeń mocą dedukcji. Wielu wnikliwych ekonomistów zwracało na to uwagę w sposób absolutnie jasny, lecz fundamentaliści rynkowi uznali za wygodne ignorowanie różnicy pomiędzy sztucznym światem stwarzanym przez te postulaty a rzeczywistością.

Dzisiejsza ideologia fundamentalizmu rynkowego była znana w dziewiętnastym wieku pod nazwą *laissez faire*. Znów jest bardzo wpływowa, gdyż oddziałuje na politykę Stanów Zjednoczonych i tak zwany konsensus waszyngtoński. Dominacji fundamentalizmu rynkowego nie sposób porównywać ze wspaniałą pozycją, jaką się cieszył marksizm w Związku Sowieckim, ponieważ Stany Zjednoczone są krajem demokratycznym, lecz obie te ideologie mają jedną cechę wspólną: zgodnie opierają swoje pretensje do prawomocności na autorytecie nauki. Nie obarczając teorii ekonomicznej winą za grzechy fundamentalizmu rynkowego, muszę jednak zakwestionować to roszczenie.

Uważam fundamentalizm rynkowy za ideologię niebezpieczną – bardziej dziś niebezpieczną niż marksizm, ponieważ ten został zdyskredytowany, podczas gdy fundamentalizm rynkowy leży u podstaw globalizacji rynków finansowych. Dokładałem wszelkich starań, by wskazywać ekscesy i niedostatki globalizacji. Ilekroć jednak krytykuję fundamentalizm rynkowy, muszę przechodzić całą przedstawioną tu argumentację, aby wykazać, że rynki finansowe nie zmierzają ku równowadze zgodnej z racjonalnymi oczekiwaniami. Nie byłoby to

konieczne, gdyby konsekwencje zwrotności i zasada ludzkiej niepewności zyskały powszechną akceptację.

SAMOKRYTYKA

Sądząc po opublikowanych recenzjach *Alchemii finansów*, przedstawiona w niej koncepcja zwrotności nie została właściwie zrozumiana. Chciałbym skorzystać z obecnej okazji, by usunąć niektóre niedostatki pierwotnej prezentacji. W wielu recenzjach sprowadzano zwrotność do stwierdzenia, że nastroje dominujące na rynku poważnie wpływają na ceny. Gdyby chodziło tylko o tę kwestię, to rzeczywiście można by powiedzieć, że rozwodzę się nad oczywistością. Zwrotność jest jednak interesująca dlatego, że dominująca subiektywność znajduje drogi, by przez ceny rynkowe wpływać na tak zwane wartości fundamentalne, o których zakłada się, że znajdują odzwierciedlenie w cenach. Dopiero wtedy, gdy zwrotność dotyka wartości fundamentalnych, staje się wystarczająco ważna, by wpłynąć na bieg wypadków. Nie dzieje się tak zawsze. Kiedy jednak do tego dochodzi, wywołuje sekwencje hossy-bessy i inne tak typowe dla rynków finansowych sytuacje odległe od równowagi.

Terminologia

Z perspektywy czasu muszę przyznać, że terminologia, którą się posługuję, wykładając teorię zwrotności, jest nieco myląca. Używam słowa „zwrotność” na określenie zarówno dwukierunkowego mechanizmu zwrotnego działającego pomiędzy funkcją poznawczą a funkcją uczestniczenia, jak i procesu hossy-bessy na rynkach finansowych. Oba zastosowania są uprawnione: proces hossy-bessy jest szczególnym

przejawem ogólniejszej relacji. Nie jest jednak jej przejawem jedynym, lecz tylko najbardziej spektakularnym. Istnieje wiele innych, subtelniejszych powiązań zwrotnych, niekiedy tak słabych, że można je całkowicie zlekceważyć.

Pozwolę sobie wyjaśnić te sprawy. Relacja pomiędzy funkcją poznawczą a funkcją uczestniczenia ma charakter uniwersalny, jednak dwukierunkowa relacja pomiędzy subiektywnością uczestników a wartościami fundamentalnymi zachodzi tylko sporadycznie i przyjmuje w różnych okresach rozmaite formy. Wskazuję w książce na takie interakcje, brakuje mi jednak dobrego słowa dla ich opisu. Zwrotność jest terminem zbyt słabym, gdyż możliwym do zrozumienia w sensie samej relacji uniwersalnej; nie można też mówić o procesach początkowo samowzmacniających się, lecz ostatecznie samokorygujących, gdyż byłoby to po prostu niewygodne. Posługuję się więc wyrażeniem *hossa-bessa* nawet wtedy, gdy – ściśle mówiąc – nie jest ono właściwe. To stanowi źródło nieporozumień.

Nie mam prostego rozwiązania tego problemu. Już po napisaniu tej książki zacząłem mówić o sytuacjach „dalekich od równowagi”, odróżniając je od sytuacji „bliskich równowagi”. Taka terminologia również nie jest jednak w pełni zadowalająca, gdyż procesy *hossy-bessy* charakteryzuje właśnie przejście od sytuacji dalekiej od równowagi do sytuacji bliskiej równowagi i trudno jest ustalić, kiedy właściwie się ono dokonuje. Pomimo to żałuję, że nie pomyślałem o takich wyrażeniach w czasie pracy nad tą książką. Brak odpowiedniej terminologii wpłynął nie tylko na prezentację moich koncepcji, ale także na analizę. Z perspektywy czasu uważam, że kładłem zbyt wielki nacisk na model *hossy-bessy*. Wskazałem kilka czystych przykładów tego zjawiska (zob. rozdz. 1) i są one bardzo przekonujące. Kiedy jednak następnie przeszedłem do

opracowania zagadnień cyklu kredytowego i regulacyjnego (rozdz. 3), wynik był mniej zadowalający.

Fundamentalne idee tego cyklu pozostają w mocy. Zachodzi zwrotne powiązanie pomiędzy aktem udzielenia kredytu a wartością zabezpieczenia i to właśnie spłata kredytu nadaje modelowi hossy-bessy jego asymetryczny kształt: powolny wzrost i nagły spadek. Podobnie też zachodzi zwrotna interakcja pomiędzy czynnikami regulującymi a gospodarką, którą poddają regulacji, a kryzysy finansowe prowadzą zwykle do zacieśnienia regulacji. Obie te idee zostają uwzględnione w modelu hossy-bessy, nie składają się jednak w nadrzędny schemat cykli kredytowych i regulacyjnych. Poszukując takiego schematu, osłabiłem swoją argumentację.

Zwrotność nie jest wyjątkiem, lecz regułą. W przeciwnym razie trudno byłoby wyjaśnić pojawiające się od czasu do czasu spektakularne bańki. Zwrotność może się jednak przejawiać także w innych postaciach. W książce omawiam zjawiska tego rodzaju, które nie mają charakteru sekwencji hossy-bessy. Całkowicie płynne kursy walutowe (rozdz. 3) prowadzą zwykle do schematów w kształcie fal. „Imperialny krąg Reagana” (rozdz. 6) był procesem początkowo samowzmacniającym się, lecz ostatecznie nietrwałym, jednak nie przebiegał według schematu hossy-bessy. Fuzjomania zaś, która rozszalała się na amerykańskiej scenie korporacyjnej w połowie lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku (rozdz. 8), różniła się charakterem od boomu konglomeratów opisanego w rozdziale 1. W toku eksperymentu w czasie realnym, który przedstawiłem w części trzeciej, nie wystąpiła żadna sekwencja hossy-bessy, choć wciąż jej wyglądałem. Był to mankament nie tylko książki, ale i moich ówczesnych decyzji inwestycyjnych. Mógłbym go uniknąć, dysponując odmienną terminologią. Jest to przykład świadczący o tym, że błędne przekonanie może wpływać na rzeczywistość.

Władza

Kolejny niedostatek mojej książki dostrzegłem ostatnio, przeczytawszy *Power and Prosperity* Mancura Olsona⁴: nie przypisałem w *Alchemii finansów* odpowiedniej wagi relacjom władzy. Głównym celem, jaki sobie wyznaczyłem, było obalenie dominującego paradygmatu, modelu równowagi rynków finansowych. Przejąłem w związku z tym koncepcję ekonomistów, w myśl której na rynkach finansowych dochodzi do swobodnej wymiany pomiędzy dobrowolnie uczestniczącymi w nich graczami. Wychodząc od tego punktu, udało mi się wykazać, że rynki finansowe nie tylko nie zmierzają do równowagi zgodnej z racjonalnymi oczekiwaniami, ale poddają się procesom początkowo samowzmacniającym się, a ostatecznie samokorygującym. Zasadniczą rolę w tych procesach, zwłaszcza w punktach przegięcia, odgrywają zmiany w środowisku politycznym, instytucjonalnym i regulacyjnym. Zatem boom konglomeratów z końca lat sześćdziesiątych ubiegłego wieku osiągnął apogeum, gdy Saul Steinberg podjął próbę przejęcia Chemical Bank, a establishment zjednoczył się przeciw niemu; krach roku 1929 doprowadził do przyjęcia ustawy Glassa-Steagala, a bessa zapoczątkowana w marcu 2000 roku – ustawy Sarbanesa-Oxleya. Są to zjawiska polityczne; nie sposób uznawać ich za formy swobodnej wymiany pomiędzy dobrowolnymi uczestnikami. Choć w pełni odnotowałem je w swoim opisie procesów hossy-bessy, nie wyjaśniłem jednoznacznie, że rynki finansowe to nie tylko swobodna wymiana – władza i polityka odgrywają na nich ważną rolę. Jest to poważny defekt analizy, szkodliwy dla przedstawionej w tej książce teorii rynków finansowych.

Zaniedbanie relacji władzy jest szczególnie dostrzegalne w tych fragmentach książki, w których traktuje ona o ewolucji systemu finansowego. Mam tu na myśli zagadnienie długu międzynarodowego

(rozdz. 4) oraz zbiorowy system kredytowania (rozdz. 5). Jedno z głównych założeń mojej niedawnej książki *On Globalization* (Public Affairs 2000) dotyczy wynikającej z natury rzeczy nierówności pomiędzy centrum a peryferiami. Centrum obejmuje kraje mogące pożyczać na rynkach finansowych w swojej własnej walucie; kraje peryferii nie mają takiej możliwości. Nierówność wynika stąd, że kraje centrum kontrolują międzynarodowe instytucje finansowe: zagrożone recesją, są w stanie samodzielnie prowadzić politykę antycykliczną, podczas gdy kraje zależne od wsparcia Międzynarodowego Funduszu Walutowego nie mogą sobie pozwolić na taki luksus. MFW jest zainteresowany przede wszystkim ochroną systemu; podtrzymywanie aktywności ekonomicznej w krajach peryferii ma znaczenie drugorzędne. Dysproporcja pomiędzy centrum a peryferiami była wprawdzie uwzględniona w *Alchemii finansów*, jednak nigdzie wyraźnie jej nie opisano. W konsekwencji książka nie dostarcza spójnej analizy globalizacji. Dotyczy to zwłaszcza jej części drugiej, przedstawiającej perspektywę historyczną.

Globalizacja rynków finansowych była projektem fundamentalistów rynkowych. Miała na celu ograniczenie zdolności rządów państw do ingerowania w gospodarkę, czemu służyło ułatwienie kapitałowi finansowemu poruszania się w sferze międzynarodowej oraz utrudnienie rządowi krajowemu nakładania na niego podatków i poddawania go regulacjom. Kapitał finansowy jest istotnym składnikiem produkcji i będzie się starał dotrzeć tam, gdzie przyniesie największe zyski. Rządy krajowe muszą zatem konkurować ze sobą, by przyciągnąć i utrzymać kapitał międzynarodowy.

Jako projekt fundamentalistów rynkowych globalizacja odniosła wielkie sukcesy. Opodatkowanie i regulacje aktywów finansowych rzeczywiście poważnie się zmniejszyły, a rentowność kapitału znacznie wzrosła.

Zapoczątkowało to okres światowych wzrostów na rynku, który trwał – z drobnymi zakłóceniami – od początku lat osiemdziesiątych ubiegłego wieku po rok 2000. Na rynkach wschodzących zakończył się wcześniej, w roku 1997. Największymi beneficjentami globalizacji finansowej były kraje, które ją zapoczątkowały: Stany Zjednoczone i Wielka Brytania. Sporo zarobiły, zapewniając światu usługi finansowe. Przyciągnęły również znaczną część światowych oszczędności, o czym świadczy wielki i rosnący deficyt na rachunku bieżącym bilansu płatniczego Stanów Zjednoczonych, sięgający dziś zdumiewającej kwoty 500 miliardów dolarów rocznie.

Uwzględnienie relacji władzy podkopałoby argumentację fundamentalistów rynkowych jeszcze bardziej niż wykazanie, że rynki finansowe są z natury niestabilne. Fundamentalisci rynkowi dają do zrozumienia, że rynki mają pewnego rodzaju moralną jakość, gdyż pozwalają pracowitym i kreatywnym uczestnikom wysunąć się na czoło. Skazą na tym argumencie zawsze było to, że nie uwzględnia on społecznej niesprawiedliwości nierównego początkowego wyposażenia uczestników w środki finansowe, zostaje jednak całkowicie obalony, jeśli rynki finansowe nie tylko dopuszczają swobodną wymianę, ale sprzyjają dominacji silnych. Jak wskazywałem w innym miejscu⁵, szczególną cechą rynków finansowych jest to, że są amoralne; to jeden z czynników sprawiających, że są tak wydajne. Społeczeństwo nie może jednak istnieć bez moralności, a zatem nie może polegać wyłącznie na dyscyplinie rynkowej. Fundamentalizm rynkowy jest wygodną ideologią bogatych i potężnych.

Pominięcie relacji władzy uniemożliwia również zrozumienie obecnego momentu w dziejach. W administracji Busha dominują osoby przekonane o tym, że stosunki międzynarodowe nie są relacjami prawa, lecz siły, a Stany Zjednoczone, jako najpotężniejsze państwo, mają prawo narzucać

swoją wolę reszcie świata. Ludzie ci wyznawali ten pogląd przed 11 września 2001 roku i – w tym zakresie, w jakim mogli – działali zgodnie z nim. Wycofywali się z międzynarodowych traktatów i dążyli do militaryzacji przestrzeni kosmicznej, by potęga wojskowa Stanów Zjednoczonych stała się absolutna. Ograniczało ich jednak to, że wyborcy nie udzielali im wyraźnego mandatu politycznego. Zamachy terrorystyczne 11 września zmieniły ten stan rzeczy. Administracja Busha może dziś twierdzić, że działa w samoobronie, a naród podąża za nią.

Poglądy tej dominującej grupy są włączone do doktryny Busha. Opiera się ona na dwóch filarach: po pierwsze, Stany Zjednoczone muszą zrobić wszystko, co konieczne, by utrzymać swoją bezsprzeczną dominację militarną, po drugie zaś – rezerwują sobie prawo do zadawania uderzeń wyprzedzających. Uważam tę ideologię za niebezpieczną. Doprowadzona do swoich logicznych konkluzji doktryna Busha ustanawia w świecie dwie kategorie suwerenności: suwerenność Stanów Zjednoczonych, która jest święta i nie podlega ograniczeniom narzucanym przez prawo międzynarodowe, oraz suwerenność innych państw, która podlega doktrynie Busha. Pobrzmiewa to *Folwarkiem zwierzęcym* George’a Orwella: wszystkie zwierzęta są równe, ale świnie są równiejsze od innych. Nawet jeśli pod wpływem zamachów 11 września amerykańskie społeczeństwo zgodziło się z doktryną Busha, to reszta świata nigdy nie mogłaby jej zaakceptować. Dlatego trzeba ją będzie egzekwować za pomocą siły militarnej.

Postawę tej dominującej grupy można uznać za prymitywną wersję darwinizmu społecznego: chodzi o przetrwanie najlepiej dostosowanych w świecie charakteryzującym się walką o byt. Na rynkach walka ta toczy się pomiędzy jednostkami a przedsiębiorstwami; w geopolityce – między państwami. Jest to wypaczony obraz świata. Kładzie nacisk na konkurencję

z pominięciem współpracy. Tymczasem bez współpracy nie byłoby żadnych praw, żadnych rynków, żadnej cywilizacji. Do niedawna złożyłem fundamentalizmowi rynkowemu, uważając go za większe obecnie zagrożenie niż marksizm. Teraz zaś uznaję ideologię amerykańskiej supremacji za groźniejszą nawet od fundamentalizmu rynkowego. Obawiam się, że dążenie Stanów Zjednoczonych do supremacji może przez pewien czas być skuteczne, ponieważ kraj ten rzeczywiście zajmuje dominującą pozycję w dzisiejszym świecie. Na dłuższą metę jednak skończy się niepowodzeniem, ponieważ sama jej koncepcja jest wadliwa. Jeśli doktryna Busha z powodzeniem przejdzie jakieś pierwsze próby, może doprowadzić do procesu hossy-bessy z konsekwencjami o wiele bardziej niszczycielskimi niż krach czysto finansowy⁶.

Ujęcie negatywne

Zdecydowanie największym mankamentem pierwotnej książki jest to, że była sformułowana niemal wyłącznie w kategoriach negatywnych: niedoskonałe zrozumienie, ludzka niepewność, niemożność dorównania osiągnięciom nauk przyrodniczych i tak dalej. Łatwo zrozumieć, dlaczego było to konieczne. Starałem się zdyskredytować pewien sposób myślenia, posługując się kategoriami, które on sam stworzył. Nic dziwnego więc, że musiałem je przedstawiać w ujęciu negatywnym. Uznałem, że nie ma innej możliwości, gdyż ramy pojęciowe, jakie starałem się zastąpić, są tak dominujące, że żadne inne kategorie nie byłyby czytelne dla odbiorcy.

Mówiąc o kategoriach, których użycia nie mogłem uniknąć, mam na myśli dychotomię stwierdzeń i faktów, myślenia i rzeczywistości. Posługiwanie się nimi jest właściwe w odniesieniu do zjawisk przyrodniczych, które zachodzą niezależnie od tego, co ktoś myśli i mówi,

ale nie w przypadku zjawisk społecznych, kształtowanych po części przez myślenie ich uczestników. Dychotomie te jednak tak głęboko zakorzeniły się w naszym sposobie myślenia, że trudno ich uniknąć.

Odróżnienie stwierdzeń od faktów jest bardzo owocne. Stanowi podstawę logiki, ponieważ dostarcza niezależnego kryterium pozwalającego oceniać prawdziwość tych pierwszych. Odgrywa też bardzo ważną rolę w zdobywaniu wiedzy naukowej, choć znaczenie tej roli zostało wyolbrzymione. Rozróżnienie to ma zastosowanie tylko w naukach przyrodniczych, w których fakty i stwierdzenia istotnie należą do różnych światów; w naukach społecznych jednak zniekształca ono rzeczywistość.

W naukach przyrodniczych zakłada się, że myślenie odgrywa rolę czysto bierną. Świat faktów rządzi się uniwersalnie ważnymi prawami, a zadaniem nauki jest ich odkrywanie. Karl Popper wykazał, że, ściśle mówiąc, nie jest to prawdą, gdyż prawa nauki mają charakter hipotetyczny, a w formułowaniu hipotez istotny jest element intuicji czy inwencji. Pomimo to można powiedzieć, iż rola myślenia w naukach przyrodniczych jest czysto bierna w tym sensie, że stwierdzenia mogą jedynie odzwierciedlać fakty (lub ich nie odzwierciedlać); nie mogą na nie wpływać.

Świat składający się na przedmiot nauk społecznych jest inny. Uczestniczą w nim ludzie, których myślenie zarówno odzwierciedla sytuację, w jakich się znajdują, jak i na nie wpływa. Myślenia i rzeczywistości nie można traktować jako odrębnych kategorii, gdyż są ze sobą powiązane w sposób zwrotny: myślenie jest częścią rzeczywistości, o której ludzie muszą myśleć. Podmiot jest również przedmiotem, jak w niektórych czasownikach francuskich (na przykład *il se lave*) nazywanych zwrotnymi.

Zwrotność jest dziwnie zaniedbywana w teorii ekonomicznej. Przyjmując krzywe popytu i podaży za dane, teoria ekonomiczna może traktować ceny rynkowe jako zwykłe odzwierciedlenie wartości fundamentalnych (czyli podaży) oraz preferencji uczestników (czyli popytu). Nie uwzględnia się tym samym aktywnego, kreatywnego i zniekształcającego efektu niedoskonałego zrozumienia sytuacji przez jej uczestników. Daje to bardzo mylący obraz rynków finansowych. Sugeruje na przykład, że inwestorzy opierają swoje decyzje na wartościach fundamentalnych, podczas gdy celem uczestników rynku jest osiągnięcie zysku. Kierowanie się wartościami fundamentalnymi miałoby dla nich sens tylko wtedy, gdyby ceny rynkowe dokładnie je odzwierciedlały – a w takiej sytuacji nikt nie mógłby zarobić więcej niż inni i wszyscy powinni inwestować w fundusze indeksowe. Jest to wniosek absurdalny, a pomimo to wciąż powszechnie akceptowany.

Krytyka dominującego paradygmatu to za mało. Aby teoria zwrotności mogła służyć za podstawę nowego paradygmatu, powinna dostarczać jakiegoś pozytywnego wglądu w sposoby funkcjonowania rynku.

NOWY PARADYGMAT

Używałem terminu „zwrotność” w celu wskazania, że rozumienie i uczestnictwo są ze sobą powiązane. Dotąd skupiałem się na negatywnych implikacjach zwrotności, wyjaśniając wzajemny wpływ obu funkcji. Teraz muszę sprostać zadaniu zbadania możliwości jak najlepszego działania obu tych funkcji w świetle wskazanego wzajemnego oddziaływania. Oznacza to konieczność znalezienia pozytywnej metody badania sytuacji społecznych – a co ważniejsze, uczestniczenia w nich – zamiast jedynie wyjaśniania,

dlaczego nie można ich traktować tak samo jak zjawisk przyrodniczych. Wymaga to nowego paradygmatu, różniącego się od starego akceptacją faktu, że rozdział między myśleniem a rzeczywistością nie jest tak zdecydowany, jak w naukach przyrodniczych.

Ten nowy paradygmat nie może traktować faktów tak, jakby konstytuowały rzeczywistość, a stwierdzeń tak, jakby konstytuowały myślenie. Zamiast rozgraniczać myślenie i rzeczywistość, musimy przyjąć do wiadomości, że myślenie nie jest oddzielone od rzeczywistości, lecz stanowi jej część. Takiej zintegrowanej rzeczywistości nie sposób opisywać stwierdzeniami od niej odrębnymi i niezależnymi. Stwierdzenia natychmiast dołączają się do przedmiotu badania, powiększając go i wymagając dodatkowych pasujących do nich stwierdzeń. Dychotomia myślenia i rzeczywistości nie została przez nas odkryta, lecz wynaleziona w próbie zrozumienia rzeczywistości; jako taka stała się częścią rzeczywistości i sprawia, że rzeczywistość jest trudniejsza do zrozumienia. Innymi słowy, rzeczywistość zawsze przekracza naszą zdolność jej zrozumienia. Twierdzenie Gödla dowodzi tego w dziedzinie arytmetyki. Metoda Gödla polegała na tym, że przypisał tak zwane liczby Gödla wszystkim prawdom arytmetyki. Potrafił następnie wykazać, że liczba prawd arytmetycznych jest zawsze większa od liczby dowodów. Rzeczywistość arytmetyczna przekracza naszą zdolność jej zrozumienia. Zgrabne twierdzenie⁷!

Skoro kwestia ta stała się już jasna, musimy wynaleźć jakiś nowy sposób ujmowania rzeczywistości, a ściślej biorąc – tej części rzeczywistości, w której uczestniczą myślący ludzie. Dychotomia stwierdzeń i faktów okazała się bardzo owocna w badaniu zjawisk przyrodniczych, które składają się wyłącznie z faktów. Badając zjawiska zwrotne obejmujące zarówno stwierdzenia, jak i fakty, musimy zastosować

inną metodę. Ponieważ myślenie i rzeczywistość są wzajemnie powiązane, wydaje się, że warto ujmować je w sposób zintegrowany, a nie analityczny. Oznacza to, że zamiast szukać ponadczasowych i uniwersalnie ważnych praw rządzących sytuacjami społecznymi, powinniśmy się pogodzić z faktem, że w pewnym zakresie my sami wraz z naszym niedoskonałym zrozumieniem rządząmy tymi sytuacjami. Nasze uczestnictwo w rzeczywistości sprawia, że ma ona inny charakter niż tak dobrze nam znana rzeczywistość badana przez nauki przyrodnicze.

Do nowego paradygmatu mógłbym zmierzać dwiema ścieżkami. Po pierwsze, podchodzić do rzeczywistości z pozycji bezstronnego obserwatora; po drugie – od wewnątrz, z pozycji uczestnika rynku. Zbadam obie te możliwości. Pierwsze ujęcie można uznawać za próbę zredukowania nieskończenie złożonej rzeczywistości do czegoś pojmowalnego. To, co utrudnia takie próby i sprawia, że rzeczywistość staje się nieskończenie złożona, to fakt, że same te próby są częścią rzeczywistości. Drugie ujęcie prowadzi do pewnych interesujących i łatwo zrozumiałych odkryć w dziedzinie zarządzania funduszem hedgingowym.

Wystawiwszy cierpliwość czytelników na próbę filozoficznymi rozmyślaniami i dygresjami, wolałbym teraz przedstawić ciekawe informacje na temat rynków finansowych. Jest jednak jeszcze coś więcej do powiedzenia z perspektywy bezstronnego obserwatora, toteż proszę się przygotować na kolejną dozę filozofii. Zdaję sobie sprawę z tego, że być może tracę zainteresowanie niektórych czytelników; tym proponuję, by przeszli bezpośrednio do strony 70, na której powracam do spraw rynków finansowych.

Teoria sznurowadła i teoria zamka błyskawicznego

Nowy paradygmat musi się oczywiście opierać na zwrotności i zasadzie ludzkiej niepewności⁸. Aby ta zasada mogła odegrać swoją rolę, trzeba ją przekształcić z twierdzenia negatywnego w pozytywne. Da się to zrobić, zastępując *brak łączności* pomiędzy poglądami ludzi a faktycznym stanem rzeczy twierdzeniem, że zachodzi pomiędzy nimi *rozbieżność*. Nasze twierdzenie zyskuje w ten sposób wymiar praktyczny: daje nam dwie zmienne – oczekiwania *ex ante* i wyniki *ex post* – oraz kieruje nas ku badaniu relacji pomiędzy nimi. Rozbieżność pomiędzy oczekiwaniami a wynikami stanowi klucz do zrozumienia historii – tu zaznaczę, że rynki finansowe interpretuję jako proces historyczny. Oczekiwań jest równie wiele, jak uczestników rynku, lecz wynik jest tylko jeden. To właśnie ten wynik konstytuuje rzeczywistość, i tę rzeczywistość należy zrozumieć. Nie sposób jednak tego zrobić, nie uwzględniając oczekiwań – zarówno w zakresie tego, że prowadzą do wyniku, jak i tego, że są jego częścią.

Ujęcie to przynosi tę korzyść, że kieruje naszą uwagę na rozbieżność pomiędzy wynikami a oczekiwaniami. Oczekiwania nie determinują wyników, lecz na nie wpływają. Występuje pomiędzy nimi dwukierunkowa pętla zwrotna: funkcja poznawcza biegnie od wyników do oczekiwań, funkcja uczestniczenia – od oczekiwań do wyników. Obie funkcje działają równocześnie i w przeciwnych kierunkach. Strzałka przyczynowości nie przebiega od jednego zbioru wyników do następnego, lecz na przemian od wyników do oczekiwań, i na odwrót. Nazwałem to ujęcie historii teorią sznurowadła.

Muszę uściślić, jak w tym kontekście rozumiem wyniki. Uważa się je zazwyczaj za obserwowalne, a zatem obiektywne fakty. Gdyby przyjąć tę definicję, sznurowadło łączyłoby obiektywny aspekt rzeczywistości z subiektywnym. Nie uważam jednak tego obrazu relacji pomiędzy

myśleniem a rzeczywistością za dokładny, kładzie on bowiem zbyt nacisk na aspekt obiektywny. Myślenie nie ogranicza się do obserwowalnych faktów. Ludzie myślą o wszystkich aspektach rzeczywistości, nie tylko o obiektywnych: przywiązują wielką wagę do tego, co myślą inni. Wierniejszy obraz tej sytuacji otrzymalibyśmy, włączając do wyników nie tylko obserwowalne fakty, ale także wszystkie aspekty rzeczywistości, włącznie z myśleniem uczestników.

Możemy to osiągnąć, uznając za fakt wszystko, co jest *ex post*, niezależnie od tego, czy jest to bezpośrednio obserwowalne, czy też nie. Oznacza to włączenie do faktów myślenia uczestników sytuacji. Uważam, że jest to uprawnione użycie słowa „fakt”, o czym świadczy wyrażenie *ex post facto*. Możemy nie wiedzieć, co ludzie myślą, jeśli jednak mamy z tym do czynienia *ex post facto*, jest to jednoznacznie zdeterminowane: ludzie nie mogą myśleć w tamtej chwili o niczym innym. Oznacza to, że zasadnicza różnica nie zachodzi pomiędzy subiektywnym a obiektywnym aspektem rzeczywistości, lecz pomiędzy *ex ante* a *ex post*. *Ex ante* występuje wiele możliwości, które ludzie mogą rozważać; *ex post* jest tylko jedna sytuacja, która rzeczywiście zaistniała. Zamiast więc mówić w odniesieniu do historii o teorii sznurowadła, lepiej byłoby się posłużyć wyrażeniem „teoria zamka błyskawicznego”: przeszłość jest zamknięta, przyszłość jest otwarta. Nie trzeba dodawać, że w żadnej z tych teorii nie utrzymuje się, iż historię można w pełni poznać. Nazywanie ich teoriami jest pewną przesadą.

Przyswojenie sobie takiego spojrzenia na rzeczywistość będzie trudne, ponieważ wpojono nam inny sposób myślenia. Nauczyliśmy się rozróżniać fakty i stwierdzenia, rzeczywistość i idee. Teraz wymaga się od nas, abyśmy myśleli o rzeczywistości jako obejmującej idee oraz o faktach jako obejmujących stwierdzenia, a przy tym, by znaleźć sens w tej

rzeczywistości, wciąż musimy rozróżniać fakty i odnoszące się do nich stwierdzenia. To właśnie ta podwójna rola myślenia będącego zarazem faktem i interpretacją faktów, czyli stwierdzeniem na ich temat, jest źródłem trudności.

Mówię o tym na podstawie osobistego doświadczenia. We wcześniejszych próbach sformułowania koncepcji zwrotności doszedłem do wersji, którą obecnie odrzucam, mianowicie do ujęcia jej jako związku pomiędzy obiektywnym i subiektywnym aspektem rzeczywistości. Doprowadziło mnie to do rozumienia historii w świetle teorii sznurowadła. Teoria zamka błyskawicznego ma naprawić tanto zafałszowanie, skupiając się na aspekcie temporalnym, różnicy pomiędzy *ex ante* a *ex post*. Należy podkreślić, że teoria zamka błyskawicznego to w istocie inne sformułowanie twierdzenia, że rzeczywistość jest zależna od ścieżki. Pod taką nazwą ta idea brzmi o wiele bardziej znajomo. Mniej wyraźnie jednak dostrzega się konkretny mechanizm zależności ścieżkowej, czyli pętlę zwrotności.

Zrozumienie rzeczywistości

Teoria zamka błyskawicznego ma ważne konsekwencje dla naszej zdolności zrozumienia rzeczywistości. Przywołajmy sformułowany przez Poppera model metody naukowej. Przyjmuje się w nim uniwersalnie ważne uogólnienia o charakterze hipotetycznym, które można testować, poddając je powtarzanym eksperymentom. Ponieważ uogólnienia są ponadczasowe, wyjaśnienia i przewidywania są symetryczne i odwracalne. Model ten wyraźnie nie ma zastosowania do sytuacji zwrotności, w których występuje asymetria *ex ante* i *ex post*. Eksperymenty nie są powtarzalne, ponieważ nawet jeśli wszystkie obserwowalne fakty są identyczne, to przy

powtarzaniu eksperymentu mogą się zmienić dominujące poglądy uczestników. Sam fakt, że przeprowadza się eksperyment, może zmienić postrzeganie sytuacji przez jej uczestników. Bez testowania nie można jednak sfalsyfikować uogólnień. Co więcej, uogólnienia nie mogą być używane odwracalnie do dostarczania wyjaśnień i przewidywań, ponieważ historia jest zależna od ścieżki: *ex-post* jest unikalnie zdeterminowane; *ex-ante* obejmuje otwarty zakres możliwości. Wyjaśnianie powinno być łatwiejsze niż przewidywanie.

Znów popadam w negatywne ramy myślenia. Zamiast wskazywać to, czego się nie da zrobić, muszę zbadać to, co jest możliwe do zrobienia. Sytuacje można wyjaśniać, gdyż *ex post facto* są swoiście zdeterminowane. Jest również miejsce dla przewidywań, o ile tylko się nie twierdzi, że przyszłość jest zdeterminowana. Zakres możliwości jest ograniczony teraźniejszością, która jest swoiście zdeterminowana, oraz decyzjami uczestników, które – jak wiemy – opierają się na subiektywnych poglądach. Zamiast poszukiwać zdeterminowanych punktów równowagi otaczanych przez ścieżki błędzenia przypadkowego, jak czyni to teoria ekonomiczna, należy badać właśnie ten zakres możliwości. Co najważniejsze, teoria zamka błyskawicznego otwiera możliwość zmiany świata, w którym żyjemy. Alchemicy społeczni mogą odnieść sukces, którego nie osiągnęli dawni alchemicy. Taka możliwość zagraża metodzie naukowej, jednak daje nadzieję ludzkości.

Rozbieżność pomiędzy myśleniem a rzeczywistością ukazała się nam jako ważny czynnik determinujący bieg zdarzeń. Bywa ona różna w zależności od czasu, uczestnika sytuacji i konkretnego przypadku. Jest niekiedy tak niewielka, że można ją całkowicie zlekceważyć. Dotyczy to powtarzalnych, codziennych sytuacji, takich jak dojazdy do pracy czy zakupy w supermarkecie. Kiedy indziej nabiera ogromnego znaczenia.

Poglądy uczestników mogą nie tylko dalece odbiegać od rzeczywistości, ale nawet oddalać rzeczywistość od stanu, jaki by osiągnęła, gdyby nie ta rozbieżność. Na przykład prezydent Bush odrzucając „słoneczną politykę”, którą zaproponował południowokoreański prezydent Kim Dae-jung, wywołał kryzys w stosunkach z Koreą Północną i sprawił, że wielu Koreańczyków z Południa zaczęło uważać Stany Zjednoczone za agresora większego niż Korea Północna – co odbiega od rzeczywistości jeszcze bardziej niż stwierdzenie prezydenta Busha dotyczące „osi zła”.

Możemy zatem rozróżnić zdarzenia codzienne i historyczne w zależności od tego, jak wielki jest wpływ błędnych przekonań uczestników zdarzeń na ich przebieg. W przypadku zdarzeń powtarzalnych i codziennych ten wpływ jest zaniedbywalny; w przypadku zdarzeń historycznych jest wystarczająco doniosły, by zmienić percepcję uczestników. Błędne przekonania wpływające na bieg historii nazywam płodnymi błędami. Możemy zatem twierdzić, że płodne błędy i inne błędne wyobrażenia stanowią klucz do historii. Oczywiście mamy tu do czynienia z pewnym rodzajem spinu: najpierw rozróżniamy zdarzenia codzienne i historyczne stosownie do znaczenia błędnych wyobrażeń ich uczestników, a następnie twierdzimy, że te błędne wyobrażenia są źródłem zmiany historycznej. Spin ten jest jednak użyteczny i kieruje naszą uwagę na rolę błędnych wyobrażeń i płodnych błędów.

Nowy paradygmat można sformułować w czysto abstrakcyjnych terminach, twierdząc, że wszystkie ludzkie konstrukty są zawodne. Termin „konstrukt” obejmuje zarówno myślenie, jak i rzeczywistość; zarówno instytucje, jak i ramy pojęciowe, teorie i punkty widzenia. Termin „zawodne” odnosi się do czegoś więcej, niż tylko do tego, że nasze konstrukty mogą być wadliwe. Podkreśla on, że większość naszych konstruktów faktycznie jest wadliwa.

Rzeczywistość jest pełna wadliwych konstruktów. Samo to, że jakiś pogląd dominuje, nie świadczy jeszcze o tym, że jest prawomocny; samo to, że jakaś instytucja istnieje, nie świadczy o tym, że jest dobrze zbudowana. To właśnie odróżnia konstrukty społeczne, takie jak rządy czy religie, od konstruktów fizycznych, takich jak mosty czy samochody. Źle zaprojektowany samochód nie będzie jeździł, podczas gdy instytucje społeczne czy ideologie mogą mieć fatalne wady, a pomimo to trwać.

Nowy paradygmat powinien nas chronić przed czymś, co można by nazwać błędem fundamentalistycznym, czyli argumentacją, w myśl której samo wykazanie wadliwości jakiegoś konstruktu dowodzi, iż jego przeciwieństwo będzie z konieczności wolne od wad. Błąd fundamentalistyczny w połączeniu z hipotezą wydajnego rynku doprowadził do fundamentalizmu rynkowego. Aby zachować właściwą perspektywę, należy wskazać, że ten sam błąd fundamentalistyczny można wyśledzić w komunizmie i w ruchu antyglobalistycznym.

Dalsza część w wersji pełnej

* – Nowe wprowadzenie zastępuje wprowadzenie i rozdział 1 pierwszego wydania książki.

Przypisy

Nowe wprowadzenie

- ^{1.} Roman Frydman, Edmund Phelps, *Individual Forecasting and Aggregate Outcomes: Rational Expectations Examined*, Cambridge University Press, Cambridge 1983.
- ^{2.} Zabawna książka Normana Cantora pokazuje, jak historycy niekiedy sami tworzą historię: Norman Cantor, *Inventing the Middle Ages. The Lives, Works, and Ideas of the Great Medievalists of the Twentieth Century*, HarperCollins, New York 1993.
- ^{3.} Karl R. Popper, *The Poverty of Historicism*, Routledge & Kegan Paul, London 1957, p. 130. (Karl R. Popper, *Nędza historycyzmu*, Wydawnictwo Krąg, Warszawa 1984, s. 62).
- ^{4.} Mancur Olson, *Power and Prosperity. Outgrowing Communist and Capitalist Dictatorships*, Basic Books, New York 2000.
- ^{5.} George Soros, *Open Society: Reforming Global Capitalism*, PublicAffairs, New York 2000.
- ^{6.} George Soros, *Bush's Inflated Sense of Supremacy*, „Financial Times”, 13 marca 2003.
- ^{7.} Moja interpretacja twierdzenia Gödla różni się od interpretacji autora. Przyjmuje on Platońską koncepcję uniwersum arytmetyki: uznaje wszystkie prawdy i dowody za istniejące uprzednio, niezależnie od myśli matematyków. Sam uważam, że liczby Gödla zostały przez niego wynalezione i że naukowiec ten powiększył swoim wynalazkiem uniwersum arytmetyki.
- ^{8.} Aby uniknąć ewentualnych dalszych nieporozumień terminologicznych, podkreślam, że zasadę ludzkiej niepewności należy rozumieć jako kolejne – miejmy nadzieję, że bardziej chwytliwe – określenie zwrotności jako uniwersalnej cechy ludzkiej sytuacji.

Spis treści

Okładka

Karta tytułowa

Karta redakcyjna

Podziękowania

Spis treści

Słowo wstępne do nowego wydania

Słowo wstępne do pierwszego wydania

Nowa przedmowa

Nowe wprowadzenie. Krytyka dominującego paradygmatu

Przypisy