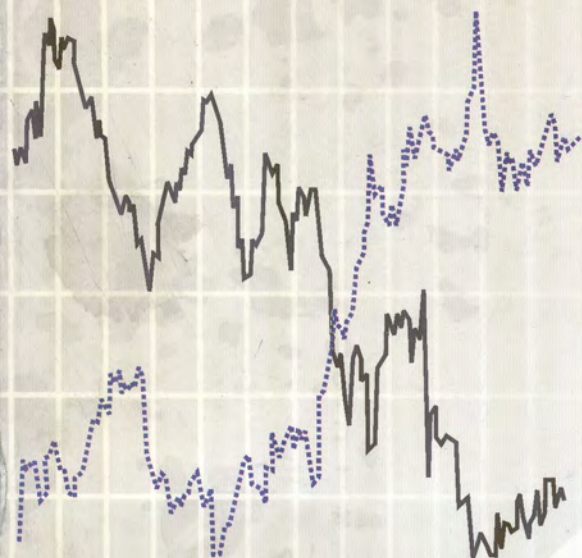




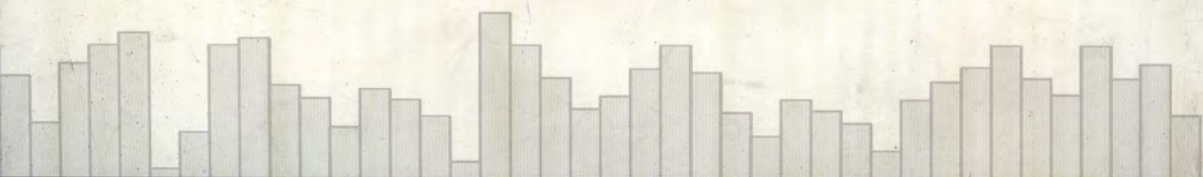
تحلیل تکنیکی بین‌بازاری

استراتژی‌های داد و ستد

در بازارهای جهانی سهام

اوراق قرضه، کالا و ارز

جان مسورفی
برگردان: امیرعباس امامی - حسین پارسا
مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه شریف





تقدیم به مادر عزیزم

به پاس ذره‌ای از فرشتگی‌اش

تحلیل تکنیکی بین‌بازاری

استراتژی‌های دادوستد در بازارهای

جهانی سهام، اوراق قرضه، کالا و ارز

جان مورفی

برگردان:

امیرعباس امامی

حسین پارسا



سرشناسنامه	: مورفی، جان، ۱۹۵۲-م. Murphy, John J.
عنوان و نام پدیدآور	: تحلیل تکنیکی بین بازاری: استراتژی‌های داد و ستد در بازارهای جهانی سهام، اوراق قرضه، کالا و ارز/جان مورفی؛ برگردان امیرعباس امامی، حسین پارسا؛ مجری مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف. تهران: انتشارات دانش‌پژوهان جوان، ۱۳۸۹.
مشخصات نشر	: ۴۴۰ ص: مصور، جدول، نمودار.
مشخصات ظاهری	: ۸۰۰۰۰ ریال: ۳۹-۵۲۳۰-۶۰۰-۹۷۸.
شابک	: فیا.
وضعیت فهرست‌نویسی	: عنوان اصلی: Intermarket technical analysis: trading strategies for: the global stock, bond, commodity, and currency markets, c1991.
یادداشت:	: اثر حاضر با عنوان «تحلیل بین بازارها: بررسی اثر متقابل بازارها و راهبردهای داد و ستد در بازار سهام، کالا، ارز و اوراق قرضه» توسط انتشارات چالش در سال ۱۳۸۷ منتشر شده است.
یادداشت:	: عنوان دیگر: تحلیل بین بازارها: بررسی اثر متقابل بازارها و راهبردهای داد و ستد در بازار سهام، کالا، ارز و اوراق قرضه.
موضوع	: سرمایه‌گذاری -- تجزیه و تحلیل.
موضوع	: اوراق بهادار -- مدیریت موجودی.
موضوع	: مدیریت پورتفولیو.
شناسنامه افزوده	: امامی، امیرعباس، ۱۳۶۰-، مترجم.
شناسنامه افزوده	: پارسا، حسین، ۱۳۶۰-، مترجم.
شناسنامه افزوده	: دانشگاه صنعتی شریف. مرکز مطالعات تکنولوژی.
رده‌بندی کنگره	: گروه مدیریت مالی و سرمایه‌گذاری.
رده‌بندی دیویی	: ۳۳۲/۶.
شماره کتابشناسی ملی	: ۱۹۷۳۴۳۰: HG۴۵۲۹/م۸ ۳ ۱۳۸۹

تحلیل تکنیکی بین بازاری

استراتژی‌های داد و ستد در بازارهای جهانی سهام، اوراق قرضه، کالا و ارز

امیرعباس امامی - حسین پارسا

دانش‌پژوهان جوان

مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف

www.irfinance.ir

وزیری

نسخه ۵۰۰۰

۱۳۸۹

تومان ۸۰۰۰

۹۷۸-۶۰۰-۵۲۳۰-۳۹-۰

مترجمین

ناشر

مجری

قطع

تیراژ

چاپ اول

قیمت

شابک



تهران، خ کارگر جنوبی، بین خ منیری جاوید (اردیبهشت) و خ ۱۲ فروردین، پلاک ۱۰۵
 طبقه ۴، واحد ۱۱
 تلفن: ۶۶۴۹۸۹۹۸ و ۶۶۴۹۶۳۶۳ و ۶۶۴۸۵۲۳۴

پیش‌گفتار مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف

تحلیل تکنیکال و فاندمنتال امروزه به عنوان یکی از مهمترین ابزارهای سرمایه‌گذاری در بازارهای مالی می‌باشد و سرمایه‌گذاران طی سال‌های اخیر از اهمیت فراوان این تحلیل‌ها در مدیریت پرتفوی خود آگاه گردیده‌اند. از طرف دیگر به زعم خیلی از سرمایه‌گذاران حرفه‌ای بازارهای مالی و غیرمالی بدون ارتباطات ماهوی با همدیگر نیستند و تاثیر و تاثر آنها بر همدیگر بین سرمایه‌گذاران شایع بوده است. اما تا بحال سرمایه‌گذاران تلاش علمی-ای برای بررسی تاثیرات بازارها بر همدیگر انجام نداده بودند. این کتاب تلاشی علمی بر مبنای داده‌های تاریخی برای بررسی روابط بین بازارهای کالا، ارز، سهام و اوراق قرضه و تحلیل آینده آنها می‌باشد. فراگیری مباحث این کتاب نه تنها برای دانشجویان و پژوهشگران مالی مفید فایده بوده بلکه مدیران مالی، فعالان اقتصادی و فعالان بازارهای مالی و غیرمالی نیز خواهند توانست از الگوهای ارائه شده در آن به عنوان ابزارهایی برای مدیریت پرتفوی خود نیز بهره‌مند گردند.

مرکز مطالعات تکنولوژی دانشگاه صنعتی شریف با هدف تقویت مبانی علمی و پژوهشی، اجرای پروژه‌های تألیف و چاپ کتاب را به انتخاب به عنوان یکی از مأموریت‌های خود برگزیده و وجه همت خود قرار داده است. اجرا و چاپ کتاب حاضر نیز در راستای همین مأموریت صورت گرفته است.

در پایان ضمن تشکر از جناب آقایان امیرعباس امامی و حسین پارسا بخاطر تلاش ارزشمند ایشان جهت برگردان کتاب، انتشارات دانش‌پژوهان جوان و شرکت کارگزاری بانک کارآفرین بخاطر حمایت از چاپ آن، از همه محققین و صاحب‌نظران کشور دعوت می‌نمایم ضمن نقد اثر حاضر و سایر آثار مرکز، با ارائه نظرات سازنده خویش یاری دهنده ما در بهبود فعالیت‌های چاپ و نشر علمی این مرکز باشند.

مهدی زیودار

مسئول تحقیقات مالی سرمایه‌گذاری

پیشگفتار کارگزاری بانک کارآفرین

سرمایه‌گذاران در بازارهای مالی از استراتژی‌ها و روش‌های مختلفی برای سرمایه‌گذاری استفاده می‌کنند. این امر موجب می‌شود که روش‌های تحلیلی بکار گرفته شده توسط آنها نیز با هم تفاوت داشته باشد. با وجود این می‌توان گفت که تحلیل بنیادی و تحلیل تکنیکی دو روش پذیرفته شده و متداول در تحلیل بازارها هستند که سرمایه‌گذاران بر مبنای آن اقدام به بررسی گزینه‌های موجود نموده و دست به انتخاب می‌زنند.

تحلیل تکنیکی در پی آن است که با بررسی روند تغییرات قیمت و حجم معاملات یک سهم، کالا، ارز، ورقه قرضه و یا شاخص، روند آتی آن را پیش‌بینی کرده و نقاط ورود به/خروج از موقعیت‌های سرمایه‌گذاری را به سرمایه‌گذار بنمایاند. در این راه تحلیل گران تکنیکی از دو ابزار مشخص بیشتر استفاده می‌نمایند: الگوها و شاخص‌های تحلیل تکنیکی که در کتاب‌ها و متون ابتدایی تحلیل تکنیکی در دسترس علاقمندان است. اما کتاب حاضر که نوشته جان مورفی استاد مسلم تحلیل تکنیکی است تلاش دارد تا بعد دیگری از این نوع تحلیل را به خواننده معرفی نماید که حاصل تجربیات او از سال‌ها فعالیت در بازارهای مالی در سطح ایالات متحده و نیز بازارهای بین‌المللی است. تحلیل تکنیکی بین بازاری، در واقع نگاه این کتاب معطوف به رابطه بین بازارهای مختلف از جمله بازار اوراق قرضه، سهام، کالا و ارز است.

روند جهانی شدن اقتصاد موجب شده است که بازارهای مالی در نقاط مختلف دنیا اثرات قابل توجهی بر روی هم داشته باشند. این امر باعث شده است تا سرمایه‌گذاران در بورس تهران نیز همواره تحولات بازارهای جهانی بویژه بازارهای کالا و ارز را پیگیری نمایند و در تصمیم‌گیری‌های خود به این امر توجه کافی داشته باشند. در بازارهای مالی به هم پیوسته بین‌المللی شناخت اثرات متقابل بازارهای مختلف (سهام، اوراق قرضه، کالا و ارز)

یک ضرورت است که بدون توجه به آن امکان موفقیت در بازارهای جهانی بسیار کم خواهد بود. جان مورفی در این کتاب تلاش دارد تا این اثرات را به خواننده معرفی کرده و به او نشان دهد که چگونه باید در فرآیند تحلیل تکنیکی به تغییرات روند بازارهای مختلف نیز توجه نمود و در تصمیم‌گیری آنها را مورد نظر قرار داد.

کارگزاری بانک کارآفرین این کتاب را به همه علاقمندان و فعالان بازار مالی کشور تقدیم نموده و امیدوار است فعالان بازار و سرمایه‌گذاران بتوانند با بکارگیری روش‌های کتاب و شناخت روابط بین بازارها در راه اعتلای بازار کشور قدم بردارند.

علیرضا قنبرعباسی

عضو هیات مدیره و مدیرعامل

مقدمه مترجمان

تحلیل بین‌بازاری در پی توسعه و یکپارچگی بازارهای مالی جهانی به سرعت به امری بدیهی برای فعالان این بازارها تبدیل شده‌است. امروزه دیگر بدون در نظر گرفتن سایر بازارها نمی‌توان به فعالیت در بازاری پرداخت. تمام تحلیل‌گران و معامل‌گران بازارهای مختلف به پیگیری اخبار سایر بازارها نه تنها علاقه‌مند که نیازمندند. انتشار سریع اخبار بازارهای مالی و پولی جهان از طریق شبکه‌های اینترنتی و ماهواره‌ای که هر روز نیز بر گسترش آن‌ها افزوده می‌شود، زمان اثرگذاری این اخبار را بر تغییرات بازارها بسیار کوتاه کرده‌است. در حالی که چند دهه پیش رخ دادن اتفاقات اقتصادی قابل توجهی در یک کشور بزرگ صنعتی عملاً تاثیر خاصی بر وضعیت اقتصادی و مالی سایر کشورهای جهان نمی‌گذاشت، امروز شنیدن خبر تصمیمی از سوی بانک مرکزی کشور در حال توسعه‌ای نظیر چین، تمام بازارهای بازیگران بزرگ اقتصادی جهان را تحت تاثیر قرار می‌دهد. این مسائل همه بیانگر یک چیزند و آن چیزی نیست جز جهانی شدن. در واقع تولید مفهومی جدید به نام تحلیل بین‌بازاری یکی از نتایج وابستگی روز افزون اقتصاد کشورهای جهان به یکدیگر است.

بر خلاف آنچه ممکن است از عنوان کتاب (به دلیل وجود عبارت تحلیل تکنیکی) استنباط شود، مطالعه این کتاب برای تمام کسانی که به شناخت، تحلیل و معامله در بازارهای جهانی ارز، کالا، اوراق قرضه و سهام علاقه‌مندند، مفید خواهد بود. مفاهیم بیان شده در این کتاب در بسیاری موارد عمومی و کلی بوده و به قشر خاصی از فعالان اقتصادی محدود نمی‌شود. حتی درک مطالب بیان شده نیازی به دانش مالی، اقتصادی و ریاضیاتی خاصی ندارد. با این حال به دلیل قابلیت‌های بالای تحلیل تکنیکی، در این کتاب از این روش، البته تنها به عنوان ابزاری برای تحلیل بهتر بازارهای فوق استفاده شده‌است.

از آنجا که ابزار بیان مفاهیم و تحلیل‌های بین‌بازاری این کتاب نمودارهای بازارهای مختلف است درک مطالب بیان شده بدون غور در این نمودارها تقریباً غیر ممکن است.

توضیحاتی که در بالای هر نمودار داده شده است به فهم مطالب کمک بسیار زیادی می-کند.

همچنین با توجه به اینکه کتاب اصلی در سال ۱۹۹۱ به چاپ رسیده است تمامی مثال‌ها مربوط به دهه‌ی ۸۰ می باشد و گاهی نویسنده از عبارت "چند سال قبل..." یا مشابه این عبارت استفاده کرده است که باید در آن به سال انتشار کتاب توجه گردد. مترجمان برای حفظ امانت تا حد امکان از تغییر این جملات خودداری کرده‌اند. همچنین در بخش‌هایی از کتاب مولف به مقایسه دلار با برخی ارزهای اروپایی پرداخته است. از آنجا که امروز ارز رایج معاملات دولت‌های اروپایی یورو است، خواننده می‌تواند در تحلیل‌های خود بدون هیچ مشکلی یورو را جایگزین ارزها مربوطه کند. در واقع عملاً عملکرد یورو مشابه ارزهای مذکور خواهد بود.

برخی توضیحات اضافی برای کسانی که آشنایی کمتری با بازارهای مالی دارند به صورت زیر نویس آورده شده است بدیهی است در این مجال کوتاه امکان توضیحات مفصل در مورد اصطلاحات تخصصی وجود نداشته است و توضیحات مذکور صرفاً برای آشنایی مقدماتی خوانندگان عزیز و امکان درک مطالب کتاب بیان شده است.

با توجه به نوپا بودن نسبی بحث تحلیل تکنیکی در ایران و خصوصاً تحلیل بین بازاری احتمالاً ترجمه برخی از اصطلاحات برای خوانندگان گرامی جدید و نا آشنا است. مترجمان از هر اصطلاح جایگزین که بتواند مفهوم بهتری نسبت به اصطلاح به کار رفته در این کتاب ارائه نماید با نهایت سپاسگذاری استقبال می کنند و در انشاءالله در ویرایش‌های بعدی از آن استفاده خواهند کرد. بدیهی است هیچ ادعایی مبنی بر انتخاب بهترین معادل برای اصطلاحات مذکور وجود ندارد.

با توجه به استقبال کم نظیر این کتاب از طرف فعالان اقتصادی جان مورفی اقدام به نگارش جلد دوم این کتاب تحت عنوان «تحلیل بین بازاری؛ کسب سود از طریق روابط بازارهای

جهانی^۱ کرده است. در این کتاب که ترجمه آن به زودی و در پی چاپ کتاب حاضر منتشر خواهد شد، جان مورفی با نگرشی بین بازاری به بررسی وقایع دهه‌ی ۹۰ و اوایل قرن حاضر پرداخته است. قطعاً نزدیکی مباحث مطرح شده به زمان کنونی موجب جذابیت بیشتر این کتاب خواهد شد.

علی‌رغم ارزش‌های فراوان مباحث طرح شده در این کتاب برخی انتقادات اساسی نیز به آن وجود دارد. راستی آزمایی و نقد برخی گزاره‌های کتاب نیاز به مطالعات علمی بیشتری دارد که به علاقه‌مندان و محققین واگذار شده مترجمان در مورد آن مطلبی بیان نکرده‌اند. به عنوان نمونه‌ای از نگرش مولف به مباحث اقتصادی می‌توان به مسئله تحلیل تورم اشاره کرد. جان مورفی همه موارد مرتبط با تورم را در ربط با افزایش نقدینگی دیده‌است و تنها از این زاویه به آن پرداخته است در حالی که در برخی از کشورها از جمله ایران تورم می‌تواند ناشی از عوامل دیگری نیز باشد.

به عبارت دیگر اگر از مفاهیم این کتاب برای معامله در بازارهای ایران استفاده می‌کنید باید به بومی سازی مفاهیم و ابزارهای ارائه شده توجه کنید و تفاوت‌های ساختاری کشورهای پیشرفته با کشورهای در حال توسعه را به خوبی درک کنید. با این حال اصول کلی و مفاهیم اصلی ارائه شده در تمامی بازارها و در تمامی شرایط یکسان است.

امیر عباس امامی - حسین پارسا

emami@irfinance.ir

hp83@msstate.edu

فهرست

فصل ۱:	بُعدی جدید در تحلیل تکنیکی.....	۱۹
فصل ۲:	بررسی سقوط ۱۹۸۷ - چشم اندازی از تحلیل بین بازاری.....	۴۱
فصل ۳:	قیمت کالاها و اوراق قرضه.....	۵۵
فصل ۴:	اوراق قرضه در برابر سهام.....	۸۵
فصل ۵:	بازارهای کالا و دلار آمریکا.....	۱۱۱
فصل ۶:	دلار در مقابل نرخ های بهره و سهام.....	۱۳۹
فصل ۷:	شاخص های بازار کالا.....	۱۷۱
فصل ۸:	بازارهای بین المللی.....	۲۱۵
فصل ۹:	گروه های بازار سهام.....	۲۵۳
فصل ۱۰:	شاخص خدمات داو جونز شاخصی پیشرو برای بازار سهام.....	۲۸۹
فصل ۱۱:	تحلیل قدرت نسبی شاخص های بازار کالا.....	۳۰۹
فصل ۱۲:	بازارهای کالا و تخصیص سرمایه.....	۳۳۹
فصل ۱۳:	تحلیل بین بازاری و چرخه ی کسب و کار.....	۳۷۱
فصل ۱۴:	افسانه ی برنامه معاملات.....	۳۹۷
فصل ۱۵:	یک رویکرد نوین.....	۴۱۷
ضمیمه:		۴۲۷

مقدمه

همانند بسیاری از تحلیل گران تکنیکی، من نیز سال‌ها با استفاده از ابزارهای سنتی تحلیل تکنیکی به مطالعه بازارهای مختلف می‌پرداختم. تقریباً پنج سال پیش (سال ۱۹۸۶)، مسیر کاری من در تحلیل تکنیکی تغییر کرد. من آن زمان به عنوان مشاور مرکز تحقیقات بازارهای کالا^۱، با همان روش‌هایی که شاخص‌های بورس سهام داو جونز^۲ را مطالعه می‌کردم به تحلیل روند «شاخص‌های قیمت بازارهای آتی کالا» نیز می‌پرداختم. در خلال این تحقیقات نکته‌ی جالبی توجه مرا به خود جلب کرد. این نکته جالب، همبستگی قابل توجه بازارهای نظیر اوراق قرضه و شاخص‌های بازار کالا بود. بازارهایی که ظاهراً ارتباط خاصی به بازار کالا نداشتند.

شواهد نشان می‌داد به طرز عجیبی قیمت کالاها و بازده‌های اوراق قرضه، رفتاری مشابه دارند. این مسئله می‌توانست نشان‌دهنده‌ی نکته‌ای خاص باشد. احتمالاً رابطه‌ای بین این دو بازار وجود داشت. رابطه‌ای که با شناخت آن امکان استفاده از اطلاعات بازار اوراق قرضه برای تحلیل بازار کالا به وجود می‌آمد. به این ترتیب، دریچه‌ای جدید از درک روابط بازارهای مختلف به روی من گشوده شد و مطالعات من در این باره آغاز گردید. به عنوان مشاور مرکز تحقیقات بازارهای آتی در معاملات آتی بورس نیویورک^۳، مطالعات خود را بر روی کشف رابطه‌ی بازارهای کالا و بازار بورس سهام متمرکز کردم. به طور همزمان نیز به بررسی مطالعاتی که تا آن زمان درباره‌ی روابط بازارهای مختلفی نظیر کالا، اوراق قرضه و سهام انجام شده بود پرداختم. نتایج تحقیقات فرضیه‌ی مذکور را تایید می‌کرد. فرضیه‌ای که نشان می‌داد بازارهای کالا، اوراق قرضه و سهام به شدت به یکدیگر مرتبط‌اند و برای تحلیل یکی از این بازارها، باید شرایط دو بازار دیگر نیز در نظر گرفته شود. در

1- Commodity Research Bureau (CRB)

2- Dow Jones Index

3- New York Futures Exchange (NYFE)

آخر، بررسی قیمت دلار نیز به مطالعات اضافه شد، چرا که دلار به صورت مستقیم بر بازار کالا و به صورت غیر مستقیم بر بازارهای سهام و اوراق قرضه تأثیرگذار بود.

نقطه‌ی عطف مطالعات من به سال ۱۹۸۷ بر می‌گردد. اتفاقاتی که منجر به خلق تئوری جالبی برای تحلیل اتفاقات غیر منتظره‌ی آن سال شد. سقوط بازار اوراق قرضه در بهار آن سال، با انفجاری صعودی در بازارهای کالا همراه بود. در همان سال بورس سهام به شدت افت کرد و این بازار سقوط بی‌سابقه‌ای را تجربه کرد. به این ترتیب اثرات متقابل دلار، بازارهای کالا، اوراق قرضه و سهام در سال ۱۹۸۷ مرا متقاعد کرد که تحلیل بین‌بازاری بعد حیاتی مهمی در انجام تحلیل تکنیکی است و اساساً نمی‌توان آن را نادیده گرفت.

مسئله‌ی دیگری که به افزایش آگاهی من از بازارهای بین‌المللی کمک کرد، نیز در سال ۱۹۸۷ رخ داد. در این سال بازارهای سرمایه سراسر جهان با هماهنگی جالبی به طور همزمان دچار نوسان شدند. در اینجا بود که دریافتم بررسی بازارهای جهانی اوراق قرضه و سهام، اظهارهای زود هنگام تری نسبت به تغییرات بازارهای آمریکا ارائه می‌دهند. مثال دیگری از این مورد به اوایل سال ۱۹۹۰ بر می‌گردد. در آن زمان سقوط بازار اوراق قرضه آمریکا در سه ماهه‌ی نخست سال با توجه به سقوط بازارهای آلمان، انگستان و ژاپن کاملاً قابل پیش‌بینی بود. برای دیگر کشورها نیز سقوط بازار سهام ژاپن در سه ماهه‌ی اول سال ۱۹۹۰ می‌توانست به عنوان اختطاری زود هنگام برای افت قیمت سهام در تابستان همان سال تلقی شود. اتفاقی که در نهایت برای بازار آمریکا نیز رخ داد.

این کتاب، حاصل تحقیقات جهانی مداوم من در تحلیل بین‌بازاری است. امیدوارم مثال‌ها و نمودارهای ارائه شده به اندازه‌ی کافی بیانگر وجود رابطه بین بخش‌های مختلف بازارهای مالی باشد و بتواند اهمیت توجه به این روابط را برای خواننده مشخص نماید. من معتقدم بزرگترین کمک تحلیل بین‌بازاری بهبود دید جامع معاملاتی به یک تحلیل‌گر تکنیکی است. معامله یک بازار بدون در نظر گرفتن تحلیل بین‌بازاری و عدم توجه به بازارهای دیگر، مشابه رانندگی بدون نگاه کردن به اطراف و آینه‌ی عقب است. بدیهی است خطرات ناشی از این اقدام می‌تواند بسیار شدید باشد.

تحلیل بین‌بازاری در تمامی بازارها و در تمامی نقاط جهان قابل استفاده است. با به کارگیری تحلیل تکنیکی برون‌گرا (توجه به سایر بازارها) و استفاده از تحلیل بین‌بازاری به جای تحلیل تکنیکی سنتی، می‌توان درک عقلانی‌تری از نیروهای تکنیکال بازار به دست آورد. با این کار دید جامع‌تری نسبت به رفتار بازارهای جهانی به دست خواهیم آورد. تحلیل بین‌بازاری با همان ابزاری که تحلیل‌گران تکنیکی به مطالعه‌ی بازار هدف خود می‌پردازیم، به مطالعه‌ی اتفاقاتی که در حاشیه‌ی بازار رخ می‌دهد می‌پردازد و از این آگاهی برای ایجاد عملکردی بهتر استفاده می‌کند. نکته‌ای که باید به آن توجه کرد این است که تحلیل بین‌بازاری به هیچ وجه جایگزین روش‌های دیگر تحلیل تکنیکی نیست. در واقع می‌بایست این روش را به عنوان بعد جدیدی به دیگر ابعاد تحلیل تکنیکی اضافه کرد. همچنین این روش نیم‌نگاهی نیز به پارامترهایی نظیر نرخ‌های بهره، تورم، سیاست‌های دولتی، تحلیل‌های بنیادی و کلان اقتصادی دارد.

آنچه در این کتاب ارائه شده است، تنها شروعی برای تحلیل بین‌بازاری به شمار می‌رود. هنوز مسائل بسیار زیادی وجود دارد تا بتوانیم به طور کامل روابط بین بازارهای مختلف را درک کنیم. اصولی که در اینجا تشریح شده است، قطعاً در اکثر شرایط کارا خواهند بود. با این حال باید در شرایط خاص انعطاف‌پذیری لازم برای تغییر این اصول را داشته باشیم و هرگز نباید به این اصول به عنوان قوانینی مکانیکی نگاه کرد. با توجه به اینکه حوزه‌ی تحلیل بین‌بازاری بسیار گسترده است، تمرکز این کتاب تنها بر افزایش قدرت تخیل و گسترش دید کاربر در بهره‌مندی از سایر بازارها در جهت کسب سود بیشتر استوار است. من درباره‌ی آینده‌ی تحلیل بین‌بازاری بسیار هیجان زده‌ام و امیدوارم شما نیز پس از خواندن این کتاب با من هم عقیده باشید.

جان مورفی

فوریه‌ی ۱۹۹۱

بعدی جدید در تحلیل تکنیکی

تمامی بازارهای مالی، غیر مالی، منطقه‌ای و بین‌المللی با یکدیگر در ارتباطند و از هم تأثیر می‌پذیرند، این مهم‌ترین درسی است که از حادثه دهه ۱۹۸۰ می‌توان آموخت. معاملات بورس آمریکا در انزوا انجام نمی‌شود؛ این بازار به شدت تحت تأثیر بازار اوراق قرضه قرار دارد. قیمت‌های اوراق قرضه نیز به مقدار زیادی تحت تأثیر بازارهای کالا قرار دارد، و این بازار خود متأثر از قیمت دلار است. بازارهای دیگر کشورها، همان‌طور که یکدیگر را تحت تأثیر قرار می‌دهند، بر بورس آمریکا نیز تأثیر گذارند. اتفاقات چند دهه گذشته به روشنی نشان داده‌اند که بازارهای مختلف در محیطی جدا از هم عمل نمی‌کنند. امروز دیگر باید این روابط در تحلیل‌های تحلیلگران تکنیکی در نظر گرفته شود. در واقع همین مسئله، یعنی به کارگیری روش‌های تحلیل تکنیکی سنتی در تحلیل روابط بین بازارهای مختلف تعریف «تحلیل تکنیکی بین‌بازاری» است.

با اینکه امروز لزوم تحلیل بین‌بازاری کاملاً بدیهی به نظر می‌رسد، این سوال مطرح است که چرا گذشتگان به این مسئله توجه نکرده بودند. امروزه برای شما کاملاً طبیعی است که با باز کردن صفحه بورس یک روزنامه اقتصادی، مطالبی نیز راجع به قیمت اوراق قرضه و

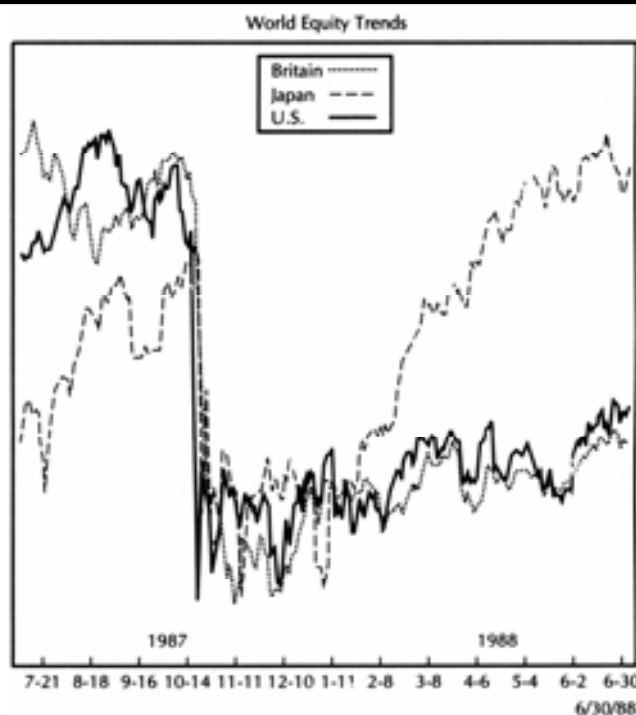
دلار بخوانید. در صفحه اوراق قرضه نیز چیزهایی در مورد قیمت نفت و طلا پیدا می کنید. حتی ممکن است مقاله ای در مورد بارندگی در آیوا و تأثیر آن بر قیمت علوفه، نظرتان را جلب کند. منابع خبرها نیز، در بسیاری اوقات بورس های ژاپن و انگلستان می باشند. در حالی که چند دهه قبل به سختی می شد این اطلاعات را حداقل در این سطح وسیع، به دست آورد. همان طور که می بینید بازارهای مالی واقعاً تغییری نکرده اند، این آگاهی و نگرش ماست که در حال تغییر است.

بیاید کمی به گذشته برگردیم و سقوط وحشتناک سال ۱۹۸۷ بازار سهام آمریکا را بررسی کنیم. اگر اتفاقات آن زمان را مرور کنید خواهید دید چگونه تمامی بازارهای سهام، در نقاط مختلف جهان به طور هم زمان سقوط کردند و پس از آن به رهبری بورس ژاپن و کمی بعد، بورس آمریکا از بحران خارج شدند و در سال ۱۹۸۹ به اوج خود رسیدند (شکل ۱.۱ را ببینید).

اگر شبکه های اقتصادی مورد علاقه خود را نگاه کنید، خواهید دید زمانی که در آمریکا، تمامی بازارها در تعطیلی به سر می برند، معامله گران دیگر نقاط جهان در حال انجام معاملات خود بر روی دلار، طلا، نفت، اوراق قرضه و سهام هستند. وقتی مردم آمریکا در خواب به سر می برند، تجارت پیوسته جهانی در بسیاری از زمینه ها و در بسیاری از نقاط جهان در حال انجام است و همین معاملات است که باعث می شود معامله گران بازارهای آمریکا بدانند روز بعد با چه قیمت هایی باید معاملات خود را آغاز کنند.

شکل ۱.۱

مقایسه بزرگ‌ترین بازارهای سهام جهان - آمریکا، ژاپن و انگلستان. بازارهای جهانی در ۱۹۸۷ با هم سقوط کردند و در سال ۱۹۸۹ به رهبری بورس ژاپن به طور هماهنگ رونق خود را بازیافتند.



تمامی بازارها به هم مرتبط اند

این جمله برای ما، به عنوان معامله گران و سرمایه گذاران، به این معناست که امکان مطالعه هیچ بازاری به تنهایی وجود ندارد، حتی اگر این بازار، بازاری به بزرگی بورس آمریکا باشد. معامله گران سهام باید بازار اوراق قرضه را نیز تحت نظر داشته باشند. معامله گران اوراق قرضه باید مراقب بازارهای کالا باشند و همه باید تغییرات دلار آمریکا را مد نظر داشته باشند. به طریق مشابه، این شرایط برای بورس ژاپن نیز وجود دارد. پس چه کسی به تحلیل بین بازاری نیاز ندارد؟ دقیقاً هیچ کس! در واقع همه به تحلیل بین بازاری نیاز

دارند؛ از آنجا که امروز تمامی بخش‌های بازارهای مختلف بر یکدیگر تاثیر گذارند، کسب اطلاعات از بازارهای دیگر و درک روابط بین بازاری کاملاً ضروری به نظر می‌رسد.

ضرورت استفاده از تحلیل تکنیکی

تحلیلگران تکنیکی همیشه دیدی درون‌گرا داشته‌اند. تمرکز تحلیلگران تکنیکی همواره بر بازاری بوده است که شاخص‌های درون‌گرای خود را در آن به کار گرفته است. در گذشته‌ای نزدیک، معامله‌گران سهام، قیمت‌های اوراق قرضه را تحت نظر نداشتند، معامله‌گران اوراق قرضه نیز توجهی به بازارهای کالا نمی‌کردند و بررسی قیمت دلار تنها به کارشناسان داخلی بانک‌ها و شرکت‌های چند ملیتی محدود بود. بازارهای کشورهای دیگر نیز هر چه بودند توجه کسی را جلب نمی‌کردند.

بنابراین برای یک تحلیل‌گر تکنیکی کافی بود تنها به مطالعه بازار هدف خود بپردازد و در نظر گرفتن تأثیر عوامل خارجی، یک انحراف و بدعت در تحلیل تکنیکی محسوب می‌شد. توجه کردن به آنچه که تحلیلگران اقتصادی و کارشناسان بنیادی بازارهای دیگر انجام می‌دادند نیز امری غیر متعارف بود. اما امروز، تمام این مسائل تغییر کرده است. شرایط امروز اقتضا می‌کند در مسیری جدید گام برداریم و تحلیل بین بازاری گامی در این جهت است. در واقع در تحلیل بین بازاری از اطلاعات بازارهایی که به یکدیگر مرتبط‌اند، تقریباً به همان شیوه تحلیل تکنیکی سنتی استفاده خواهیم کرد. به عبارت دیگر یک تحلیل‌گر تکنیکی در مورد واگرایی بین اوراق قرضه و سهام همان‌طور اظهار نظر می‌کند که درباره واگرایی بین قیمت یک سهم و خط افزایش/کاهش آن.

بازارها برای ما حجم عظیمی از اطلاعات را فراهم می‌کنند و اوراق قرضه، جهت حرکت نرخ‌های بهره را به ما می‌گویند؛ چیزی که بر قیمت سهام تأثیرگذار است. قیمت کالاها نیز جهت تغییرات تورم را مشخص می‌کنند، مسئله‌ای که بر قیمت اوراق قرضه و نرخ‌های بهره تأثیر فراوانی دارد. قیمت دلار نیز تا حد زیادی مشخص‌کننده شرایط تورمی است و بر روند بازارهای کالا اثر خواهد داشت. بازارهای کشورهای خارجی نیز بیشتر راهنمای

ارزشمندی برای درک شرایط اقتصاد جهانی می‌باشند. جهانی که بازار آمریکا نیز بخشی از آن به شمار می‌رود. کار یک تحلیل‌گر تکنیکی یافتن مکان‌هایی است که بتواند نشانه‌های تغییرات بازار هدف خود را در آنجا پیدا کند. اگر این نشانه‌ها در بازارهای دیگری قرار داشته باشند، چرا از اطلاعات مفیدی که برای ما فراهم می‌کنند استفاده نکنیم؟ جای خوشبختی است که حرکت قیمت‌های این بازارها را نیز می‌توان در نمودارها مورد بررسی قرار داد. در واقع تحلیل بین‌بازاری، مطالعه کنش‌ها و واکنش‌های همین بازارهاست. تحلیل بین‌بازاری گامی تکاملی در امتداد تحلیل تکنیکی است. کار تحلیل بین‌بازاری گسترش تئوری‌های تکنیکی موجود و اضافه کردن گام‌هایی دیگر در فرایند این تحلیل است. در ادامه این بخش، در مورد اینکه چرا تحلیل تکنیکی تنها روش و بهترین ابزار این-گونه تحلیل‌ها است بیشتر توضیح خواهیم داد.

هدف از این کتاب

هدف از این کتاب، بیان چگونگی عملکرد روابط بین‌بازاری به نحوی است که فهم آن هم برای افراد آشنا به مفاهیم تکنیکی و هم برای افراد غیر آشنا به این مسئله آسان باشد. در واقع برای درک استدلال‌ات موجود در کتاب، نیازی نیست که شما در تحلیل تکنیکی متخصص باشید، با این حال داشتن مقداری اطلاعات در مورد تحلیل تکنیکی خالی از فایده نخواهد بود. برای افراد تازه‌کار در تحلیل تکنیکی، برخی از اصول و ابزارهای استفاده‌شده در این کتاب، در بخش واژگان انتهای کتاب توضیح داده شده‌اند. به هر حال در این کتاب تمرکز اصلی بر روی مطالعه اثرات متقابل بین بازارها است و نه شناخت زمینه‌های جدید برای استفاده از شاخص‌های سنتی تحلیل تکنیکی. ما در این کتاب چهار بازار ارز، کالاها، اوراق قرضه و سهام و همچنین بازارهای کشورهای خارجی را مورد مطالعه قرار خواهیم داد. همچنین در مورد اثرات متقابل این

بازارها بر یکدیگر بحث خواهیم نمود. بنابراین، کتاب حاضر بسیار دیداری^۱ خواهد بود. به این معنی که این نمودارها هستند که باید در مورد خودشان صحبت کنند. در واقع این خود نمودارها هستند که نشان خواهند داد روابط بازارها در دنیای واقعی چگونه است. اگر چه فاکتورهای اقتصادی دیگری نیز در این میان وجود دارند، در این کتاب سعی خواهیم کرد تا جایی که ممکن است در مورد آنها بحث نکنیم. با این حال واقعیت این است که امکان تحلیل بین بازاری بدون درک مناسبی از این عوامل وجود ندارد؛ عواملی که در واقع علت اصلی تغییر قیمت‌ها می‌باشند. به هر حال، هدف اصلی این کتاب تحلیل روابط بین بازاری است و انجام تحلیل‌های اقتصادی تنها بر حسب ضرورت انجام خواهد شد. تنها در انتهای کتاب در بخش «نقش تحلیل بین بازاری در ایجاد چرخه‌های کسب و کار»^۲، کمی به بیان تحلیل‌های اقتصادی خواهیم پرداخت. این بخش چهارچوبی مفهومی برای درک بهتر اثرات متقابل بازارهای کالا، اوراق قرضه و سهام ایجاد خواهد کرد.

چهار بخش بازارهای مالی: ارز، کالا، اوراق قرضه و سهام

کلید کار بین بازاری در تقسیم بازارهای مالی در این چهار بخش نهفته است. چگونگی تقابل این چهار بخش را می‌توان به روش‌های مختلفی تفسیر کرد. برای مثال، دلار آمریکا معمولاً بر خلاف جهت بازار کالا، به ویژه طلا، حرکت می‌کند. از آنجایی که کالاهایی نظیر طلا و نفت از موثرترین کالاهای شاخص CRB^۳ می‌باشند، در بیشتر موارد از این دو کالا به عنوان نماینده بازارهای کالا استفاده خواهیم کرد. شاخص CRB مشتمل بر ۲۱ کالا است و مهم‌ترین شاخص برای اندازه‌گیری جهت حرکت بازارهای کالا به شمار می‌رود. بنابراین تفسیر شاخص‌های دیگر بازارهای کالا نیز نظیر این شاخص خواهد بود.

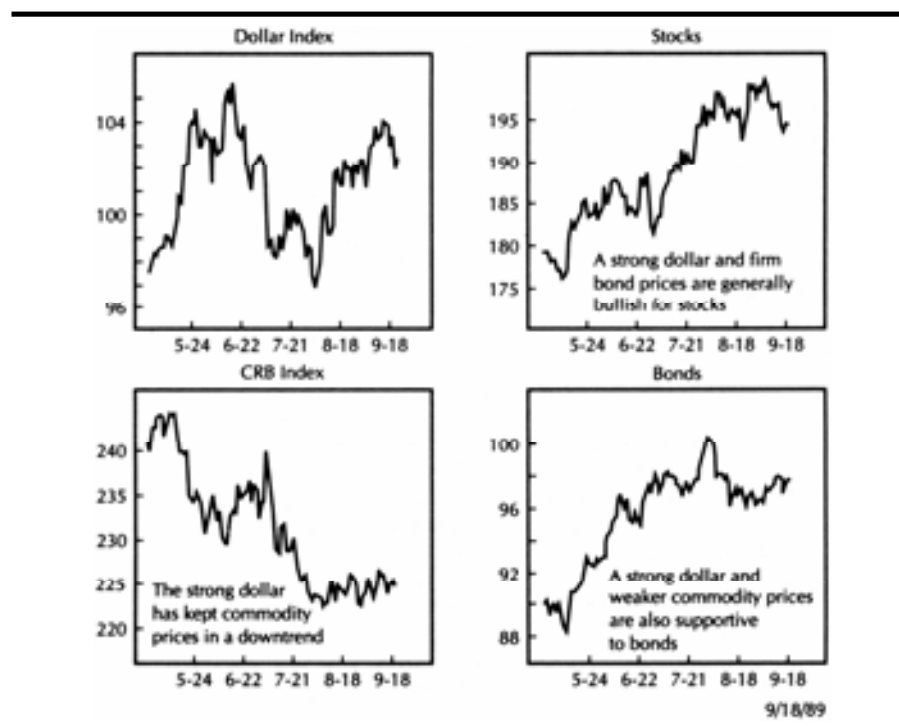
1- Visual

۲- به دوره‌های تکرار شونده رونق و رکود اقتصادی Business cycle گفته می‌شود. به این موضوع در بخش ۱۳ به طور مفصل پرداخته شده است.

3- Commodity Research Bureau Index

شکل ۱.۲

نگاهی به چهار بخش بازارهای مالی - ارز، اوراق قرضه، کالا و سهام - در سال ۱۹۸۹. از بهار تا پائیز ۱۹۸۹، قدرت دلار تأثیری منفی بر وضعیت بازار کالا داشته است. سقوط بازار کالا به همراه افزایش قیمت اوراق قرضه نیز تأثیری مثبت بر بازار سهام داشته است.



در ادامه رابطه عکس بسیار قوی شاخص CRB و قیمت اوراق قرضه نشان داده خواهد شد. اتفاقات سال ۱۹۸۷ و پس از آن نیز همگی مورد بحث قرار خواهند گرفت. مقایسه بازارهای اوراق قرضه و سهام نشان می‌دهد قیمت اوراق قرضه می‌تواند به عنوان شاخصی تایید کننده و در اغلب موارد هم جهت با قیمت سهام در نظر گرفته شود. این رابطه در شکل ۲.۱ نشان داده شده است. در صورتی که نتوانید این رابطه را از این شکل درک کنید، در آینده اطلاعات حیاتی مهمی را از دست خواهید داد.

همچنین خواهید دید در بیشتر موارد حرکت بازار سهام، پیامد نهایی یک تأثیر موج وار از جریان سه بخش دیگر بازارهای مالی^۱ است. پدیده‌ای که مفاهیم مهمی را در زمینه برنامه معاملات^۲ روشن خواهد کرد.

در بین رسانه‌هایی که به مسائل مالی می‌پردازند و در میان کسانی که نسبت به تحلیل بین بازاری آگاهی ندارند، به اشتباه و بدون در نظر گرفتن اینکه خود برنامه معاملات تحت تأثیر چه عواملی بوده است، «برنامه معاملات» به عنوان مقصر سقوط بازار سهام معرفی می‌شود. در مورد برنامه معاملات در بخش ۱۴ به طور مفصل بحث خواهیم کرد.

مقدمات پایه‌ای در تحلیل بین بازاری

قبل از شروع مطالعه روابط دو به دوی بازارها، بهتر است مقدماتی پایه‌ای و راهبردهایی که در این کتاب از آنها استفاده کرده‌ام را مشخص کنم. این کار، هم چهارچوب مطالب کتاب را مشخص خواهد کرد و هم به شناخت مسیری که قصد داریم در آن حرکت کنیم کمک خواهد کرد. پس از این مطلب، خلاصه‌ای از روابط بازارهای مالی که قصد تمرکز بر آنها داریم را تشریح خواهیم کرد. به طور کلی روابط بی‌شماری بین بازارها وجود دارد، اما در اینجا تنها بر روی تعداد محدودی از این روابط که آنها را مفیدتر می‌دانم و عقیده

۱- منظور از بازارهای مالی در این کتاب جمع بازارهای مالی، سرمایه و پول می‌باشد.

۲- به انجام معاملات بر پایه اظهارهایی که از برنامه‌های رایانه‌ای صادر می‌شود Program Trading می‌گویند. در واقع سیستم‌های رایانه‌ای به طور خودکار با در نظر گرفتن شروطی از پیش تعیین شده که توسط کاربر مشخص شده‌اند، دستورات خرید و فروش را صادر می‌کنند. کلمه Program اشاره به نرم‌افزارهایی است که به طور مستمر بازار را تحت نظر دارند و در صورتی که شروط تعیین شده کاربر محقق شود، اصطلاحاً عمل کرده و به صورت خودکار اقدام به خرید و فروش سهام مذکور (یا اوراق قرضه، کالا، ارز و ...) می‌کنند. از این قابلیت برای اعمال استراتژی‌هایی نظیر «آربیتراژ» (Arbitrage) و بیمه‌های سبدهای سرمایه‌گذاری (Portfolio Insurance) استفاده می‌شود. با اینکه قبلاً استفاده از این برنامه‌ها منحصر به شرکت‌های بزرگ سرمایه‌گذاری بود، امروزه استفاده از این نوع برنامه‌ها در بازارهای بورس، کالا و فارکس متداول است. بسیاری برنامه معاملات را عامل اصلی سقوط‌های شدید بازارهای مالی می‌دانند، به این موضوع به طور مفصل در بخش ۱۴ پرداخته خواهد شد.

دارم بار معنایی بیشتری دارند متمرکز خواهیم بود. پس از اتمام این بخش، در بخش دوم به وقایع سال ۱۹۸۷ خواهیم پرداخت.

در اینجا اصول پایه‌ای به کار گرفته شده آورده شده است:

- ۱- تمامی بازارها به یکدیگر وابسته‌اند؛ هیچ بازاری به صورت مستقل حرکت نمی‌کند.
- ۲- تحلیل بین بازاری اطلاعات جانبی^۱ مهمی فراهم می‌کند.
- ۳- تحلیل بین بازاری از اطلاعات خارجی به جای اطلاعات داخلی استفاده می‌کند.
- ۴- تحلیل تکنیکی بهترین ابزار برای تحلیل بین بازاری است.
- ۵- در تحلیل‌ها بیشتر از بازارهای آتی استفاده خواهیم کرد.
- ۶- از شاخص‌های تکنیکی پیشرو^۲ بیش از سایر شاخص‌ها استفاده خواهیم کرد.

این ۶ اصل، اصول پایه‌ای تحلیل‌های بین بازاری این کتاب خواهند بود. اگر بتوان نشان داد که تمامی بازارها- مالی و غیرمالی، داخلی و جهانی- با یکدیگر در ارتباطند، و هر کدام تنها بخشی از یک بازار جهانی بزرگ‌تر به شمار می‌روند، می‌توان گفت تمرکز بر روی یک بازار بدون در نظر گرفتن بازارهای دیگر به از دست رفتن اطلاعات حیاتی مهمی منجر خواهد شد. تحلیلگران تکنیکی، وقتی تمرکز خود را بر روی یک بازار معطوف می‌کنند، اغلب تحلیل‌های خود را با شک و تردید ارائه می‌دهند. در واقع با اینکه تحلیلگران تکنیکی می‌توانند تفسیرهای کاملی در مورد سهام یا قراردادهای آتی ارائه کنند، در اغلب موارد این گزارشات با عدم قطعیت همراه است. اینجاست که مطالعه‌ی یک بازار مرتبط، به عنوان بازاری پیشرو، می‌تواند اطلاعات و مدارک مفیدی فراهم کند. وقتی در شک هستید، برای یافتن شواهد به یک بازار مرتبط نگاهی بیندازید. هدف اصلی این کتاب، تشریح ارتباط موجود و چگونگی استفاده از تحلیل تکنیکی در تفسیر این ارتباطات است.

1- Background Data

2- Futures-oriented

تحلیل بین بازاری اطلاعات جانبی فراهم می کند

کلمه کلیدی در این جمله «جانبی» است. تحلیل بین بازاری اطلاعات جانبی ایجاد می کند، نه اطلاعات اصلی^۱. تحلیل تکنیکی سنتی هنوز هم در بازارهای مختلف با تکیه بر نظرات شخصی تحلیلگر و بر اساس اطلاعات موجود در بازار هدف به کار گرفته می شود. با اینکه این نوع تحلیل در اکثر بازارها رایج است، برداشتن گامی فراتر، با در نظر گرفتن رابطه بین بازارها، از منظری بین بازاری کاملاً مفید به نظر می رسد.

فرض کنید بر اساس تحلیل بین بازاری به این نتیجه می رسید که دو بازار معمولاً در خلاف جهت هم حرکت می کنند، برای مثال می توانید دو بازار اوراق قرضه و شاخص CRB را در نظر بگیرید. فرض کنید اندکی بعد تحلیلی دیگر دورنمای هر دو بازار را به طور هم زمان مطلوب و پر رونق پیش بینی کند. بدیهی است این دو تحلیل با یکدیگر در تناقض هستند. در اینجا باید تحلیلگر بین بازاری استنتاج خود را مجدداً مورد بررسی قرار دهد.

گاهی اتفاق می افتد که روابط بین بازاری معمول، به درستی کار نمی کنند و یا به دلایل مختلف، موقتاً با شواهد همخوانی ندارند. سؤالی که در این حالت ایجاد می شود این است که یک معامله گر در زمانی که تحلیل تکنیکی سنتی و تحلیل بین بازار در مقابل هم قرار می گیرند، بر مبنای کدام یک باید تصمیم نهایی را اتخاذ کند؟ به عقیده من، در چنین حالت هایی، تحلیل تکنیکی سنتی هنوز نسبت به تحلیل بین بازاری برتری دارد، با این حال به دلیل تناقض موجود باید با احتیاط بیشتری عمل کرد. اگر دو بازاری که معمولاً در خلاف جهت هم حرکت می کنند، در حال حاضر هم جهت شده اند، احتمالاً تفسیر یکی از بازارها اشتباه است، اما کدام یک؟ این پرسش را نمی توان با اطمینان پاسخ داد! روش منطقی در این حالت این است که هر دو تحلیل را جداگانه مورد بازبینی قرار دهیم و تا زمانی که علت این تناقض آشکار نشده، اقدامی نکنیم.

یکی دیگر از تقابلات تحلیل بین بازاری و روش‌های تحلیل تکنیکی سنتی، زمانی است که تحلیل‌های بین بازاری به معامله‌گران هشدار می‌دهند که با احتیاط بیشتری عمل کنند، در حالی که بر اساس روش‌های سنتی، معامله‌گران احساس می‌کنند می‌توانند با اطمینان زیادی تصمیم‌گیری کنند. خلاف این حالت نیز ممکن است رخ دهد، یعنی زمانی که معامله‌گران بر اساس تحلیل‌های تکنیکی سنتی خود احساس می‌کنند باید با احتیاط بیشتری عمل کنند در حالی که تحلیل‌های بین بازاری آنها را تشویق به اتخاذ تصمیم‌های جسورانه می‌کند. باید توجه داشت معامله‌گران می‌توانند به بسیاری از اصول تحلیل تکنیکی وفادار باقی بمانند، به عبارت دیگر تحلیل بین بازاری می‌تواند تنها در زمانی که تحلیلگران با بررسی صرف نمودارها و روش‌های سنتی نمی‌توانند با اطمینان تصمیم‌گیری کنند، مورد استفاده قرار گیرد. البته گاهی نیز ممکن است تحلیل بین بازاری، استنتاج‌های تحلیلگران سنتی را کاملاً مورد تردید قرار دهد. در هر حال فراموش نکنید هدف تحلیل بین بازاری افزودن اطلاعات مفید برای تصمیم‌گیری بهتر است نه جایگزین شدن به جای اطلاعات قبلی. در بخش‌های بعدی سعی شده است این موضوع با مثال‌های مختلف، بیشتر مورد بحث قرار گیرد.

برتری اطلاعات خارجی بر اطلاعات داخلی

در روش تکنیکی سنتی، تحلیلگران تمایل دارند بر بازاری خاص مانند بازار سهام یا بازار طلا تمرکز کنند. تمامی اطلاعات تکنیکی مورد نیاز برای تحلیل این بازارها نظیر قیمت و حجم، به راحتی قابل دستیابی است. معمولاً تحلیلگران سنتی برای تحلیل این بازارها از بیش از ۴۰ شاخص تکنیکی مختلف نظیر میانگین‌های متحرک، نوسانگرها، خطوط روند و ... به همراه تکنیک‌های تحلیلی مختلف نظیر تئوری موج‌های الیوت و چرخه‌ها استفاده می‌کنند. بنابراین می‌توان گفت، هدف تحلیل تکنیکی سنتی، تحلیل بازار، مستقل از هر چیز دیگری است.

اما اساس تحلیل بین بازاری بر مسئله‌ای کاملاً متفاوت متمرکز است. تحلیل بین بازاری بر این موضوع تأکید دارد که کلید اصلی تشخیص روند یک بازار، در بازارهای مرتبط با آن بازار نهفته است. بنابراین شیوه بین بازاری بیشتر برون‌گرا است و اصول و دستورالعمل‌های بسیار متفاوتی دارد.

حال باید به این سوال پاسخ داد که چه روشی برای تحلیل بین بازاری مناسب است. یکی از بزرگ‌ترین مزایای تحلیل تکنیکی این است که این شیوه بسیار انعطاف‌پذیر است و به راحتی می‌توان از آن در بازارهای مختلف استفاده کرد. یک تحلیلگر تکنیکی نیازی به اطلاعات تخصصی بازار هدف خود ندارد. اگر بازار، نقدشوندگی و حجم معاملات معقولی داشته باشد و بتوان آن را بر روی یک نمودار رسم کرد، یک تحلیلگر تکنیکی تا حد زیادی می‌تواند تحلیل مناسبی از آن بازار ارائه کند. بنابراین از آنجایی که یک تحلیلگر بین بازاری باید در یک زمان بازارهای مختلفی را زیر نظر داشته باشد، مزیت استفاده از روش تحلیل تکنیکی به عنوان ابزاری برای تحلیل بین بازاری کاملاً بدیهی به نظر می‌رسد. تحلیلگران تکنیکی نیازی ندارند برای تحلیل بازار سهام آمریکا، اوراق قرضه، ارز، بازارهای کالا، بازار بورس ژاپن و یا هر کشور دیگری، در آن بازار متخصص باشند. آنها کافی است با استفاده از اصول تحلیل تکنیکی و انجام مقایسات بین بازاری بدون دانستن عوامل بنیادین هر کدام از بازارها، تحلیل‌های خود را ارائه کنند. این در حالی است که تحلیلگران بنیادی، باید با تمام عوامل اقتصادی که بر هر کدام از این بازارها اثرگذار است کاملاً آشنا باشند تا بتوانند این بازارهای را تحلیل کنند، کاری دشوار که تقریباً غیر ممکن به نظر می‌رسد. به همین دلیل است که تحلیل تکنیکی ابزاری بسیار مناسب‌تر از تحلیل بنیادی برای انجام تحلیل بین بازاری است.

تأکید بر بازارهای آتی^۱

رشد روز افزون آگاهی‌های ما از روابط بین بازاری، رشد هم‌زمان بازارهای آتی را در پی داشته است. در واقع دلیل اصلی اینکه ما امروز نسبت به روابط بین بازاری آگاهی داریم، امکان دسترسی آسان به داده‌های قیمتی گوناگون بازارهای آتی است. امکانی که طی ۱۵ سال اخیر ایجاد شده است. مکانیزم‌های کشف قیمت در بازارهای آتی، موجب رشد روز افزون جذابیت و آگاهی تحلیلگران از روابط بخش‌های مختلف بازارهای مالی شده است.

در دهه ۱۹۷۰، بورس کالای نیویورک معامله کالاهایی نظیر طلا و حامل‌های انرژی را نیز به لیست قراردادهای سنتی خود اضافه کرد. به دلیل حساسیت قیمت این کالاها به تورم این معامله‌ها به قراردادهای حساس به تورم معروف شدند. در سال ۱۹۷۲ بورس شیکاگو با ارائه قراردادهای مالی آتی برای ارزهای خارجی در این عرصه پیشرو شد. این بازار در سال ۱۹۷۶ شاخه‌ی جدیدی از قراردادهای مالی آتی را که در برگیرنده اوراق قرضه^۲ و اسناد خزانه^۳ بود را نیز به قراردادهای خود اضافه کرد. چندی بعد، دیگر اوراق حساس به نرخ بهره، نظیر یورو دلار و اوراق قرضه میان‌مدت^۴ نیز به این جمع اضافه شدند. در سال ۱۹۸۲، شاخص سهام آتی نیز به جمع شاخص‌های آتی پیوست. در میانه دهه ۱۹۸۰، در نیویورک، دو شاخص قیمت آتی مرکز تحقیقات کالا^۵ و شاخص دلار آمریکا^۱ نیز به جمع لیست فوق اضافه شدند.

۱- به قراردادهایی که در آن معامله سهام یا کالا به صورت تحویل در آینده انجام می‌گیرد قرار دادهای آتی یا Futures گفته می‌شود.

۲- به اوراقی که سر رسید آنها ده سال یا بیشتر باشد Treasury bonds گفته می‌شود. می‌توان این اوراق را اوراق قرضه بلندمدت دولتی نیز نامید.

۳- به اوراقی که سر رسید آنها یک سال یا کمتر باشد Treasury bills گفته می‌شود. این اوراق معمولاً ۹۱ روزه، ۱۸۲ روزه یا ۵۲ هفته‌ای می‌باشند. این اوراق در واقع اوراق قرضه کوتاه مدت دولتی هستند.

۴- به اوراقی که سر رسید آنها بین دو سال تا ده سال باشد Treasury notes گفته می‌شود. این اوراق، اوراق قرضه میان‌مدت دولتی محسوب می‌شوند.

5- Commodity Research Bureau Futures Price Index

تا پیش از سال ۱۹۷۲، معامله گران سهام، تنها سهام، معامله گران اوراق قرضه، تنها اوراق قرضه، معامله گران ارز تنها ارز و معامله گران کالا، تنها کالا خرید و فروش می کردند. در حالی که بعد از سال ۱۹۸۶، معامله گران می توانستند در هر بازاری که تمایل داشتند، با در اختیار داشتن نمودارهای قیمتی آن بازار، دست به معامله بزنند. همچنین می توانستند همزمان با تجارت در بازار هدف خود، یک چشم نیز به بازارهای آتی محصولات کشاورزی، مس، طلا، نفت، شاخص CRB، دلار آمریکا، ارزهای خارجی، اوراق قرضه و سهام داشته باشند. امروز معامله گران در شرکت های کارگزاری و بانک ها می توانند لحظه به لحظه بازارهای آتی مختلفی نظیر کالاها، ارز، اوراق قرضه و سهام را از طریق شبکه های ویدئویی و اینترنتی پیگیری کنند. مدت زمان زیادی نیست که تحلیلگران این بازارها که قبلاً تنها بازارهای هدف خود را تحت نظر داشتند، درک کرده اند که تمامی بازارهای مالی بر یکدیگر تاثیر گذارند. به این ترتیب رویکرد جامع جدیدی در بررسی بازارهای مالی به وجود آمده است.

در سطح بین المللی، بازارهای آتی سهام کشورهای دیگر، خصوصاً ژاپن و انگلستان پا به عرصه وجود گذارده اند. هر چه قدر قراردادهای آتی مالی در سراسر جهان توسعه یافته اند، جهان نیز به همان نسبت بسیار کوچک تر به نظر می رسد. کوچک به این معنا که امروز ما توانایی تحت نظر داشتن طیف وسیعی از بازارها را پیدا کرده ایم و آگاهی ما از اینکه این بازارها چگونه با یکدیگر تعامل می کنند، طی ۱۵ سال گذشته افزایش چشمگیری یافته است.

به این ترتیب نباید تعجب کنیم که چرا در این کتاب بیشتر بر بازارهای آتی تأکید شده است. از آنجایی که بازارهای آتی تمامی بخش های بازارهای مالی را پوشش می دهند، می توانند چهارچوب بسیار مناسبی برای انجام تحلیل های بین بازاری فراهم کنند. البته بدیهی است وقتی ما در مورد بازارهای آتی سهام یا بازارهای آتی اوراق قرضه صحبت

می‌کنیم، در واقع در حال تحلیل بازارهای سنتی سهام و اوراق قرضه نیز هستیم. چرا که دقیقاً همان تحلیل‌ها در مورد این بازارها نیز صادق خواهند بود. به عبارت دیگر بازارهای آتی چهار بخش بازارهای مالی، به نمایندگی از تمامی بازارهای این بخش‌ها، مورد مطالعه قرار می‌گیرند.

از آنجایی که تمرکز اصلی ما بر بازارهای آتی خواهد بود، از شاخص‌های تکنیکی استفاده خواهیم کرد که در این بازارها کارایی بیشتری دارند. در واقع به‌رغم هم‌پوشانی بسیار زیادی که بین شاخص‌های تکنیکی پرکاربرد وجود دارد، برخی از شاخص‌ها در برخی بازارها بسیار کارا تر عمل می‌کنند.

در آخر بد نیست به چند نکته نیز اشاره کنیم. نکته اول اینکه، در این کتاب بیشتر از شاخص‌های قیمت‌محور^۱ استفاده شده است. خوانندگان آشنا به روش‌های تحلیل‌های تکنیکی سنتی نظیر تحلیل الگوهای قیمتی، خطوط روند، سطوح حمایت و مقاومت، میانگین‌های متحرک و نوسانگرها قطعاً مشکل خاصی برای مطالعه این کتاب نخواهند داشت.

نکته دوم؛ کسانی که کتاب قبلی من با عنوان تحلیل تکنیکی در بازارهای آتی^۲ را مطالعه کرده‌اند، برای مطالعه این کتاب کاملاً آماده‌اند. برای تازه‌واردهای حوزه تحلیل تکنیکی نیز واژه‌نامه‌ای از اصطلاحات تخصصی استفاده‌شده در این کتاب به طور خلاصه در انتهای کتاب آورده شده است. با این حال، تأکید می‌کنم که تحلیل‌های تکنیکی به کار رفته در این کتاب بسیار ساده و ابتدایی است و نیازی به مطالعه قبلی برای تسلط به شاخص‌های پیچیده وجود ندارد. اکثر نمودارهای به کار رفته نمودارهایی ساده هستند که برای مقایسه تغییرات بین دو یا سه بازار آورده شده‌اند. در واقع شما با داشتن اطلاعات کمی درباره

1- Price-based Indicators

2- *Technical Analysis of the Futures Market*, New York Institute of Finance/Prentice-Hall, 1986

تحلیل تکنیکی و حتی بدون داشتن هیچ اطلاعی از این نوع تحلیل، قادر به درک روابط بین بازارها خواهید بود.

و نکته آخر اینکه، یکی از مزیت‌های مهم استفاده از شاخص‌های قیمت‌محور، قابلیت استفاده گسترده از این شاخص‌ها در بازارهای مختلف و به ویژه بازارهای دیگر کشورهاست. بخش قابل توجهی از معامله‌گران بازار سهام در آمریکا بر پایه شاخص‌های روان‌شناختی^۱ تصمیم‌گیری می‌کنند، از جمله این شاخص‌ها می‌توان به درجه رونق بر اساس نظر خبرگان بازار، سطح نقدینگی صندوق‌های سرمایه‌گذاری، و نسبت عرضه به تقاضا اشاره کرد. از آنجایی که در بسیاری از بازارها، داده‌های لازم برای محاسبه این گونه شاخص‌ها وجود ندارد، در این کتاب به طور گسترده از شاخص‌های قیمت‌محور با توجه به قابلیت به کارگیری آنها در تمامی بازارها، استفاده شده است.

نقش مهم بازارهای کالا

اگر چه هدف اصلی ما بررسی روابط بین بازاری تمام بازارهای مالی است، بر بازار کالا بیش از سایر بازارها تمرکز خواهیم کرد. برای این تمرکز دو دلیل مهم وجود دارد. اول اینکه، در این کتاب از بازارهای کالا برای نشان دادن این که چگونه اتفاقات یک بازار می‌تواند اطلاعات مفیدی برای تحلیل یک بازار مرتبط در اختیار ما قرار دهد، استفاده خواهیم کرد. این مسئله خصوصاً برای کسانی که واقعاً در بازارهای کالا فعالیت می‌کنند بسیار مفید خواهد بود. دلیل دوم که اتفاقاً از دلیل اول مهم‌تر است، ریشه در نظر شخصی من دارد. من معتقدم درک تحولات بازارهای کالا مهمترین حلقه زنجیره‌ی روابط بین بازاری است. در این مورد در آینده بیشتر توضیح خواهم داد و در اینجا تنها به این نکته بسنده می‌کنم که امکان انجام معاملات آتی شاخص CRB در اواسط سال ۱۹۸۶ آخرین

1- Sentiment Indicators

تکه‌ی پازل روابط بین بازاری را نیز در جای خود قرار داد و به افزایش آگاهی ما نسبت به روابط بین بازاری کمک بسیار زیادی دارد.

کلید درک مسئله‌ی بین بازاری در تشخیص این مسئله نهفته است که بازارهای کالا در بیشتر موارد برجسته‌ترین و اصلی‌ترین نقش را در تحولات بین بازاری بر عهده دارند. در نتیجه بدیهی است کسانی که تا کنون توجه زیادی به این بازار نداشته‌اند، باید چیزهای بسیار زیادی راجع به این بازار بیاموزند. در این کتاب حجم زیادی را به بحث راجع به روابط بازارهای تشکیل‌دهنده این بازار و تبیین جایگاه این گروه‌ها در ساختار کلی روابط بین بازاری اختصاص خواهیم داد. برای انجام کار اول، از شاخص‌های مختلف بازارهای کالا، نظیر شاخص CRB استفاده خواهیم کرد. برای مورد دوم نیز به بررسی اجزاء مهم این شاخص نظیر بازارهای فلزات گرانبها، انرژی و کالاهای کشاورزی خواهیم پرداخت.

روابط کلیدی بازار

روابط اصلی بین بازاری این کتاب در ۸ رابطه زیر خلاصه شده است. بر اساس ترتیب بیان‌شده این روابط، کلید بحث را با بازار کالا آغاز خواهیم کرد و پس از آن به سه بخش دیگر بازارهای مالی خواهیم پرداخت. در ادامه نیز نگاهی به بازارهای بین‌المللی خواهیم انداخت. این روابط به شرح زیر می‌باشند:

۱- رابطه داخلی بین گروه‌های مختلف بازار کالا، نظیر رابطه قیمت طلا و پلاتین (گروه فلزات گرانبها) یا رابطه نفت خام و گازوئیل (گروه انرژی)

۲- رابطه بین گروه‌های مختلف بازار کالاهای، نظیر رابطه گروه فلزات گرانبها و گروه انرژی.

۳- رابطه شاخص CRB و دیگر گروه‌های بازار کالا و بازارهای دیگر.

۴- رابطه عکس بین بازار کالا و اوراق قرضه.

۵- رابطه مستقیم بین اوراق قرضه و بازار سهام.

۶- رابطه عکس دلار آمریکا و بازارهای مختلف کالا، به ویژه بازار طلا.

۷- رابطه بین بازارهای آتی کالا و سهام‌های مربوط به آنها، برای مثال رابطه بین بازار طلا و سهام معادن طلا.

۸- رابطه بازارهای اوراق قرضه و سهام آمریکا در مقابل بازارهای اوراق قرضه و سهام دیگر کشورها.

ساختار این کتاب

در این بخش مفهوم تحلیل تکنیکی بین بازاری، و مفاهیم زیربنایی این مبحث برای درک توضیحات فصل‌های بعدی تشریح شد. در بخش دوم، وقایعی که منجر به سقوط بازار سهام در سال ۱۹۸۷ شدند شرح داده خواهد شد. پس از این وقایع بود که تحلیلگران لزوم توجه به رابطه موجود بین چهار بخش اصلی بازارهای مالی را احساس کردند. در بخش بعد نشان داده خواهد شد چطور ضعف بازارهای کالا و اوراق قرضه، ادامه روند رو به رشد بازار سهام را مورد تردید قرار می‌داد. در بخش سوم، درباره رابطه شدید شاخص CRB و بازار اوراق قرضه به طور مفصل بحث خواهد شد، می‌توان گفت این مهم‌ترین رابطه موجود در دیدگاه بین بازاری است. با درک چگونگی این رابطه، گامی بزرگ در درک و انجام تحلیل‌های بین بازاری خواهید برداشت. (شکل ۱.۳ را ببینید).

در بخش ۴ رابطه مثبت بین بازار سهام و اوراق قرضه را شرح خواهیم داد. به طور فزاینده‌ای، تحلیلگران بازار سهام از اتفاقات بازار اوراق قرضه به عنوان نشانه‌ای مهم برای پایداری بازار سهام استفاده می‌کنند. رابطه بین بازارهای کالا و دلار آمریکا نیز در بخش پنجم مورد کنکاش قرار خواهد گرفت. درک اینکه چطور تغییرات دلار بر سطح قیمت کالاها اثرگذار است کمک بسیار زیادی به فهم این مسئله می‌کند که چرا افزایش قدرت دلار به عنوان نشانه رکود بازارهای کالا و رونق بازار اوراق قرضه در نظر گرفته می‌شود. در بخش ششم به رابطه بین دلار آمریکا و نرخ‌های بهره اشاره خواهیم کرد.

در بخش هفتم به بررسی کاملی از بازارهای جهانی کالا خواهیم پرداخت. شاخص‌های مختلف کالا از جهت ارزشی که در پیش‌بینی بازار دارند، مورد مقایسه قرار خواهند

گرفت. همچنین در مورد نقشی که هر کدام در تغییر جهت تورم و نرخ‌های بهره دارند نیز بحث خواهیم کرد، با این حال بیش از همه به بررسی شاخص CRB خواهیم پرداخت. شاخص‌های پرکاربرد دیگر نظیر، JOC^۱ و RII^۲ نیز مورد مطالعه قرار خواهند گرفت. همچنین درباره رابطه بین بازارهای کالا با شاخص قیمت تولیدکننده^۳ و شاخص قیمت مصرف‌کننده^۴ بحث خواهیم کرد.^۵ علاوه بر این در مورد اینکه چگونه بانک فدرال آمریکا برای تعیین سیاست‌های پولی خود، از فعل و انفعالات بازارهای کالا استفاده می‌کند نیز مطالبی عنوان خواهد شد.

بازارهای جهانی در بخش هشتم مورد بررسی قرار خواهند گرفت. در این بخش درباره رابطه بین بازارهای آمریکا با بازارهای دو کشور انگلستان و ژاپن به عنوان دو قدرت اقتصادی پیشرو، بحث خواهیم کرد. در این بخش خواهیم دید چگونه توجه به اتفاقات بازارهای دیگر کشورها، اطلاعات مفیدی برای شما در پی خواهد داشت. در بخش نهم به روابط بین بازاری از زاویه‌ای متفاوت خواهیم نگرست. در این بخش خواهیم دید چگونه نرخ‌های تورم مختلف و حساسیت گروه‌های مختلف سهام به نرخ‌های بهره گوناگون، بر بخش‌های دیگر بازار اثر می‌گذارند.

1- Journal of Commerce

2- Raw Industrial Indexes

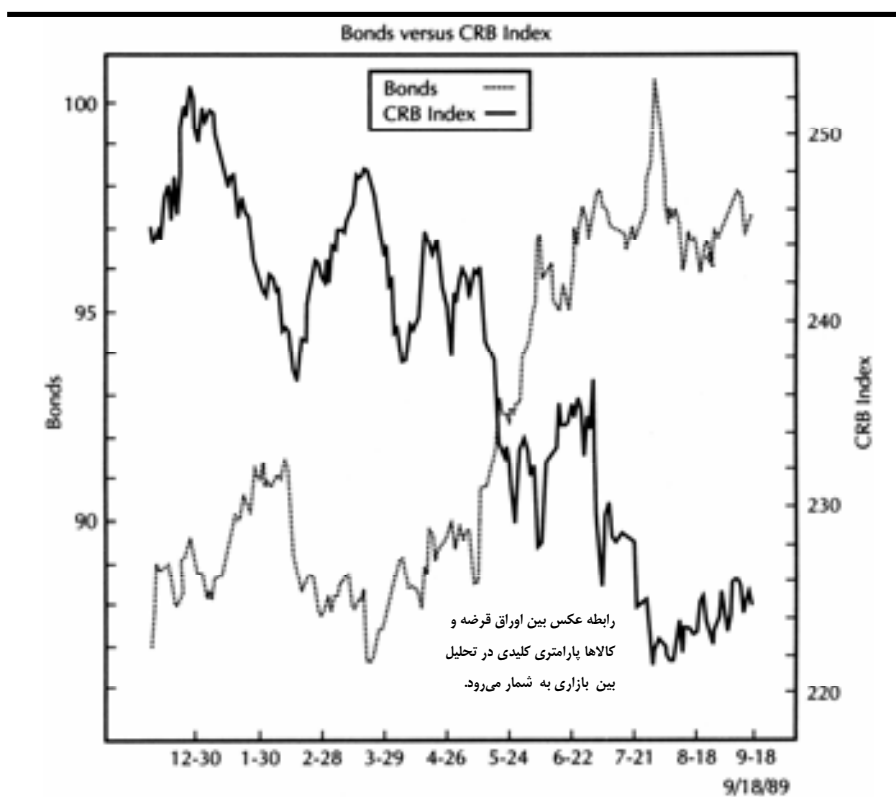
3- Producer Price Index (PPI)

4- Consumer price Index (CPI)

۵- به شاخص CPI شاخص هزینه مصرف‌کننده نیز می‌گویند. در واقع این شاخص مقایسه قیمت یک‌سری کالاها و خدمات اساسی در دوره زمانی خاص با قیمت همان کالاها و خدمات در دوره زمانی پایه است. معمولاً از تغییرات این شاخص برای محاسبه نرخ تورم استفاده می‌شود.

شکل ۱.۳

اوراق قرضه و کالاها همیشه در خلاف جهت هم حرکت می‌کنند. نمودار زیر نشان‌دهنده رابطه عکس بین اوراق قرضه دولتی آمریکا و شاخص CRB در سال ۱۹۸۹ می‌باشد.



شاخص میانگین خدمات داو جونز^۱، شاخصی پیشرو برای بازار سهام آمریکا به حساب می‌آید. این شاخص نسبت به جهت نرخ‌های بهره بسیار حساس است، بنابراین نسبت به بازار اوراق قرضه نیز حساسیتی مشابه خواهد داشت. بخش ۱۰ به این موضوع خواهد

۱- Dow Jones Utility Average این شاخص در سال ۱۹۲۹ در پی تفکیک شاخص داو جونز ایجاد شده است. در این سال سهام‌های شرکت‌های صنعتی و سهام‌های شرکت‌های خدمات عمومی دارای دو شاخص جداگانه شدند. مهم‌ترین شرکت‌های تشکیل‌دهنده این شاخص شرکت‌های ارائه‌دهنده برق و گاز عمومی هستند.

پرداخت که چگونه رابطه بین اوراق قرضه و کالاها بر این شاخص تأثیرگذار خواهد بود. با بررسی این مسئله، عملاً چگونگی تأثیر رابطه مذکور بر سودآوری تمام بازار نیز شناخته خواهد شد. در بخش یازدهم نیز نشان خواهیم داد چطور می‌توان از قدرت نسبی^۱ یا آنالیز نسبی^۲ به عنوان روشی تکمیلی برای مقایسه بازارها استفاده کرد.

بخش دوازدهم در مورد اینکه چگونه می‌توان از آنالیز نسبی برای فرایند تخصیص سرمایه استفاده کرد، بحث می‌کند. همچنین برای درک بهتر، مثالی از تخصیص سرمایه، در بازار کالا به عنوان یکی از مهم‌ترین بازارهای هدف تخصیص سرمایه ارائه خواهد شد. شرایط و عوامل اقتصادی نظیر عرضه، تقاضا، بیکاری، تورم و... که در اینجا به آن عوامل چرخه‌های کسب و کار می‌گوییم، زمینه‌ای فراهم می‌کنند که در آن می‌توان تشخیص داد آیا در یک بازه زمانی مشخص، دوران رونق را تجربه می‌کنیم یا در دوران رکود به سر می‌بریم. از بازارهای مالی می‌توان به عنوان پیشگوهایی برای این مسئله یاد کرد. به عبارت دیگر، بر این اساس که در کدام مرحله از چرخه کسب و کار قرار داریم، بازارهای مالی می‌توانند فراز و فرودهای شرایط اقتصادی مذکور را پیش‌گویی کنند. بررسی چرخه کسب و کار پاسخ‌های اقتصادی معقولی به مسائلی نظیر اینکه چرا فعل و انفعالات بازارهای مالی و کالا بر یکدیگر اثرگذار است، فراهم می‌کند. به بررسی دقیق‌تر چرخه کسب و کار در بخش سیزدهم خواهیم پرداخت.

بخش چهاردهم به بررسی این موضوع که آیا اساساً برنامه‌های معاملات منجر به حرکت بازار می‌شوند یا اینکه صرفاً نتیجه‌ی این تغییرات هستند، اختصاص خواهد یافت. به عبارت دیگر در این فصل به این پرسش پاسخ خواهیم داد که آیا این برنامه‌ها، خود بر اتفاقات بازار تأثیرگذارند یا آنکه از تغییرات بازار تأثیر می‌پذیرند؟ در آخر سعی خواهیم کرد در بخش پانزدهم با جمع‌بندی تمامی ارتباطات فوق، دیدی جامع از روابط بین بازاری برای خواننده فراهم کنیم چرا که نگاهی مجزا به یک یا دو رابطه کلیدی بین بازاری یک چیز، و

1- Relative strength

2- Ratio analysis

نگاهی جامع و فراگیر که در برگیرنده ارتباطات منطقی تمامی روابط باشد، چیز دیگری است.

قبل از شروع کار، باید به شما هشدار دهم که تحلیل بین بازاری، کار یک تحلیلگر را ساده تر نمی کند. در موارد بسیاری، تحلیل ها با اضافه شدن اطلاعات بیشتر، دشوارتر نیز می شوند. همانند روش ها و تکنیک های دیگر تحلیل، گاهی اتفاق می افتد که پیام های ارسال شده از منابع (در اینجا بازارهای مختلف) با یکدیگر در تناقض باشند و این مسائل تحلیل را پیچیده تر می کند. یکی از ترسناک ترین جنبه های تحلیل بین بازاری این است که این روش ما را مجبور می کند، برای کسب اطلاعات بیشتر وارد حوزه هایی شویم که تا قبل از آن به دلیل علاقه بیشترمان به کارهای تخصصی، جرئت ورود به این حوزه ها را نداشته ایم.

شیوه نگاه جهانی به بازارهای مالی با سرعت زیادی در حال تغییر است. ارتباط های آنی و حرکت در مسیر جهانی شدن، بازارهای مالی را همانند یک پازل بزرگ به یکدیگر مرتبط کرده است. هر بازار نقش خاص خود را در این پازل بر عهده دارد. اطلاعات نیز در این پازل نهفته است. آنچه مهم است اینکه دیر یا زود باید یاد بگیریم از مقایسات بین بازاری در تحلیل های خود استفاده کنیم.

۲

بررسی سقوط ۱۹۸۷ چشم‌اندازی از تحلیل بین‌بازاری

می‌توان سال ۱۹۸۷ را از فراموش‌نشده‌ترین سال‌های بازار سهام دانست. سقوط بازار آمریکا در پائیز آن سال، دیگر بازارهای مالی دنیا را نیز تحت تأثیر قرار داد. در آن زمان این سؤال ذهن همه را به خود مشغول کرده بود که چه عاملی باعث شد بازارهای سهام تمام کشورهای بزرگ جهان به طور هم‌زمان سقوط کنند؟ برخی از تحلیلگران سطحی‌نگر، استراتژی‌های مرتبط با بازارهای بورس آمریکا نظیر برنامه معاملات و بیمه‌های سبد سهام^۱ را عامل اصلی عرضه‌های وحشتناک و سقوط قیمت‌های آن سال می‌دانند. این افراد معتقدند هیچ دلیل منطقی اقتصادی یا فنی دیگری برای توجیه این سقوط وجود ندارد.

۱- Portfolio Insurance استراتژی‌ای است که در آن سرمایه‌گذار با استفاده از قراردادهایی خاص، از این که ارزش سهامش از حد معینی کمتر شود جلوگیری می‌کند، به عبارت دیگر به محض رسیدن قیمت سبد به حد معینی که از قبل توسط سرمایه‌گذار تعیین شده است، سبد سهام فروخته خواهد شد. این استراتژی یکی از استراتژی‌های «برنامه معاملات» است. وجود این چنین قراردادهایی، در زمانی که بازار به هر علتی سقوط می‌کند، منجر به عرضه‌های خودکار زیادی خواهد شد و سقوط بازار را تشدید خواهد کرد.

اما واقعیت این است که سقوط آن سال بازارهای سهام، در سطحی جهانی رخ داد و تنها به بازار بورس آمریکا محدود نبود. بنابراین اعتقاد این تحلیلگران نمی‌تواند تمام ماجرا باشد، چرا که بیشتر بازارهای دیگر کشورها عملاً از ابزارهای موجود در بازار آن زمان آمریکا (نظیر برنامه معاملات و بیمه‌های سبد سهام) بی‌بهره بودند. در بخش ۱۴ نشان خواهیم داد برنامه معاملات که به اشتباه، مقصر اصلی سقوطهای بازار سهام شناخته می‌شود در واقع خود به شدت تحت تأثیر روابط بین بازاری قرار دارد.

هدف اصلی در این بخش بررسی مجدد اتفاقات بازار سهام سال ۱۹۸۷ می‌باشد. در اکتبر این سال بازارهای سهام در سراسر جهان سقوط وحشتناکی را تجربه کردند. در ادامه خواهیم دید که آیا در این سال بازار آمریکا به ناگهان سقوط کرد یا می‌توانستیم با نگاهی به بازارهای کالا و اوراق قرضه هشدارهای زودهنگام‌تر این سقوط را دریافت کنیم. در واقع اتفاقات سال ۱۹۸۷ مثال آموزشی مناسبی از کارکرد سناریوهای تحلیل بین بازاری است. مثالی که فرصت خوبی را فراهم می‌کند تا بازیگران بازار سهام به لزوم پایش هم-زمان سه بخش دیگر بازارهای مالی (دلار، اوراق قرضه و کالاها) پی ببرند.

سطح پایین تورم و رونق بازار سهام

بررسی اتفاقات سال ۱۹۸۷ را با نگاهی به وضعیت بازارهای کالا و اوراق قرضه آغاز می‌کنیم. در آن سال کاهش هم‌زمان قیمت کالاها (تورم پایین) و نرخ‌های بهره (افزایش قیمت اوراق قرضه) بازار سهام را تقویت کرده بودند. این دو عامل از سال ۱۹۸۲ به طور مستمر کاهش یافته بودند، به طوری که قیمت کالاها (شاخص‌های CRB) از سال ۱۹۸۰ و نرخ بهره‌ی بلندمدت از سال ۱۹۸۱ دائماً روندی نزولی داشتند. در آغاز دهه ۱۹۸۰ و از پایان تورم مارپیچی دهه ۱۹۷۰، قیمت کالاها روند کاهشی خود را آغاز کرده بودند. کاهش بیشتر قیمت کالاها به همراه کاهش نرخ‌های بهره، محیطی غیر تورمی با ثباتی را برای رونق روز افزون بازارهای سهام و اوراق قرضه فراهم کرده بود.

در بخش‌های آینده روابط زیادی از این دست عمیقاً مورد بررسی قرار خواهند گرفت. در این بخش تنها قصد داریم اصل بنیادین حرکت هم‌جهت شاخص CRB و نرخ‌های بهره، و رابطه عکس این دو شاخص با اوراق قرضه را نشان دهیم. همچنین نشان خواهیم داد سقوط بازارهای کالا به طور کلی منجر به رونق بازار اوراق قرضه، و رونق بازار اوراق قرضه منجر به رونق بازار سهام خواهد شد.

شکل ۲.۱ نشان‌دهنده رابطه معکوس شاخص CRB و اوراق قرضه دولتی آمریکایی طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷ می‌باشد. همان‌طور که در این شکل مشاهد می‌کنید با آغاز سال ۱۹۸۶، قیمت اوراق قرضه افزایش و قیمت کالاها کاهش یافته است. در واقع در بهار ۱۹۸۶، قیمت کالاها کمی کاهش یافته و به نظر می‌رسد «شانه چپ» معروف‌تری، الگوی برگشتی، یعنی الگوی «سر و شانه معکوس» ایجاد شده است. اگر این الگو تکمیل شود می‌تواند به معنای بازگشت دوران رونق به بازار کالا تلقی شود. در آن زمان دو اتفاق ویژه به درک وضعیت شاخص CRB کمک بسیاری کردند. مورد اول، وقوع سانحه هسته‌ای چرنوبیل روسیه در آوریل ۱۹۸۶ بود که منجر به افزایش شدید قیمت بسیاری از کالاها شد. دومین رویداد نیز، آغاز مجدد روند صعودی قیمت نفت بود. نفتی که تنها کمی قبل‌تر از قیمت ۳۲ دلار در هر بشکه به ۱۰ دلار سقوط کرده بود.

شکل ۲.۱ نشان می‌دهد آغاز روند نزولی اوراق قرضه در بهار ۱۹۸۶ با تشکیل «شانه چپ» شاخص CRB رخ هم‌زمان شده است (بازار اوراق قرضه به شدت نسبت به روند بازار نفت حساس است). کمی بعد ادامه این روند منجر به جابه‌جایی این دو بازار در سال ۱۹۸۷ شده است. آنچه در این ۱۲ ماه رخ داده نه فقط مثال روشنی مبنی بر وجود رابطه معکوس قوی بازار کالا و اوراق قرضه است، بلکه دلیل محکمی بر مفید بودن و لزوم تحلیل‌های بین‌بازاری است.

نمودار قیمت اوراق قرضه در نیمه دوم سال ۱۹۸۶ و اوایل ۱۹۸۶ از تکمیل الگوی «مثلث متقارن»^۱ حکایت دارد. الگوی مذکور به وضوح در شکل ۲.۱ قابل مشاهده است. همان‌طور که می‌دانید تشکیل این الگو به این معنی است که روند اولیه‌ی بازار (که در اینجا روندی صعودی است) احتمالاً به زودی از سر گرفته خواهد شد. بنابراین بیشتر تحلیل‌گران تکنیکی، در آن زمان یک صدا معتقد بودند به زودی فعالان بازار شاهد رونق مجدد بازار اوراق قرضه خواهند بود.

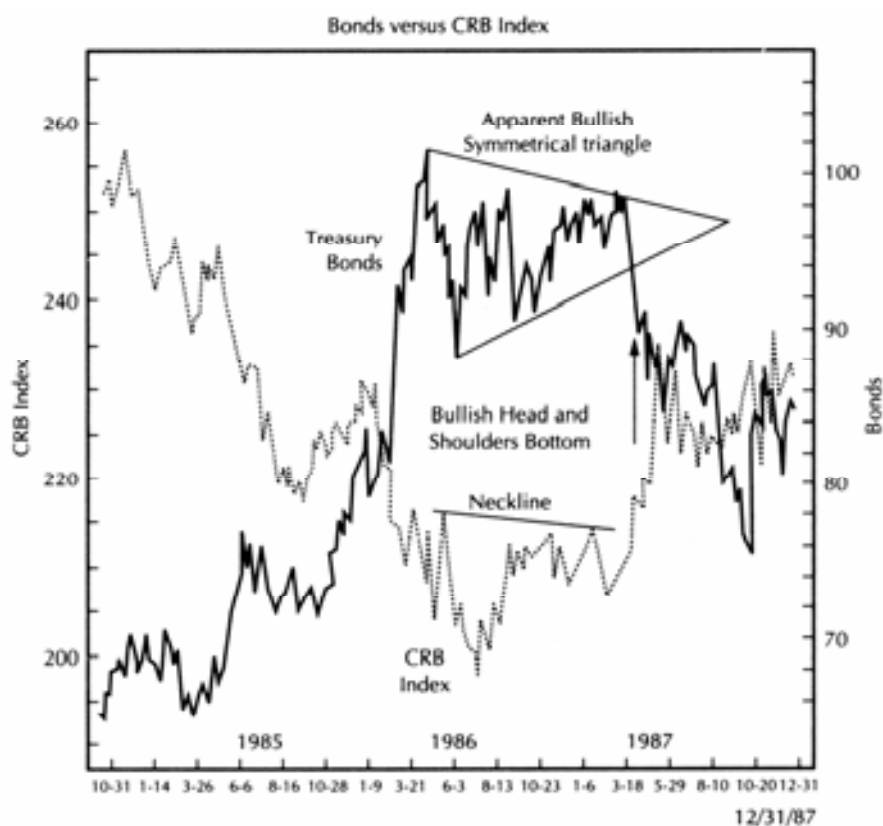
این نتیجه‌گیری برای تحلیل‌گرانی که تنها به بازار اوراق قرضه توجه داشتند کاملاً منطقی بود. اما تحلیل‌گرانی که به طور هم‌زمان شاخص CRB را نیز رصد می‌کردند، شاهد تشکیل الگوی «سر و شانه» معکوس برای این شاخص بودند. این الگو نشان می‌داد طی ماه‌های آینده این شاخص نیز روندی صعودی به خود خواهد گرفت. این دو نتیجه‌گیری نمی‌توانستند هم‌زمان درست باشند. با توجه به اینکه شاخص CRB و قیمت اوراق قرضه معمولاً بر خلاف هم حرکت می‌کنند، چیزی در این بین باید غلط می‌بود. در آن زمان، اگر شاخص CRB عملاً «خط گردن» ۱۲ ماهه خود را می‌شکست و روند صعودی خود را آغاز می‌کرد، قبول روند صعودی هم‌زمان اوراق قرضه بسیار غیر منطقی بود. همان‌طور که می‌بینید این مسئله عملاً نیز اتفاق افتاده و پیش‌بینی رونق بازار اوراق قرضه نادرست از آب درآمده است.

این مثال نمونه‌ای عالی از حالتی است که دو تحلیل تکنیکی مستقل، در دو بازاری که به ندرت در یک جهت حرکت می‌کنند، به نتایج مشابهی منجر شده است. در این حالت، به احتمال زیاد یکی از دو تحلیل نادرست است و تحلیلگر باید با دقت بیشتری هر دو تحلیل را مجدداً بررسی کند.

1- Symmetrical triangle

شکل ۲.۱

رابطه معکوس قیمت اوراق قرضه و شاخص بازارهای کالا بین سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷ کاملاً مشهود است. آغاز سقوط بازار اوراق قرضه در بهار ۱۹۸۷ با افزایش شاخص CRB هم‌زمان شده است. الگوی «سر و شانه» به عنوان الگویی برگشتی، نوید آغاز چرخش بازارهای کالا را می‌دهد. نکته قابل توجه، هم‌زمان شدن تشکیل این الگو با الگوی «مثلث متقارن» بازار اوراق قرضه است.



شکل ۲.۱ نشان می‌دهد با آغاز حرکت صعودی شاخص CRB در آوریل ۱۹۸۷، کاهش قیمت اوراق قرضه نیز آغاز شده است. بدیهی است با این اتفاق احتمال رونق بازار سهام نیز که قبل از این محتمل به نظر می‌رسید، منتفی شده است. اکنون اجازه دهید بینیم بین دو بازار اوراق قرضه و سهام چه اتفاقاتی رخ داده است.

سقوط اوراق قرضه، خطاری برای بازار سهام

شکل ۲.۲ امکان مقایسه دو بازار اوراق قرضه و سهام را در دوره سه ساله منتهی به اکتبر ۱۹۸۷ فراهم می‌کند. همان‌طور که نمودار نشان می‌دهد از سال ۱۹۸۲ هر دو بازار روند صعودی خود را به‌طور هم‌زمان آغاز کرده‌اند. در سال ۱۹۸۶ روند صعودی هر دو بازار متوقف شده است و هر دو بازار سال با ثباتی را پشت سر گذاشته‌اند. در اوایل سال ۱۹۸۷ بازار سهام به تنهایی روند صعودی جدیدی را آغاز کرده است، اما برای اولین بار این روند از طرف بازار اوراق قرضه تأیید نشد. در واقع در آن سوی میدان، بازار اوراق قرضه هم‌زمان با آغاز روند صعودی بازار کالا، سقوط کرده است. این مسئله برای بسیاری از تحلیلگرانی که علاوه بر بازار سهام، بازارهای کالا و اوراق قرضه را نیز تحت نظر داشتند هشدار برای تغییر جهت بازار سهام بود.

با دیدن این مثال، احتمالاً این سؤال در ذهنتان ایجاد شده است که چه مدت طول می‌کشد تا تغییرات بازار اوراق قرضه بر بازار بورس نیز اثر کند؟ پاسخ این سوال ساده نیست. در مثال فوق بازار سهام تا آگوست ۱۹۸۷، یعنی چهار ماه پس از سقوط اوراق قرضه نیز به روند صعودی خود ادامه داده است و معامله‌گران این بازار از افزایش قیمت‌های این چهار ماه سود قابل توجهی نیز کسب کرده‌اند، اما نباید فراموش کرد اتفاقات دو بازار کالا و اوراق قرضه، هشدار کاملاً جدی محسوب می‌شوند.

بیشتر شاخص‌های سنتی تحلیلگران تکنیکی بازار سهام، خطارهای «فروش» را پس از سقوط اکتبر صادر کردند. واگرایی معکوس بیشتر نوسانگرها و ایجاد خطارهای «فروش» تماماً بعد از این سقوط در سیستم‌های مختلف پشتیبانی تصمیم صادر شده است. مسئله این است که بسیاری از معامله‌گران تکنیکی به خطارهای بازارهای کالا و اوراق قرضه توجه زیادی نمی‌کنند، تنها به این دلیل که این خطارها در پنج سال گذشته کاملاً غیر قابل اعتماد بوده‌اند. این در حالی است که هر چه به زمان حال نزدیک‌تر می‌شویم اتفاقات بازارهای کالا و اوراق قرضه اطلاعات و خطارهای بسیار مهمی درباره بازار سهام در اختیار ما قرار می‌دهند.

شکل ۲.۲

قیمت اوراق قرضه معمولاً قبل از بازار سهام سقوط می‌کند. اوراق قرضه در سال ۱۹۸۶ سقوط خود را آغاز کرده است در حالی که بازار سهام تا قبل از بهار ۱۹۸۷ سقوط خود را آغاز نکرده است. سقوط قیمت اوراق قرضه در آوریل ۱۹۸۷ (که هم‌زمان با رشد بازارهای کالا بود) خطراتی جدی برای بازار سهام به حساب می‌آید. بازاری که نهایتاً در آگوست به اوج خود رسیده و روند نزولی خود را آغاز کرده است.

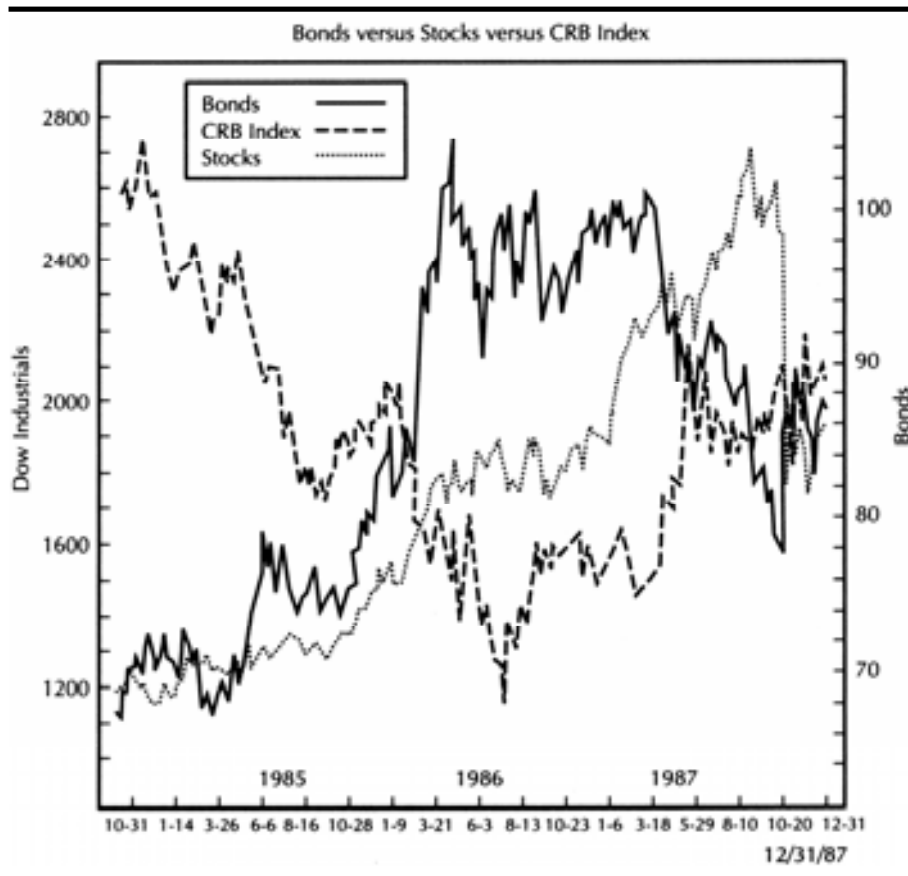


گرچه صعود شاخص CRB و سقوط قیمت اوراق قرضه، خطارهای دقیقی درباره زمان سقوط بازار سهام ایجاد نمی‌کنند، اما می‌توانند معامله‌گران را در به کارگیری استراتژی‌هایی محافظه‌کارانه‌تر کمک کنند. حداقل می‌توان گفت در این شرایط هر لحظه احتمال سقوط بازار سهام وجود دارد. تحلیل بین بازاری در این شرایط این آگاهی را به تحلیلگر می‌دهد که روند صعودی بازار سهام از استحکام کافی برخوردار نیست و به وی هشدار می‌دهد

که باید با دقت بیشتری شاخص‌های تکنیکی بیشتر و گسترده‌تری را برای تصمیم‌گیری مورد بررسی قرار دهد. به عبارت دیگر با پایش بازارهای مرتبط، تحلیلگر با اطمینان بیشتری می‌تواند در مورد اینکه آیا همچنان در بازار باقی بماند یا با ظهور اولین نشانه‌های سقوط، استراتژی‌های تدافعی را برای حفظ سرمایه خود طرح‌ریزی کند و از بازار خارج شود، تصمیم‌گیری کند.

شکل ۲.۳

مقایسه‌ای بین اوراق قرضه، سهام و کالاها از ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷. بازار سهام در نیمه دوم سال ۱۹۸۷ به اوج خود رسیده است. این اتفاق با توجه به صعود قیمت کالاها و سقوط اوراق قرضه در نیمه اول سال نیز قابل پیش‌بینی بود.



شکل ۲.۳ نشان دهنده وضعیت اوراق قرضه، کالاها و بازار سهام طی سه سال منتهی به سقوط ۱۹۸۷ می‌باشد. این نمودار به روشنی فعل و انفعالات سه بازار را طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷ نشان می‌دهد. همان‌طور که این نمودار نشان می‌دهد انفجار شاخص CRB هم‌زمان با سقوط اوراق قرضه در آوریل ۱۹۸۷، و صعود بازار سهام در آگوست همان سال رخ داده‌است. روند صعودی بازارهای کالا و سقوط اوراق قرضه، نرخ‌های بهره را با شیب بسیار زیادی به سمت بالا سوق داده‌است. احتمالاً بیش از دیگر عوامل، افزایش ناگهانی نرخ‌های بهره طی ماه‌های سپتامبر و اکتبر ۱۹۸۷ (به عنوان نتیجه مستقیم اتفاقات در دو بازار مذکور) منجر به سقوط بازار سهام شده‌است.

شکل ۲.۴ امکان مقایسه بازده‌های اوراق قرضه دولتی و میانگین شاخص صنعت داو جونز را فراهم کرده‌است. به قسمت چپ نمودار که در آن بازده‌های اوراق قرضه، مقداری دو رقمی (بیش از ۱۰٪) را تجربه کرده‌اند توجه کنید. پس از این رشد قابل توجه، بازده‌های اوراق قرضه با همان شدت سقوط کرده‌اند. با توجه به مطالب فوق، می‌توان این گونه استنباط کرد که روند صعودی نرخ‌های بهره، منجر به سقوط بازار سهام خواهد شد. به این ترتیب همان‌طور که مشاهده می‌کنید داستان اصلی در واقع چند ماه قبل از سقوط واقعی بازار سهام شروع شده بود.

شکل ۲.۴

انفجار صعودی بازده‌های اوراق قرضه در تابستان و پائیز سال ۱۹۸۷ تأثیری منفی بر بازار سهام گذاشته است. از جولای تا اکتبر، بازده‌های اوراق قرضه از ۸/۵ درصد به بیش از ۱۰ درصد افزایش یافته است. رشد شدید بازده‌های اوراق قرضه منجر به سقوط قیمت اوراق قرضه و رونق بازارهای کالا شده است.



نقش دلار در روابط بین بازاری

تا اینجا در بررسی وقایع سال ۱۹۸۷ بیشتر بر سه بازار کالا، اوراق قرضه و سهام تمرکز کرده ایم. آنچه مسلم است دلار نیز نقشی قابل توجه در اتفاقات پاییز ۱۹۸۷ بر عهده داشت. شکل ۲.۵ مقایسه‌ای بین تغییرات دلار آمریکا و بازار سهام را نشان می‌دهد. همان‌طور که در این نمودار مشاهده می‌کنید، سقوط ارزش دلار آمریکا دقیقاً هم‌زمان با سقوط بازار

سهام رخ داده است. از اوایل سال ۱۹۸۵ دلار آمریکا به طور مرتب تضعیف شده است. با این حال طی هفت ماه منتهی به سال ۱۹۸۷ ارزش این ارز، روندی صعودی به خود گرفته است. همان‌طور که در شکل ۲.۵ مشاهده می‌کنید، روند صعودی دلار در آگوست و همزمان با اوجی مشابه در بازار سهام، به اوج خود رسیده و روند نزولی خود را آغاز کرده است. تلاش مجدد دلار برای ادامه روند صعودی قبلی در ماه اکتبر با شکست مواجه شده و به دنبال آن و دقیقاً همزمان با بازار سهام، ارزش دلار سقوط شدیدی را تجربه کرده است. این نمودار به وضوح تأثیر شدید سقوط دلار در تضعیف بازار سهام را نشان می‌دهد. حال نگاهی بر توالی اتفاقات رخ داده در سقوط ۱۹۸۷ بیندازید. قیمت کالاها به شدت افزایش یافت، این امر ترس از تکرار تورمی شدید را در تمامی بازارها ایجاد کرد. در همان زمان نرخ‌های بهره شروع به افزایش کرد. قیمت دلار، که در حال تلاش برای خروج از رکودی دو ساله بود، ناگهان سقوط کرد (اتفاقی که بیش از ترس‌های تورمی، بازار را تحت تأثیر قرار داد). آیا در این وضعیت تعجب آور بود که بازار سهام با مشکلاتی جدی مواجه شود؟ با وجود این همه رکود در بازارهای مجاور، بازار سهام شانس زیادی برای مقاومت نداشت. با توجه به این دلایل در اواخر سال ۱۹۸۷، سهامداران شروع به فروش سهام خود کردند. توجه کنید که تمامی دلایل فوق ناشی از بازارهای مجاور بازار سهام بود و خود بازار سهام در واقع مشکل درونی خاصی نداشت. در واقع برای دیدن این دلایل در آن زمان تنها کافی بود نگاهی به این بازارها می‌انداختیم.

خلاصه‌ای از روابط کلیدی

در این جا به طور خلاصه روابط کلیدی دخیل در اتفاقات سال ۱۹۸۷ را مجدداً مرور می‌کنیم. در بخش‌های بعد، این روابط را به اجزاء کوچکتری خواهیم شکست و با مثال‌ها و جزئیات بیشتری به بررسی هر کدام خواهیم پرداخت. پس از بررسی جداگانه هر کدام از روابط، مجدداً آنها را به طور کلی و به صورت یکپارچه مورد بحث قرار خواهیم داد.

- قیمت اوراق قرضه و کالاها معمولاً بر خلاف هم حرکت می‌کنند.

- اوراق قرضه و سهام معمولاً هم جهت هستند. هر نوع واگرایی بین اوراق قرضه و سهام، هشدار برای تغییر جهت در بازار سهام است (بازار اوراق قرضه بازار پیشرو بازار سهام است).
- سقوط دلار سرانجام منجر به صعود قیمت کالاها خواهد شد. این امر نیز سرانجام تضعیف اوراق قرضه و بازار سهام را در پی خواهد داشت.

شکل ۲.۵

فشار سقوط دلار آمریکا در نیمه دوم سال ۱۹۸۷ بر قیمت‌های سهام اثر گذاشته است. تشکیل دو قله دلار آمریکا در آگوست و اکتبر این سال با تشکیل قله‌های مشابهی در بازار سهام هم‌زمان شده است. سقوط ارزش دلار آمریکا در اکتبر این سال، سقوط بازار سهام را در پی داشته است.



پیشرو بودن یا دنباله‌رو بودن تغییرات دلار

نقش دلار در بحران سال ۱۹۸۷ به اندازه اوراق قرضه و سهام پر رنک نبود. با اینکه سقوط قیمت دلار در اکتبر ۱۹۸۷، به ضعف بیشتر بازار سهام کمک کرد، نگاهی به نمودار قیمت دلار نشان می‌دهد، روند نزولی دلار از دو سال قبل از این بحران آغاز شده بود. درک این مسئله بسیار مهم است که هر چند دلار نقش با اهمیتی در تحلیل‌های بین‌بازاری ایفا می‌کند اما باید تأخیرات زمانی تأثیرات آن نیز در نظر گرفته شود. برای مثال، قیمت دلار در بهار سال ۱۹۸۵ به اوج خود رسید. اوج قیمت دلار و آغاز روند نزولی آن، منجر به رخ دادن اتفاقات پیاپی و زنجیره‌واری شد که نتیجه آن سقوط شاخص CRB و رشد اوراق قرضه و سهام بود. توجه کنید که سقوط شاخص CRB یک سال پس از آغاز روند نزولی دلار رخ داده است. در واقع سقوط دلار وقتی منجر به رکود بازارهای اوراق قرضه و سهام می‌شود که اثر تورمی این سقوط، قیمت‌های کالاها را به سمت بالا سوق دهد. گرچه در پاراگراف قبل تحلیل را با دلار آغاز کردیم، باید توجه کرد که اصولاً نقطه شروعی برای تحلیل بین‌بازاری وجود ندارد. دلار بر قیمت‌های کالا تأثیر می‌گذارد، این مسئله بر نرخ‌های بهره موثر است، تغییر نرخ‌های بهره نیز مجدداً بر وضعیت دلار اثر می‌گذارند. برای مثال طی سال‌های ۱۹۸۱ تا ۱۹۸۶ سقوط نرخ‌های بهره سرانجام منجر به تضعیف دلار در سال ۱۹۸۵ شده است. ضعف دلار نیز آغاز روند صعودی قیمت کالاها را در سال‌های ۱۹۸۶ و ۱۹۸۷ در پی داشته است. نرخ بهره بالا و رونق بازارهای کالا نیز سرانجام باعث رکود اوراق قرضه و سهام در سال ۱۹۸۷ شده است. می‌توان انتظار داشت بعد از این مرحله نرخ بهره بالا موجب تقویت دلار گردد، بازارهای کالا و نرخ‌های بهره مجدداً به اوج خود برسند و روند نزولی جدیدی را آغاز کنند و برآیند این اتفاقات نیز رونق بیشتر اوراق قرضه و سهام را در پی داشته باشد. این چرخه‌ای است که بارها و بارها قابل تکرار است.

بنابراین ممکن است در یک دوره زمانی با سقوط دلار، توأماً شاهد سقوط قیمت کالاها و افزایش ارزش بازار سرمایه باشیم. در این حالت نگرانی وقتی آغاز می‌شود که روند قیمت

کالاها تغییر کند. یعنی تا زمانی که سقوط دلار بر قیمت کالاها اثر نکند، تغییری در بازارهای سهام و اوراق قرضه ایجاد نخواهد کرد. با این حال با توجه به اهمیت دلار، برای هر چهار بخشی که شرح خواهیم داد، نقش دلار به دقت مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

جمع‌بندی

اتفاقات سال ۱۹۸۷ مثالی کلاسیک برای درک روابط بازارهای مختلف فراهم کرده است. این بحران همچنین منجر به ایجاد دیدی کلی از وضعیت چهار بخش اصلی بازار شده است. در بخش‌های ۸، ۱۰ و ۱۳ که در مورد ابعاد دیگر تحلیل بین بازاری نظیر چرخه کسب و کار، بازارهای بین‌المللی و پیشرو بودن شاخص میانگین خدمات داو جونز^۱، بحث خواهیم کرد، این بحران را بیشتر مورد بررسی قرار خواهیم داد. اکنون اجازه دهید نگاهی دقیق‌تر به مهم‌ترین رابطه بین بازاری، یعنی رابطه اوراق قرضه و کالاها بیندازیم.

1- Dow Jones Utility Average

قیمت کالاها و اوراق قرضه

مهم‌ترین رابطه بین بازاری که در این کتاب به آن خواهیم پرداخت، رابطه قیمت کالاها و اوراق قرضه خزانه است. تمام روابط بین بازاری دیگر بر اساس این رابطه بنا خواهند شد. در واقع رابطه معکوس بازارهای کالا (که به نمایندگی از آن از شاخص قیمت آتی مرکز تحقیقات کالا^۱ استفاده خواهیم کرد) و اوراق قرضه خزانه، نقطه اتصال بازارهای کالا به بازارهای سرمایه به حساب می‌آید.

اما چرا این رابطه این قدر مهم است؟ اهمیت این رابطه به این دلیل است که اگر بتوانیم نشان دهیم این دو بازار به هم مرتبط‌اند، رابطه بازارهای کالا و بازار بورس نیز خود به خود اثبات خواهد شد، چرا که تغییرات بازارهای اوراق قرضه در نهایت بازار سهام را نیز تحت تأثیر قرار خواهد داد. با اینکه هر دو بازار بورس و اوراق قرضه، تحت تأثیر دلار قرار دارند اما باید دقت کرد که تغییرات دلار از طریق اثر دلار بر بازارهای کالا به این دو بازار منتقل می‌شود. بنابراین می‌توان روابط بازارهای مختلف را این گونه تبیین کرد، تغییرات دلار ابتدا

1- Commodity Research Bureau Futures Price index

بر بازارهای کالا اثر می‌گذارد، بازارهای کالا نیز بر اوراق قرضه، و بازارهای اوراق قرضه، بازار سهام را تحت تأثیر قرار می‌دهند. بنابراین رابطه کلیدی که هر چهار بخش بازار را به یکدیگر متصل می‌کند، رابطه اوراق قرضه و بازارهای کالا است. برای درک این مسئله، ابتدا لازم است به پرسشی کلیدی در مورد تورم پاسخ دهیم.

اهمیت تورم

علت این که بازارهای کالا تا این اندازه با اهمیت هستند، این است که آنها شاخصی پیشرو برای تورم به حساب می‌آیند. به عبارت دیگر، با افزایش قیمت کالاها می‌توان انتظار داشت در آینده‌ای نزدیک با افزایش تورم مواجه شویم. در بخش هفتم نشان خواهیم داد چگونه بازارهای کالا جهت شاخص‌های معتبر تورم، نظیر شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) و شاخص قیمت تولیدکننده (PPI) را تعیین می‌کنند. در این بخش صرفاً به بررسی عبارت کلی «افزایش قیمت کالاها خاصیت تورمی و کاهش قیمت کالاها خاصیت غیر تورمی دارد»، خواهیم پرداخت. همچنین در مورد این مسئله که طی سال‌های گذشته در دوره‌های تورمی با افزایش نرخ‌های بهره و در دوره‌های غیر تورمی با کاهش نرخ‌های بهره مواجه بوده‌ایم نیز بحث خواهیم کرد. در دهه ۱۹۷۰ با اوج قیمت کالاها شاهد تورمی دو رقمی بودیم، در آن زمان نرخ‌های بهره گاه به بیش از ۲۰ درصد نیز می‌رسیدند. پس از آن قیمت کالاها در دهه ۱۹۸۰ به مدت ۶ سال پیاپی سقوط کرد. نتیجه این امر ایجاد شرایطی غیر تورمی و کاهش شدید نرخ‌های بهره بود.

بحث اصلی در این بخش اثبات این مسئله است که روند بازارهای کالا هم‌جهت با روند بازده اوراق قرضه و مخالف با قیمت اوراق قرضه تغییر می‌کند. از اوایل دهه ۱۹۷۰ هر تغییر جهت کلی، در روند نرخ‌های بهره، با تغییر جهتی متناظر در بازارهای کالا همراه بوده است. شکل ۳.۱ نشان می‌دهد شاخص CRB و نرخ‌های بهره به طور هم‌زمان در اوایل دهه ۱۹۷۰ رشد و با روندی مشابه از سال ۱۹۷۴ تا ۱۹۷۷ در سطح محدودی نوسان کرده‌اند، پس از آن، این دو شاخص تا سال ۱۹۸۰ به همراه هم رشدی رؤیایی را تجربه کرده‌اند. این

رشد رویایی در سال ۱۹۸۰ متوقف شده است و در اواخر این سال بازارهای کالا افتی شدید را تجربه کرده‌اند، اوراق قرضه نیز یک سال بعد، یعنی در سال ۱۹۸۱ به شدت سقوط کرده‌اند. قیمت‌های بازارهای کالا به همراه بازده‌های اوراق قرضه تا اواسط سال ۱۹۸۶ روندی نزولی به خود گرفته‌اند و در این زمان روند رشد هر دو شاخص مجدداً از سرگرفته شده است.

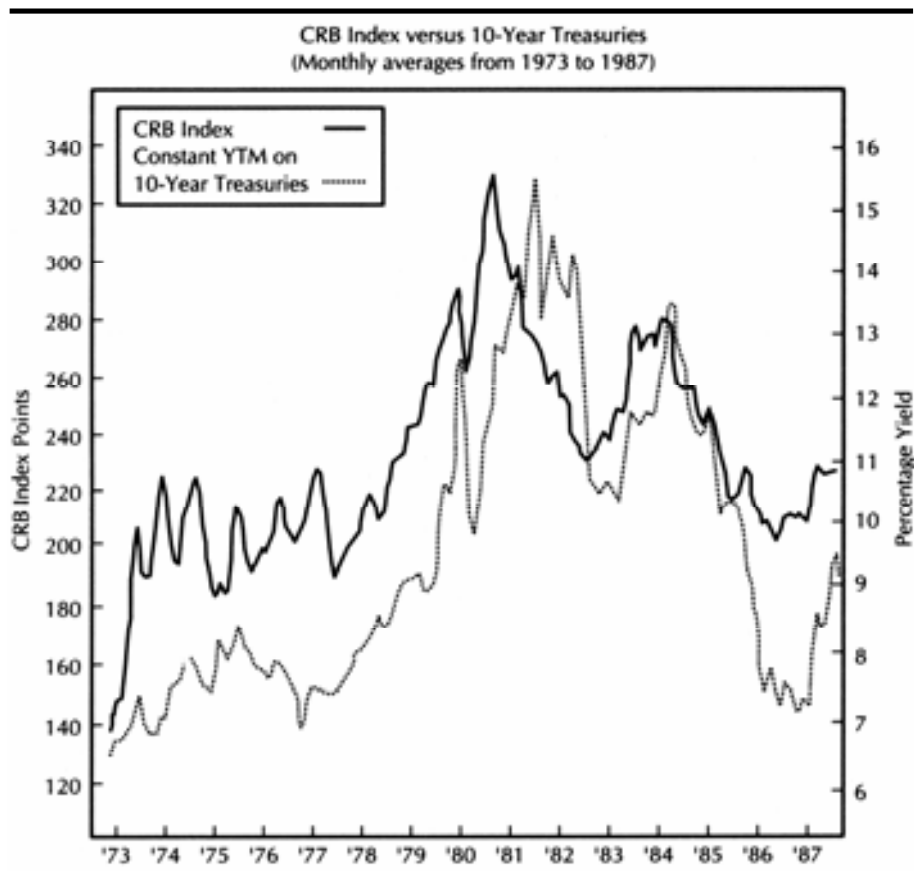
برای افرادی که با قیمت‌گذاری اوراق قرضه خزانه نا آشنا هستند دانستن این مسئله بسیار مهم است که قیمت و بازده اوراق قرضه در خلاف جهت هم حرکت می‌کنند. وقتی بازده اوراق قرضه خزانه افزایش می‌یابد (مثلاً در دهه ۱۹۷۰ که تورم نیز در حال افزایش بود)، قیمت اوراق قرضه دچار سقوط می‌شود و زمانی که بازده اوراق قرضه سقوط می‌کند (مثلاً در اوایل دهه ۱۹۸۰ که تورم نیز در حال کاهش بود)، قیمت اوراق قرضه افزایش می‌یابد. این مسئله علت رابطه معکوس بین روند قیمت اوراق قرضه و قیمت کالاها نیز می‌باشد. اگر بتوان نشان داد نرخ‌های بهره و قیمت کالاها روندی مشابه دارند، و اگر قبول کنیم که بازده اوراق قرضه و قیمت اوراق قرضه در خلاف جهت هم حرکت می‌کنند، می‌توان نشان داد همواره باید روند قیمت اوراق قرضه و قیمت کالاها عکس یکدیگر باشد.

دلایل اقتصادی

اساساً حتی نیازی نیست بدانیم که کدام دلایل اقتصادی‌ای منجر به وجود این روابط شده است. آنچه مهم است اینکه نشان دهیم این روابط واقعاً وجود دارند. هدف از این بخش و بخش‌های بعدی این است که نشان دهیم این روابط وجود دارند و ما می‌توانیم از منافع وجود این روابط در تحلیل‌های خود استفاده کنیم. با این حال دانستن اینکه چرا نرخ‌های بهره و بازارهای کالا در یک جهت حرکت می‌کنند و کدام دلایل اقتصادی این رابطه را ایجاد کرده‌اند، می‌تواند به درک بهتر این روابط کمک زیادی کند.

شکل ۳.۱

تصویری از همبستگی مثبت بین شاخص CRB و بازده ۱۰ ساله اوراق قرضه خزانه از سال ۱۹۷۳ تا ۱۹۸۷. هم‌جهت بودن شاخص CRB و بازده اوراق قرضه در هر دو دوران رونق و رکود از همبستگی بالای این دو شاخص حکایت دارد.



وقتی رشد اقتصادی روز به روز بیشتر می‌شود، تقاضا برای مواد خام و پول به عنوان سوخت مورد نیاز این رشد افزایش می‌یابد. در اثر این افزایش تقاضا، قیمت کالاها و ارزش پول (نرخ‌های بهره) افزایش می‌یابد. به مرور، افزایش قیمت کالاها ترس آغاز دوران تورمی جدیدی را بین فعالان اقتصادی ایجاد می‌کند. مقامات پولی برای جلوگیری از این اتفاق دست به افزایش نرخ‌های بهره می‌زنند. افزایش نرخ‌های بهره کارگر می‌افتد و منجر

به توقف توسعه اقتصادی و حتی ایجاد رکود اقتصادی می‌شود. وقتی اقتصاد وارد دوران رکود می‌شود، تقاضا برای مواد اولیه و پول کاهش می‌یابد و این امر به کاهش قیمت کالاها و نرخ‌های بهره منتهی می‌شود. چرخه مذکور می‌تواند بارها و بارها تکرار شود. گرچه در این بخش قصد پرداخت به مسائل دیگری را داریم، اما همان‌طور که مشاهده می‌کنید تغییرات بازارهای کالا و اوراق قرضه اطلاعات بسیار مفیدی در مورد اوضاع اقتصادی (رونق و رکود) فراهم می‌کنند.

تاریخچه بازار در دهه ۱۹۸۰

مقایسه بین بازارهای کالا و اوراق قرضه به زمان سال‌های ۱۹۸۰-۱۹۸۱ که سال‌های پایانی دوره تورمی دهه ۱۹۷۰ بود، بر می‌گردد. پس از این دوره، دوره غیر تورمی دهه ۱۹۸۰ آغاز شد. این بخش دید خوبی برای بررسی دقیق‌تر اتفاقاتی که در پنج سال منتهی به سال ۱۹۸۹ رخ داد، ایجاد می‌کند. هدف اصلی این بخش تشریح ساده رابطه معکوس و شدیدی است که بین شاخص *CRB* و اوراق قرضه خزانه وجود دارد.

از آنجایی که می‌خواهیم بر روی شاخص *CRB* تمرکز کنیم، بد نیست قبل از آغاز، توضیحاتی راجع به این شاخص ارائه دهیم. شاخص *CRB* که توسط مرکز مطالعات کالا^۱ در سال ۱۹۵۶ ایجاد شد، سببی متشکل از قیمت ۲۱ کالای مختلف است. این شاخص مهم‌ترین و پرکاربردترین شاخص در تشخیص جهت کلی بازارهای کالا است. می‌توان این شاخص را هم‌ارز شاخص میانگین صنعت داو جونز در بازار سهام در نظر گرفت. *CRB* در برگیرنده بازارهای غلات، احشام، فلزات و بازارهای انرژی است. در حال حاضر سال پایه این شاخص سال ۱۹۶۷ در نظر گرفته شده است. با اینکه شاخص‌های دیگر بازارهای کالا نیز حاوی اطلاعات مفیدی می‌باشند، اجماع کلی برای شاخص *CRB* به عنوان شاخصی که حاوی اطلاعات تمامی بازارهای کالا است منجر به استفاده فراگیر این

شاخص در بین تحلیلگران شده است. همچنین از آنجایی که این شاخص تنها شاخصی است که در محاسبه آن، بازارهای آتی نیز در نظر گرفته شده اند، بهترین گزینه برای تحلیل های بین بازاری محسوب می شود. در بخش ۷ به بررسی عمیق تر این شاخص و مقایسه آن با دیگر شاخص های بازارهای کالا خواهیم پرداخت.

دهه ۱۹۷۰ نمونه ای واقعی از انفجار بازارهای کالا است، انفجاری که منجر به ایجاد نوسانات تورمی شدید و افزایش وحشتناک نرخ های بهره شد. در بین سال های ۱۹۷۱ تا ۱۹۸۰ شاخص CRB افزایش ۲۵۰ درصدی را تجربه کرد. در همین دوره بازده اوراق قرضه نیز ۱۵۰ درصد رشد کرد. روند رو به رشد بازارهای کالا در اواخر سال ۱۹۸۰ به پایان رسید و سقوط شاخص CRB در نوامبر ۱۹۸۰، پایان دوران تورمی و آغاز دوره غیر تورمی دهه ۱۹۸۰ را رقم زد (هر چند سقوط بازار فلزات گران بها در اوایل سال ۱۹۸۰ نیز می توانست اختطاری زود هنگام برای پایان روند رو به رشد CRB قلمداد شود). در پی این اتفاق، نرخ های بهره بلندمدت اوراق قرضه نیز در اواسط سال ۱۹۸۱ و قبل از آخرین اوج خود در سپتامبر همان سال، سقوط خود را آغاز کرد.

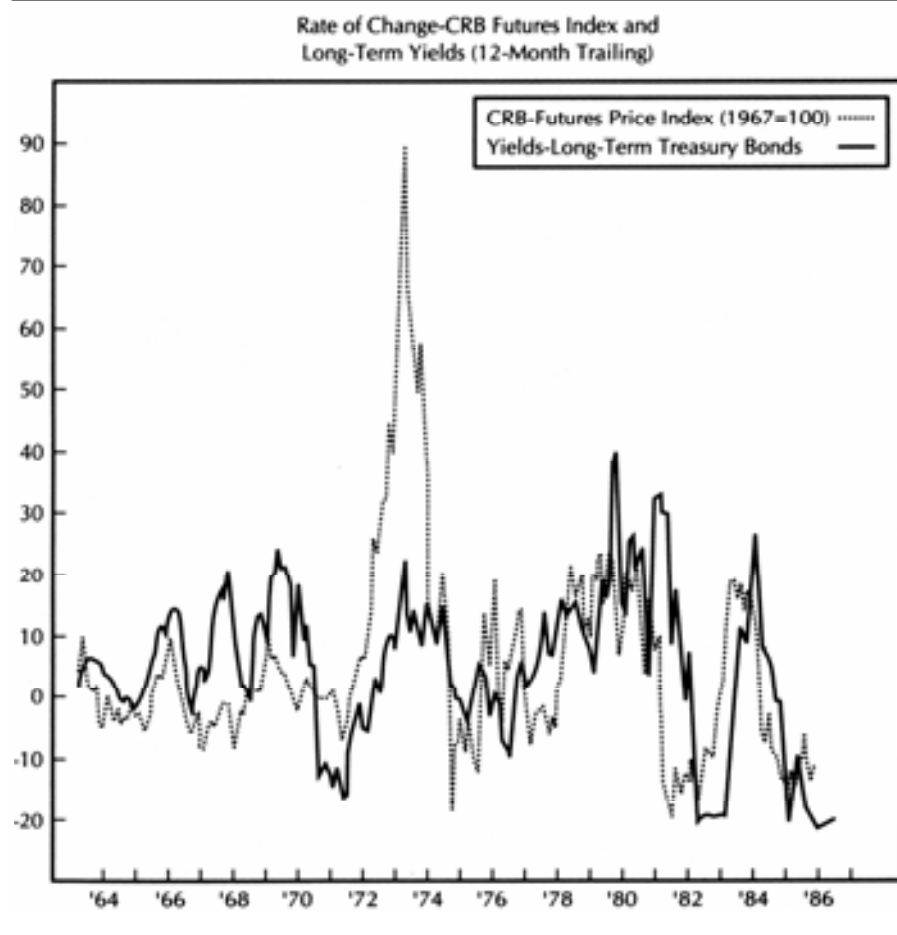
دهه ۱۹۷۰ دوره صعود قیمت کالاها و ضعف بازارهای اوراق قرضه بود. تنها در شش سال پس از ۱۹۸۰ شاخص CRB، ۴۰ درصد از ارزش خود را از دست داد. در همین حین بازده های اوراق قرضه نیز کاهشی ۲۰ درصدی را تجربه کردند. نرخ تورم نیز از محدوده ۱۲-۱۳ درصد به کمتر از ۲ درصد در سال ۱۹۸۶ کاهش یافت. اوج شاخص CRB در آغاز سال ۱۹۸۰ همزمان با کف قیمتی اوراق قرضه رخ داده است، از این زمان به بعد روند صعودی قیمت اوراق قرضه آغاز شده است.

آغاز دوران غیر تورمی در سال ۱۹۸۰، سقوط بازارهای کالا و کاهش نرخ های بهره در شکل ۳.۱ کاملاً مشخص است. یکی از مهم ترین وقفه های این روند در دوره سال های ۱۹۸۲ و ۱۹۸۴ رخ داد. در این دوره، شاخص CRB نیمی از سقوط خود را جبران کرد. افزایش نرخ های بهره نیز در این دوره دور از ذهن نبود. اما این وضعیت در اوایل سال ۱۹۸۴ با سقوط شاخص CRB به پایان رسید، بازده های اوراق قرضه نیز دومین دوره سقوط

خود را هم‌زمان با شاخص CRB آغاز کردند. سقوطی که تا دو سال بعد نیز ادامه یافته است. شکل ۳.۲ مقایسه‌ای بین شاخص CRB و بازده اوراق قرضه را بر اساس نرخ تغییرشان^۱ نشان می‌دهد.

شکل ۳.۲

ارتباط مستقیم شاخص CRB و بازده اوراق قرضه بر اساس نرخ تغییر ۱۲ ماهه، در دوره سال‌های ۱۹۶۴ تا ۱۹۸۶ قابل مشاهده است.



1- Rate of Change

اگرچه این بخش مربوط به بررسی ارتباط بازارهای کالاها و اوراق قرضه است، اما بد نیست اشاره کنیم که اوج بازارهای کالا در سال ۱۹۸۰ هم‌زمان با کف ارزش دلار آمریکا رخ داده است. به این موضوع در بخش ۵ بیشتر خواهیم پرداخت. پس از کف قیمتی اوراق قرضه در سال ۱۹۸۱، روند افزایشی این اوراق آغاز شده است. تحت تأثیر این اتفاق بازار سهام نیز در همان سال دوران رونق جدیدی را از سر گرفت. نکته آموزنده این اتفاق، توجه به نقش دلار در تغییر جهت روند بازارهای کالا و اوراق قرضه است. اتفاقی که در سال‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۸۱ رخ داده است. در این سال‌ها بازار سهام از تغییرات این سه بازار بیشترین بهره را برد و روند رو به رشد خود را آغاز کرد.

صعود بازار اوراق قرضه و سقوط شاخص CRB، دوره‌ای غیرتورمی را در اوایل دهه ۱۹۸۰ ایجاد و محیطی حمایتی برای سرمایه‌گذاری‌های مالی فراهم کرد. اگرچه به یکباره همه چیز در سال ۱۹۸۶ تغییر کرد. برای نشان دادن یکی دیگر از نمونه‌های ارتباط شاخص CRB و اوراق قرضه می‌توان به تغییر جهت هم‌زمان این دو بازار در سال ۱۹۸۶ اشاره کرد. در این سال قیمت کالاها پس از شش سال کاهش، روندی صعودی به خود گرفت. هم‌زمان نرخ‌های بهره به کف رسیدند و قیمت‌های اوراق قرضه روند نزولی جدیدی را آغاز کرد. در بخش ۲ توضیح دادیم که چگونه مدتی قبل‌تر، با ایجاد الگوی «سر و شانه معکوس» در شاخص CRB، اخطار شروع رونق بازارهای کالا هم‌زمان با اوج بازار اوراق قرضه صادر شده بود. سقوط بازارهای اوراق قرضه در اوایل سال ۱۹۸۷، که با صعود شدید شاخص CRB نیز همراه شده بود، مثال واضحی از وجود رابطه معکوس بین این دو بازار است که از توضیح مجدد آن در اینجا صرف نظر می‌کنیم. به جای آن، توجه خود را به اتفاقاتی که پس از اوج سال ۱۹۸۷ اوراق قرضه و کف شاخص CRB رخ داده است، معطوف می‌کنیم تا ببینیم چگونه روابط بین بازاری با تأخیر همراه می‌شوند.

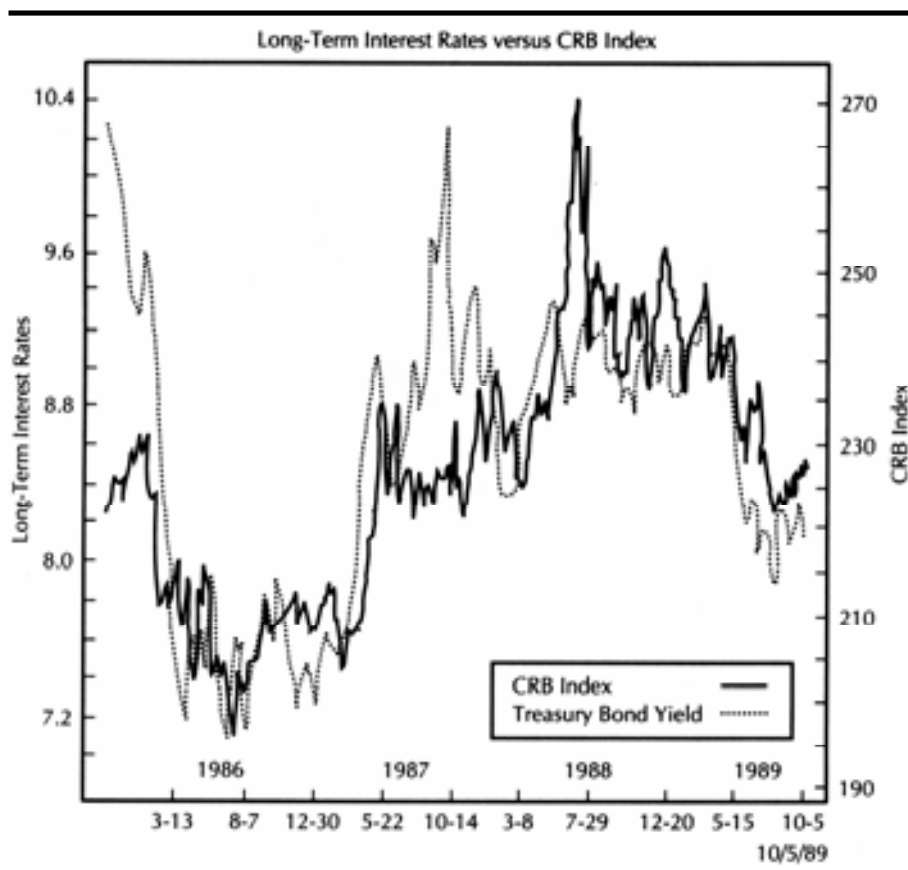
اوراق قرضه و شاخص CRB پس از نقطه عطف سال ۱۹۸۷

شکل‌های ۳.۳ تا ۳.۸ دیدی متفاوت از کنش متقابل بین اوراق قرضه و شاخص CRB را از سال ۱۹۸۷ به نمایش می‌گذارند. شکل ۳.۳ تقابل ۴ ساله بازده اوراق قرضه و شاخص CRB را از پایان سال ۱۹۸۵ تا نیمه دوم سال ۱۹۸۹ ارائه می‌دهد. اگرچه تطابق کاملی بین حرکات این دو بازار وجود ندارد، اما به نظر می‌رسد در حالت کلی هر دو بازار به همراه هم دچار فراز و فرود شده‌اند. شکل ۳.۴ نیز در همان بازه زمانی با جایگزین کردن قیمت اوراق قرضه به جای بازده اوراق قرضه ایجاد شده‌است. سه نکته قابل تأمل در این نمودار وجود دارد. نکته اول اینکه اوج اصلی اوراق قرضه هم‌زمان با کف شاخص CRB در بهار ۱۹۸۷ اتفاق افتاده‌است. نکته دوم هم اینکه، جهش شدید شاخص CRB در میانه سال ۱۹۸۸ (که به دلیل افزایش قیمت محصولات کشاورزی به دلیل بروز خشکسالی در غرب آمریکا رخ داده‌بود) با عکس‌العمل سریع اوراق قرضه پاسخ داده شده‌است. آخرین نکته نیز این است که شروع روند افزایشی اوراق قرضه با کاهش هم‌زمان شاخص CRB در نیمه‌ی دوم سال ۱۹۸۹ مورد تأیید قرار گرفته‌است. این نمودار به وضوح نشان‌دهنده رابطه معکوسی است که بین شاخص CRB و اوراق قرضه وجود دارد.

شکل ۳.۵ امکان بررسی دقیق‌تر روند قیمت‌ها در سال ۱۹۸۷ را فراهم می‌کند. این شکل رابطه معکوس شاخص CRB و قیمت اوراق قرضه در این سال را با جزئیات بیشتری نشان می‌دهد. در نیمه اول سال ۱۹۸۷ شاهد افزایش قدرت بازارهای کالا و سقوط اوراق قرضه هستیم. با ورود به ماه اکتبر بازار اوراق قرضه در حالی سقوط کرده‌است که هم‌زمان قیمت کالاها، روند صعودی جدیدی را از سر گرفته‌اند. در اواخر ماه اکتبر با بهبود وضعیت آشفته بازار سهام، اوراق قرضه نیز تقویت شده و روندی صعودی در پیش گرفته‌است. صحت این اتفاق با کاهش قیمت کالاها نیز تأیید شده‌است. برای چندمین بار باز هم در ماه نوامبر با قدرت یافتن قیمت کالاها شاهد ضعف در بازار اوراق قرضه هستیم. در انتهای این سال نیز در اتفاقی غیر معمول، هر دو بازار، روندی صعودی به خود گرفته‌اند که البته این همراهی مدت زیادی دوام نیاورده‌است.

شکل ۳.۳

مقایسه شاخص CRB و بازده اوراق قرضه از ۱۹۸۶ تا ۱۹۸۹. نرخ‌های بهره و قیمت کالاها معمولاً هم‌جهت حرکت می‌کنند.

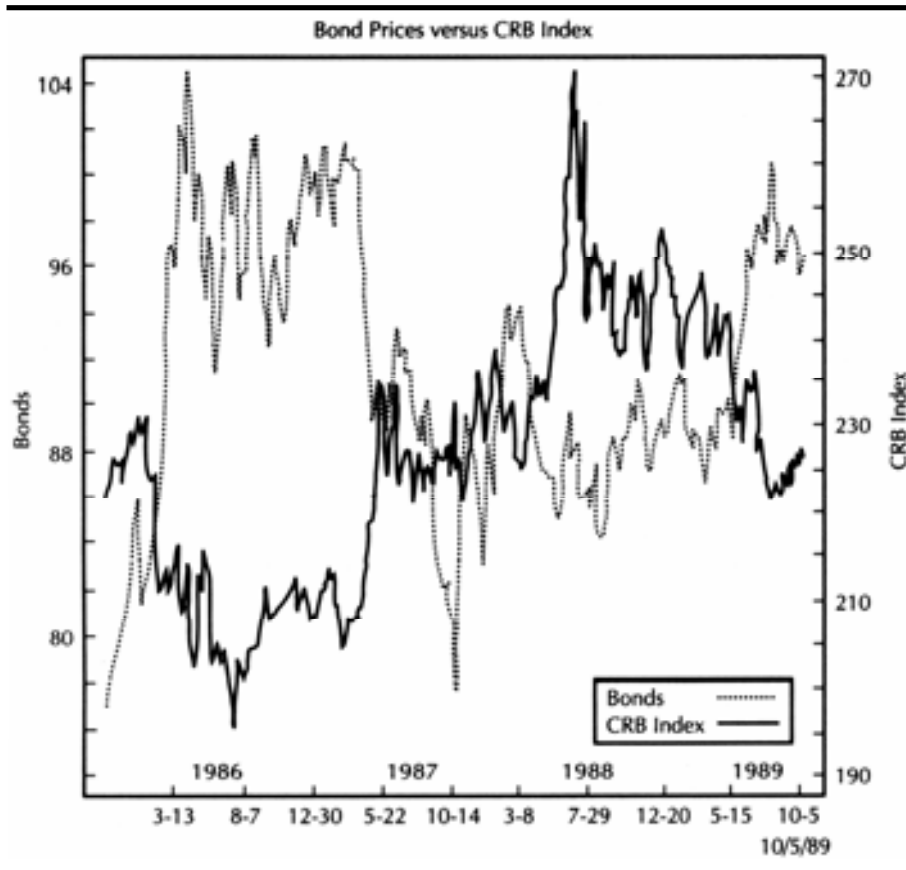


شکل ۳.۶ نشان می‌دهد روند افزایشی اوراق قرضه که از اوایل ژانویه ۱۹۸۸ آغاز و تا ماه مارس نیز ادامه یافته، با کاهش شدید شاخص CRB هم‌زمان شده است. با آغاز ماه مارس، اوراق قرضه با شیبی شدید سقوط خود را آغاز کرده است و با اینکه چند بار سعی کرده روند صعودی گذشته خود را از سر بگیرد، تا ماه آگوست همچنان به سقوط خود ادامه داده است. اوج قیمت اوراق قرضه در ماه مارس دقیقاً با کف قیمتی شاخص CRB هم‌زمان شده است. اگرچه در سه ماهه اول سال ۱۹۸۸ بازار اوراق قرضه حالتی با ثبات را هم‌زمان

با کاهش قیمت کالاها تجربه کرده است، در اوایل تابستان، مجدداً شاهد جهش بازارهای کالا و ضعف بازار اوراق قرضه هستیم. در این زمان جهش شاخص CRB که به علت افزایش قیمت محصولات کشاورزی رخ داده بود در جولای همان سال و با ادامه افزایش خشکسالی در مناطق غربی آمریکا به اوج خود رسیده است.

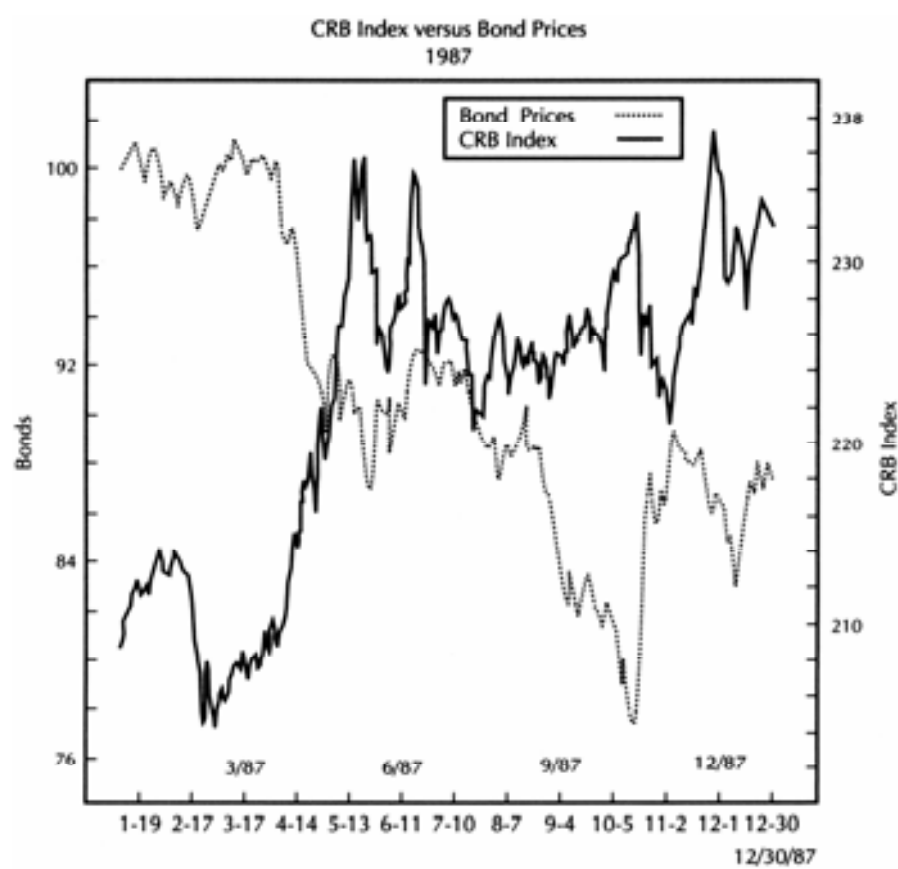
شکل ۳.۴

رابطه معکوس شاخص CRB و قیمت اوراق قرضه، بین سالهای ۱۹۸۶ تا ۱۹۸۹، کاملاً قابل مشاهده است.



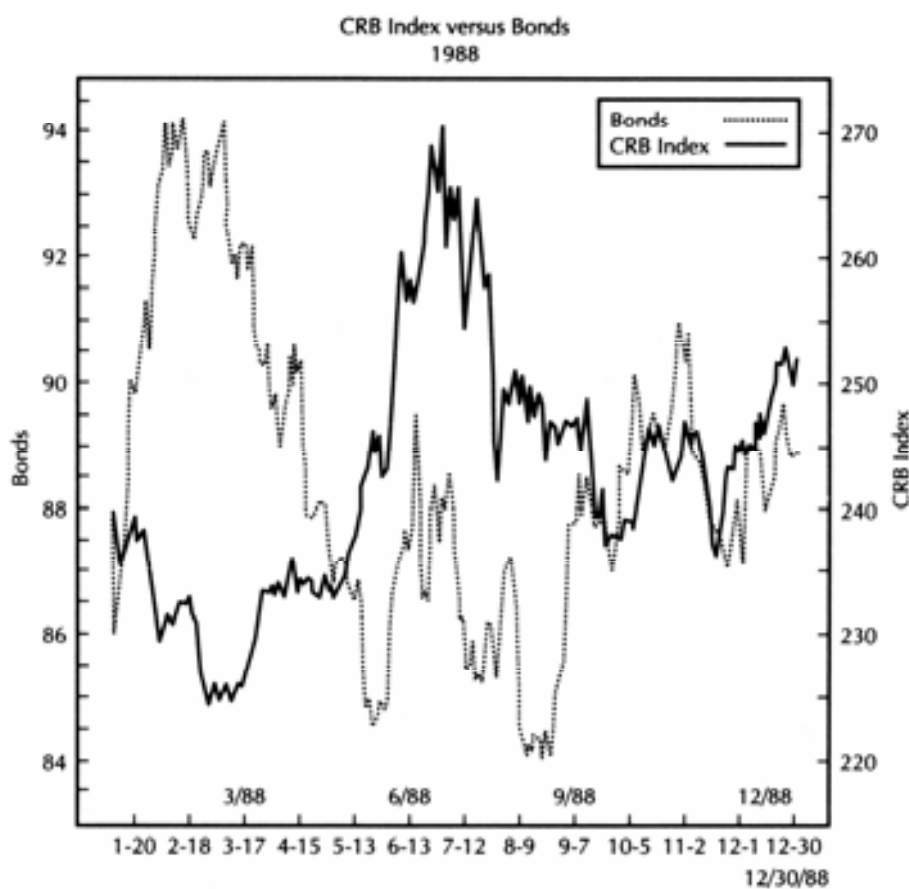
شکل ۳.۵

حتی در زمان سرگردانی روند بازار در سال ۱۹۸۷، تمایل برای حرکت در جهت مخالف بین قیمت کالاها و قیمت اوراق قرضه کاملاً مشهود است.



شکل ۳.۶

حرکت معکوس قیمت‌های اوراق قرضه و کالاها بین سال‌های ۱۹۸۸ کاملاً مشهود است. اوج اوراق قرضه در سه‌ماهه اول سال هم‌زمان با کف قیمتی کالاها اتفاق افتاده‌است. اوج قیمت کالاها در ماه جولای با کف قیمتی اوراق قرضه در ماه بعد پاسخ داده شده‌است.



شکل ۳.۷ اتفاقاتی که در بازه زمانی اکتبر ۱۹۸۸ تا اکتبر ۱۹۸۹ رخ داده‌است را نشان می‌دهد. این شکل تصویر خوبی برای بررسی دقیق‌تر و درک بهتر رابطه معکوس بازارهای کالاها و اوراق قرضه فراهم می‌کند. این دوره که از پائیز سال ۱۹۸۸ آغاز و تا ماه می ۱۹۸۹ ادامه یافته‌است، دوره‌ای بی‌ثبات برای هر دو بازار به حساب می‌آید. در خلال این

دوره، هر دو بازار در سرگردانی به سر می‌بردند و تحلیلگران نمی‌توانستند جهت دقیقی برای روند این دو بازار تعیین کنند. شکل ۳.۷ نشان می‌دهد حتی وقتی که هر دو بازار جهت مشخصی نداشته‌اند، باز هم اوج یکی از بازارها با کف بازار دیگر هم‌زمان شده است. برای مثال آخرین کف بازار اوراق قرضه که در ماه مارس رخ داده با آخرین اوج شاخص CRB در سال ۱۹۸۹ هم‌زمان شده است.

مهم‌ترین جلوه آشکار، وجود رابطه منفی بین این دو بازار در ماه می سال ۱۹۸۹ و در نقطه شکست شاخص CRB ظهور کرده است. این زمان با نقطه جهش اوراق قرضه هم‌زمان شده است. توجه کنید که در قسمت انتهایی شکل ۳.۷ یعنی در هفته‌ی اول آگوست ۱۹۸۹، روند افزایشی شاخص CRB در حال شکل‌گیری است. هم‌زمان بازار اوراق قرضه در حال آماده شدن برای شروع روند نزولی خود است.

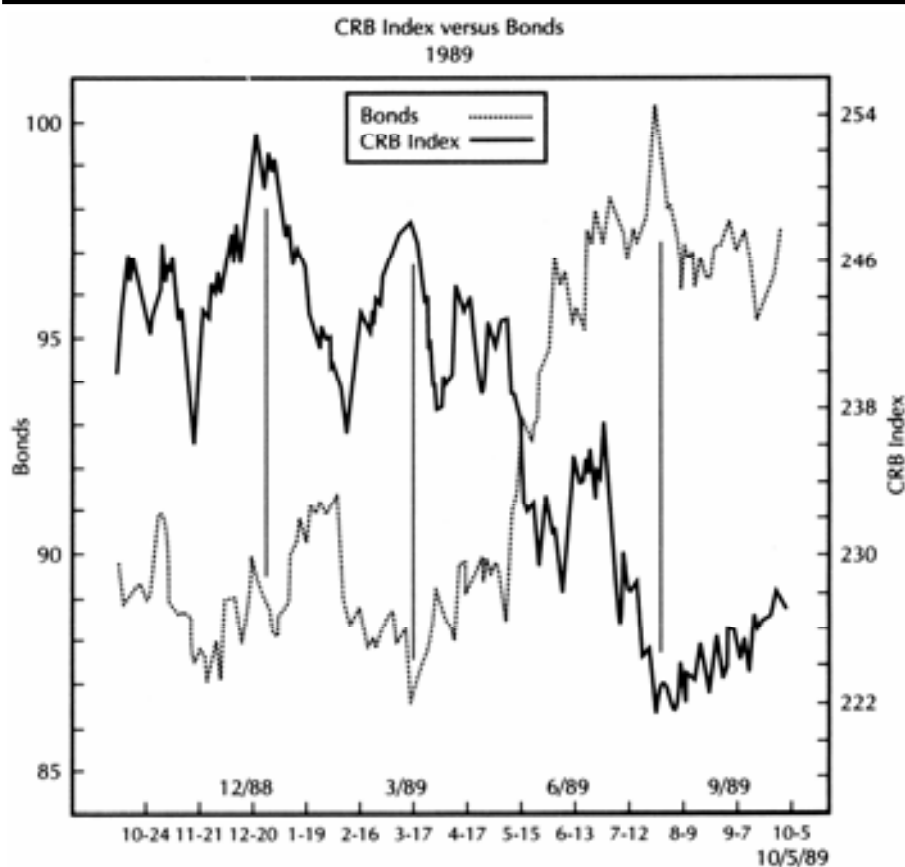
شکل ۳.۸ نشان‌دهنده وضعیت شاخص CRB و بازده اوراق قرضه طی ۱۲ ماه، بین انتهای سال ۱۹۸۸ تا انتهای سال ۱۹۸۹ است. به رفتار مشابه این دو نمودار در این بازه زمانی توجه کنید. نقطه شکست شاخص CRB در ماه می دقیقاً اخطاری برای آغاز روند نزولی نرخ‌های بهره می‌باشد.

یک تحلیلگر تکنیکی چگونه می‌تواند از این اطلاعات استفاده کند؟

با توضیحات ارائه شده تا اینجا بحث، رابطه معکوس بین اوراق قرضه و شاخص CRB اثبات شده است. در اینجا قصد داریم برخی از راه‌های عملی به کارگیری این اطلاعات در تحلیل‌های تحلیل‌گران تکنیکی را نشان دهیم. شکل ۳.۹ و ۳.۱۰ نمودار ماهانه شاخص CRB به همراه اوراق قرضه را نشان می‌دهد. شاخصی که در پایین نمودار مشاهده می‌کنید، نوسانگر استوکستیک ۱۴ ماهه می‌باشد. کسانی که با این شاخص آشنایی ندارند لازم است به این نکته توجه کنند که در این شاخص وقتی خط چین، از زیر، خط‌پر را قطع می‌کند و این تقاطع در نقطه‌ای بالاتر از ۷۵ رخ دهد، سیگنال فروش، و زمانی که خط چین، خط‌پر را از بالا قطع کند و این تقاطع در زیر ۲۵ رخ دهد، سیگنال خرید صادر می‌شود.

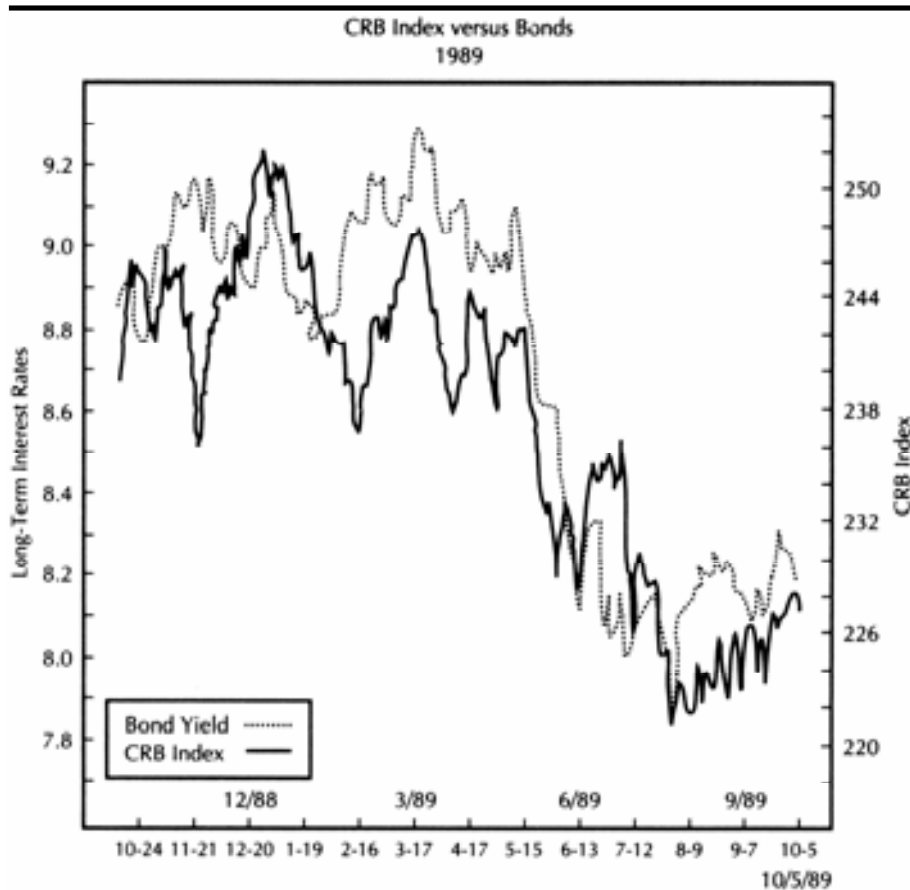
شکل ۳.۷

رابطه معکوس شاخص CRB و قیمت‌های اوراق قرضه از سه‌ماهه سوم سال ۱۹۸۸ تا زمان مشابه سال ۱۹۸۹ نشان داده شده است. اوج‌ها و کف‌های متناظر با خطوط عمودی مشخص شده‌اند. برگشت نزولی شاخص CRB در ماه می ۱۹۸۹ هم‌زمان با آغاز روند صعودی اوراق قرضه رخ داده است. در آگوست ۱۹۸۹ نیز، کف قیمتی شاخص CRB هم‌زمان با اوج قیمت اوراق قرضه اتفاق افتاده است.



شکل ۳.۸

وجود رابطه مثبت بین شاخص CRB و بازده اوراق قرضه از سه ماهه سوم سال ۱۹۸۸ تا زمان مشابه سال ۱۹۸۹ کاملاً واضح است. هر دو بازار به طور همزمان در می ۱۹۸۹ سقوط کرده اند و در آگوست به کف رسیده اند.

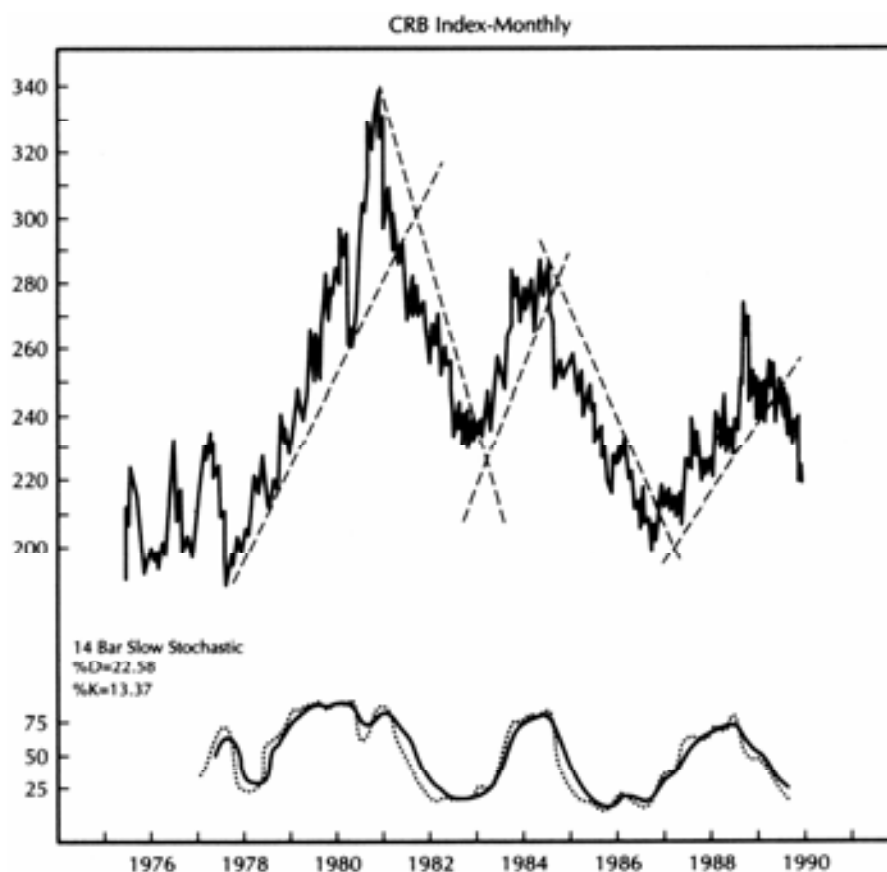


توجه کنید که در این نمودار، سیگنال خرید برای یکی از بازارها، معمولاً همزمان با صدور سیگنال فروش برای بازار دیگر صادر شده است. برای یک تحلیلگر تکنیکی، سیگنال‌های تاییدکننده بسیار با اهمیت هستند. به عبارت دیگر، ارزش صدور یک سیگنال خرید در شاخص CRB وقتی بیشتر می‌شود که این سیگنال به وسیله سیگنال فروش در اوراق قرضه تایید شود. ما در اینجا، از سیگنال‌های هر یک از این بازارهای مرتبط، به عنوان شاخص تایید

کننده بازار دیگر استفاده خواهیم کرد. همچنین، گاهی صدور یک سیگنال در یک بازار، به عنوان شاخصی راهنما در بازار دیگر به کار گرفته می‌شود. وقتی دو بازاری که معمولاً در خلاف جهت هم حرکت می‌کنند، به طور هم‌زمان، سیگنال خرید یا فروش صادر می‌کنند، تحلیلگر می‌داند که در اینجا باید خطایی رخ داده باشد، و می‌بایست در مورد سیگنال‌های صادر شده احتیاط بیشتری به خرج دهد.

شکل ۳.۹

نمودار ماهانه شاخص CRB از سال ۱۹۷۵ تا آگوست ۱۹۸۹ نشان داده شده است. شاخص زیر نمودار، استوکستیک آهسته ۱۴ ماهه می‌باشد. نقاط برگشت اصلی در سال‌های ۱۹۸۰، ۱۹۸۲، ۱۹۸۴ و ۱۹۸۸ قابل مشاهده است. سیگنال‌های روند اصلی در شاخص CRB باید توسط سیگنال‌هایی عکس در بازار اوراق قرضه تایید شوند.



تحلیل سیگنال‌های استوکستیک معمولاً با بررسی خط روند و نقاط شکست آن انجام می‌شود. توجه کنید که در اوج سال ۱۹۸۰، شکل ۳.۹، نوسانگر ماهیانه استوکستیک، سیگنال اصلی فروش را برای قیمت کالاها صادر کرده است. صدور سیگنال فروش با توجه به واگرایی منفی قابل توجهی که مدت‌ها قبل از نقطه برگشت سال ۱۹۸۰ در نوسانگر استوکستیک ایجاد شده نیز قابل پیش‌بینی بود. شکست خط روند صعودی اصلی در شاخص CRB تا قبل از ماه ژوئن ۱۹۸۱ رخ نداده است. از نوامبر ۱۹۸۰ تا سپتامبر ۱۹۸۱، اوراق قرضه و کالاها به همراه هم سقوط کردند. هم‌زمانی این سقوط را می‌توان به معنی هشدار جدی برای ناپایداری این وضعیت دانست. همراهی دو شاخص عملاً هم مدت زیادی به طول نیانجامیده است و اوراق قرضه در سپتامبر ۱۹۸۱ مجدداً روند صعودی خود را از سر گرفته و رابطه معکوس دو بازار باز هم برقرار شده است. توجه کنید که این اتفاق دقیقاً هم‌زمان با تغییر جهت نوسانگر استوکستیک رخ داده است.

چرخش قابل توجه بعدی در شاخص CRB در پایان سال ۱۹۸۲ رخ داده است، در این زمان خط روند نزولی اصلی این شاخص شکسته شد و بازارهای کالا روندی صعودی در پیش گرفتند. هم‌زمان، بازارهای اوراق قرضه، طی دو ماه سقوط شدیدی را تجربه کردند. در ژوئن ۱۹۸۴، این بار خط روند صعودی شاخص CRB شکسته شد. در این زمان نوسانگر استوکستیک نیز سیگنال فروش صادر کرده است. یک ماه بعد اوراق قرضه روند صعودی تازه‌ای را آغاز کرد. روندی که با سیگنال خرید نوسانگر استوکستیک این بازار نیز همخوانی دارد.

شکل ۳.۱۰

نمودار ماهانه اوراق قرضه از ۱۹۷۸ تا آگوست ۱۹۸۹. شاخص پایین نمودار، استوکستیک آهسته ۱۴ ماهه می باشد. نقاط برگشت اصلی در سال های ۱۹۸۱، ۱۹۸۳، ۱۹۸۴، ۱۹۸۶ و ۱۹۸۷ قابل مشاهده است. سیگنال های خرید و فروش در اوراق قرضه خزانه باید توسط سیگنال هایی مخالف در شاخص CRB تایید شوند.

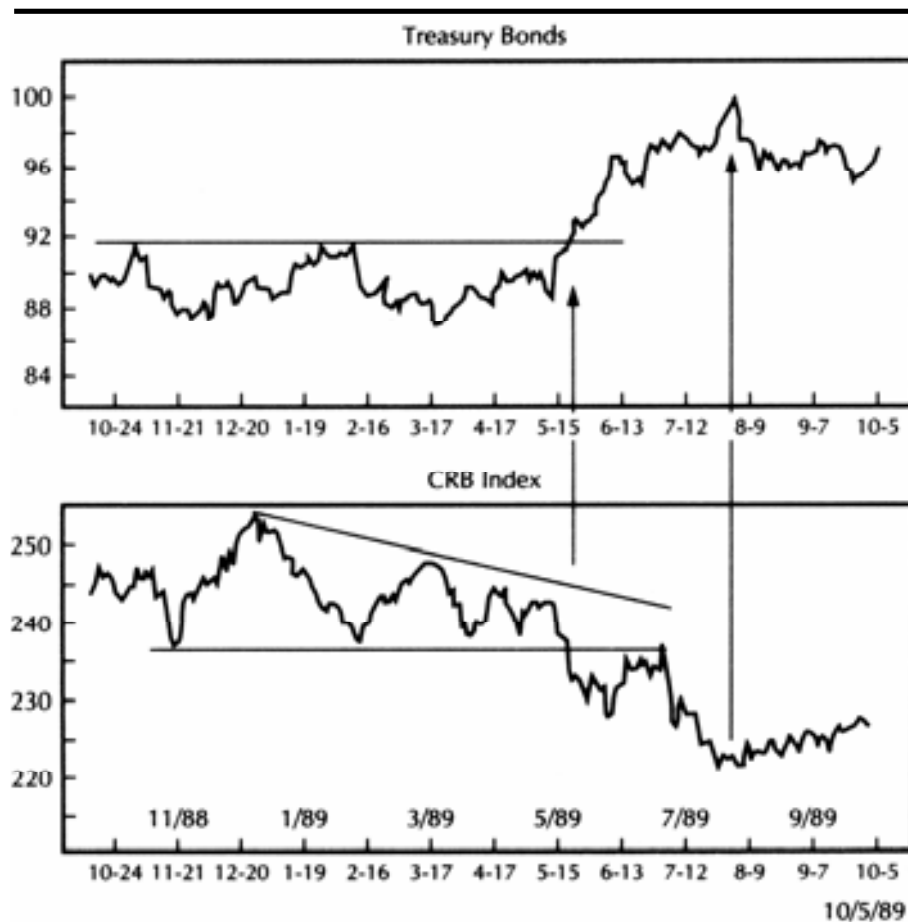


حرکت صعودی اوراق قرضه تا سال ۱۹۸۶، یعنی زمانی که نوسانگر استوکستیک، سیگنال فروش اوراق قرضه را هم زمان با سیگنال خرید شاخص CRB صادر کرده، ادامه یافته است. وضعیت خرید در شاخص CRB تا میانه سال ۱۹۸۸، یعنی تا زمانی که قیمت کالاها به اوج خود رسیدند همچنان ادامه داشته است. سیگنال فروش CRB که در پی آن خط

روند اصلی نیز شکسته شده، در بهار ۱۹۸۹ صادر شده است. اوراق قرضه نیز که آخرین سیگنال خرید را در سال ۱۹۸۷ تجربه کرده بودند، مجدداً در اوایل ۱۹۸۹ در شرایط خرید قرار گرفته است.

شکل ۳.۱۱

تشکیل الگوی «مثلث کاهشی» شاخص CRB در نیمه اول ۱۹۸۹، هشدار زودهنگام برای بازارهای کالا و افزایش قیمت اوراق قرضه به حساب می‌آید. شروع رکود بازارهای کالا در ماه می همان سال، هم‌زمان با آغاز رونق بازار اوراق بهادار اتفاق افتاده است. در نیمه پایانی سال ۱۹۸۹ نیز با آغاز روند صعودی کالاها، بازارهای اوراق قرضه به طور هم‌زمان تضعیف شده‌اند.



شکل ۳.۱۱ نقطه برگشت شاخص CRB را در ماه می سال ۱۹۸۹ نشان می‌دهد. برگشتی که دقیقاً هم‌زمان با رونق اوراق قرضه رخ داده است. الگوی ادامه‌دهنده «مثلث کاهشی» از شروع مجدد رکود در شاخص CRB و رونق اوراق قرضه حکایت می‌کند. در ادامه سال ۱۹۸۹ بازارهای اوراق قرضه به سطح مقاومت مهمی در نزدیکی مقدار ۱۰۰ رسیده‌اند. در همان زمان شاخص CRB نیز به سطح حمایت مهمی در نزدیکی ۲۲۰ رسیده است. با توجه به این دو اتفاق که در یک زمان روی داده‌اند، به نظر می‌رسد در زمانی که اوراق قرضه در حالت خرید هیجانی به سر می‌برند، بازارهای کالا در وضعیت فروش هیجانی قرار می‌گیرند.

با نگاهی به سمت راست نمودار ۳.۱۱ فشار برگشتی اوراق قرضه و جهش صعودی شاخص CRB کاملاً مشهود است. شکل ۳.۱۲ نمودار هفتگی اوراق قرضه و شاخص CRB بین سال‌های ۱۹۸۶ تا ۱۹۸۹ را نمایش می‌دهد. در این نمودار نیز همزمانی رسیدن اوراق قرضه به حد مقاومت ۱۰۰، در تابستان ۱۹۸۹ با سقوط شاخص CRB به نزدیکی حد حمایت ۲۲۰ نشان داده شده است.

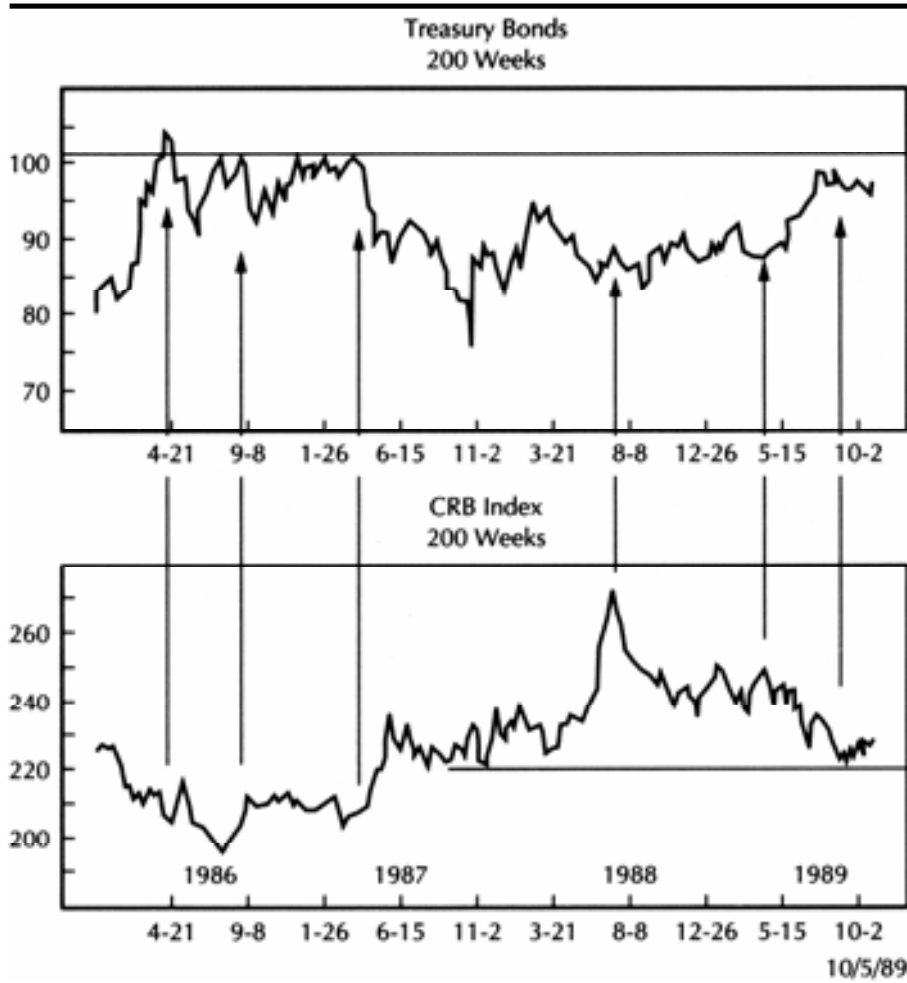
رابطه اوراق قرضه و بازارهای کالا از دید یک تحلیلگر تکنیکی

هدف از مثال قبل نشان دادن کاربردی ساده از تحلیل بین بازاری بود. برای آن دسته از خوانندگانی که با تحلیل تکنیکی آشنایی بیشتری دارند، بدون شک دستیابی به نتایج بسیار بیشتری قابل تصور است. با این حال، پیام نسبتاً ساده است. دانستن اینکه دو بازار، در بیشتر مواقع در خلاف جهت هم حرکت می‌کنند اطلاعات بسیار ارزشمندی برای تحلیل هر دو بازار در اختیار تحلیلگر قرار می‌دهد. هرچند نمی‌توان ادعا کرد که بازارهایی نظیر اوراق قرضه و کالاها همواره اطلاعاتی قطعی برای تحلیل یکدیگر ایجاد می‌کنند، اما به سادگی می‌توان نشان داد، دانستن اینکه مثلاً در بازار کالا چه اتفاقاتی در حال رخ دادن است، برای تحلیل بازاری مرتبط مثل اوراق قرضه، بسیار مفید خواهد بود. همچنین آگاهی از اینکه بازار اوراق قرضه در چه مسیری قرار دارد می‌تواند اطلاعات جالبی درباره وضعیت

بازارهای کالا در اختیار ما قرار دهد. این نوع تحلیل‌های ترکیبی می‌تواند بر روی نمودارهای ماهانه، هفتگی، روزانه و حتی نمودارهای بین روزی (ساعتی) نیز انجام شود.

شکل ۳.۱۲

نمودار هفتگی اوراق قرضه‌ی خزانه و شاخص CRB از سال ۱۹۸۶ تا اکتبر ۱۹۸۹. در اوایل سال ۱۹۸۷ صعود قیمت کالاها همراه با رکودی در بازار اوراق قرضه همراه شده‌است. در اواسط سال ۱۹۸۸ صعودی همزمان در هر دو نمودار ظاهر شده‌است. اما این همراهی دیری نپاییده‌است و با ورود به سه‌ماهه‌ی پایانی سال ۱۹۸۹ شاخص CRB سقوطی شدید را تا نزدیکی مقدار ۲۲۰ که حد حمایت مهم این شاخص می‌باشد، تجربه کرده‌است. اوراق قرضه نیز همزمان تا نزدیکی حد حمایت خود (۱۰۰) افزایش یافته‌است.



استفاده از تحلیل قدرت نسبی

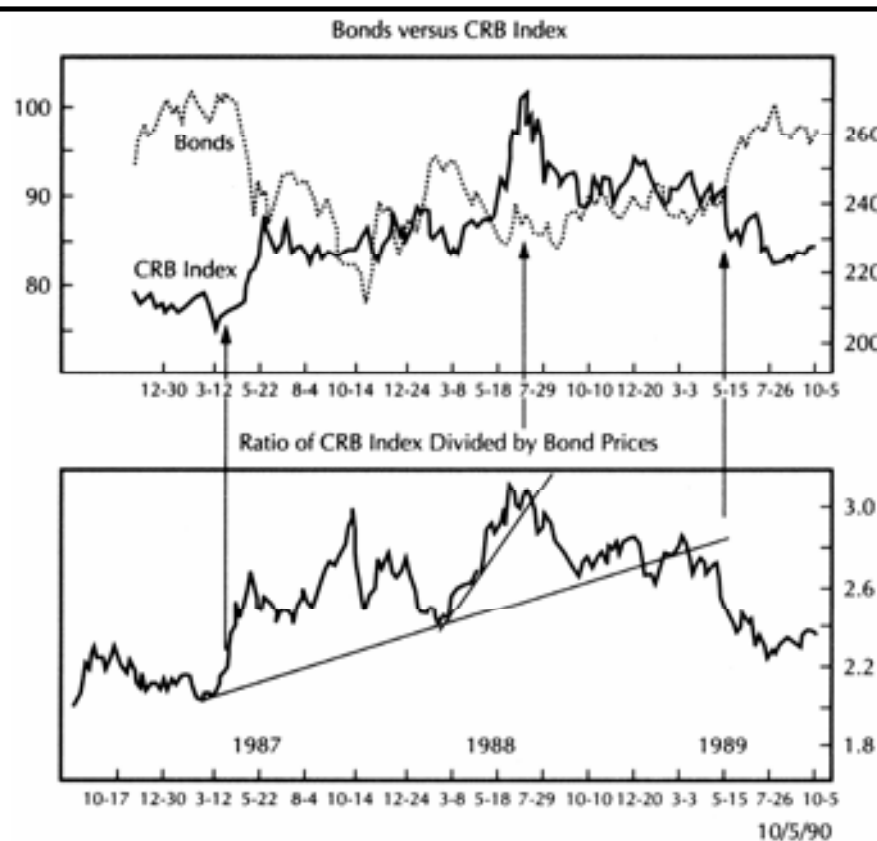
یکی دیگر از ابزارهایی که به ویژه در تحلیل‌های مقایسه‌ای نظیر تحلیل بین بازارهای اوراق قرضه و کالا بسیار مفید است، تحلیل قدرت نسبی یا تحلیل نسبت است. تحلیل نسبت، که به معنی تقسیم شاخص یک بازار بر بازار دیگر است، اطلاعات مفیدی در مورد شدت رابطه بین دو بازار فراهم می‌کند. روش تحلیل قدرت نسبی را در این بخش به طور مختصر توضیح خواهیم داد و بحث‌های مفصل‌تر این تحلیل را به بخش‌های ۱۱ و ۱۲ موکول خواهیم کرد.

شکل ۳.۱۳ از دو بخش تشکیل شده است. بخش بالایی نمودار شاخص CRB و اوراق قرضه طی دوره سه‌ساله ۱۹۸۶ تا ۱۹۸۹ و بخش پایینی نمودار نسبت تقسیم شاخص CRB به اوراق قرضه را نشان می‌دهد. وقتی خط نسبت دو بازار بالا می‌رود، همانند دورهای مارس تا اکتبر ۱۹۸۷ و مارس تا جولای ۱۹۸۸، بازارهای کالا سودآورتر از بازار اوراق قرضه عمل کرده و فشار تورمی شدیدی را بر این بازار وارد کرده‌اند. در این فضا، بازارهایی نظیر اوراق قرضه و سهام معمولاً تحت فشار زیادی قرار می‌گیرند. پایان روند صعودی خط نسبت، در تابستان ۱۹۸۸ رخ داده است. قله‌ای که در این زمان ایجاد شده است، بالاترین حد دو سال گذشته به حساب می‌آید و نشان‌دهنده به اوج رسیدن فشار تورمی بازارهای سهام و اوراق قرضه است. از این نقطه به بعد بازارهای مالی به مرور تقویت شده‌اند (توجه به این نکته، بد نیست که شش ماه طول کشیده است تا در اوایل سال ۱۹۸۹ معیارهای تورمی رایج نظیر شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) و شاخص قیمت تولیدکننده (PPI) به اوج خود برسند).

در اواسط سال ۱۹۸۹ خط روند اصلی دوباره شکسته شده است. این اتفاق از تغییری در وضعیت دو بازار حکایت داد. سقوط خط روند به این معنی است که فشار تورمی حاکم، بیش از پیش رنگ باخته و دوران رکود بازارهای کالا آغاز شده است. سقوط مذکور نشان از حرکت «پاندول روتق»، به سمت بازارهای مالی بود. از این زمان به بعد، بازارهای سهام و اوراق قرضه دوران رونق جدیدی را تجربه کرده‌اند.

شکل ۳.۱۳

نمودار پایین‌تر، نسبت شاخص CRB به قیمت اوراق قرضه را از سال ۱۹۸۷ تا اکتبر ۱۹۸۹ نشان می‌دهد. افزایش این نسبت نشان می‌دهد که بازارهای کالا سودآوری بیشتری نسبت به اوراق قرضه داشته‌اند. این مسئله تلویحاً نشان از وجود شرایط تورمی نیز دارد. سقوط این نسبت هم، نشانه‌ای مبنی بر شرایط غیر تورمی است.



نقش نرخ بهره کوتاه‌مدت

به طور کلی تمام نرخ‌های بهره در یک جهت حرکت می‌کنند. بنابراین بدیهی است رابطه مثبتی که بین شاخص CRB و نرخ بهره‌ی اوراق بهادار وجود دارد را بتوان به نرخ‌های بهره کوتاه‌مدتی نظیر نرخ بهره اسناد خزانه ۹۰ روزه^۱ و نرخ یورو دلار^۲ نیز تعمیم

1- 90-day treasury bill rate (T-bill)

2- Eurodollar rate

داد^۱. اما باید توجه کرد که نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت از نوسان بسیار بیشتری نسبت به نرخ‌های بهره بلندمدت برخوردارند و به تغییرات سیاست‌های مالی با سرعت بیشتری واکنش نشان می‌دهند. تلاش‌های بانک فدرال رزرو آمریکا^۲ در تغییر سیاست‌های پولی و مالی که با کاهش یا افزایش نقدینگی سیستم بانکی انجام می‌شود، با سرعت و شدت بسیار بیشتری بر نرخ‌های بهره کوتاه‌مدتی نظیر نرخ بهره اسناد خزانه ۹۰ روزه تأثیر می‌گذارد، تا بر نرخ‌های بهره ۱۰ ساله و ۳۰ ساله اوراق خزانه. این نرخ‌های بلندمدت‌تر، بیشتر تحت تأثیر انتظارات تورمی بلندمدت قرار دارند. بنابراین شاخص CRB با اوراق قرضه بلندمدت همبستگی بیشتری دارد و با اسناد کوتاه مدت خزانه که سررسیدهای کوتاه‌مدتی دارند از همبستگی بالایی برخوردار نیست.

با این حال، نیم‌نگاهی به نوسانات اسناد کوتاه‌مدت خزانه نیز بی‌فایده نیست. هرچند که وضعیت این بازارهای کوتاه‌مدت بسیار بی‌ثبات‌تر از بازارهای اوراق قرضه بلندمدت است، ظهور نقاط برگشت مهم این بازارها می‌تواند حاوی اطلاعات مفیدی برای تحلیلگران باشد. اهمیت این نقاط تا جایی است که می‌توان گفت معمولاً برگشت‌های اساسی این بازارها منجر به ظهور نقاط برگشت متناظری در روندهای اوراق قرضه بلندمدت می‌شوند. پس فراموش نکنید که وقتی در حال پیگیری حرکات بازارهای اوراق قرضه هستید، برای دستیابی به دیدی جامع‌تر، می‌توانید سیگنال‌های جالبی از بازارهای یورو دلار و اسناد کوتاه‌مدت خزانه دریافت کنید. به عنوان یک قاعده سرانگشتی، تمامی این سه بازار باید جهتی یکسان داشته باشند. بنابراین خرید اوراق قرضه درحالی که اسناد کوتاه‌مدت و نرخ یورو دلار در حال سقوط است، تصمیم مناسبی نخواهد بود. در این حالت بهتر است قبل از هر اقدام منتظر بمانید تا جهت روند این سه بازار یکسان شود و پس از آن تصمیم نهایی خود را اتخاذ کنید.

۱- به نرخ بهره‌ای که بانک‌های غیر آمریکایی (مخصوصاً بانک‌های حوزه یورو) به سپرده‌های دلار آمریکا پرداخت می‌کنند Eurodollar اطلاق می‌شود. به طریق مشابه نرخ‌هایی نظیر یورو ین، ین دلار و ... تعاریف مشابهی دارند.

۲- بانک مرکزی آمریکا

حال می‌توان گامی دیگر برداشت. اگر چرخش اسناد کوتاه مدت را، نشانه‌ای برای برگشت قیمت اوراق قرضه بدانیم، می‌توان استدلال کرد که با توجه به حرکت معکوس بازارهای کالا و اوراق قرضه، احتمالاً شاهد چرخش بازارهای کالا نیز خواهیم بود.

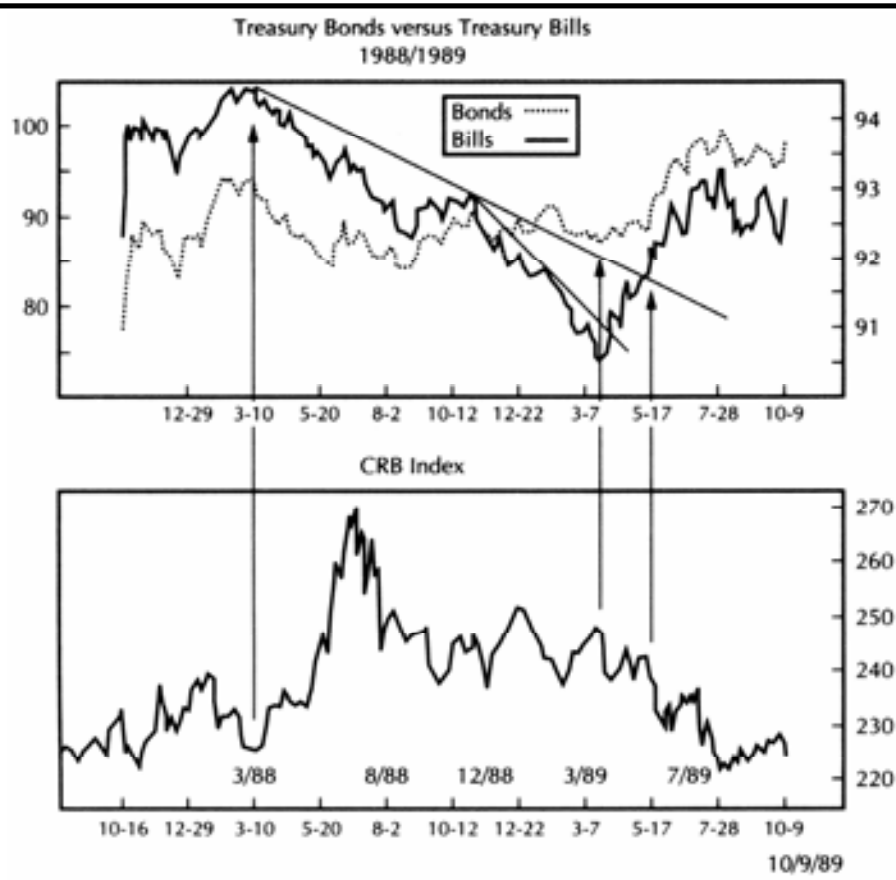
اهمیت اسناد کوتاه‌مدت خزانه (T-Bill)

مثالی از چگونگی رابطه اسناد کوتاه‌مدت، اوراق قرضه بلندمدت و شاخص CRB در شکل ۳.۱۴ ارائه شده است. در قسمت بالای این نمودار مقایسه‌ی تغییرات اوراق قرضه بلندمدت و اسناد خزانه کوتاه‌مدت و در قسمت پایین، برای مقایسه، شاخص CRB آورده شده است. همانطور که می‌بینید، اسناد کوتاه مدت و اوراق بلند مدت رفتاری مشابه دارند، با توجه به بی‌ثبات‌تر بودن اسناد کوتاه مدت، نوسانات بیشتر این اوراق امری طبیعی است. در قسمت چپ بالای نمودار ۳.۱۴، آغاز روند نزولی هر دو بازار در مارس سال ۱۹۸۸ قابل مشاهده است.

سقوط T-Bills و T-Bonds با تغییر جهت قابل توجه و روبه بالای شاخص CRB هم‌زمان شده است. این امر منجر به صعود ۲۰ درصدی بازارهای کالا در ۴ ماه پس از این سقوط و رسیدن شاخص CRB به اوج خود در نیمه سال ۱۹۸۸ گردیده است. در آن زمان، بازار اوراق قرضه در ماه آگوست همان سال به کف رسید و دیگر قادر به بازیابی خود نبود. رکود ۶ ماهه‌ی بازار اوراق قرضه با رونقی در شاخص CRB همراه بود. در ادامه این روند، قیمت اسناد کوتاه‌مدت در ماه مارس ۱۹۸۹ به شدت سقوط کرد. این شرایط تا زمانی که اسناد کوتاه‌مدت در مارس ۱۹۸۹ به کف رسید ادامه یافت. در این زمان خط روند نزولی یک‌ساله بازار اوراق قرضه شکسته شد و صعود خیره‌کننده این بازار آغاز شد. دو ماه پس از شکسته شدن خط روند یک‌ساله اسناد کوتاه‌مدت، در می ۱۹۸۹ بازار اوراق قرضه بلندمدت نیز روند رو به رشد خود را آغاز کرد. در همین زمان بود که شاخص CRB برای سقوطی شدید آماده می‌شد. این سقوط اتفاق افتاد و سطح قیمت شاخص CRB به پایین‌ترین حد خود از بهار سال قبل نزول کرد.

شکل ۳.۱۴

نمودار بالاتر، مقایسه اوراق قرضه کوتاه‌مدت و بلندمدت را نشان می‌دهد. در نمودار پایین‌تر نیز شاخص CRB در بازه‌ای مشابه برای انجام مقایسات آورده شده است. نقاط برگشت مهم در اوراق قرضه کوتاه‌مدت، می‌تواند برای تشخیص نقاط برگشت اوراق قرضه بلندمدت و شاخص CRB مفید باشد. از مارس ۱۹۸۸، اوراق قرضه کوتاه‌مدت و بلندمدت به همراه هم چرخشی به پایین داشته‌اند، در همین زمان، شاخص CRB به کف قیمتی خود رسیده است. در بهار ۱۹۸۹، روند صعودی مهمی در بازار اوراق قرضه کوتاه‌مدت ظاهر شده است. این روند صعودی می‌تواند نشانه‌ای از سقوط قریب‌الوقوع بازارهای کالا باشد.



در این مثال، برگشت رونق به بازار اسناد کوتاه مدت در مارس ۱۹۸۹ دو نکته مهم را در بر داشت. اول آنکه این اتفاق منجر به صدور اخطار خرید برای اوراق قرضه بلندمدت شد که با آغاز رونق این بازار نیز صحت این اخطار تأیید شد، و دوم اینکه با آغاز دوران رونق بازار اوراق قرضه، دوران رکود شاخص CRB آغاز شد.

«همه چیز را در نظر داشته باشید»

در بحث قبلی نشان دادیم که زیر نظر داشتن فعل و انفعالات اسناد کوتاه مدت خزانه می تواند اطلاعات مهمی برای تحلیل بازار اوراق قرضه بلندمدت ایجاد کند. در اینجا به مثالی دیگر از رابطه دو بازاری که ارتباط مستقیمی با هم دارند خواهیم پرداخت. اما قبل از ارائه هر تحلیلی باید توجه کنید که جهت حرکت اسناد کوتاه مدت و نرخ یورو دلار یکسان باشد. بنابراین، وقتی مراقب نرخ های بهره کوتاه مدت هستید، باید به این نکته نیز توجه کنید که این دو بازار باید حرکت های یکدیگر را تأیید کنند. اوراق قرضه ی میان مدت که سر رسیدهایی بین ۲ تا ۱۰ سال دارند و از لحاظ نرخ های بهره در جایی میان اسناد کوتاه مدت خزانه و اوراق بلندمدت با سر رسیدهای ۳۰ ساله قرار می گیرند نیز باید در یک جهت حرکت کنند. به عبارت دیگر برای یک تحلیل مطمئن باید همه چیز را مد نظر داشته باشید، چرا که شما هرگز نمی دانید نشانه بعدی در کدام بازار ظاهر خواهد شد. در پاراگراف قبل بر اهمیت تحت نظر داشتن تمامی بازارهای نرخ های بهره از کوتاه مدت ترین آنها تا بلند مدت ترین شان، برای یافتن نشانه هایی مبنی بر جهت حرکت بازار تأکید کردیم. بنابراین بد نیست بررسی کنیم که این عمل از دیدگاه بین بازاری چه تأثیری بر بازارهای کالا خواهد گذاشت. پیش بینی رونق آینده نرخ های بهره باید با پیش بینی رکود بازارهای کالا همراه باشد. در غیر این صورت، چیزی در این بین از روال طبیعی خود فاصله گرفته است. در این بخش بیشتر بر شاخص CRB به عنوان نماینده بازارهای کالا تمرکز داشتیم با اینکه این شاخص سبدی از ۲۱ بازار کالا را در خود جای داده است، برخی از بازارها به طور مستقل، از بار تورمی و برتری خاصی نسبت به دیگر بازارهای کالا برخوردارند و در تکمیل تصویر جامع تمام بازارهای مرتبط، نقش بسیار مهم تری بر عهده دارند.

نفت و طلا دو بازاری هستند که به شدت نسبت به تورم حساسند و نقش بسیار مهمی در تحلیل های بین بازاری بازی می کنند. برخی اوقات اتفاق می افتد که بازارهای اوراق قرضه واکنش هایی بر خلاف جهت یا یا هر دوی این بازارها، نشان می دهند. در هر حال، تحت

نظر داشتن فعالیت‌های تمامی بازارهای کالا، به همان روشی که شاخص CRB را تحت نظر می‌گیرید، ضروری به نظر می‌رسد. نقش هر کدام از بازارهای کالا در بخش ۷ به صورت جداگانه مورد بحث قرار خواهد گرفت.

میزان برخی همبستگی‌ها

تا اینجا به مقایسه دیداری نمودارهای مختلف برای اثبات فرضیاتمان پرداختیم. اما تحلیل‌های آماری نیز آنچه نمودارها نشان می‌دهند، خصوصاً همبستگی منفی بین شاخص CRB و اوراق قرضه را تأیید می‌کنند. تحقیقات آماری که توسط مؤسسه تحقیقات پاورز^۱ با عنوان، گزارشی از شاخص CRB: بررسی کاربردهای تجاری غیر مرسوم شاخص CRB^۲ (مارس ۱۹۸۸)، انجام شده است، گزارشی از تحلیل همبستگی شاخص CRB با دیگر بخش‌های بازارهای مالی را در دوره‌های زمانی مختلف ارائه کرده است. نتایج نشان می‌دهد طی دوره‌ای ده ساله، بین سال‌های ۱۹۷۸ تا ۱۹۸۷، شاخص CRB با تأخیری چهار ماهه، همبستگی مثبت بالایی (۸۲ درصدی) با بازده اوراق قرضه ده ساله داشته است. در دوره پنج ساله ۱۹۸۲ تا ۱۹۸۷، همبستگی حتی به بیش از ۹۲ درصد نیز رسیده است. به علاوه این مطالعه نشان می‌دهد، حداقل در دوره‌ی مورد مطالعه، تغییرات شاخص CRB به طور میانگین نسبت به تغییرات بازار اوراق قرضه، چهار ماه تأخیر داشته است. در گزارشی که اخیراً با عنوان «مرجع راهنمای شاخص آتی CRB»^۳ (بورس آتی نیویورک، ۱۹۸۹) منتشر شده است، نتایج مقایسه‌های همبستگی شاخص CRB و قیمت اوراق قرضه ارائه شده است. در این بررسی، با قرار دادن قیمت اوراق بهادار به جای بازده اوراق بهادار، همبستگی منفی بین شاخص CRB و قیمت اوراق بهادار مشاهده شده است. ارتباطی که البته منطقی نیز به نظر می‌رسد. در دوره زمانی بین ژوئن ۱۹۸۸ تا ژوئن ۱۹۸۹، همبستگی منفی ۹۱

1- Powers Research Inc.

2- An investigation into Non-Traditional Trading Application for CRB index Futures

3- CRB index Futures Reference Guide

درصدی بین قیمت اوراق بهادار و شاخص CRB مشاهده شده است. این مسئله رابطه منفی بین این دو بازار را از لحاظ آماری حداقل در این دوره زمانی به اثبات می‌رساند. از مطالعه سال ۱۹۸۹ نتایج جالب دیگری نیز به دست آمده است که در بخش بعد-رابطه بین اوراق قرضه و سهام- به آنها خواهیم پرداخت. در اینجا تنها به این مقدار بسنده می‌کنیم که در دوره زمانی مذکور، همبستگی مثبتی به بزرگی ۹۴ درصد، بین دو بازار اوراق قرضه و شاخص ترکیبی بازار سهام نیویورک^۱ مشاهده شده است. همچنین در این ۱۲ ماه، قیمت اوراق قرضه با بازارهای کالا، همبستگی منفی ۹۱ درصدی و با بازارهای سهام همبستگی مثبت ۹۴ درصدی داشته است.

این مقادیر همچنین نشان‌دهنده اهمیت فوق‌العاده رابطه منفی بین اوراق قرضه و بازارهای سهام است. اگر بازارهای کالا با اوراق قرضه ارتباط داشته باشند و اوراق قرضه با بازار سهام، آنگاه بازارهای کالا به صورت غیر مستقیم و از طریق بازارهای اوراق قرضه بر بازار سهام نیز تأثیرگذار خواهند بود. در این حالت، معامله‌گران بازار سهام، باید هم تغییرات بازارهای اوراق قرضه را مد نظر داشته باشند و هم به روند بازارهای کالا نیم نگاهی بیندازند.

جمع‌بندی

در این بخش با ارائه شواهد دیداری و آماری فراوان، نشان دادیم کالاها (به نمایندگی شاخص CRB) هم‌جهت با بازده اوراق قرضه و در خلاف جهت قیمت اوراق قرضه حرکت می‌کنند. تحلیلگران تکنیکی اوراق قرضه یا کالاها بدون مقایسه این دو بازار نخواهند توانست تحلیل مناسبی از وضعیت این دو بازار ارائه کنند. رابطه قدرتمند قیمت اوراق قرضه و شاخص CRB، که توسط تحلیل نسبت، مورد مطالعه قرار گرفت نیز اطلاعات بسیار مفیدی در مورد روند تورم در اختیار ما قرار داد. این تحلیل همچنین نشان داد در کدام بازار فضای مطلوب سرمایه‌گذاری مناسب‌تر است.

۴

اوراق قرضه در برابر سهام

در بخش قبل، رابطه معکوس بین بازارهای اوراق قرضه و کالاها را به دقت مورد بررسی قرار دادیم. در این بخش می‌خواهیم حلقه حیاتی دیگری را به این زنجیره اضافه کنیم. این حلقه بسیار مهم، رابطه مثبتی است که بین اوراق قرضه و بازار سهام وجود دارد. اصولاً بازار سهام تحت تأثیر عوامل بسیار زیادی قرار دارد. از بین تمامی این عوامل، جهت تورم و نرخ‌های بهره، بیشترین تأثیر را بر این بازار دارند. به عنوان یک قانون سرانگشتی همیشه به خاطر داشته باشید که افزایش نرخ‌های بهره، منجر به رکود بازار سهام و کاهش آن منجر به رونق این بازار خواهد شد. از زاویه دیگر که به این موضوع نگاه کنیم می‌توان گفت، افزایش قیمت اوراق قرضه معمولاً با رونق بازار سهام همراه است و سقوط بازار اوراق قرضه، رکود بازار سهام را در پی خواهد داشت. با توجه به این مسئله، این گونه به نظر می‌رسد که بازار اوراق قرضه، بازاری پیشروتر از بازار سهام است و در واقع ابتدا این بازار است که تغییر می‌کند. همان‌طور که در ادامه خواهید دید این تعبیر کاملاً درست است. اصولاً در بیشتر موارد این بازار اوراق قرضه است که تغییرات بازار سهام را رهبری می‌کند. با این حال انعطاف‌پذیری خود را در مورد این جمله همچنان حفظ کنید و کلمه

بیشتر را فراموش نکنید. هدف از این بخش نیز نشان دادن رابطه مثبت این دو بازار است. اصولاً تحلیل تکنیکی بازار سهام، بدون تحت نظر داشتن بازار اوراق قرضه، تحلیلی ناقص خواهد بود.

خرید و فروش اوراق قرضه خزانه که از مهم‌ترین معاملات بازارهای آتی در جهان به شمار می‌رود، در سال ۱۹۷۷ و توسط هیئت بازرگانی شیکاگو آغاز شد. با حفظ تمرکز اصلی بر بازارهای آتی، توجه ما در این بخش بیشتر معطوف به اتفاقات دهه ۱۹۸۰ خواهد بود. در مروری کوتاه بر نمای کلی گذشته این بازار نیز نگاهی می‌اندازیم.

مبارزه‌ای سخت برای بازارهای مالی

همان‌طور که در بخش ۳ نیز اشاره شد، دهه ۱۹۷۰، مصادف با افزایش توأم تورم و نرخ‌های بهره بود. می‌توان این دهه را دهه‌ی دارایی‌های غیر منقول دانست. در سال ۱۹۷۷ سقوط شدید قیمت اوراق قرضه نیز آغاز شد و تا سال ۱۹۸۱ ادامه یافت. روند پر قدرت قیمت بازارهای کالا تا اواخر دهه ۱۹۷۰، بازار اوراق قرضه را به شدت تحت فشار نزولی قرار داده بود. در این ده سال، بازار اوراق قرضه دو مرتبه در سال‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۷۴ به کف قیمت رسید و تلاش کرد روند صعودی خود را آغاز کند. با اینکه اوج‌گیری این بازار در سال ۱۹۷۷ منجر به رونقی مقطعی در بازار سهام شد، اما این رونق دیری نپایید و قیمت سهام مجدداً روند کاهشی خود را از سر گرفت. این وضعیت تا اواخر دهه ۱۹۷۰ همچنان ادامه داشت تا اینکه در سال ۱۹۸۰ و در زمانی که بازارهای کالا به نقطه اوج مهمی رسیده بودند، روند رو به رشد بازار اوراق قرضه در سال ۱۹۸۱ آغاز شد. در پی این اتفاق و با اوج‌گیری پر قدرت بازار اوراق قرضه، بازار سهام نیز در سال ۱۹۸۲ دوران شکوفایی خود را آغاز کرد.

نکته مهمی که در طی اتفاقات این دهه وجود دارد و باید به آن توجه کرد، مربوط به سال‌های ۱۹۷۷ تا ۱۹۸۰ است. طی این سه سال، ارزش دلار به شدت کاهش یافته بود و افزایش تورم شدیدی را ایجاد کرده بود. فشار تورمی شدیدی که بر بازار اوراق قرضه

وارد می شد باعث ادامه روند نزولی این بازار شده بود. این روند ادامه داشت تا اینکه دلار آمریکا در سال ۱۹۸۰ به کف خود رسید و روند رو به رشد خود را آغاز کرد. روندی که منجر به آغاز دوران رکود بازارهای کالا گردید. افزایش قدرت دلار در اوایل دهه ۱۹۸۰، بازارهای مالی، نظیر اوراق قرضه و سهام را به شدت تقویت کرد و بازارهای کالا را تحت فشار زیادی قرار داد.

کف قیمتی بازار اوراق قرضه در سال ۱۹۸۱ و کف بازار سهام در سال ۱۹۸۲

مقایسه بازار اوراق قرضه و سهام را با اتفاقات سال های ۱۹۸۱ و ۱۹۸۲ که به ترتیب مصادف با کف قیمتی اوراق قرضه و بازار سهام است، آغاز می کنیم. سپس مطالب خود را با بررسی رونق هم زمان دو بازار مذکور که در سال های ۱۹۸۷ و ۱۹۸۹ به اوج خود رسیدند، ادامه خواهیم داد. شکل های ۴.۱ و ۴.۲ نمودارهای ماهانه اوراق قرضه و شاخص صنعت داو جونز را نشان می دهند. در پایین هر کدام از این نمودارها نیز نوسانگر استوکستیک ماهانه آن نمودار ترسیم شده است. روند مقایسات همانند بخش های قبلی است، با این تفاوت که در آنجا مقایسات بین اوراق قرضه و بازارهای کالا انجام می شد، اما در اینجا وضعیت بازار اوراق قرضه و سهام مورد مقایسه قرار خواهند گرفت. همچنین در این بخش به جای جستجوی سیگنال هایی که نشان دهنده حرکت معکوس دو بازار اوراق قرضه و شاخص CRB باشند، در پی یافتن اختلالات خرید و فروش یکسان در دو بازار سهام و اوراق قرضه خواهیم بود.

همانطور که نمودارها نشان می دهند، سال های ۱۹۷۷ تا ۱۹۸۱، مقارن با سال های سقوط اوراق قرضه و رکود بازار سهام بود. از سال ۱۹۷۷ تا اوایل ۱۹۸۰، فشار ناشی از روند نزولی اوراق قرضه، بازار سهام را در رکود شدیدی فرو برده بود. طی این سال ها، بازار سهام در محدوده کم دامنه ای نوسان می کرد. تقریباً در اوایل سال ۱۹۸۰ روند رو به رشد بازار اوراق قرضه در ماه مارس آغاز شد. گذشت تنها یک ماه کافی بود تا بازار سهام نیز حرکت صعودی خود را آغاز کند. اما تقویت بازار اوراق قرضه چندان دوامی نداشت و در سال

۱۹۸۱ این بازار مجدداً روندی نزولی به خود گرفت. بازار سهام نیز با عبور از خط حمایت ۱۴ ساله خود در سال ۱۹۸۲ سقوط سختی را تجربه کرد.

شکل ۴.۱

نمودار ماهانه‌ی بازار آتی اوراق قرضه از سال ۱۹۷۸ تا سپتامبر ۱۹۸۹ در شکل زیر نشان داده شده است. در بخش زیرین نمودار نوسانگر استوکستیک آرام ۱۴ ماهه کشیده شده است. نمودار، ماهانه کمک بسیار زیادی به تشخیص نقاط برگشت اصلی روند اوراق قرضه می‌کند. چرخش بازار اوراق قرضه معمولاً قبل یا هم‌زمان با چرخش بازار سهام رخ می‌دهد. کف قیمتی اوراق قرضه در سال ۱۹۸۱ اختطاری زود هنگام برای آغاز روند صعودی بازار سهام تلقی می‌شود.



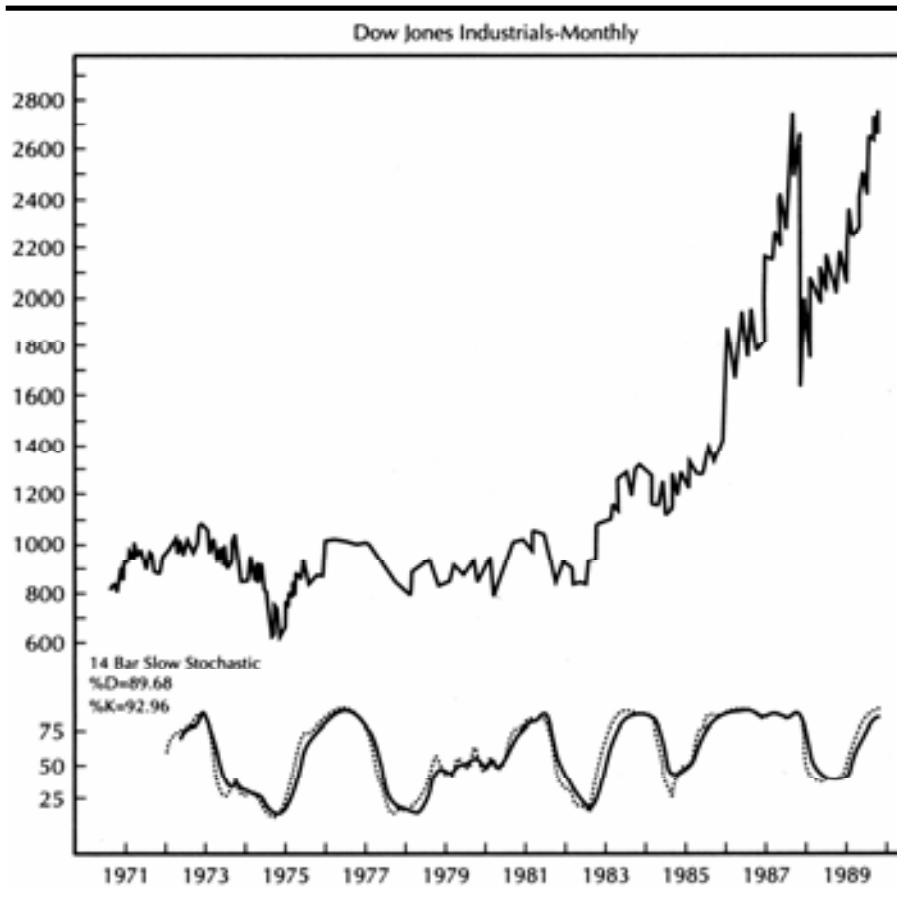
نقطه برگشت رونق بازار در اواخر سال ۱۹۸۱ اتفاق افتاد. در سپتامبر این سال، اوراق قرضه پس از رسیدن به کف خود، روندی صعودی را آغاز کرد و در آگوست سال بعد به اوج خود رسید. وقوع سه کف صعودی در اوراق قرضه، همزمان با سه کف نزولی در بازار سهام، نشان از واگرایی بین این دو بازار داشت. همانطور که بازار سهام به روند نزولی خود ادامه می‌داد، عدم تأیید این روند از سوی بازار اوراق قرضه، منجر به چرخش بازار سهام شد. در واقع می‌توان واگرایی دو بازار را اختطاری زود هنگام برای چرخش بازار سهام در نظر گرفت. چرا که در تحلیل این دو بازار این بازار اوراق قرضه است که نقش بازار پیشرو را ایفا می‌کند.

آگوست ۱۹۸۲ نقطه عطفی در تاریخ بازار سهام به شمار می‌رود. در این ماه، در حالی که بسیاری از معامله‌گران بازار سهام در سواحل تفریحی جهان به تفریح مشغول بودند، رونق بزرگ دهه ۱۹۸۰ آغاز شد. در این ماه، شاخص صنعت داو جونز به کمترین حد خود طی دو سال گذشته رسیده بود. بازار اوراق قرضه نیز در حال شکستن الگویی بود که یک سال طول کشیده بود تا آن را بسازد. پس از یک سال واگرایی از بازار سهام، شکسته شدن رکود بازار اوراق قرضه، مهر تأییدی بر اتفاقات بازار سهام بود. اتفاقاتی که از مدتی قبل آغاز شده بود.

در شکل ۴.۱ و ۴.۲ به رفتار نوسانگر استوکستیک در زمانی که دو بازار در کف به سر می‌برند توجه کنید. خط-نقطه‌ی نوسانگر استوکستیک در نمودار اوراق قرضه، از بالا، خط‌پر را در محدوده‌ی کمتر از ۲۵ قطع می‌کند و سیگنال خرید صادر می‌شود. این در حالی است که سیگنال مشابه در بازار سهام تا تابستان ۱۹۸۲ صادر نمی‌شود. این اتفاق نشان از پیشرو بودن بازار اوراق قرضه نسبت به بازار سهام دارد. این مسئله همچنین تأییدی مجدد بر سودآوری تحلیل بازار اوراق قرضه برای فعالان بازار سهام است.

شکل ۴.۲

نمودار ماهانه شاخص میانگین صنعت داو جونز از سال ۱۹۷۱ تا سپتامبر ۱۹۸۹ در شکل زیر نشان داده شده است. در بخش زیرین، نمودار نوسانگر استوکستیک آرام ۱۴ ماهه رسم شده است. روند اصلی بازار سهام معمولاً از روند بازار اوراق قرضه تبعیت می کند. کف های بازار سهام در سال ۱۹۸۲ و اوج آن در سال ۱۹۸۷ به ترتیب هشت و چهار ماه قبل با وقوع سقف و کف بازار اوراق قرضه قابل پیش بینی بودند.



اوراق قرضه؛ شاخصی پیشرو برای بازار سهام

در این فصل دو هدف را دنبال خواهیم کرد. اول آنکه نشان دهیم بین دو بازار اوراق قرضه و سهام رابطه‌ای مثبت و قوی برقرار است. به عبارت دیگر، تغییرات قیمت و تحلیل‌های ناشی از قواعد تکنیکی هر دو بازار، باید یکدیگر را تأیید کنند. بنابراین مادامی - که هر دو بازار در یک جهت حرکت کنند، تحلیلگر می‌تواند ادعا کند که دو بازار یکدیگر را تأیید می‌کنند و در جهتی یکسان به حرکت خود ادامه خواهند داد. در واقع وقتی دو بازار، حرکت در خلاف جهت هم را آغاز می‌کنند، تحلیلگر باید با دقت بسیار بیشتری به بررسی هر دو بازار بپردازد و بداند به زودی شاهد رخ دادن اتفاق مهمی خواهد بود.

دومین نکته نیز نشان دادن این مسئله است که معمولاً ابتدا بازار اوراق قرضه تغییر جهت می‌دهد. در نقاط اوج بازار، معمولاً این بازار اوراق قرضه است که اولین چرخش را از خود نشان می‌دهد. در نقاط کف نیز این بازار، زودتر از بازار سهام، روندی صعودی به خود می‌گیرد. بنابراین رفتار تکنیکال بازار اوراق قرضه، شاخصی پیش رو برای بازار سهام به حساب می‌آید.

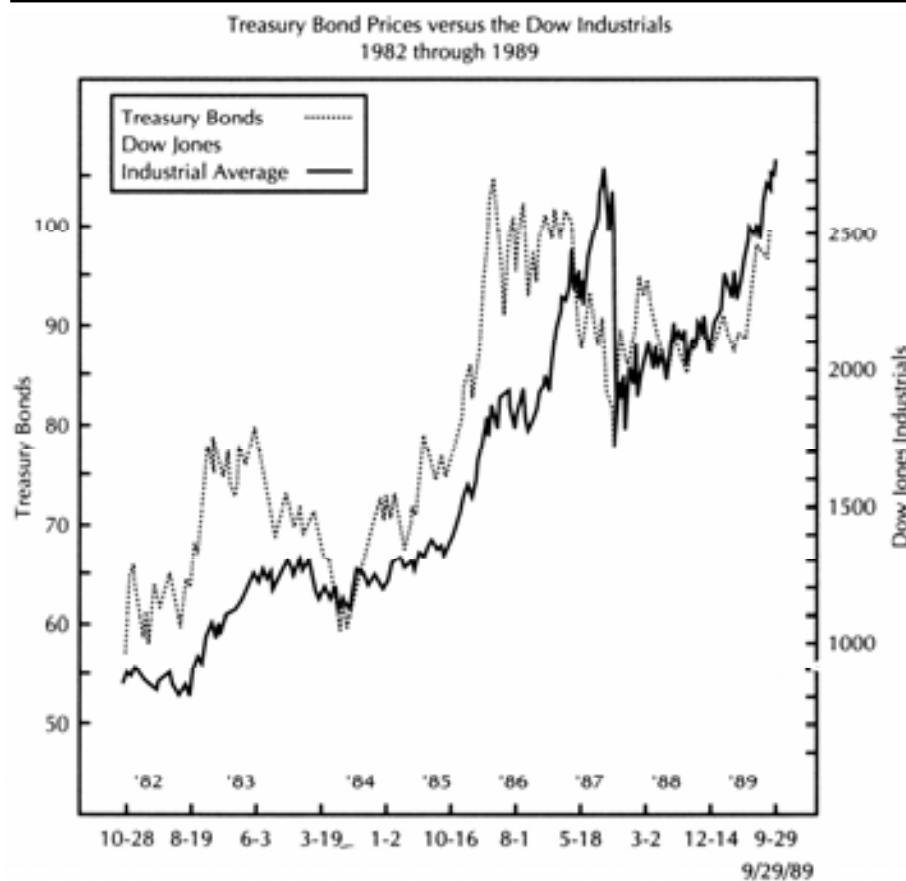
به تحلیل‌های خود بازگردیم، رونق نوپای بازارهای اوراق قرضه و سهام تا اوایل سال ۱۹۸۳ همچنان ادامه داشت. در ماه می ۱۹۸۳، با تشکیل الگوی سقف دوقلو، بازار اوراق قرضه تحت فشار رکودی شدیدی قرار گرفت (شکل ۴.۱ را ببینید). همانطور که می‌بینید در این زمان، نوسانگر استوکستیک سیگنال فروش صادر کرده‌است. اگر به شکل ۴.۲ توجه کنید مشاهده خواهید کرد، به‌رغم جهت حرکت بازار اوراق قرضه، بازار سهام تا پایان سال ۱۹۸۳ همچنان به روند صعودی خود ادامه داده است و در پایان سال است که نوسانگر استوکستیک این بازار سیگنال فروش صادر می‌کند. با این حال قدرت رکود در بازار سهام به اندازه بازار اوراق قرضه نیست و تنها شاهد سقوط ۱۵ درصدی این بازار هستیم.

در میانه سال ۱۹۸۴ هر دو بازار تقریباً به طور هم‌زمان با صدور سیگنال خرید مواجه شده‌اند (توجه کنید که بازهم بازار اوراق قرضه یک ماه جلوتر است). با شروع روند رو به رشد

بازار اوراق قرضه، بازار سهام حرکت صعودی خود را از سر گرفته است. هر دو بازار تا دو سال همچنان به روند خود ادامه داده‌اند تا اینکه در اوایل سال ۱۹۸۷، جهت یکسان حرکت دو بازار تغییر کرده است. این دومین واگرایی دو بازار به شمار می‌رفت.

شکل ۴.۳

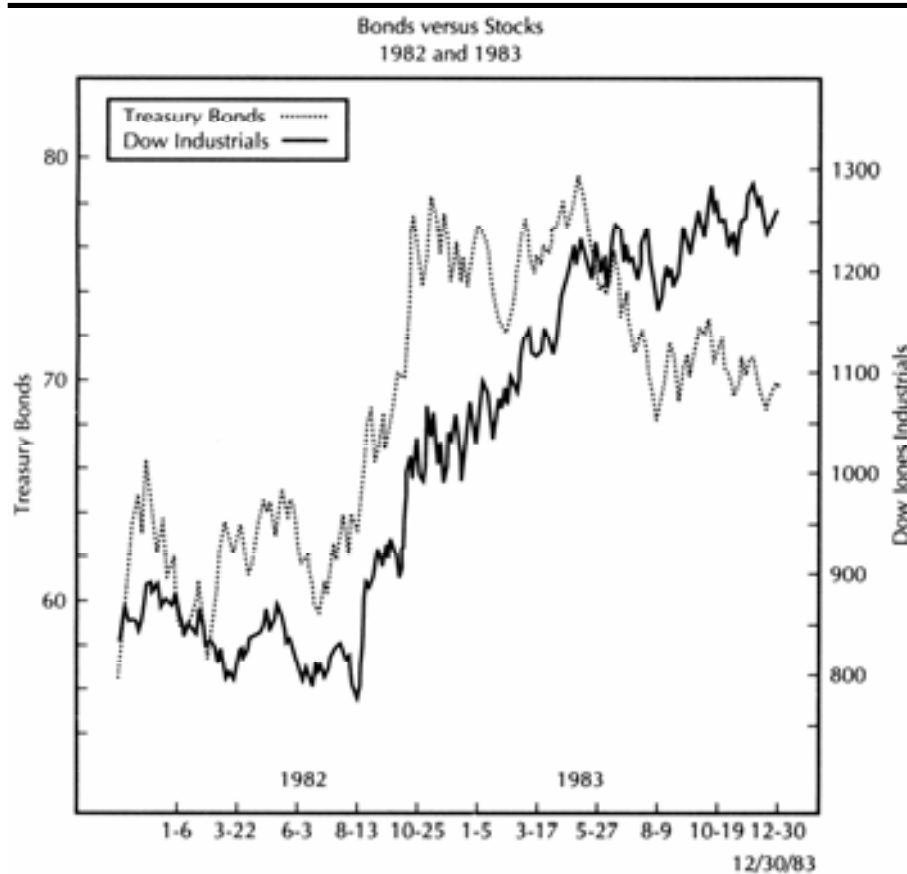
مقایسه بازارهای اوراق قرضه خزانه و سهام طی سال‌های ۱۹۸۲ تا ۱۹۸۹. گرچه هر دو بازار عموماً در یک جهت حرکت می‌کنند، اما اوراق قرضه کمی زودتر تغییر جهت می‌دهد. اوراق قرضه را باید به عنوان شاخصی پیشرو برای بازار سهم تحت نظر داشت.



اوراق قرضه در آوریل ۱۹۸۷ شروع به کاهش کرد (صدور سیگنال فروش استوکستیک). این مسئله بستر سقوط بازار سهام در اکتبر همان سال را فراهم آورد. به این ترتیب یک بار دیگر، اوراق قرضه پیشرو بودن خود را به اثبات رساند. هر دو بازار همچنان در رکود به سر می‌بردند تا اینکه در اکتبر ۱۹۸۷ روند صعودی جدیدی در اوراق قرضه آغاز شد و این روند سبب رونق بازار سهامی گردید که به کف نسبی خود نیز رسیده بود. سیگنال خرید برای اوراق قرضه در پایان سال ۱۹۸۷ در حالی صادر شد که سیگنال مشابه در بازار سهام یک سال بعد ایجاد شد. بنابراین با توجه به مطالب فوق می‌توان گفت، طی دهه ۱۹۸۰ هر چرخش قابل توجهی در بازار سهام، چند ماه زودتر در بازار اوراق قرضه اتفاق افتاده است. نمودارهای پوششی بعدی رفتار نسبی بازار سهام و اوراق قرضه را در بازه کوتاه‌تری نشان خواهند داد. در نمودارهای ماهانه قبلی، نقاط شکست قیمتی و سیگنال‌های نوسانگر استوکستیک را با هم مقایسه کردیم. در این نمودارها توجه خود را به اختلاف زمانی واکنش‌های دو بازار معطوف می‌کنیم. واگرایی قیمت در این نمودارها به راحتی قابل شناسایی است، به علاوه پیشرو بودن و دنباله‌رو بودن بازارها نیز به وضوح مشخص است. شکل ۴.۳ انجام مقایسه دو بازار سهام و اوراق قرضه را طی سال‌های ۱۹۸۲ تا اواخر سال ۱۹۸۹ میسر می‌سازد. مهم‌ترین نکته این نمودار، هم‌زمانی روند صعودی سال ۱۹۸۲ است. نقطه شکست بازار اوراق قرضه در سال ۱۹۸۳ نیز زودتر از چرخش بازار سهام اتفاق افتاده است. هم‌زمانی روند صعودی در هر دو بازار در سال ۱۹۸۴ نیز قابل ملاحظه است. اوراق قرضه در اوایل سال ۱۹۸۷، زودتر از بازار سهام در سال ۱۹۸۷ سقوط خود را آغاز کرده است. در آخر نیز هر دو بازار به همراه هم روند صعودی سال ۱۹۸۹ را آغاز کرده‌اند. نکته مهم دیگری که در این نمودار قابل مشاهده است مربوط به صعود سال ۱۹۸۷ بازار سهام، قبل از سقوط خود می‌باشد. توجه کنید که این روند صعودی از طرف بازار اوراق قرضه تأیید نشده است.

شکل ۴.۴

مقایسه بازارهای اوراق قرضه و سهام طی سال‌های ۱۹۸۲ تا ۱۹۸۳. اوراق قرضه زودتر از شاخص داوجونز در سال ۱۹۸۲ تغییر جهت صعودی می‌دهد. در روند نزولی سال ۱۹۸۳ نیز اوراق قرضه سریع‌تر چرخش کرده است.

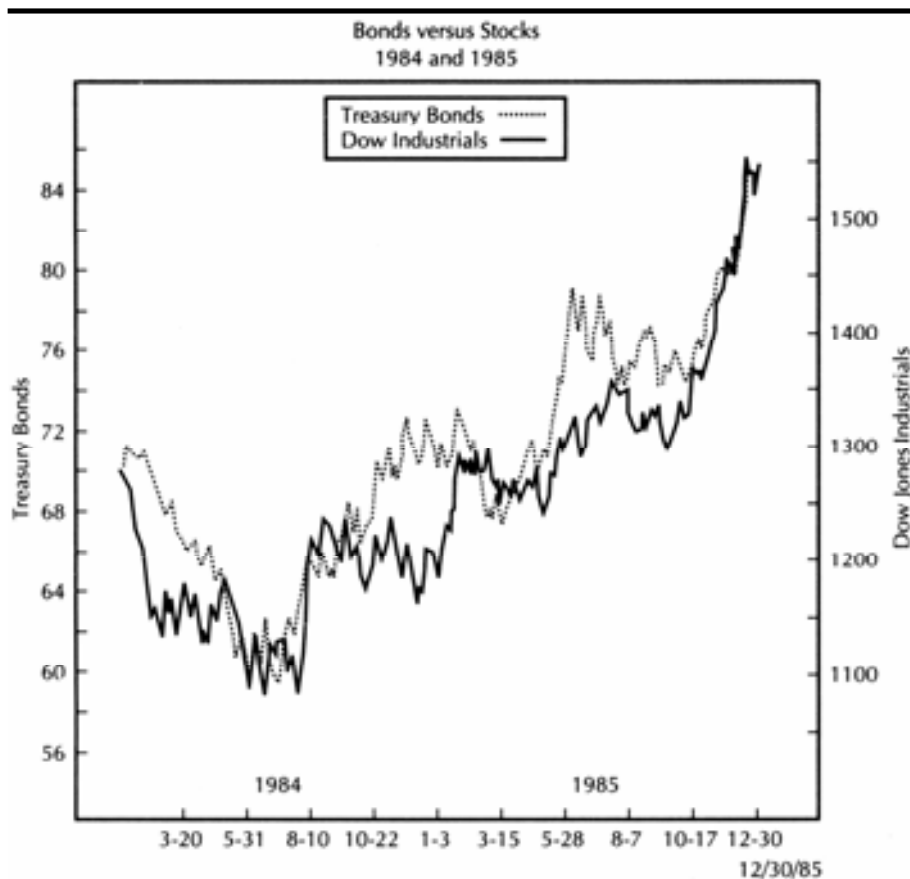


شکل‌های ۴.۴ تا ۴.۹ دوره‌های کوتاه مدت‌تر سال‌های ۱۹۸۲ تا ۱۹۸۹ را برای بررسی دقیق‌تر ارتباطات بین این دو بازار نشان می‌دهند. در اینجا قصد داریم به بررسی دقیق‌تر اتفاقاتی که دقیقاً قبل و بعد از اکتبر ۱۹۸۷ در بازار سهام رخ داده است بپردازیم. این دوره دقیقاً مصادف با زمانی است که بازار سهام دچار سقوط شده است. همچنین درباره رخداد‌های سال ۱۹۸۹ با جزئیات بیشتری بحث خواهیم کرد. شکل ۴.۴ نشان‌دهنده

وابستگی تغییرات دو بازار به یکدیگر در زمان کف قیمتی سال ۱۹۸۲ است. توجه کنید درست در زمانی که بازار سهام به طور متوالی در ماه‌های مارس، ژوئن، و آگوست به کف رسیده است، اوراق قرضه در همین سه ماه با تشکیل دو کف صعودی از شکل‌گیری روند صعودی جدیدی خبر می‌دهد. در این مثال نیز پیشرو بودن بازار اوراق قرضه به وضوح نمایان است، اگرچه نهایتاً در ماه آگوست هر دو بازار هم‌جهت شده‌اند.

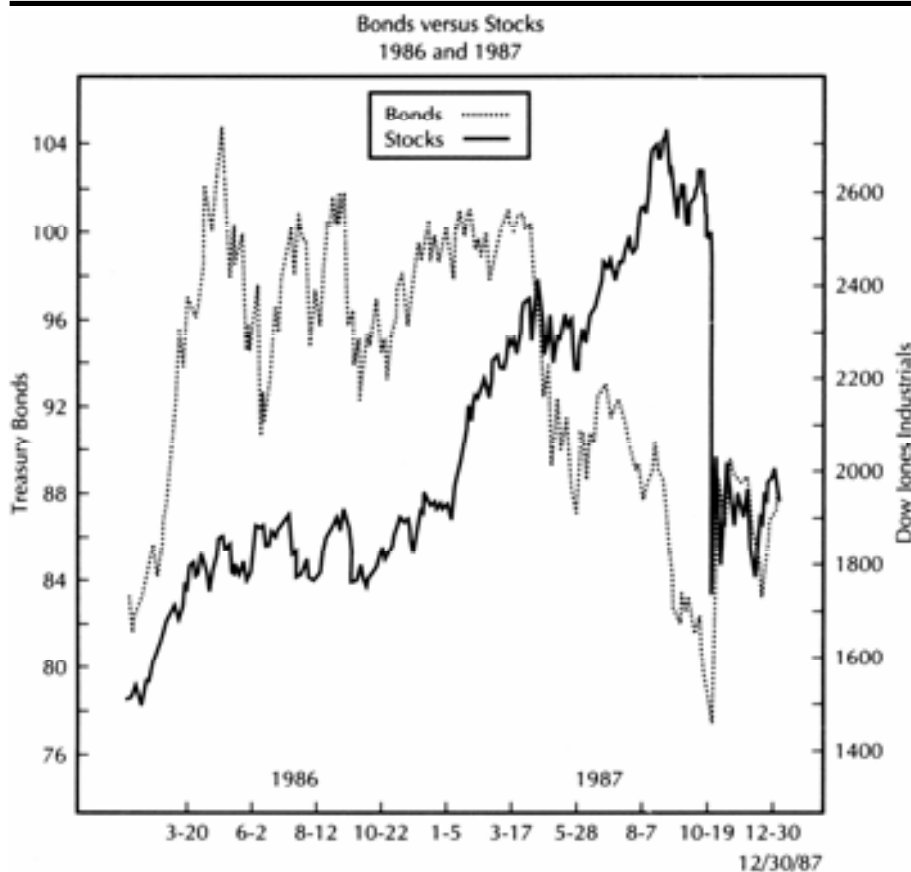
شکل ۴.۵

مقایسه بازارهای اوراق قرضه و سهام طی سال‌های ۱۹۸۴ و ۱۹۸۵. اوراق قرضه یک ماه قبل از بازار سهام، روند صعودی خود را در سال ۱۹۸۴ آغاز کرده است. تصحیح نزولی سال ۱۹۸۵ در هر دو بازار به طور مشابه رخ داده است.



شکل ۴.۶

مقایسه‌ی بازارهای اوراق قرضه و سهام طی سال‌های ۱۹۸۶ و ۱۹۸۷. سقوط اوراق قرضه در آوریل ۱۹۸۷ در حالی رخ داده است که بازار سهام با تأخیری چند ماهه پس از اوج ماه آگوست روند نزولی خود را آغاز کرده است.



در ماه می سال ۱۹۸۳، با تشکیل الگوی مهم سقف دو قلو (دو اوج)، اوراق قرضه روندی نزولی به خود گرفته است. در همین زمان همان‌طور که ملاحظه می‌کنید، باز هم تغییر جهت بازار سهام با تأخیر همراه است و این بازار همچنان به روند صعودی خود تا انتهای سال ادامه داده است. پس از آن، بازار سهام با تصحیح ۱۵ درصدی، روند نزولی خود را به همراه اوراق قرضه تا تابستان ۱۹۸۴ ادامه داده است (شکل ۴.۵ را ببینید). بررسی دقیق شکل ۴.۵ نشان می‌دهد که در اواسط سال ۱۹۸۴، روند صعودی بازار سهام، دقیقاً یک ماه پس از

چرخش اوراق قرضه آغاز شده است. از آن پس هر دو بازار به همراه هم تا انتهای سال ۱۹۸۵ به روند صعودی خود ادامه داده اند. به این نکته توجه کنید که تصحیح قیمتی اوراق قرضه با ایجاد اوج های کوتاه مدت در تابستان و نیمه اول سال ۱۹۸۵، زودتر از تصحیح قیمتی بازار سهام رخ داده است.

شکل ۴.۶ نیز مقایسه ای دو بازار را در سال های ۱۹۸۶ و ۱۹۸۷ به تصویر کشیده است. پس از روند صعودی کلی بازار که تقریباً چهار سال به طول انجامید، هر دو بازار شرایط پایدار و با ثباتی پیدا کردند. در اوایل سال ۱۹۸۷، بازار سهام روند صعودی خود را مجدداً از سر گرفت. روندی که با عدم تأیید اوراق قرضه همراه شد. این لحظه دقیقاً زمانی است که اختار برگشت قریب الوقوع بازار سهام صادر شده است. اتفاقی که در آوریل همان سال با شدتی بیشتر از آنچه که از حرکت بازار اوراق قرضه پیش بینی می شد، رخ داد (این برگشت به شدت تحت تأثیر کاهش شدید ارزش دلار و رکود در بازار کالا، قرار داشت). در ماه ژوئن، قیمت اوراق قرضه اندکی بهبود یافت و باعث شد بازار سهام روند صعودی خود را از سر بگیرد. نهایتاً اوراق قرضه مجدداً در جولای دچار سقوط شد و بازار سهام نیز یک ماه بعد، در آگوست سقوط کرد. بد نیست توجه کنید که در ماه آگوست، با شکسته شدن خط حمایت ماه می، سیگنال فروش قطعی بازار اوراق قرضه صادر شده بود. این سیگنال در حالی صادر شده بود که در همان زمان بازار سهام در اوج خود به سر می برد.

اوراق قرضه نه تنها در سقوط سال ۱۹۸۷ پیشروتر از بازار سهام بود، در روند صعودی پس از آن نیز پیش از بازار سهام، چرخش خود را آغاز کرد. شکل ۴.۷ گویای سرازیر شدن روند قیمتی اوراق قرضه قبل از آغاز سقوط بازار سهام در اکتبر ۱۹۸۷ است. نقطه شکست اوراق قرضه به شدت از طرف تحلیلگران بازار سهام نادیده گرفته شده بود و بازار سهام به روند رو به رشد خود ادامه می داد. در همان زمان که سقوط شدید بازار سهام آغاز شد، بازار اوراق قرضه اندکی بهبود یافت. این بهبود به دلیل سرازیر شدن سرمایه های سرمایه گذاران وحشت زده از وضعیت بورس به سمت بازارهای مطمئن تری نظیر اوراق

قرضه اتفاق افتاد. در واقع این مسئله یکی از مهم‌ترین فاکتورهای تأثیرگذار بر صعود شدید اوراق قرضه در اکتبر ۱۹۸۷ بود.

شکل ۴.۷

مقایسه بازارهای اوراق قرضه و سهام از نیمه دوم سال ۱۹۸۷ تا تابستان سال ۱۹۸۸. برگشت بازار سهام در پاسخ به برگشت اکتبر ۱۹۸۷ بازار اوراق قرضه، نوید ثبات بازار سهام را پس از سقوط سال ۱۹۸۷ می‌دهد.



در پی وحشت بازار از سقوط بازار سهام، بانک مرکزی آمریکا با اعمال سیاست‌های اقتصادی سعی کرد بازار را آرام و از سقوط بیشتر آن جلوگیری کند. در آن زمان تقریباً تمامی سرمایه‌گذاران به اتفاق اعتقاد داشتند بازار دچار رکود شدید شده‌است. اولین اقدام

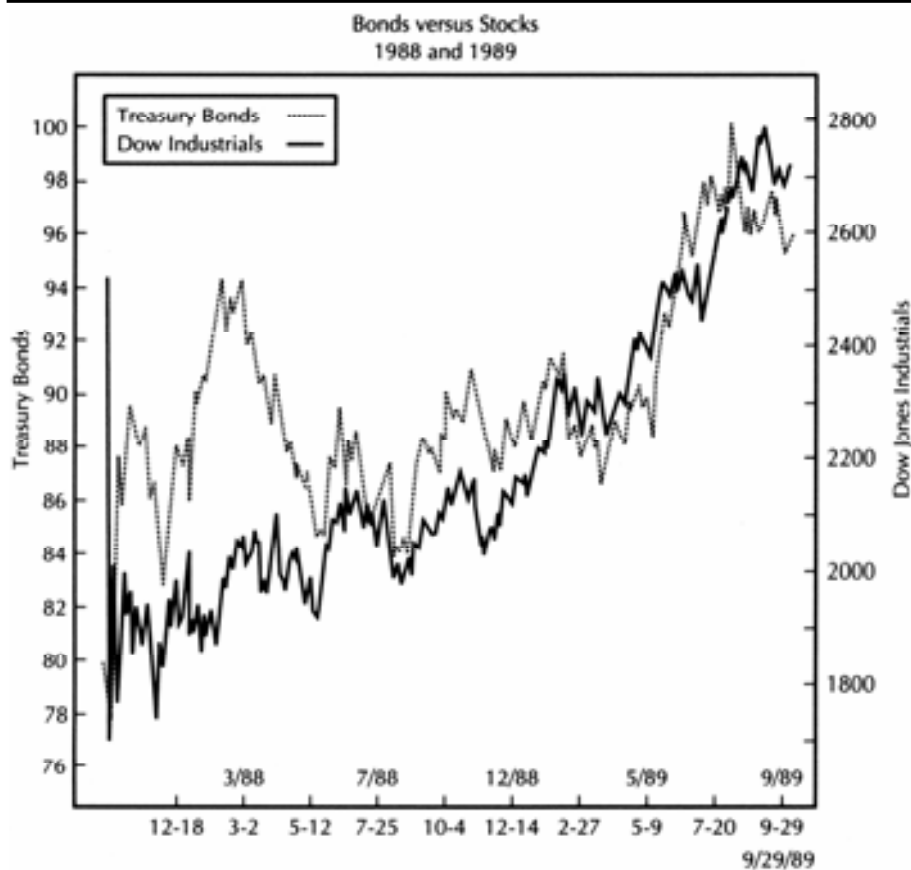
اقتصادی که دولت در پاسخ به سقوط بازار در پیش گرفت، کاهش نرخ‌های بهره بود. کاهش نرخ‌های بهره موجب افزایش قیمت اوراق قرضه آتی شد. در آن زمان، رابطه مثبت طبیعی که بین اوراق قرضه و سهام وجود داشت به صورت موقت دچار اشکال شد. تا تثبیت بازار، رابطه معکوس بین این دو بازار همچنان باقی ماند. همانطور که در شکل ۴.۷ مشاهده می‌کنید، عمر این رابطه‌ی معکوس طولانی نبوده است. با این حال دو بازار به سرعت رابطه‌ی مثبت خود را از سر گرفتند. همان‌طور که در نمودار می‌توان دید طی چند روز، اوج‌ها و حوض‌های هر دو بازار مجدداً هم‌جهت شده‌اند. در هر حال، در سه ماهه اول سال ۱۹۸۸، افزایش قیمت اوراق قرضه، همچنان با نگرانی بازار از رکود ایجادشده، همراه است. در واقع بازار هنوز در انتظار اعمال سیاست‌های حمایت‌گرانه‌تری نظیر کاهش بیشتر نرخ‌های بهره می‌باشد.

تا پیش از نیمه سال ۱۹۸۸، به نظر می‌رسید شرایط به حالت طبیعی برگشته است. در نهایت، با کاهشی کوتاه‌مدت، بازار مجدداً روند صعودی خود را از سر گرفت. نکته مهمی که می‌توان به آن اشاره کرد، این است که با تحت نظر داشتن بازار اوراق قرضه می‌توانستیم جهت حرکت بازار سهام و سقوط آن در تابستان ۱۹۸۷ را پیش‌بینی کنیم.

شکل ۴.۸ نمایی از اتفاقات بازار در سال ۱۹۸۸ و سه‌ماهه ابتدایی سال ۱۹۸۹ را ارائه می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌کنید از بهار ۱۹۸۸ تا پائیز ۱۹۸۹، اوج‌ها و حوض‌های هر دو بازار به شدت به یکدیگر مرتبط‌اند و دو بازار به همراه هم روندی صعودی در پیش گرفته‌اند. گرچه در این مثال، بازار سهام روندی قدرتمندتر از بازار اوراق قرضه دارد. به هر حال، حرکت هم‌جهت دو بازار، تا ماه می سال ۱۹۸۹ ادامه یافته و نهایتاً روند صعودی بازار اوراق قرضه متوقف شده است. در پی این چرخش، بازار سهام نیز به تبعیت از بازار اوراق قرضه روندی نزولی به خود گرفته است.

شکل ۴.۸

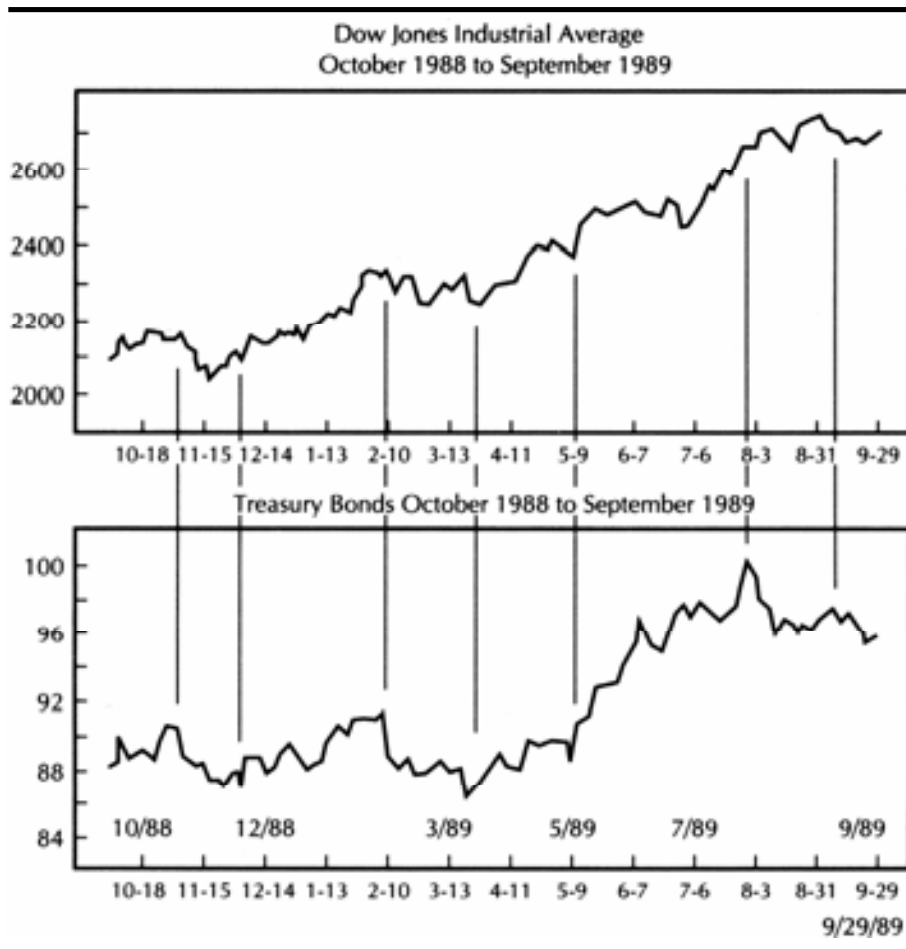
روند مشابه بازار سهام و اوراق قرضه طی سال‌های ۱۹۸۸ تا اواخر سال ۱۹۸۹. جهش صعودی بازار اوراق قرضه در بهار سال ۱۹۸۹ موجی صعودی در بازار سهام ایجاد کرده است.



شکل ۴.۹ دیدی دقیق‌تر از اتفاقات سال ۱۹۸۹ ارائه می‌کند. این نمودار ارتباط تصویری دو بازار را نشان می‌دهد. اوج‌ها و حوضیض‌ها با دقت زیادی در یک زمان اتفاق افتاده‌اند. در سمت راست بالای نمودار، با اینکه نشانه‌هایی از ضعف در بازار اوراق قرضه نمایان شده است، بازار سهام در حال تقویت شدن است. این واگرایی مدت زیادی طول نکشیده و چندی بعد بازار سهام نیز همانند اوراق قرضه تضعیف شده است.

شکل ۴.۹

مقایسه‌ای بین بازار سهام و اوراق قرضه از اکتبر ۱۹۸۸ تا سپتامبر ۱۹۸۹. خطوط عمودی، مشخص‌کننده اوج‌ها و حوضیض‌های متناظر دو بازار می‌باشند. در سپتامبر ۱۹۸۹، روندی صعودی در بازار سهام آغاز شده است که با عدم تأیید بازار اوراق قرضه، طی چند هفته قدرت خود را از دست داده است.



لزام تحلیل هم‌زمان بازار سهام و اوراق قرضه

در این بخش سعی کردیم ارتباط دو بازار سهام و اوراق قرضه را با شواهد تاریخی نشان دهیم. با توجه به این شواهد، تحلیل تکنیکی هر کدام از این بازارها، بدون توجه به بازار دیگر، تحلیل دقیق و کاملی نخواهد بود. با اطمینان می‌توان گفت که تحلیلگران یا

سرمایه‌گذاران بازار سهام، برای تأیید تحلیل‌های خود می‌بایست حداقل بازار اوراق قرضه را تحت نظر داشته باشند. می‌توان گفت اگر یک تحلیل تکنیکی رکود بازار اوراق قرضه را پیش‌بینی کند، در واقع رکود بازار سهام را نیز پیش‌بینی کرده‌است. عکس این مسئله نیز صادق است. تحلیلی که نشان دهنده رونق اوراق قرضه باشد، رونق بازار سهام را نیز نشان داده‌است. همان‌طور که در شکل‌های ۴.۱ و ۴.۲ مشاهده کردید، تحلیل‌های تکنیکی اوراق قرضه (نظیر سیگنال‌های خرید و فروش نوسانگر استوکستیک) معمولاً منجر به دریافت سیگنال‌هایی مشابه در بازار سهام می‌شوند. در بدترین حالت، سیگنال‌ها بیشتر به‌طور هم‌زمان صادر می‌شوند. تحلیلگران می‌توانند از میانگین‌های متحرک یا ابزارهای دیگری نیز استفاده کنند. مسئله‌ی مهم درک این نکته است که اتفاقات و تحلیل‌های بازار اوراق قرضه بر تحلیل‌های بازار سهام اثرگذار است.

چقدر طول می‌کشد تا تغییرات اوراق قرضه بر بازار سهام اثر کند؟

گرچه نمودارهای قبل، از وابستگی روزانه و قابل توجه دو بازار اوراق قرضه و سهام حکایت داشتند اما در بیشتر موارد بازار اوراق قرضه به مقدار قابل ملاحظه‌ای جلوتر از بازار سهام حرکت می‌کند. برای مثال کف قیمتی بازار اوراق قرضه در سپتامبر ۱۹۸۱، و برای بازار سهام در آگوست ۱۹۸۲، یعنی ۱۱ ماه بعد اتفاق افتاده است. برگشت نزولی آوریل ۱۹۸۷ اوراق قرضه نیز ۴ ماه بعد و در ماه آگوست به بازار سهام منتقل شده است. حال سؤالی که مطرح می‌شود این است که تحلیل‌گران بازار سهام چطور باید این تأخیرات زمانی را در تحلیل‌های خود لحاظ کنند؟

اوراق قرضه یک عامل با اهمیت اما پس زمینه‌ای در تحلیل بازار سهام است. به عبارت دیگر، سیگنال‌های خرید و فروش بازار سهام توسط خود این بازار ایجاد می‌شوند نه توسط بازاری دیگر. اگر این دو بازار، دچار واگرایی شوند، تنها یک هشدار صادر شده است. هر چه این واگرایی شدیدتر باشد، اهمیت این هشدار نیز بیشتر می‌شود. برای مثال سقوط بازار اوراق قرضه در تابستان ۱۹۸۷، به منزله خطاری برای فعالان بازار سهام تلقی می‌شد. با

توجه به این هشدار، سرمایه‌گذاران بازار سهام باید احتیاط بیشتری برای پیش‌بینی روند صعودی بازار سهام به کار می‌بردند، زیرا شواهد نشان می‌داد چیزی در این بین دچار اشکال شده است. با اینکه در آن زمان نیازی نبود که معامله‌گران بازار سهام در تابستان ۱۹۸۷، دست به فروش‌هایی گسترده بزنند، اما می‌بایست با دقت بسیار بیشتری منتظر اولین سیگنال‌های ضعف بازار سهام می‌بودند.

زمانی که کف‌های سال‌های ۱۹۸۱ و ۱۹۸۲ در بازار اوراق قرضه رخ داد، معامله‌گران بازار سهام نیز باید در انتظار شواهدی برای چرخش بازار سهام می‌بودند. حتی اگر برخی، کف قیمتی سال ۱۹۸۱ اوراق قرضه را جدی تلقی نمی‌کردند، کفی که در سال ۱۹۸۲ اتفاق افتاد، باید اطمینان کافی برای شروع روند افزایشی در بازار سهام را ایجاد و آنها را ترغیب به خرید در این بازار صعودی می‌کرد. تأخیرهای بلندمدت بین این دو بازار، گرچه شاید برای معامله‌گرانی که با دید کوتاه‌مدت دست به خرید و فروش می‌زنند خیلی مفید نباشد اما برای مدیران سبد سهام و سرمایه‌گذارانی که با دید بلندمدت در بازار حضور دارند بسیار مفید خواهد بود.

با این حال گاهی نیز تأخیرات زمانی بین دو بازار آنقدر کوتاه است که می‌توان ارتباطی روزانه و حتی ساعتی بین دو بازار برقرار کرد. بنابراین بررسی هم‌زمان هر دو بازار حتی در مواقعی که شخص به معاملات کوتاه‌مدت علاقه‌مند است نیز می‌تواند مفید باشد.

بازارهای اوراق قرضه با بهره کوتاه‌مدت و بازارهای اوراق قرضه با بهره بلندمدت

توجه ما در این بخش بیشتر به بازار اوراق قرضه معطوف بوده است. با این حال به دلایلی، همانند مطالبی که در بخش سوم اشاره کردیم، تحت نظر داشتن تحولات اسناد خزانه کوتاه‌مدت و بازارهای یورو دلار نیز به دلیل تأثیرگذاری بر این بازار بسیار مهم هستند. بررسی تغییرات این بازارهای مالی کوتاه‌مدت، می‌تواند راهنمایی‌های مفیدی برای تعیین جهت بازار اوراق قرضه فراهم کند.

در زمان قدرت بازارهای مالی، گاهی نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت با سرعت بیشتری نسبت به نرخ‌های بهره بلندمدت رشد می‌کنند. اگر این شرایط مدتی طولانی پا برجا بماند، حتی ممکن است میزان نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت از نرخ‌های بهره بلندمدت بیشتر شود. این شرایط را بازده معکوس^۱ می‌گویند که تلویحاً نوید دهنده رکود بازار سهام است (در شرایط عادی که به بازده مثبت^۲ مشهور است، بازده اوراق قرضه بلندمدت بیشتر از بازده اوراق قرضه کوتاه‌مدت است). شرایط بازده معکوس وقتی اتفاق می‌افتد که بانک فدرال رزرو آمریکا، نرخ‌های کوتاه‌مدت را برای کنترل تورم و در راستای اجرای سیاست‌های انقباضی افزایش می‌دهد. این نوع موقعیت‌ها معمولاً در اواخر یک دوره رشد و رونق اقتصادی ایجاد می‌شود و متعاقب آن، رکود بازارهای مالی و کاهش شدید رشد اقتصادی رخ می‌دهد.

این اقدام بانک مرکزی در هر حال نشانه اجرای سیاست‌های انقباضی است. به طور کلی، وقتی نرخ‌های بهره اسناد خزانه کوتاه‌مدت با سرعت بیشتری نسبت به اوراق قرضه بلندمدت رشد می‌کنند، دولت قصد حمایت از بازار سهام را دارد و وقتی نرخ‌های اسناد خزانه کوتاه‌مدت با سرعت بیشتری نسبت به نرخ‌های اوراق قرضه بلندمدت سقوط می‌کنند، به این معنی است که اقدام دولت، منجر به رکود بازار سهام خواهد شد. یکی دیگر از ابزارهایی که بانک فدرال رزرو آمریکا برای اجرای سیاست‌های انقباضی در پیش می‌گیرد، افزایش نرخ ثابت تنزیل بانکی^۳ است.

1- inverted yield

2- Positive yield

۳- Discount rate نرخ بهره‌ای است که فدرال رزرو برای پرداخت وام به بانک‌های تجاری در زمانی که این بانک‌ها به طور موقت دچار کمبود پول می‌شوند مطالبه می‌کند. برای دریافت این وام‌ها، بانک‌ها باید وثیقه به گرو بگذارند. مبلغ و مدت زمان این نوع وام‌ها با توجه به سیاست‌های بانک مرکزی محدود است.

قانون «سه قدم و سقوط»^۱

یکی از مهم‌ترین جنبه‌های ارتباطی بین نرخ‌های بهره و بازار سهام، قانون «سه قدم و سقوط» نام دارد. این قانون وقتی به کار می‌رود که بانک فدرال رزرو سه مرتبه و به صورت پیاپی میزان نرخ ثابت تنزیل بانکی را افزایش می‌دهد، معمولاً پس از این اقدام، رکودی در بازار سهام حاکم می‌شود. طی ۱۲ مرتبه‌ای که بانک مرکزی طی ۷۰ سال گذشته اقدام به این کار کرده است، در تمامی موارد، بازار سهام سقوط شدیدی را تجربه کرده است. در بازه زمانی دو ساله میان سال‌های ۱۹۸۷ تا ۱۹۸۹، نرخ ثابت تنزیل بانکی سه مرتبه و به طور پیاپی افزایش یافت. این اقدام روند صعودی هفت‌ساله بازار سرمایه را به شدت تحت تأثیر قرار داد (شکل ۴.۱۰ را ببینید).

تغییر نرخ ثابت تنزیل بانکی معمولاً آخرین حربه بانک مرکزی است. چنین تصمیمی معمولاً وقتی اتخاذ می‌شود که بازارها حرکت در یک جهت مشابه را آغاز می‌کنند. به عبارت دیگر، افزایش نرخ ثابت تنزیل بانکی در بیشتر موارد پس از افزایش نرخ بهره کوتاه‌مدت رخ می‌دهد، یعنی زمانی که قیمت‌های اسناد خزانه کوتاه‌مدت روندی کاهشی در پیش می‌گیرند. معمولاً بعد از کاهش نرخ ثابت تنزیل بانکی، قیمت‌های اسناد خزانه کوتاه‌مدت با افزایش مواجه می‌شوند. بنابراین، با توجه به تمامی این دلایل، باید اسناد خزانه کوتاه‌مدت نیز به دقت مورد توجه قرار گیرند.

اصولاً همیشه لازم نیست جهت حرکت بازار اوراق قرضه و سهام یکسان باشد. آنچه مهم‌تر به نظر می‌رسد این است که این دو بازار نباید در جهت مخالف هم حرکت کنند. به عبارت دیگر واگرایی این دو بازار از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است. برای مثال اگر قیمت اوراق قرضه دچار کاهش شود ولی در سطحی که کاهش یافته به ثبات برسد، پتانسیل رشد برای بازار سهام همچنان وجود دارد. همچنین کاهش قیمت اوراق قرضه لزوماً به معنای سقوط بازار سهام نیست، بلکه این اتفاق به معنای عدم رونق (یا کاهش یا ثبات)

1- The "Three steps and stumble" Rule

بازار سهام است. به طور کلی درک این مطلب بسیار مهم است که این دو بازار ممکن است گاهی همگام و هم‌راستا حرکت نکنند. با این حال باید تذکر داد که این شرایط به ندرت اتفاق می‌افتد. در آخر می‌توان گفت، توجه به این نکات تنها موجب افزایش صحت قضاوت تحلیلگران تکنیکی در مورد آغاز و پایان یک روند در هر دو بازار خواهد شد و هیچ چیزی را به صورت قطعی مشخص نمی‌کند.

مروری تاریخی بر تحلیل بین بازاری

بیشتر تمرکز این کتاب بر اتفاقات ۱۵ سال اخیر بازارهای مالی معطوف است. بنابراین پرسیدن این سؤال طبیعی است که آیا اصولاً تحلیل بین بازاری در دوره‌های زمانی دورتر مفید بوده است یا خیر. برای پاسخ به این سؤال می‌توان گفت، اصولاً قبل از سال ۱۹۷۰ سرعت تغییرات در بازارهای جهانی ثابت بود. تغییرات دلار آمریکا و ارزهای خارجی به راحتی در دسترس نبود. قیمت طلا تقریباً در شرایط ثابتی قرار داشت و اصولاً مالکیت حجم زیادی از آن برای مردم آمریکا از لحاظ قانونی غیر ممکن بود. قیمت نفت نیز تحت کنترل بود و نوسانات محدودی داشت. در مجموع تمامی بازارهایی که امروز نقشی اساسی در تحلیل‌های بین بازاری دارند در شرایط پایداری قرار داشتند.

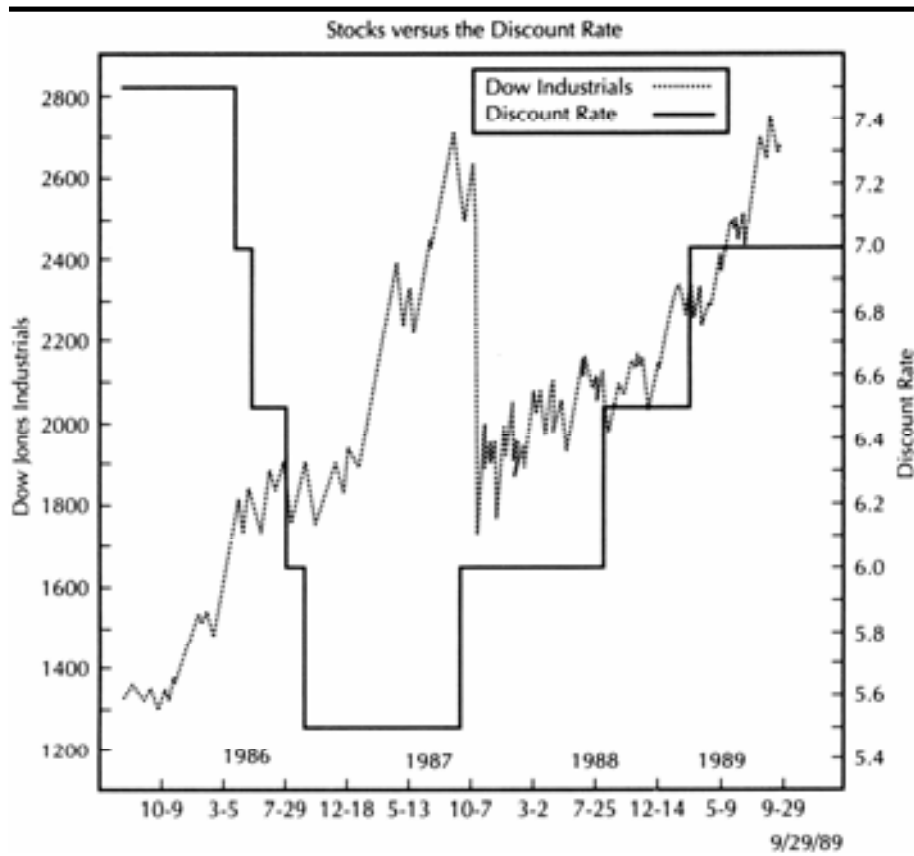
اصولاً بازارهای آتی ارز، طلا، نفت و اوراق قرضه نیز وجود نداشتند. قراردادهای آتی سهام و برنامه‌های تجاری^۱ سهام نیز هنوز ابداع نشده بودند. ارتباطات آنی که امروزه بین بازارهای مختلف امری طبیعی است نیز در آن زمان وجود نداشت. جهانی‌سازی در آن زمان در حد یک نظریه بود و تصور هم نمی‌شد که به این زودی محقق شود. در این شرایط، بیشتر تحلیلگران، از تحولات بازارهای دیگر یا خبر نداشتند یا خبرهایی که به دست می‌آوردند دیگر کارایی خود را از دست داده بود. رایانه‌ها نیز وجود نداشتند تا بتوان با استفاده از آنها روابط بین بازارهای مختلف را مورد مطالعه قرار داد. در واقع تحلیلگران

1- Program Trading

تکنیکی که می‌خواستند بر پایه تحلیل بین بازاری فعالیت کنند، در آن زمان در پشت درهای بسته به سر می‌بردند. بنابراین می‌توان گفت، تغییرات عمده‌ای در دو دهه اخیر به - وقوع پیوسته است.

شکل ۴.۱۰

مثالی از قانون «سه قدم و سقوط». از سال ۱۹۸۷، بانک مرکزی آمریکا، سه مرتبه و به صورت پیاپی میزان نرخ ثابت تنزیل بانکی را کاهش داد. از لحاظ تاریخی، این عمل موجب آغاز رکود در بازار سهام می‌شود.



آنچه که برای تحلیلگران امروز اهمیت دارد این است که به هر حال پیشرفت‌های اخیر، روابط بین بازارهای مختلف را تحت تأثیر قرار داده است. بنابراین به نظر می‌رسد مقایسه‌ها بازارها برای دوره‌های قبل تر از سال ۱۹۷۰، عملاً مفید نخواهد بود.

نقش چرخه کسب و کار^۱

برای درک دلایل اقتصادی، که موجب ارتباط بازارهای کالا، اوراق قرضه و سهام شده‌اند، باید در مورد چرخه کسب و کار و اتفاقاتی که در زمان رونق و رکود اقتصاد رخ می‌دهد بیشتر بحث کنیم. برای مثال، از اوراق قرضه می‌توان به عنوان شاخصی پیشرو برای پیش‌بینی شرایط اقتصادی آمریکا استفاده کرد. افزایش قیمت اوراق قرضه، به معنای شرایط اقتصادی قوی و ضعف در بازار اوراق قرضه، هشدار برای ورود به رکود اقتصادی است (هر چند این رکود می‌تواند با تأخیر زمانی چند ماهه اتفاق بیفتد). بازار سهام نیز تحت تأثیر مستقیم شرایط اقتصادی قرار دارد و با رشد مناسب اقتصادی، رونق و با رکود آن، روندی نزولی در پیش می‌گیرد.

بنابراین از هر دو بازار سهام و اوراق قرضه می‌توان به عنوان شاخص‌هایی پیشرو برای درک شرایط اقتصادی، استفاده کرد. هر دوی این بازارها، قبل از به وجود آمدن رکود اقتصادی روندی نزولی در پیش می‌گیرند. با این حال، معمولاً چرخش بازار اوراق قرضه زودتر اتفاق می‌افتد. طی ۸۰ سال گذشته، هر چرخش نزولی قابل ملاحظه بازار سهام، یا بعد از چرخش‌های اساسی بازار اوراق قرضه رخ داده است یا حداکثر هم‌زمان با آن طی شش دوره رکود سال‌های گذشته، به طور میانگین اوراق قرضه ۴ ماه زودتر روند نزولی خود را آغاز کرده است. پس از دوران جنگ جهانی نیز بازار سهام به طور میانگین شش ماه قبل از آغاز دوران رکود، شروع به کاهش کرده و به طور میانگین شش ماه قبل از پایان دوران رکود، روند صعودی خود را آغاز کرده است.

اوج‌های بازار اوراق قرضه که معمولاً اخطارهایی زود هنگام از شروع رکود بدست می‌دهند، عموماً با رشد بازارهای کالا همراهند. در دوره‌های رکود نیز، سقوط بازارهای کالا معمولاً با کف بازارهای اوراق قرضه همراه است. بنابراین تغییرات بازارهای کالا نقش

بسیار مهمی در تحلیل بازارهای اوراق قرضه و سهام ایفا می کنند. در مورد مفاهیم اقتصادی این ارتباطات، به طور مفصل در بخش ۱۳ بحث خواهیم کرد.

نقش دلار چگونه است؟

تا اینجا چگونگی تأثیر چرخش های بازارهای کالا بر اوراق قرضه و بازار سهام مشخص شد. در این میان، دلار نیز نقش انکارناپذیری در تغییرات بازارهای مذکور بر عهده دارد. تقریباً تمامی فعالان بازار هم داستانی که ارزش دلار در دوران رونق اقتصادی و همراه با صعود بازارهای اوراق قرضه و سهام، افزایش و در دوران رکود اقتصادی که کاهش ارزش بازارهای اوراق قرضه و سهام را در پی دارد، سقوط می کند. با این حال موضوع به این سادگی هم نیست. وقتی دلار در سال ۱۹۸۵ پس از آنکه به یکی از نقاط اوج مهم خود رسید، سقوط کرد و تا ژانویه ۱۹۸۸ به این روند ادامه داد، برای مدتی طولانی هر دو بازار اوراق قرضه و سهام رشد قابل توجهی را تجربه کردند. بنابراین به نظر می رسد برای تحلیل درست این مسئله باید از چیزی بی خبر باشیم.

آنچه باید در تحلیل این تناقض ظاهری مورد توجه قرار گیرد این است که دلار بر بازارهای اوراق قرضه و سهام تأثیر مستقیمی ندارد، دلار بر این دو بازار به طور غیر مستقیم اثرگذار است. در واقع تأثیر دلار بر این دو بازار را باید از نقطه نظر تأثیر دلار بر تورم ارزیابی کرد. برای درک کامل اینکه چطور سقوط دلار می تواند منجر به رونق بازارهای اوراق قرضه و سهام شود، نخست می بایست نگاهی به بازارهای کالا بیندازیم. این موضوع در بخش ۵ مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

خلاصه

در این بخش در مورد رابطه قوی دو بازار اوراق قرضه و بازار سهام بحث کردیم. گفتیم که در صورت صعود بازار اوراق قرضه، بازار سهام نیز صعود خواهد کرد و با سقوط آن، بازار سهام نیز دچار رکود خواهد شد. هرچند که در مورد این دو جمله کلی

باید قدری انعطاف پذیر بود. با اینکه سقوط اوراق قرضه همیشه با رکودی در بازار سهام همراه است، افزایش قیمت اوراق قرضه لزوماً منجر به صعود بازار سهام نخواهد شد. کاهش درآمد شرکت‌ها در یک اقتصاد رو به نزول، منجر به تأثیرات مثبتی بر بازار اوراق قرضه خواهد شد (این امر منجر به سقوط نرخ‌های بهره نیز خواهد شد). همیشه به خاطر داشته باشید که روند صعودی اوراق قرضه، لزوماً تضمینی برای رونق بازار سهام نیست اما رونق بازار سهام بدون رونق بازار اوراق قرضه بسیار بعید است.



بازارهای کالا و دلار آمریکا

در بخش های قبل به طور مفصل در مورد رابطه معکوس قیمت کالاها و اوراق قرضه و همچنین رابطه مثبت بازار سهام و اوراق قرضه بحث کردیم. در این بخش قصد داریم در مورد نقش بسیار مهم دلار در حوزه روابط بین بازاری، مطالب بیشتری بیان کنیم. همان طور که در بخش قبل نیز اشاره کردیم، معمولاً در مورد نقش دلار این تصور حاکم است که افزایش ارزش دلار رونق دو بازار اوراق قرضه و سهام، و کاهش ارزش آن، رکود این دو بازار را در پی دارد. اما واقعیت این است که آنچه در این عبارت بیان شده است با آنچه که در واقعیت روابط دلار با این دو بازار مشاهده می شود، همیشه همخوانی ندارد. بنابراین استناد به عبارت فوق، خطر تحلیل های سطحی بین بازاری را نیز افزایش خواهد داد.

وجود رابطه دلار با بازارهای بورس و اوراق قرضه از لحاظ منطقی کاملاً قابل درک است. اما درک عمیق تر این رابطه زمانی حاصل می شود که به آن از دریچه بازارهای کالا نگاه کنیم. به عبارت دیگر، این چهار بخش به یکدیگر مرتبط اند. اجازه دهید با بازار سهام (به عنوان انتهای زنجیره) آغاز و به سمت ابتدای زنجیره حرکت کنیم. بازار سهام به نرخ های

بهره حساس است و بنابراین با تغییرات قیمت اوراق قرضه، این بازار نیز تغییر می‌کند. بازار اوراق قرضه خود تحت تأثیر انتظارات تورمی قرار دارد. این انتظارات نیز متأثر از روند بازارهای کالا است. اثر تورمی بازارهای کالا نیز تعیین‌کننده روند ارزش دلار است. بنابراین همان‌طور که مشاهده می‌کنید، باید همیشه تحلیل‌های بین بازاری خود را با دلار آغاز کنید. مسیر تحلیل باید از دلار به سمت بازارهای کالا و از بازارهای کالا به بازار اوراق قرضه منتهی و سرانجام به بازار سهام ختم شود.

حرکت معکوس دلار و قیمت کالاها

افزایش ارزش دلار اثرات غیرتورمی دارد، بنابراین افزایش آن سرانجام منجر به کاهش قیمت کالاها می‌شود. کاهش قیمت کالاها نیز کاهش نرخ‌های بهره را در پی دارد و این امر منجر به افزایش قیمت اوراق قرضه و در نهایت رونق بازار سهام خواهد شد. کاهش ارزش دلار نیز دقیقاً عکس این تأثیرات را در پی خواهد داشت. به عبارت دیگر، در پی کاهش ارزش دلار، مشاهده رونق بازارهای کالا و رکود بازار سهام و اوراق قرضه امری طبیعی خواهد بود. سوالی که مطرح می‌شود، این است که چرا نمی‌توان گفت افزایش ارزش دلار منجر به رونق بازارهای اوراق قرضه و سهام خواهد شد و به این ترتیب وضعیت بازارهای کالا را نادیده گرفت؟ پاسخ این سؤال در تأخیرهای طولانی مدتی نهفته است که بین تغییرات این سه بازار وجود دارد. علاوه بر این، مسئله تورم نیز کار را مشکل‌تر می‌کند. با این حال به‌رغم تأخیرات عنوان شده، عملاً امکان سقوط هم‌زمان ارزش دلار و رونق بازارهای سهام و اوراق قرضه وجود دارد. همان‌طور که در شکل ۵.۱ مشاهده می‌کنید ارزش دلار آمریکا پس از اوج بهار ۱۹۸۵، به مدت سه سال کاهش یافت. به‌رغم سقوط ارزش دلار، در اکثر روزهای این سه سال، بازارهای اوراق قرضه (و سهام) همچنان قدرتمند باقی مانده بودند. در آخر نیز دلار با رسیدن به کفی نسبی در پایان سال ۱۹۸۸ تقویت شد. در همین زمان بازار اوراق قرضه، در حالت با ثباتی به سر می‌برد و تا ماه می سال ۱۹۸۹ روند صعودی قابل توجهی را تجربه نکرد.

شکل ۵.۱

وضعیت دلار در مقابل قیمت اوراق قرضه طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹، با اینکه افزایش ارزش دلار در نهایت منجر به رونق بازار اوراق قرضه و نزول آن منجر به رکود این بازار خواهد شد، تأخیر زمانی طولانی این اتفاق، ارزش مقایسه این دو بازار را کاهش داده است. در تمام طول سال ۱۹۸۵ و بخش زیادی از سال ۱۹۸۶ بازار اوراق قرضه در حالی قدرت خود را حفظ کرده بود که دلار در وضعیت خوبی قرار نداشت.



روندهای قیمت کالاها، کلید تورم

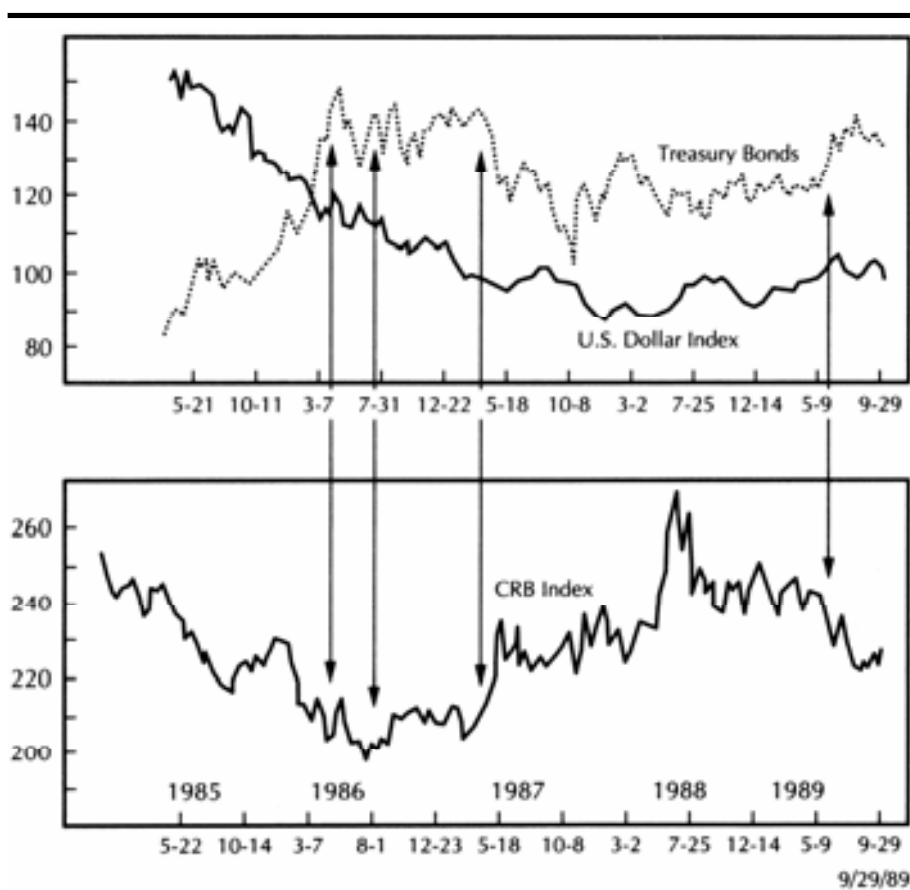
تغییرات ارزش دلار با تأخیری طولانی، نهایتاً بر بازار اوراق قرضه، (و با تأخیری طولانی‌تر بر بازار سهام) اثر می‌گذارند. این تأثیر تنها با نگاه از دریچه بازارهای کالا به این ارتباط قابل درک است. سقوط قیمت دلار از آنجایی که اتفاقی تورمی است، موجب رکود بازارهای اوراق قرضه و سهام می‌شود. با این حال اثرگذاری این اتفاق به دلیل وجود مسیری طولانی تا رسیدن به این دو بازار، قدری طول خواهد کشید. سؤال مهمی که در این جا مطرح می‌شود این است که چطور معامله‌گران بازار اوراق قرضه می‌توانند بفهمند چه زمانی این اتفاق اثر خود را بر بازار آن‌ها خواهد گذاشت؟ پاسخ این پرسش به این سادگی است؛ وقتی بازارهای کالا شروع به افزایش کردند. بنابراین، تأثیر تغییرات دلار بر بازارهای اوراق قرضه و سهام از طریق بازارهای کالا قابل کنترل است. یعنی در صورت سقوط دلار، تنها زمانی باید نگران رکود بازارهای اوراق قرضه و سهام باشیم که قیمت کالاها افزایش یابد. از طرف دیگر با افزایش ارزش دلار، در صورتی دو بازار مذکور با روتق مواجه خواهند شد که بازارهای کالا با کاهش قیمت مواجه شوند.

بخش بالایی شکل ۵.۲ امکان مقایسه بازار اوراق قرضه و ارزش دلار را از سال ۱۹۸۵ تا سه‌ماهه سوم سال ۱۹۸۹ فراهم می‌کند. همان‌طور که در این شکل مشاهده می‌کنید، سقوط دلار، که از اوایل سال ۱۹۸۵ آغاز شده سرانجام در بهار ۱۹۸۷ (دو سال بعد) منجر به رکود بازار اوراق قرضه شده است. بخش پایینی این نمودار نیز وضعیت شاخص CRB را در همین زمان نشان می‌دهد. پیکان‌هایی که بین دو نمودار کشیده شده است، نشان می‌دهد که چگونه اوج‌های بازار اوراق قرضه، متناظر با کف‌های شاخص CRB رخ داده‌اند. سقوط بازار اوراق قرضه تا زمانی که قیمت کالاها در آوریل ۱۹۸۷ روند رو به رشد خود را آغاز نکرده، شروع نشده است. بازار سهام نیز که در ماه آگوست به اوج خود رسیده بود در ماه اکتبر (یعنی ۵ ماه بعد از سقوط اوراق قرضه) سقوط شدیدی را تجربه کرده است. همان‌طور که می‌بینید تورمی که در اثر سقوط دلار ایجاد می‌شود، نهایتاً منجر به افزایش

قیمت کالاها و رکود بازارهای سهام و اوراق قرضه می‌شود. با این حال، برای این تأثیرگذاری زمان زیادی مورد نیاز است.

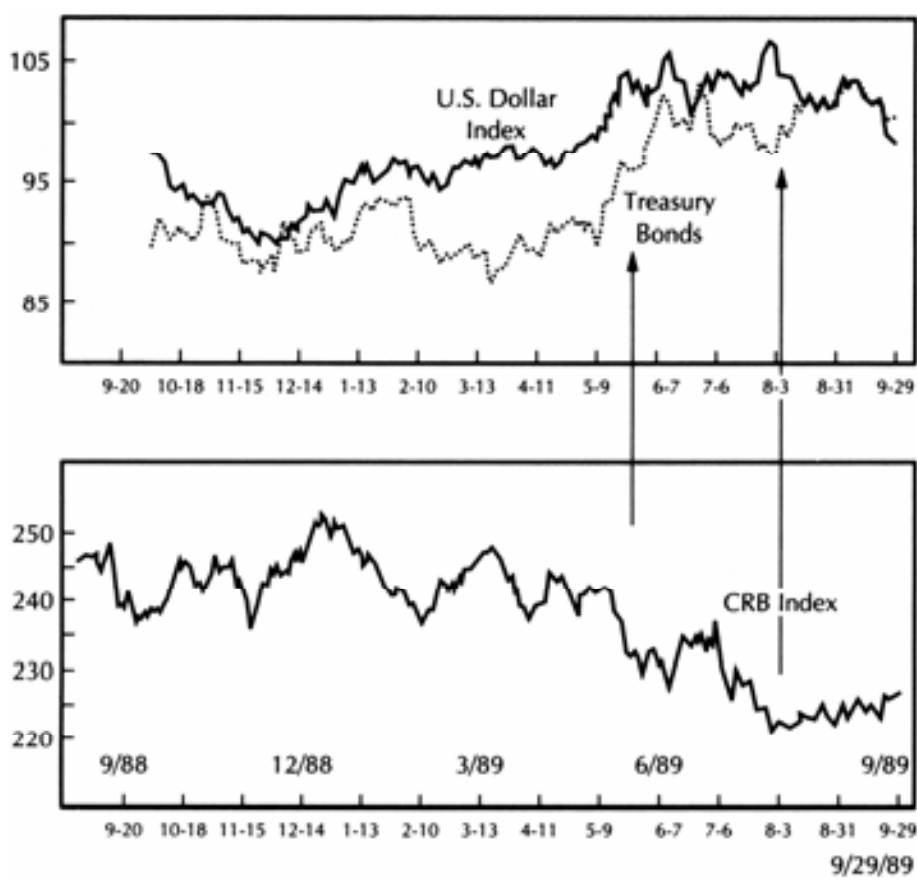
شکل ۵.۲

مقایسه‌ای بین اوراق قرضه و دلار (نمودار بالا) و قیمت‌های کالا (نمودار پایین) از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. سقوط دلار پس از آنکه موجب آغاز روند صعودی قیمت کالاها شد، رکود اوراق قرضه را نیز رقم زد. تأثیر تورمی یا غیرتورمی تغییرات دلار، پس از تأثیرگذاری بر بازارهای کالا، بر بازار اوراق قرضه اثر می‌گذارد.



شکل ۵.۳

مقایسه‌ای بین اوراق قرضه و دلار (نمودار بالا) و قیمت‌های کالا (نمودار پایین) از سال ۱۹۸۸ تا ۱۹۸۹. افزایش ارزش دلار تا زمانی که در می ۱۹۸۹ بازارهای کالا را تحت تأثیر قرار نداد، بر بازار اوراق قرضه نیز تأثیر چندانی نکرد. مقارن با پایان سال ۱۹۸۹، ضعف ارزش دلار موجب شد تا بازارهای کالا روندی صعودی را آغاز کنند. در همین زمان بازار اوراق قرضه نیز تحت تأثیر این اتفاقات سقوط خود را آغاز کرده است.



با شروع سال ۱۹۸۸ دلار به کف قیمتی خود رسید. یک سال بعد، تقریباً در دسامبر ۱۹۸۸، دلار با ثبت کف نسبی دیگری، روند رو به رشد خود را آغاز کرد. در این زمان، بازار اوراق قرضه در وضعیتی با ثبات به سر می‌برد. طی این مدت، قیمت‌های اوراق قرضه در

سطحی محدود نوسان می کردند. شکل ۵.۳ نشان می دهد که پس از شش ماه تأخیر، سرانجام اوراق قرضه در می ۱۹۸۹ با تأیید سقوط شاخص CRB، روند صعودی خود را آغاز کرده است. در واقع قدرت دلار به تنهایی قادر به بهبود وضعیت بازار اوراق قرضه (و سهام) نیست. تأثیر رونق ناشی از افزایش ارزش دلار بر بازار اوراق قرضه، تنها زمانی قابل مشاهده است که بازارهای کالا نیز تحت تأثیر این اتفاق، چرخش خود را آغاز کرده باشند.

توالی اتفاقات ماه می ۱۹۸۹ در هر سه بازار جالب توجه است. در این زمان دلار پس از شکستن الگوی نزولی خود، روندی صعودی را در پیش گرفته است. رونق دلار منجر به فشار بر بازارهای کالا شده و قیمت های کالاها را به پایین سوق داده است، این اتفاق نیز رونق بازار اوراق قرضه را در پی داشته و بازار اوراق قرضه روند صعودی خود را از سر گرفته است. به این ترتیب با توجه به توضیحات فوق، پر واضح است که ایجاد ارتباط مستقیم بین دلار و اوراق قرضه امری خطرناک است. چرا که دلار هیچ گاه به طور مستقیم بر بازارهای کالا تأثیر نمی گذارد و تأخیر زمانی اتفاقات این دو بازار باید توسط تغییرات بازارهای کالا تأیید شود.

دلار در مقابل شاخص CRB

بحث بیشتر در مورد تأثیر غیر مستقیم تغییرات دلار بر بازارهای اوراق قرضه و سهام را تا بخش ۶ به تعویق می اندازیم. فعلاً در این بخش، رابطه معکوس بین دلار آمریکا و بازارهای کالا را مورد بررسی قرار خواهیم داد. در ادامه نشان خواهیم داد چگونه می توان از تغییرات دلار برای پیش بینی روند شاخص CRB استفاده کرد. قیمت کالاها را می توان شاخصی پیشرو برای تورم دانست. از آنجایی که بازارهای کالا شامل بازارهای مواد اولیه می شوند، این بازارها معمولاً اولین جایی هستند که تأثیر تغییرات تورمی در آنها قابل مشاهده است. در این بین نقشی که بازار طلا و بازار ارزهای خارجی (غیر آمریکایی) بر عهده دارند از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است. در ادامه خواهیم دید چگونه با دنبال

کردن تغییرات این دو بازار در بسیاری موارد می‌توان روند تورم را پیش‌بینی کرد. همچنین این دو بازار می‌توانند اطلاعات بسیار مفیدی برای پیش‌بینی قیمت کالاها در اختیار تحلیلگران قرار دهند. اما قبل از آن لازم است مروری مختصر بر رابطه دلار و شاخص CRB داشته باشیم.

دهه ۱۹۷۰ را می‌توان دهه انفجار قیمت کالاها دانست. سقوط ارزش دلار را می‌توان یکی از عوامل مؤثر این اتفاق به حساب آورد. در سراسر این دهه، دلار در وضعیتی اسفبار به سر می‌برد. سقوط وحشتناک سال ۱۹۷۲ مصادف با انفجار بازارهای کالا بود. سقوط هولناک دیگر دلار در سال ۱۹۷۸ رخ داد. تحت تأثیر این سقوط، بازارهای کالا جهش بزرگی را در تاریخ خود تجربه کردند، هر چند که این آخرین جهش بزرگ بازارهای کالا در این دهه بود. سقوط دلار در این سال، آنقدر شدید بود که منجر به تورمی دو رقمی در سال ۱۹۸۰ شد. در این سال، با رسیدن دلار به کف خود، روند صعودی این ارز آغاز شد و این روند صعودی تا بهار سال ۱۹۸۵ ادامه یافت. برگشت صعودی دلار در سال ۱۹۸۰ هم‌زمان با به اوج رسیدن قیمت کالاها در همان سال همراه بود. به این ترتیب، دهه ۱۹۸۰ را می‌توان دورانی غیر تورمی با رونقی تماشایی در بازارهای اوراق قرضه و سهام نام‌گذاری کرد.

اوج دلار در سال ۱۹۸۵ منجر به کف قیمتی شاخص CRB شد. این کف، یک سال بعد، یعنی در تابستان ۱۹۸۶ رخ داد. در اینجا، تحلیل خود را از این زمان، یعنی از زمان آغاز روند نزولی دلار در سال ۱۹۸۵ آغاز می‌کنیم. در تمام دوران ۲۰ ساله میان سال‌های ۱۹۷۰ تا اواخر ۱۹۸۹، که دلار همچنان پر قدرت به صعود خود ادامه می‌داد، برای هر چرخش قابل توجه شاخص CRB، چرخشی متناظر در روند دلار وجود دارد. در دهه گذشته، روند دلار سه مرتبه دچار تغییرات قابل ملاحظه‌ای شد که در هر سه مورد می‌توان برگشت‌هایی متناظر در شاخص CRB برای آنها پیدا کرد. کف قیمتی دلار در سال ۱۹۸۰ متناظر با اوج شاخص CRB در همان سال است. اوج سال ۱۹۸۵ دلار را می‌توان با کف شاخص CRB در سال بعد از آن متناظر دانست. کف قیمتی دلار در سال ۱۹۸۷ نیز منجر به اوج شاخص CRB در جولای ۱۹۸۸، یعنی شش ماه بعد، شده است.

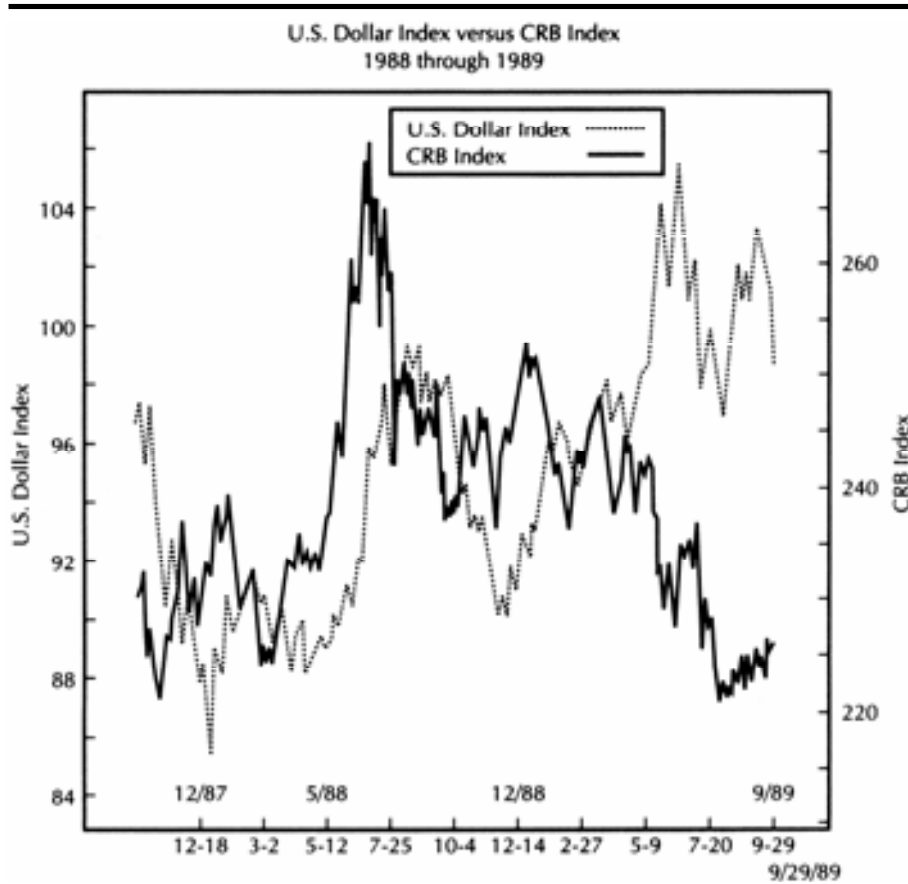
شکل ۵.۴

تغییرات دلار در مقابل شاخص CRB طی سال‌های ۱۹۸۵ تا سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۹. سقوط ارزش دلار نهایتاً شاخص CRB را به سمت بالا سوق داده است. عکس این حالت نیز در زمان افزایش ارزش دلار رخ داده است. در سال ۱۹۸۶ کف قیمتی شاخص CRB در حالی ایجاد شده است که یک سال قبل، یعنی در سال ۱۹۸۵ ارزش دلار به اوج خود رسیده بود. اوج سال ۱۹۸۸ شاخص CRB نیز شش ماه پس از آنکه دلار به کف خود رسیده، رخ داده است.



شکل ۵.۵

مقایسه وضعیت دلار و شاخص CRB طی سال‌های ۱۹۸۸ و ۱۹۸۹. رسیدن ارزش دلار به کف خود در سال ۱۹۸۸ با تأخیری شش‌ماهه به شاخص CRB منتقل شده است. نقطه شکست صعودی دلار در می ۱۹۸۹ با نقطه سقوط بازارهای کالا هم‌زمان شده است.



شکل‌های ۵.۴ تا ۵.۶ رابطه معکوس شاخص CRB و دلار را طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹ نشان می‌دهند. شکل ۵.۴ نشان‌دهنده سال‌های ۱۹۸۵ تا سه‌ماهه آخر سال ۱۹۸۹ می‌باشد. شکل ۵.۵ و ۵.۶ نیز بر دوره‌های دیگری از این زمان متمرکز می‌باشد. این دو نمودار، دو دوره بسیار مهم را به نمایش گذاشته‌اند. اهمیت اولین نمودار در نشان دادن توأم دو دوره پیایی است که در آن، در ابتدا افزایش ارزش دلار و رکود شاخص CRB، و در پی آن

کاهش قدرت دلار و روند صعودی شاخص *CRB* رخ داده است. نمودار دوم نیز از جهت تأخیر زمانی تغییر روند دلار و شاخص *CRB* حائز اهمیت است.

شکل ۵.۶

دلار در مقابل بازارهای کالا، طی سال ۱۹۸۹، افزایش ارزش دلار، خصوصاً در سال ۱۹۸۹ فشار رکودی زیادی را بر بازارهای کالا وارد کرد. تشکیل الگوی «سقف دو قلو» در روند قیمتی دلار، طی ماه‌های ژوئن و سپتامبر همین سال، موجب رونق بازارهای کالا شد. به طور کلی، روند بازارهای کالا با تأخیری چند ماهه عکس روند دلار است.



مشکل تأخیر زمانی^۱

اگرچه رابطه معکوس این دو بازار به وضوح قابل مشاهده است، همانند موارد قبل همچنان مشکل تعیین تأخیر زمانی این دو بازار نیز وجود دارد. آنچه مسلم است، چرخش در بازار دلار موجب تغییر روند بازارهای کالا می شود، بنابراین روند دلار اولین چیزی که همیشه تغییر می کند. برای مثال، اوج دلار در سال ۱۹۸۵ منجر به کف قیمتی شاخص CRB در سال ۱۹۸۶ شد. با این حال توجه کنید که این چرخش، ۱۷ ماه بعد از چرخش دلار رخ داده است. البته تأخیرهای زمانی کوچک تری نیز وجود دارد، برای نمونه می توان به تأخیر شش ماهه ای که بین کف و اوج بازارهای دلار و شاخص CRB در سال ۱۹۸۸ رخ داد، اشاره کرد. سؤال مهمی که باید پاسخی برای آن یافت، این است که یک تحلیلگر چگونه می تواند میزان این تأخیر را کشف کند؟ آیا راهی سریع تر یا رابطه ای مستقیم تر برای درک تأثیر دلار بر بازارهای کالا وجود دارد؟ خوشبختانه پاسخ این سؤال مثبت است. پاسخ این سؤال پلی است که ما را یک گام در درک دقیق تر چگونگی رابطه دلار و بازارهای کالا به جلو می برد. نام این پل بازار طلاست.

نقش کلیدی طلا

برای فهم بهتر رابطه بین دلار و شاخص CRB ضروری است نقش مهمی که بازار طلا بر عهده دارد را درک کنیم. طلا به دو دلیل از اهمیت زیادی برخوردار است؛ اول آنکه، در بین ۲۱ کالایی که در محاسبه شاخص CRB از آنها استفاده می شود، بیشترین حساسیت را به تغییرات دلار دارد و دوم اینکه بازار طلاست که تغییرات شاخص CRB را هدایت می کند. در واقع بازار طلا اولین بازار کالایی است که تغییر روند دلار در آن اثر می گذارد. جالب است بدانید این تأثیر همیشه آنی است. تغییر روند بازار طلاست که در نهایت منجر به تغییر سطح قیمت بازارهای کالا می شود. تحت نظر داشتن بازار طلا یکی از مهم ترین

1- Lead Time

مراحل تحلیل بین بازاری است. بنابراین برای درک این رابطه، بررسی رابطه معکوس شدید این دو بازار ضروری به نظر می‌رسد.

شکل ۵.۷ امکان مقایسه تغییرات دلار و طلا را طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹ فراهم کرده است. این نمودار از دو جهت حائز اهمیت است. اول اینکه به وضوح نشان‌دهنده رابطه معکوس بین این دو بازار است. دلیل دوم نیز مربوط به چرخش‌های هم‌زمان بازار طلا و دلار است که در این نمودار به روشنی قابل مشاهده است. شکل ۵.۷ نشان‌دهنده سه چرخش مهم در این بازارها است (پیکان‌ها را ببینید). کف سال ۱۹۸۵ طلا دقیقاً هم‌زمان با اوج ارزش دلار رخ داده است. اوج مهم دسامبر ۱۹۸۷ بازار طلا نیز با کف قیمتی دلار هم‌زمان شده است و در نهایت کف قیمتی بازار طلا در ژوئن ۱۹۸۹ با اوج ارزش دلار در یک زمان اتفاق افتاده است.

شکل ۵.۸ نمایی نزدیک‌تر از چرخش‌های اواخر سال ۱۹۸۷ و اواسط سال ۱۹۸۹ را نشان می‌دهد. این نمودار همچنین نشان‌دهنده رابطه معکوس شدید این دو بازار است. شکل ۵.۹ نیز وضعیت این دو بازار را از اواخر سال ۱۹۸۸ تا تابستان و پائیز سال ۱۹۸۹ نشان می‌دهد. در شکل ۵.۹ توجه کنید که چگونه اوج‌های دلار در ماه‌های ژوئن و سپتامبر ۱۹۸۹ کاملاً هم‌زمان با دو کف بازار طلا رخ داده است. پس از تشکیل این دو کف که الگوی «دو کف» را تکمیل کرده‌اند، روند صعودی بازار طلا آغاز شده است. با فرض وجود رابطه معکوس قوی میان بازار طلا و دلار که منطقی نیز به نظر می‌رسد، بدیهی است تحلیل هم‌زمان این دو بازار برای درک بهتر شرایط اقتصادی کل بازار امری لازم و ضروری باشد. برای مثال، اگر بر اساس شواهد بازار طلا، پیش‌بینی کنیم که روند صعودی جدیدی در این بازار در حال شکل گرفتن است و در همین زمان شاهد رشد پر قدرت ارزش دلار باشیم، باید در تحلیل‌های خود تجدید نظر کنیم. در واقع ایجاد سیگنال فروش دلار باید هم‌زمان با ایجاد سیگنال خرید در بازار طلا صادر شود. عکس این مطلب نیز همواره برقرار است، یعنی ایجاد سیگنال خرید در بازار دلار باید سیگنال فروش را در بازار طلا در پی داشته باشد.

شکل ۵.۷

رابطه معکوس شدیدی بین بازار طلا و ارزش دلار طی دوره پنج ساله سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹ قابل مشاهده است. دلار و طلا در بیشتر اوقات در خلاف جهت هم حرکت می‌کنند.



شکل ۵.۸

تغییرات دلار و طلا طی سال‌های ۱۹۸۸ و ۱۹۸۹. اوج‌ها و کف‌های دلار همیشه هم‌زمان با عکس این حالت‌ها برای بازار طلا رخ داده‌اند. روند صعودی دلار از سال ۱۹۸۸ که تا میانه سال ۱۹۸۹ نیز به طول انجامیده است، موجب ایجاد روندی معکوس در بازار طلا شده است. این دو بازار را همیشه باید به همراه هم تحلیل کرد.



شکل ۵.۹

کف قیمتی دلار در دسامبر ۱۹۸۸ هم‌زمان با اوج قیمت طلا رخ داده است. اوج‌های ژوئن و سپتامبر ۱۹۸۹ دلار نیز متناظر با کف‌های مشابهی در بازار طلا ایجاد شده‌اند.

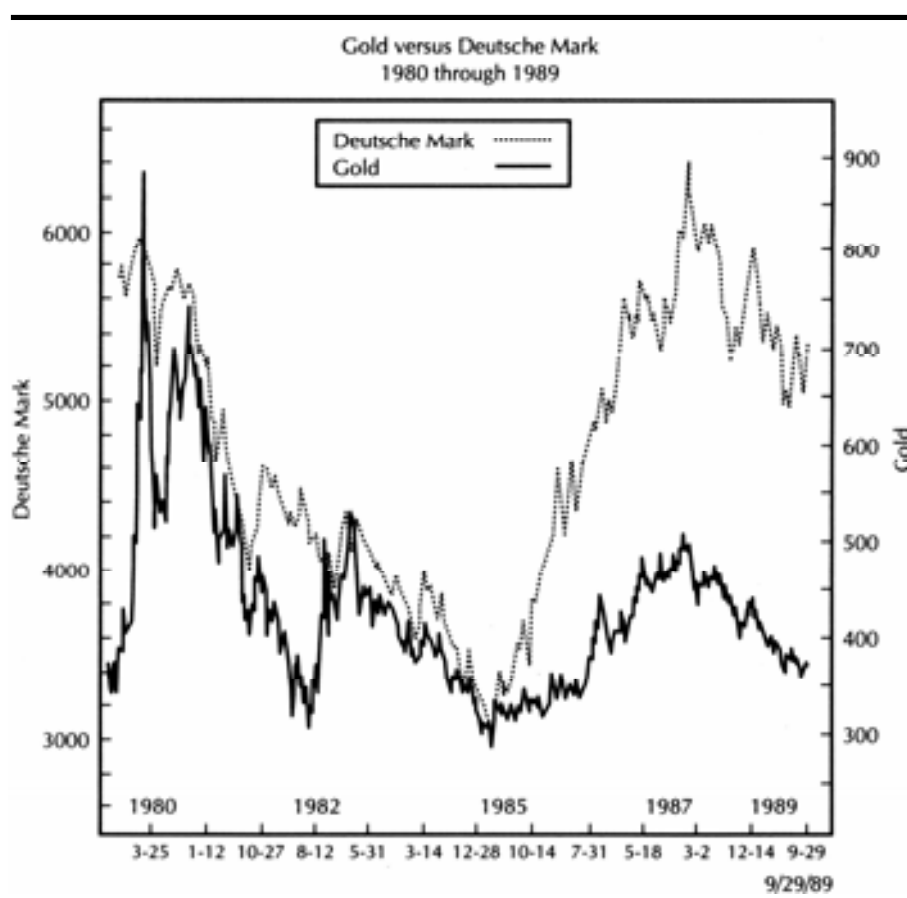


ارزهای دیگر و طلا

در این قسمت بعد جدیدی به این مقایسات اضافه می‌شود. همان‌طور که گفته شد، دلار و طلا در خلاف جهت هم حرکت می‌کنند. بازار ارزهای دیگر نیز چنین رفتاری از خود نشان می‌دهند. با افزایش ارزش دلار، ارزهای دیگر سقوط و با کاهش ارزش دلار، ارزهای دیگر صعود (در مقایسه با دلار) می‌کنند. بنابراین ارزهای خارجی و طلا باید جهتی یکسان داشته باشند. بر این اساس، ما در این بخش از مارک آلمان به عنوان نماینده‌ای از ارزهای خارجی برای انجام مقایسات این ارز و طلا استفاده خواهیم کرد. از آنجایی که ارزهای خارجی، هم جهت با تغییرات طلا حرکت می‌کنند، مقایسه این ارزها با بازار طلا و دلار کار آسان‌تری خواهد بود. شکل ۵.۱۰ نشان‌دهنده رابطه مثبت بازار طلا و مارک آلمان، طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۹ می‌باشد (با این که ما در این مثال از مارک آلمان استفاده کرده‌ایم، استفاده از ارزهای دیگر خصوصاً پوند انگلستان، فرانک سوئیس، ین ژاپن و حتی شاخص‌های ترکیبی ارزهای خارجی نیز همین نتایج را در پی خواهد داشت). به شباهت زیادی که بین حرکات این دو بازار وجود دارد توجه کنید. تمام اوج‌های هر دو بازار در این ده سال هم‌زمان رخ داده‌اند. هر دو بازار در اواسط سال ۱۹۸۰ به اوج رسیده‌اند (شاخص CRB نیز با شش ماه تأخیر اوج خود را تجربه کرده است). باز هم هر دو بازار در نیمه اول سال ۱۹۸۵ به کف رسیده‌اند و تا اوج ماه دسامبر سال ۱۹۸۷ به همراه هم صعود کرده‌اند. با آغاز تابستان ۱۹۸۹، مارک (همانند دیگر ارزهای خارجی) سقوطی را به همراه طلا تجربه کرده است (در این زمان دلار روندی صعودی در پیش گرفته است). این مسئله در شکل ۵.۱۱ به وضوح قابل رؤیت است. همان‌طور که می‌بینید، مارک و طلا به همراه هم در ژوئن ۱۹۸۹ به کف قیمتی رسیده‌اند (این اتفاق هم‌زمان با آغاز روند نزولی دلار رخ داده است).

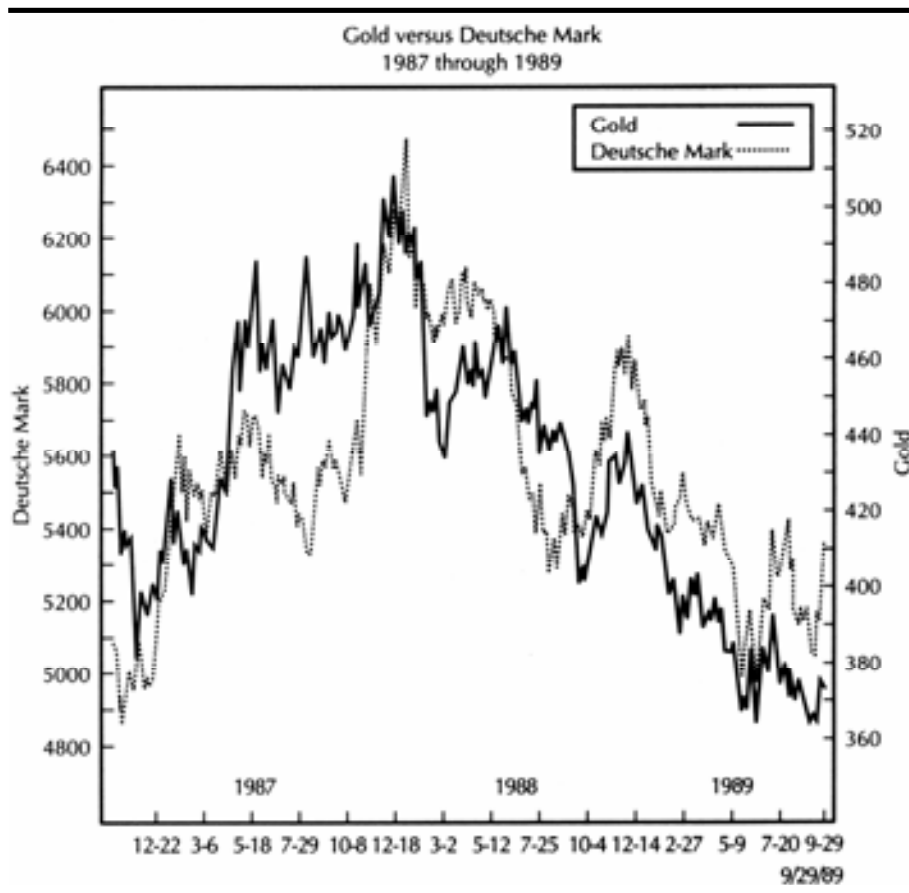
شکل ۵.۱۰

طلا و مارک آلمان (به عنوان ارزی خارجی) معمولاً در یک جهت (و مخالف دلار) حرکت می کنند. طلا و مارک هم زمان در سال های ۱۹۸۰ و ۱۹۸۷ به اوج رسیده اند و در سال ۱۹۸۵ با هم کف قیمتی را تجربه کرده اند.



شکل ۵.۱۱

طلا و مارک آلمان طی سال‌های ۱۹۸۷ و ۱۹۸۹. هر دو بازار در پایان سال ۱۹۸۷ به اوج رسیده‌اند و تا تابستان ۱۹۸۹ همچنان قدرت خود را حفظ کرده‌اند. تشکیل الگوی «کف‌های افزایشی» در سپتامبر ۱۹۸۹ اشاره به آغاز روند صعودی ارزهای خارجی و طلا دارد.



در سپتامبر ۱۹۸۹ مارک دومین کف قیمتی خود را تشکیل داده است. این کف در سطح بالاتری نسبت به کف اول قرار گرفته است. دقیقاً در همین زمان بازار طلا نیز دومین کف خود را تجربه کرده و الگوی «دو کف» برای طلا تکمیل شده است. با آغاز پائیز سال

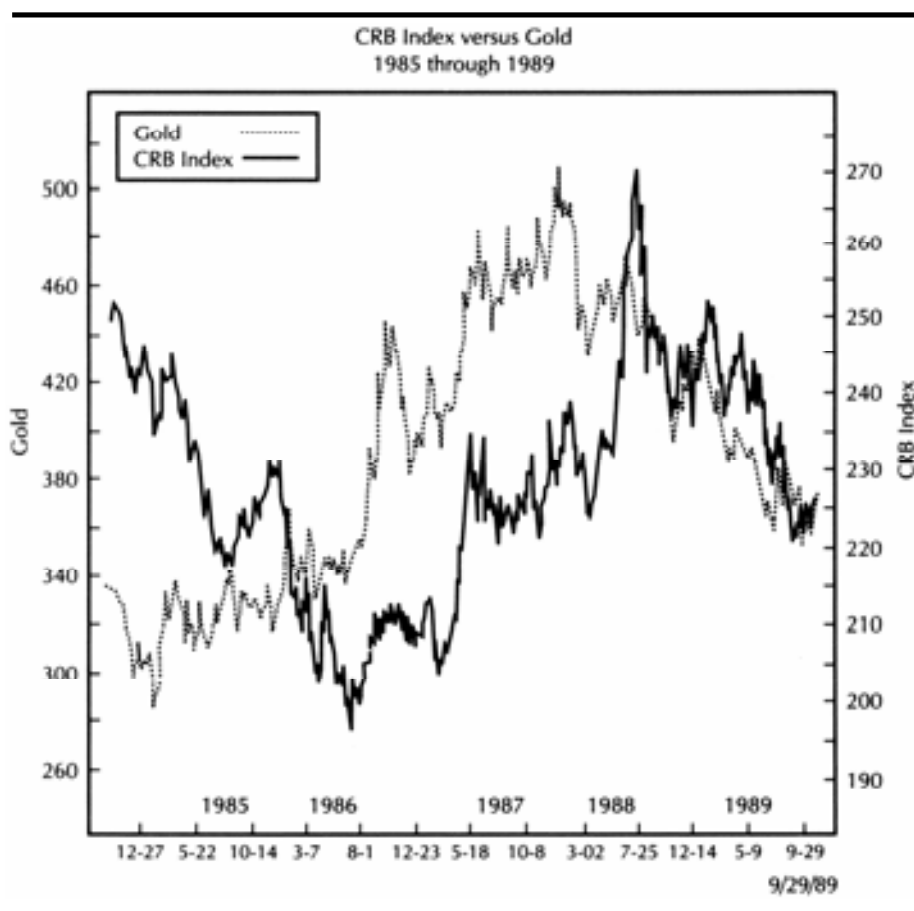
۱۹۸۹، الگوی «کف‌های افزایشی»^۱ برای مارک تکمیل شده است. این «واگرایی مثبت» احتمال ایجاد کف بازار طلا را نیز افزایش داده است. در هر حال با فرض وجود رابطه مثبت بین بازار طلا و مارک (و بیشتر ارزش‌های خارجی)، اهمیت تحلیل ارزش‌های دیگر کشورها برای تحلیل جامع بازار طلا و به طور کلی بازارهای کالا بدیهی به نظر می‌رسد. همان‌طور که در گذشته نیز اشاره کردیم بازار طلا یک شاخص پیشرو برای شاخص CRB به شمار می‌رود. همچنین با توضیحات فوق دریافتیم که بازار طلا نیز به نوبه خود رابطه نزدیکی با ارزش‌های خارجی دارد. بنابراین می‌توان نتیجه گرفت که ارزش‌های خارجی می‌توانند شاخصی برای بازارهای کالایی که با دلار آمریکا قیمت‌گذاری می‌شوند نیز باشند. شکل ۵.۱۲ علت این امر را نشان می‌دهد.

طلا به عنوان شاخصی پیشرو برای شاخص CRB

نقش طلا به عنوان شاخصی پیشرو برای شاخص CRB در شکل‌های ۵.۱۲ و ۵.۱۳ نشان داده شده است. همان‌طور که شکل ۵.۱۲ نشان می‌دهد، طلا هم در کف سال ۱۹۸۵ و هم در اوج سال ۱۹۸۷ نسبت به شاخص CRB جلوتر بوده است. (طلا همچنین در چرخش نزولی شاخص CRB در سال ۱۹۸۰ نیز پیشرو بوده است). کف سال ۱۹۸۵ طلا بیش از یک سال زودتر از کف سال ۱۹۸۶ شاخص CRB رخ داده است. اوج بازار طلا در دسامبر ۱۹۸۷ نیز در حالی دیده می‌شود که اوج شاخص CRB در تابستان ۱۹۸۸، یعنی بیش از نیم سال بعد ایجاد شده است.

شکل ۵.۱۲

طلا معمولاً زودتر از شاخص CRB تغییر جهت می‌دهد. همان‌طور که می‌بینید کف قیمتی طلا یک سال زودتر از کف شاخص CRB در سال ۱۹۸۵ رخ داده است. اوج طلا نیز شش ماه از اوج متناظر شاخص CRB جلوتر است.

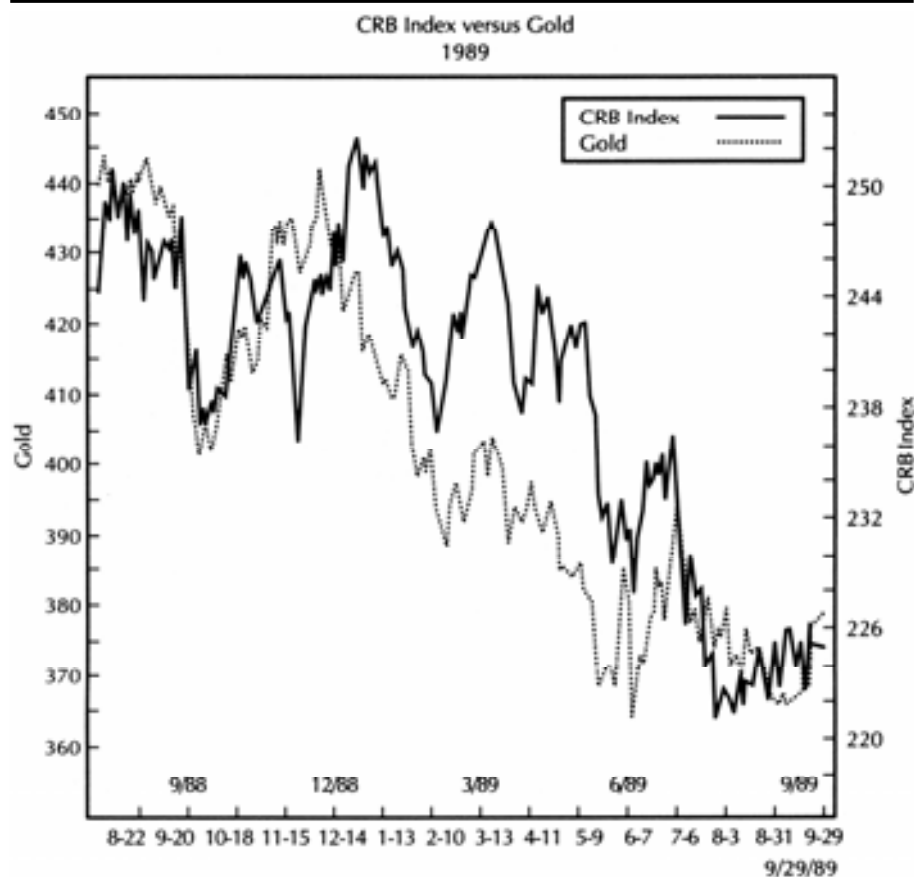


شکل ۵.۱۳ امکان بررسی دقیق‌تر اتفاقات سال ۱۹۸۹ را فراهم می‌کند. در حالی که شاخص CRB همچنان به سقوط خود در آگوست و سپتامبر این سال ادامه می‌دهد، طلا در ماه ژوئن اندکی بالاتر از ۳۶۰ دلار متوقف می‌شود. توانایی بازار طلا در افزایش قیمت خود در سپتامبر ۱۹۸۹ منجر به «واگرایی مثبتی» بین این بازار و شاخص CRB شده و اخطار چرخش در شاخص CRB را صادر کرده است. به خاطر می‌آورید که الگوی «دو کف»

در بازار طلا پیش‌تر ایجاد یک «کف افزایشی» در بازار مارک را نوید داده بود. بنابراین توالی این اتفاقات در آخرین فصل سال ۱۹۸۹، از قدرت یافتن مارک و در نتیجه فراهم شدن شرایط برای صعود مجدد طلا و شاخص CRB حکایت دارد.

شکل ۵.۱۳

در بهار ۱۹۸۹، طلا دو ماه زودتر از شاخص CRB به اوج رسیده و روند نزولی خود را آغاز کرده است. آغاز این روند با پیش‌بینی آغاز روندی مشابه برای شاخص CRB همراه است. از ژوئن تا سپتامبر ۱۹۸۹ نیز ایجاد الگوی «دو کف» در روند قیمت طلا، نزدیک بودن کف قیمتی شاخص CRB را نوید می‌دهد.



با توجه به این توضیحات می‌توان نتیجه گرفت، رابطه بین دلار و بازار طلا برای پیش‌بینی روند کلی قیمت کالاها بسیار با اهمیت است. در این بین استفاده از ارزشهای خارجی، نظیر مارک آلمان، می‌تواند کمک بسیار زیادی به درک بهتر شرایط بازار کند. با ترکیب دو نمودار ۵.۱۰ و ۵.۱۱ رابطه معکوس بازار طلا و دلار بیشتر نمایان می‌شود. بنابراین به روشنی می‌توان فهمید چرا چرخش بازار مارک زودتر از شاخص CRB رخ می‌دهد. شکل ۵.۱۴ نشان می‌دهد مارک طی سال‌های ۱۹۸۵ تا اواخر سال ۱۹۸۹ شاخصی پیشرو برای شاخص CRB بوده است. همان‌طور که در شکل ۵.۱۵ می‌بینید، مارک آلمان در می ۱۹۸۹ (هم-زمان با اوج بازارهای دلار و اوراق قرضه) زودتر از شاخص CRB به کف رسیده‌است. این مسئله آغاز روندی صعودی را در شاخص CRB نوید می‌دهد، اتفاقی که در سپتامبر همان سال نیز رخ داده است. اگر اندکی به عقب برگردیم، با نگاهی به شکل ۵.۱۰ می‌توان مشاهده کرد که اوج مارک آلمان در نیمه نخست سال ۱۹۸۰، سقوط شاخص CRB را طی ماه‌های آینده (اواخر همان سال) به درستی پیش‌بینی کرده است.

ترکیب دلار، طلا و شاخص CRB

اصولاً مقایسه ساده دلار و شاخص CRB به تنهایی کافی نیست. با این حال به طور کلی، افزایش قدرت دلار منجر به سقوط شاخص CRB و سقوط دلار منجر به صعود شاخص CRB خواهد شد. اما تأخیر زمانی بین این دو رخداد، با استفاده از بازار طلا راحت‌تر درک می‌شود. در واقع ما از بازار طلا به عنوان پلی بین این دو بازار استفاده می‌کنیم. در چرخش‌های اصلی دو بازار طلا و شاخص CRB، بازار طلا معمولاً یک سال جلوتر است. در تغییر جهت‌های کوتاه‌مدت‌تر نیز می‌توان گفت بازار طلا به طور میانگین چهار ماه زودتر از شاخص CRB تغییر مسیر می‌دهد. دقیقاً مشابه این قضیه بین دلار و شاخص CRB نیز وجود دارد.

شکل ۵.۱۴

مارک آلمان (و دیگر ارزهای خارجی) می‌تواند به عنوان شاخصی پیشرو برای شاخص CRB مورد استفاده قرار گیرد. در سال ۱۹۸۵ چرخش صعودی این ارز یک سال زودتر از شاخص CRB رخ داده است. در چرخش نزولی اواخر سال ۱۹۸۷ نیز مارک، هفت ماه زودتر از شاخص CRB روند جدید خود را آغاز کرده است.



شکل ۵.۱۵

مارک در مقابل شاخص CRB از سپتامبر ۱۹۸۸ تا سپتامبر ۱۹۸۹. روند نزولی مارک از دسامبر تا ژوئن، هم‌زمان با نزول شاخص CRB رخ داده است. در این زمان، با تشکیل الگوی «دو کف» در روند قیمت مارک، خطر آغاز روند صعودی شاخص CRB نیز صادر شده است. از آنجایی که ارزشهای خارجی معمولاً بر خلاف روند دلار آمریکا حرکت می‌کنند، می‌توان گفت که ارزشهای خارجی و بازارهای کالای آمریکا، البته با چند ماه تأخیر نسبت به یکدیگر، هم‌جهت هستند.



شکل ۵.۱۶

مقایسه‌ای بین دلار (نمودار بالایی)، طلا و شاخص CRB (نمودار پایینی). کف ایجاد شده در دلار (که نقطه آغاز روند صعودی این ارز می‌باشد)، قیمت طلا و با اندکی تأخیر شاخص CRB را به پایین سوق داده است. با اینکه شکستن خط مقاومت دلار در ماه می ۱۹۸۹ منجر به حرکت شاخص CRB به سمت کف قیمتی شده، طلا چند ماه زودتر از این شاخص به کف رسیده است. در پائیز ۱۹۸۹، با آغاز روند نزولی دلار، طلا و پس از آن شاخص CRB، صعود خود را آغاز کرده‌اند.



شکل ۵.۱۶ برای مقایسه سه بازار فوق، طی دوره زمانی سپتامبر ۱۹۸۸ تا سپتامبر ۱۹۸۹ آورده شده است. نمودار بالا نشان‌دهنده تغییرات دلار آمریکا است. در این نمودار، کف قیمتی دسامبر ۱۹۸۸، نقطه‌ی شکست خط مقاومت، آغاز روند صعودی جدید در می ۱۹۸۹

و اوج‌های ژوئن و سپتامبر دلار قابل مشاهده است. در نمودار زیرین نیز مقایسه‌ای بین دو بازار طلا و شاخص CRB طی همین دوره زمانی ارائه شده است. اوج طلا در دسامبر ۱۹۸۸ (هم‌زمان با کف قیمتی دلار) باعث شده است تا شاخص CRB یک ماه بعد به اوج قیمتی برسد. محرز شدن سقوط طلا در مارس ۱۹۸۹ نیز اخطار زود هنگام سقوط شاخص CRB را دو ماه قبل از وقوع این اتفاق صادر کرده است. اوج دلار در ژوئن و سپتامبر ۱۹۸۹ (نمودار بالایی شکل ۵.۱۶) که هم‌زمان با تشکیل الگوی «دو کف» در بازار طلا رخ داده است، نشانه‌ای قوی برای پایان روند نزولی شاخص CRB به حساب می‌آید. در تمامی این موارد، بازار طلا همواره به عنوان بازاری غالب و تأثیرگذار بر دو بازار دیگر باقی مانده است. با این حال تأثیرگذاری دلار بر بازار طلا به مراتب سریع‌تر از بازارهای کالا است. بنابراین می‌توان گفت که استفاده از هر سه بازار فوق برای به دست آوردن تحلیلی جامع، ضروری است.

خلاصه

رابطه بین دلار و بازارهای سهام و اوراق قرضه، رابطه‌ای غیر مستقیم است. در واقع رابطه مستقیم‌تر، رابطه‌ای است بین دو بازار دلار و شاخص CRB. این رابطه متعاقباً بر سهام و اوراق قرضه تأثیر می‌گذارد. در این بین دلار معمولاً بر خلاف شاخص CRB حرکت می‌کند. سقوط دلار که به معنی ایجاد شرایط تورمی است، نهایتاً شاخص CRB را تقویت می‌کند. افزایش قدرت دلار نیز که به معنی برقراری شرایط غیر تورمی است، نهایتاً منجر به سقوط شاخص CRB می‌شود. تأثیر افزایش قدرت دلار بر بازارهای سهام و اوراق قرضه تنها زمانی مشخص می‌شود که این اتفاق منجر به سقوط بازارهای کالا شود. عکس این مطلب نیز صحیح است. به عبارت دیگر، تأثیر کاهش قدرت دلار بر بازارهای سهام و اوراق قرضه نیز پس از آغاز روند صعودی بازارهای کالا قابل مشاهده است. طلا حساس‌ترین کالا نسبت به تغییرات دلار است و معمولاً به صورت آنی بر خلاف جهت دلار حرکت می‌کند. طلا معمولاً چهار ماه زودتر از شاخص CRB تغییر مسیر می‌دهد (این

زمان برای چرخش‌های اساسی نزدیک به یک سال است). بازار طلا را می‌توان به عنوان پلی بین دلار و شاخص‌های بازار کالا در نظر گرفت. در این بین، ارزش‌های خارجی نیز به دلیل هم‌زمانی و هم‌جهتی با طلا می‌توانند به عنوان شاخص‌هایی پیشرو برای شاخص CRB مورد استفاده قرار گیرند.

در بخش بعد در مورد رابطه مهم بین دلار، نرخ‌های بهره و بازار سهام بحث خواهیم کرد. همچنین در مورد وجود رابطه شاخص CRB و بازار سهام توضیحاتی خواهیم داد. قبل از شروع بخش بعد، به رابطه مهم دلار و بازار طلا، و نقشی که بازار طلا در مرتبط ساختن این ارز با بازار سهام ایفا می‌کند، توجه کنید.



دلار در مقابل نرخ‌های بهره و سهام

تاکنون بیشتر در مورد رابطه موجود بین چهار بخش اصلی بازار بحث کرده‌ایم. در ابتدا بحث را با مباحثی کلی در مورد دلار آغاز کردیم و سپس به کالاها، اوراق قرضه و سهام پرداختیم. در مورد اهمیت جایگاه بازارهای کالا در قرار گرفتن بین دلار و بازار اوراق قرضه نیز مباحثی مطرح کردیم. در این بخش می‌خواهیم رابطه تغییرات دلار و دو بازار اوراق قرضه و سهام را این بار بدون در نظر گرفتن هیچ بازار واسطه‌ای مورد بررسی قرار دهیم. همچنین قصد داریم نگاهی به رابطه‌ی مستقیم بازار سهام و شاخص CRB، اگر وجود داشته باشد، نیز بیندازیم. از آنجایی که از بازار طلا به عنوان گزینه‌ای جایگزین برای سرمایه‌گذاری در زمانی که وضعیت بازار سهام مناسب نیست، یاد می‌شود، رابطه این بازار و بازار سهام را هم در دهه ۱۹۸۰ مورد بررسی قرار خواهیم داد.

در تحلیل بین‌بازاری معمولاً بحث را با بررسی وضعیت دلار آغاز می‌کنند و پس از آن را به سه بخش دیگر بازار گسترش می‌دهند. اما در واقع هیچ نقطه آغازی برای هیچ تحلیلی وجود ندارد. برای درک این مطلب، توالی اتفاقاتی که در بازار سهام طی یک چرخه رونق و رکود رخ می‌دهد را در نظر بگیرید. دلار شروع به افزایش می‌کند (۱۹۸۰). افزایش

دلار، محیطی غیرتورمی ایجاد می‌کند که در نتیجه آن قیمت کالاها کاهش می‌یابند (۱۹۸۰-۱۹۸۱). کاهش نرخ بهره ناشی از کاهش قیمت‌های کالاها، قیمت اوراق قرضه را افزایش می‌دهد (۱۹۸۱). افزایش قیمت اوراق قرضه نیز رونق بازار سهام را در پی دارد (۱۹۸۲). مدتی بعد (۱۹۸۵-۱۹۸۲) مجدداً همین روند، یعنی افزایش ارزش دلار، سقوط قیمت کالاها، سقوط نرخ‌های بهره، افزایش قیمت اوراق قرضه و رونق بازار سهام تکرار می‌شود.

سقوط نرخ‌های بهره، موجب کاهش ارزش دلار می‌شود (در واقع کاهش نرخ‌های بهره، موجب کاهش جذابیت و تقاضای دلار به دلیل کاهش بازده حاصل از داشتن این ارز می‌شود)، اتفاقی که طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷ رخ داد. در این زمان فعالان بازار به طور هم‌زمان شاهد کاهش ارزش دلار، سقوط قیمت کالاها، سقوط نرخ‌های بهره و افزایش قیمت اوراق قرضه و سهام بودند. سرانجام، کاهش ارزش دلار موجب افزایش قیمت کالاها گردید (۱۹۸۷). افزایش قیمت کالاها نیز موجب افزایش نرخ‌های بهره و در نتیجه کاهش قیمت اوراق قرضه شد. سقوط قیمت اوراق قرضه نیز نهایتاً باعث سقوط بازار سهام شد (۱۹۸۷). صعود نرخ‌های بهره، فشار افزایشی زیادی را در بازار دلار ایجاد کرد (۱۹۸۸) و چرخه رونق مجدداً آغاز شد.

تأثیرات متوالی و موج‌وار چهار بخش بازار هیچ‌گاه پایان نمی‌پذیرد و به همین دلیل، نمی‌توان برای آن آغازی در نظر گرفت. در واقع روند دلار که در اینجا به عنوان نقطه آغاز در نظر گرفته شده است، خود واکنشی نسبت به روند نرخ‌های بهره است. به عبارت دیگر دلار اولین جایی است که اثر تغییرات نرخ‌های بهره بر آن نمایان می‌شود. با توجه به مطالب گفته‌شده، درک روابط بین بازاری بسیار پیچیده به نظر می‌رسد، در حالی که اصلاً این گونه نیست. اجازه دهید دلار و نرخ‌های بهره را یک بار دیگر در نظر بگیریم. سقوط دلار به عنوان آغازی برای دوره تورمی، سرانجام نرخ‌های بهره را به سمت بالا سوق می‌دهد (توسط فدرال رزرو). افزایش نرخ‌های بهره نیز دلار را بیش از ارزهای دیگر جذاب می‌کند و تقاضا برای دلار افزایش می‌یابد. این مسئله نهایتاً منجر به افزایش ارزش

دلار می‌گردد. وقتی که قدرت دلار بیش از اندازه افزایش یافت، نرخ‌های بهره کاهش می‌یابند. این کاهش سرانجام، از جذابیت دلار در مقابل سایر ارزها می‌کاهد و منجر به کاهش ارزش آن می‌شود، و این چرخه بارها و بارها تکرار می‌گردد.

با فرض سناریوی فوق، رابطه بین اوراق قرضه و دلار بیش از پیش نمایان می‌شود. همچنین درک چرایی رونق اوراق قرضه پس از افزایش ارزش دلار راحت‌تر می‌شود. افزایش ارزش دلار سرانجام نرخ‌های بهره را به پایین سوق می‌دهد و این کاهش موجب جذابیت و افزایش قیمت اوراق قرضه می‌شود. در حالت عکس نیز سقوط دلار، نرخ‌های بهره را افزایش و قیمت اوراق قرضه را کاهش می‌دهد. در هر دو حالت نیز بازار اوراق قرضه بر بازار سهام اثری مستقیم و مثبت دارد که در بخش ۴ به طور مفصل به آن پرداختیم. تمرکز اصلی این بخش به بررسی ارتباط مستقیم بین دلار و نرخ‌های بهره، معطوف است. با این که در اینجا رابطه مستقیم دلار و بازار سهام را نیز بررسی خواهیم کرد، از پیش می‌دانیم که تأثیرگذاری دلار بر بازار سهام باید از طریق بازار اوراق قرضه صورت پذیرد و بنابراین با تأخیر و تصحیح همراه خواهد بود.

آیا بازارهای کالا پیشرو هستند یا خود از بازارهای دیگر پیروی می‌کنند؟

با اینکه در این بخش قصد نداریم در مورد بازارهای کالا بحث کنیم، درک مباحث این بخش بدون اشاره به این بازارها امکان‌پذیر نخواهد بود. معمولاً در مورد رابطه بین دلار و کالاها این گونه تصور می‌شود که دلار بر بازارهای کالا تأثیرگذار است و اصطلاحاً نسبت به بازارهای کالا نقشی پیشرو دارد. به عبارت دیگر روند بازارهای کالا متأثر از روند ارزش دلار است. این مسئله نیز که تحلیلگران اغلب روند تورم را با استفاده از تغییرات بازارهای کالا مورد بررسی قرار می‌دهد (که این روند نیز نهایتاً روند نرخ بهره را مشخص می‌کند)، می‌تواند دلیلی دیگر بر پیشرو بودن دلار نسبت به بازارهای کالا تلقی شود. اما از طرفی می‌توان گفت، این افزایش قیمت کالاها و نرخ‌های بهره است که در طی زمان، دلار را به سمت بالا سوق می‌دهد. برای مثال، صعود دلار در آغاز سال ۱۹۸۸ پس از افزایش

توأم شاخص CRB و نرخ‌های بهره‌ای رخ داد که در بهار ۱۹۸۷ آغاز شده بود. بنابراین این سؤال مطرح می‌شود که آیا این تغییرات دلار است که موجب تغییرات بازارهای کالا می‌شود، یا تغییرات بازارهای کالا و نرخ‌های بهره موجب ایجاد تغییر در روند دلار می‌شود؟ با توجه به چرخه بی‌پایانی که پیش‌تر در مورد آن صحبت کردیم، هر دو پاسخ به یک اندازه درست است. روندهای بازارهای کالا (که همتای روند نرخ‌های بهره می‌باشند) در عین حال که متأثر از روند قیمت دلار هستند، در طی زمان، خود بر روند آینده دلار نیز اثر می‌گذارند.

مشکل بررسی و مقایسه مستقیم دلار با اوراق قرضه و سهام، بدون در نظر گرفتن بازارهای کالا این است که عملاً واسطه مهمی در این میان در نظر گرفته نشده است. در این میان، مسئله تأخیر زمانی بین بازارها نیز همچنان وجود دارد. به عبارت دیگر، در حالی که ممکن است تحلیلگران، توالی اتفاقات رخ داده در بازار را به درستی درک کنند و روند آینده بازارها را تشخیص دهند، تعیین زمان این تغییر کار بسیار مشکلی است. همان‌طور که در بخش ۵ نیز اشاره کردیم، معمولاً در این بین از بازارهای حساس‌تری برای تشخیص زمان این تغییر استفاده می‌شود. مثلاً به جای استفاده از بازارهای کالا از بازار طلا که حساسیت بیشتری نسبت به دلار دارد استفاده می‌شود. با این توضیح ضروری، به بررسی مستقیم دلار و نرخ‌های بهره می‌پردازیم.

دلار و نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت

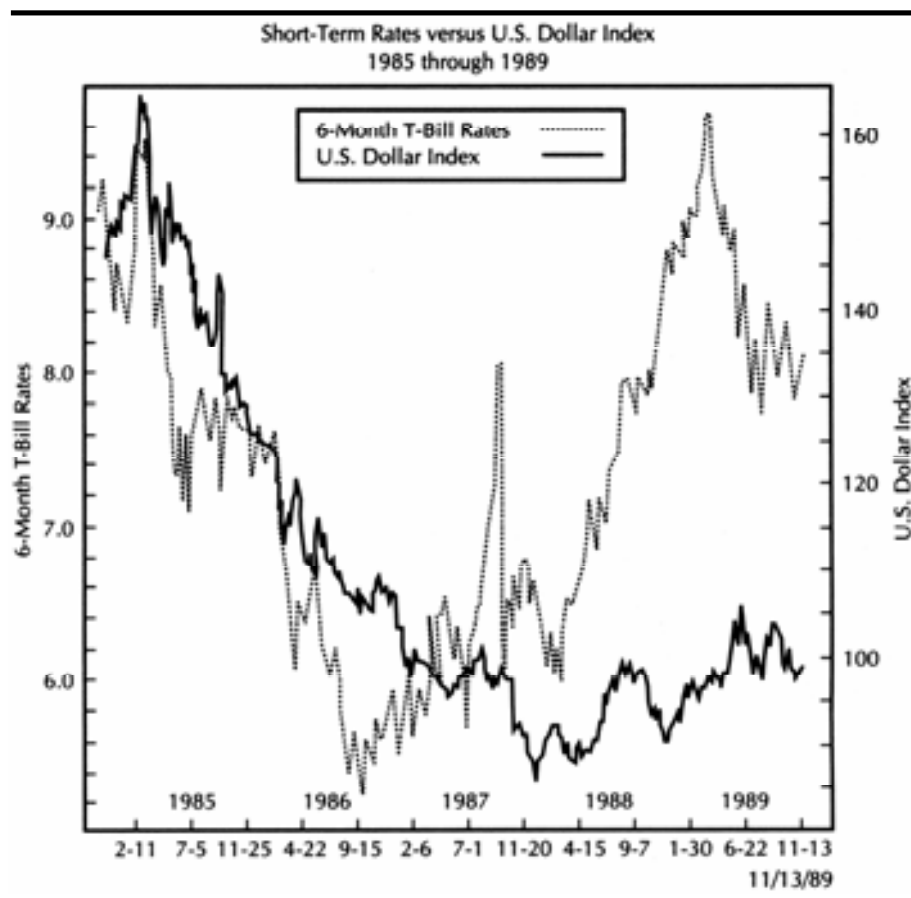
نرخ‌های بهره‌ی کوتاه‌مدت از ناپایداری بیشتری نسبت به نرخ‌های بهره بلندمدت برخوردارند و معمولاً نسبت به تغییر سیاست‌های مالی بسیار سریع‌تر واکنش نشان می‌دهند. دلار نسبت به تغییرات نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت، حساس‌تر از نرخ‌های بهره بلندمدت است و نرخ‌های بهره بلندمدت نسبت به انتظارات تورمی بلندمدت حساس هستند. در این بین، تعامل بین نرخ‌های بهره‌ی بلند مدت و نرخ‌های بهره‌ی کوتاه مدت می‌تواند اطلاعات

مفیدی درباره درک سیاست‌های مالی بانک مرکزی آمریکا در اختیار ما قرار دهد. اطلاعاتی که انبساطی یا انقباضی بودن سیاست‌های پولی این بانک را مشخص می‌کند. شکل ۶.۱ تغییرات نرخ بهره شش ماهه اسناد کوتاه‌مدت خزانه (T-bill) را در مقابل دلار طی سال‌های ۱۹۸۵ تا سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ نشان می‌دهد. همان‌طور که مشاهده می‌کنید نرخ بهره مذکور از سال ۱۹۸۱، اندکی پس از اوجگیری دلار در سال ۱۹۸۰ سقوط کرده است. سقوط نرخ بهره کوتاه‌مدت در سال ۱۹۸۵، دلار را نیز همراه خود به پایین سوق داده است. از اوایل سال ۱۹۸۵ تا اواخر سال ۱۹۸۶، نرخ بهره کوتاه‌مدت و دلار به همراه هم به سقوط خود ادامه داده‌اند. اثرات تورمی کاهش ارزش دلار در اواخر سال ۱۹۸۶، فشار زیادی را برای افزایش نرخ بهره وارد کرده است. در همین سال، نرخ‌های بهره برای جلوگیری از فشار تورمی ایجاد شده که منجر به افزایش شدید قیمت کالاها شده بود، افزایش یافتند. با اینکه افزایش نرخ‌های بهره، خود ناشی از سقوط دلار و فشارهای تورمی حاصل از آن بود، کف سال ۱۹۸۶ نرخ بهره مذکور، بستری برای آغاز روند صعودی دلار در دسامبر سال بعد ایجاد کرده بود.

در پائیز ۱۹۸۷ ادامه روند رو به رشد نرخ بهره، باعث شد روند دلار نیز اندکی صعودی شود. در همین زمان، با سقوط بازار سهام در اکتبر ۱۹۸۷، بانک مرکزی آمریکا برای جلوگیری از تشدید بحران و آرام کردن جو بازار سهام، اقدام به افزایش شدید نرخ‌های بهره کرد. بحران ایجادشده در بورس باعث خروج سرمایه‌های زیادی از این بازار شده بود. سرمایه‌های خارج‌شده از بورس به سمت بازارهای اوراق قرضه و اسناد خزانه کوتاه‌مدت سرازیر شده بودند تا خود را به بازار امن‌تری برسانند. این اتفاق منجر به افزایش شدید قیمت اوراق قرضه و اسناد خزانه شده بود و در نتیجه نرخ بهره مجدداً سقوط کرد. سقوط نرخ بهره، دلار را نیز با خود به پایین کشاند. در پائیز ۱۹۸۷، سقوط دلار هم‌زمان با سقوط نرخ بهره، وضعیت بازارهای سهام را بدتر کرد. این دوران یکی از جالب‌ترین زمان‌ها برای بررسی تأثیرات مستقیم بازارهای سهام، دلار و نرخ‌های بهره است.

شکل ۶.۱

نرخ بهره کوتاه‌مدت در مقابل دلار، طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. دلار با اندکی تأخیر از تغییرات نرخ بهره پیروی می‌کند. اوج دلار در سال ۱۹۸۵ نتیجه سقوط نرخ بهره از سال ۱۹۸۱ است. کف دلار در سال ۱۹۸۷ یک سال پس از کف نرخ بهره رخ داده است.



افزایش نرخ بهره (پس از آنکه بازار سهام به شرایط مناسب‌تری رسید) سرانجام منجر به افزایش ارزش دلار در سال ۱۹۸۸ شد. اوج‌گیری نرخ بهره کوتاه‌مدت، زمینه را برای قدرت گرفتن دلار فراهم کرد. در آوریل ۱۹۸۹ نرخ بهره کوتاه‌مدت به اوج خود رسید و روند نزولی خود را آغاز کرد (شکل ۶.۲ را ببینید). این سقوط، دو ماه بعد با ضعیف شدن دلار، اثر خود را نشان داد.

شکل ۶.۲

دلار تا اواسط سال ۱۹۸۹ از روند صعودی نرخ بهره کوتاه‌مدت تبعیت کرده است. اوج نرخ بهره کوتاه‌مدت در مارس ۱۹۸۹ منجر به اوج دلار در ماه ژوئن یعنی سه ماه بعد شده است.

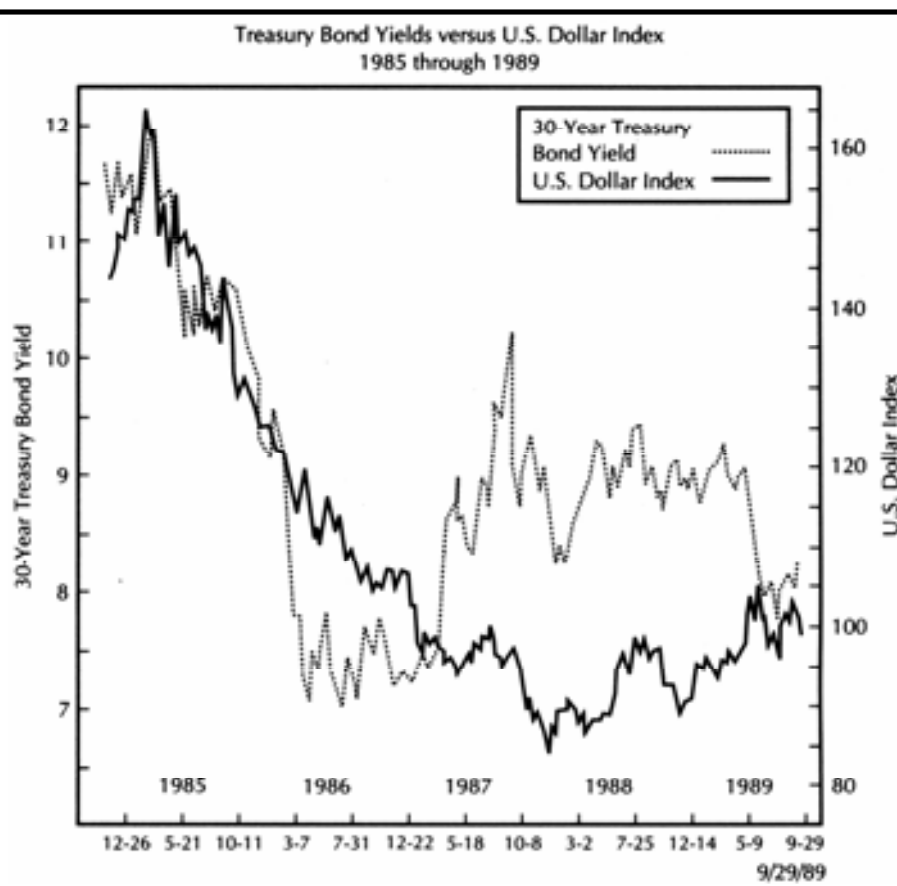


حال بیاید بینیم تعامل دلار و نرخ‌های بهره بلندمدت در همین دوره زمانی چگونه بوده است. شکل ۶.۳، دلار را در مقابل نرخ بهره بلندمدت (۳۰ ساله) اوراق قرضه نشان می‌دهد. با اینکه اوراق قرضه به اندازه‌ی اسناد کوتاه‌مدت خزانه (T-bill) پر نوسان نیست اما رابطه دلار با این نرخ نیز همانند نرخ‌های بهره‌ی کوتاه‌مدت است. بازار اوراق قرضه به عنوان محلی برای سرمایه‌گذاری‌های بلندمدت، نسبت به تغییرات انتظارات تورمی حساس، است

چرا که این بازار اصولاً برای فرار از نوسانات شدید تورمی ایجاد شده است. همان‌طور که در شکل ۶.۳ مشاهده می‌کنید، بازده اوراق قرضه در سال ۱۹۸۷ به دلیل تأثیر تورمی سقوط دلار، (که افزایش قیمت کالاها را در پی داشت) کاهش یافته است. سقوط دلار در سال ۱۹۸۷ دلیل اصلی کاهش نرخ بهره بلندمدت بیان شده است. کاهش نرخ بهره نیز به نوبه خود منجر به سقوط بازار سهام در ماه اکتبر شده است.

شکل ۶.۳

بازده اوراق قرضه در مقابل دلار طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. رابطه‌ای چرخشی بین دلار و نرخ‌های بهره وجود دارد. سقوط دلار نهایتاً نرخ‌های بهره را به بالا سوق می‌دهد (۱۹۸۶)، این افزایش نرخ بهره خود منجر به افزایش قدرت دلار می‌شود (۱۹۸۸). افزایش دلار نیز سرانجام نرخ بهره را به پایین سوق می‌دهد (۱۹۸۹)، که این اتفاق مجدداً منجر به ضعیف شدن دلار می‌شود.



قدرت گرفتن دلار از ۱۹۸۸ تا ۱۹۸۹ (که نتیجه افزایش نرخ بهره بود) سرانجام انتظارات تورمی را کم کرد (و قیمت کالاها را به سطح پایین‌تری سوق داد). در این بین بازده اوراق قرضه نیز در نتیجه این اتفاقات از می ۱۹۸۹ افت خود را آغاز کرد. سقوط بازده اوراق قرضه نیز منجر به سقوط دلار در تابستان ۱۹۸۹ شد.

شکل ۶.۴ نمایی دقیق‌تر به رشد دلار از کف قیمتی آن در دسامبر ۱۹۸۷ تا اوج آن در ژوئن ۱۹۸۹ ترسیم می‌کند. در می ۱۹۸۹، دلار روند نزولی خود را پس از ثبت اوج مهمی آغاز کرد. این اوج (که منجر به پایین رفتن قیمت کالاها و رونق بازار اوراق قرضه شد) در نتیجه سطح پایین نرخ‌های بهره اتفاق افتاد. این نمودارها به خوبی نشان‌دهنده تعاملات دلار و نرخ‌های بهره می‌باشند. همان‌طور که این نمودارها نشان می‌دهند امکان تعیین اینکه کدام‌یک از این دو بازار نسبت به دیگری پیشرو هستند وجود ندارد. در حقیقت یافتن پاسخ این سؤال، اهمیت چندانی هم ندارد. آنچه مهم است، درک چگونگی تعامل بین این دو بازار است.

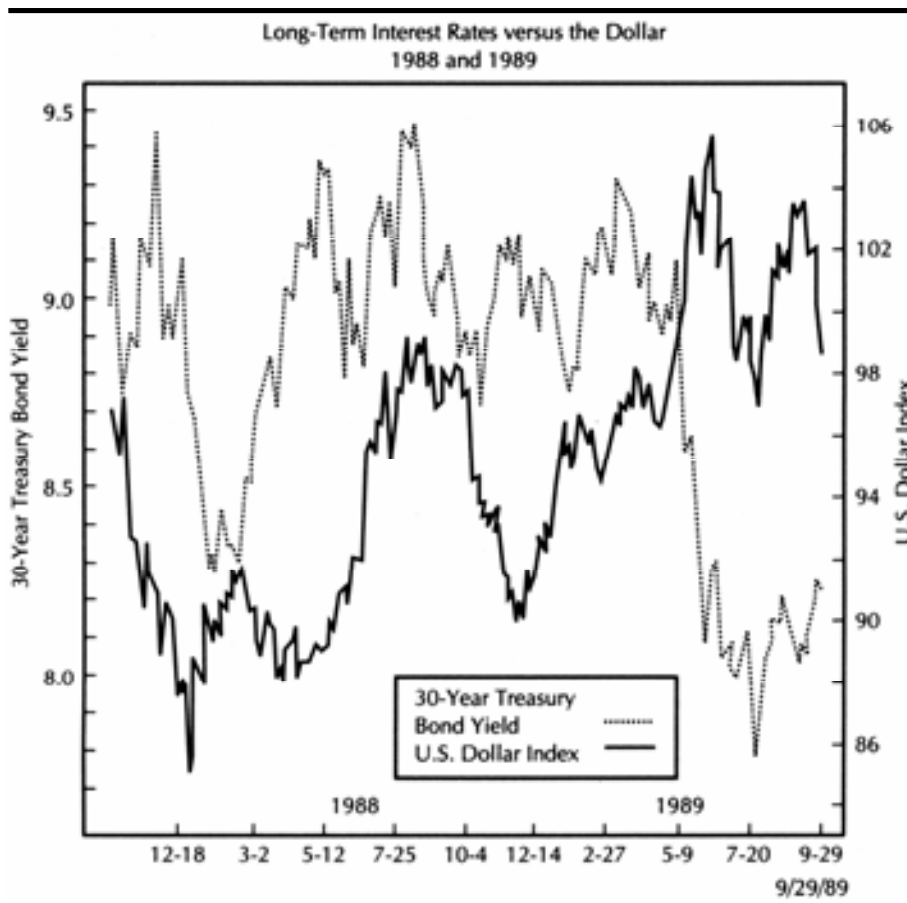
نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت در مقابل نرخ‌های بهره بلندمدت

شکل ۶.۵ مقایسه نرخ‌های بهره بلندمدت و نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت را طی دوره زمانی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹ به تصویر می‌کشد. همان‌طور که مشاهده می‌کنید، معمولاً نرخ بهره بلندمدت بالاتر از نرخ بهره کوتاه‌مدت قرار دارد. در سال ۱۹۸۲، نرخ بهره کوتاه‌مدت با سرعت بیشتری نسبت به نرخ بهره بلندمدت سقوط کرده‌است. این اتفاق در واقع عکس‌العملی به اجرای سیاست‌های انبساطی بانک مرکزی آمریکاست. با اعمال این سیاست تعجب‌آور نبود که در سال ۱۹۸۲ شاهد رونق بازار اوراق قرضه و سهام باشیم. افزایش رؤیایی نرخ بهره‌ی کوتاه مدت در سال ۱۹۸۸ و اوایل ۱۹۸۹ نیز نتیجه‌ی اعمال سیاست‌های سخت‌انقباضی بانک مرکزی آمریکا بود. در آن زمان اجرای این سیاست در جهت کاهش تورم صورت گرفته بود. نتیجه این سیاست، وقوع حالت منحنی بازده

معکوس بود (وقتی نرخ بهره کوتاه مدت بیشتر از نرخ بهره بلندمدت می شود). برای درک بهتر این موضوع، نگاهی به شکل ۶.۶ بیندازید.

شکل ۶.۴

افزایش بازده اوراق قرضه، دلار را تا اواسط سال ۱۹۸۹ همچنان قدرتمند نگاه داشته است. سقوط بازده اوراق قرضه در بهار ۱۹۸۹ منجر به سقوط دلار در تابستان همان سال شده است.



شکل ۶.۵

نرخ بهره بلندمدت در مقابل نرخ بهره کوتاه‌مدت از سال ۱۹۸۲ تا ۱۹۸۹. نرخ بهره بلندمدت معمولاً بالاتر از نرخ بهره کوتاه‌مدت قرار دارد. اگر نرخ بهره کوتاه‌مدت با سرعت بیشتری نسبت به نرخ بهره بلندمدت سقوط کند (۱۹۸۲)، به معنی اعمال سیاست انقباضی شدید دولت است و نوید بازاری پر رونق را برای بازارهای سرمایه می‌دهد. اگر نرخ بهره کوتاه‌مدت با سرعت بیشتری نسبت به نرخ بهره بلندمدت افزایش یابد (۱۹۸۸ و اوایل ۱۹۸۹)، یعنی دولت سیاست‌های مالی انقباضی اعمال کرده است و باید منتظر رکود بازارهای سرمایه‌ای باشیم.



شکل ۶.۶

از بهار ۱۹۸۸ تا بهار ۱۹۸۹، نرخ بهره کوتاه‌مدت با سرعت بیشتری نسبت به نرخ بهره بلندمدت افزایش یافته است. این اتفاق به معنی اعمال سیاست‌های سخت انقباضی دولت است. در بهار ۱۹۸۹، میزان نرخ بهره‌ی کوتاه مدت حتی از نرخ بهره بلندمدت نیز فراتر رفته است (منحنی بازده معکوس)، این اتفاق رکود بازارهای سرمایه‌ای را در پی داشته است. سیاست انقباضی، منجر به قدرت یافتن دلار می‌شود، در حالی که سیاست انبساطی، دلار را تضعیف می‌کند.



سیاست‌های انقباضی که از اواخر سال ۱۹۸۸ تا اوایل سال ۱۹۸۹ اعمال شد، دلار را به شدت تقویت می‌کرد. به عنوان قانونی سرانگشتی، سیاست‌های انقباضی، منجر به افزایش قدرت دلار و سیاست‌های انبساطی، منجر به تضعیف دلار می‌شوند. توجه کنید که ایجاد

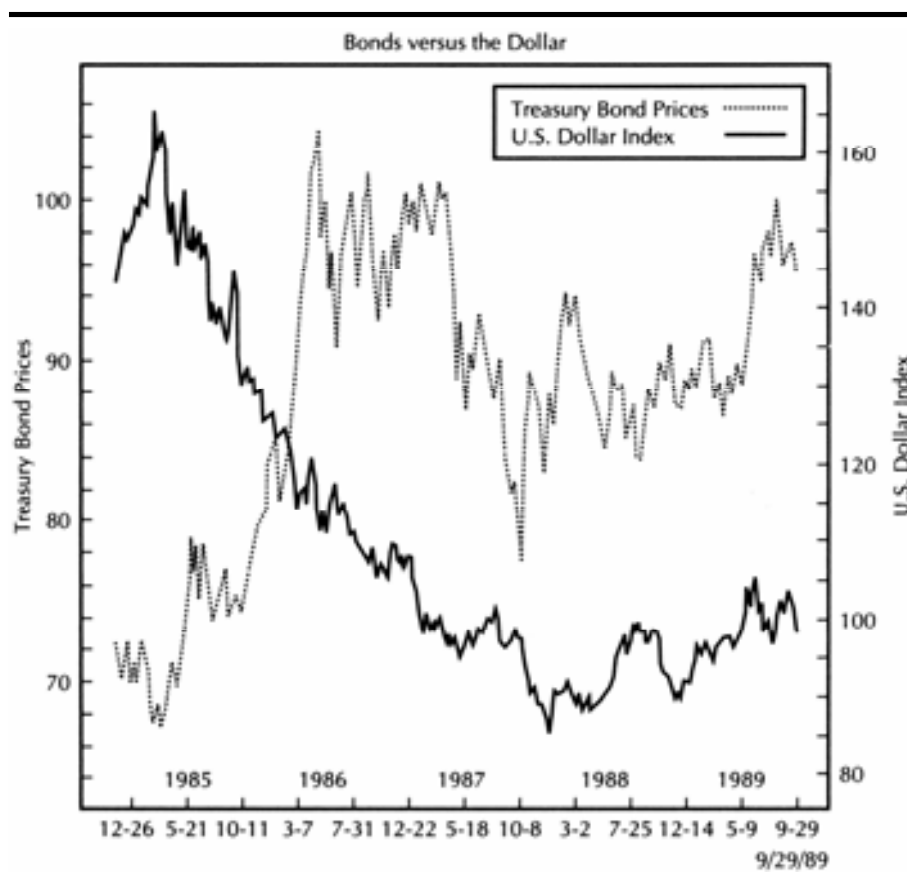
منحنی بازده معکوس که در اوایل سال ۱۹۸۸ اتفاق افتاده است، بر اساس شواهد تاریخی و منطقی باید رکود بازارهای سهام را در پی داشته باشد. سقوط هم‌زمان نرخ‌های بهره کوتاه-مدت و بلندمدت که از آوریل ۱۹۸۹ آغاز شده است، دلیل اصلی اوج دو ماه آینده دلار تلقی می‌شود. بنابراین همان‌طور که بررسی جهت نرخ‌های بهره به خودی خود برای تشخیص وضعیت دلار از اهمیت زیادی برخوردار است، تحت نظر داشتن رابطه بین نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت و بلندمدت (منحنی بازده) کمک زیادی به درک بهتر شرایط بازار می‌کند.

دلار در مقابل اوراق قرضه آتی

سقوط دلار، رکود بازار اوراق قرضه را در پی دارد. اما آیا واقعاً همیشه این گونه است؟ در واقع پاسخ این سؤال مثبت است، اما این اتفاق با اندکی تأخیر رخ می‌دهد. شکل ۶.۷ نشان می‌دهد که چرا تعمیم این پاسخ به سؤال فوق کار خطرناکی است. همان‌طور که مشاهده می‌کنید از سال ۱۹۸۵ تا اوایل ۱۹۸۶ شاهد افزایش قیمت اوراق قرضه هستیم، درحالی که در همین زمان دلار همچنان در حال تضعیف شدن است. رونق اوراق قرضه با دلایل منطقی موجود در بازار و بدون در نظر گرفتن سقوط دلار همچنان ادامه یافته است. آن دسته از معامله‌گران بازار اوراق قرضه که تنها به سقوط دلار توجه کرده‌اند (و این حقیقت را که بازارهای کالا همچنان در حال سقوط هستند را در نظر نگرفته‌اند)، احتمالاً سود حاصل از رونق بازار را در این دوره زمانی از دست داده‌اند. هرچند که از ۱۹۸۸ تا میانه ۱۹۸۹ شاهد بازار صعودی دلار و بازار پایدار اوراق قرضه هستیم. شکل ۶.۸ نشان-دهنده همبستگی نزدیک بازار آتی اوراق قرضه و دلار طی سال‌های ۱۹۸۷ تا ۱۹۸۹ می‌باشد. آغاز روند نزولی دلار در بهار ۱۹۸۹ منجر به آغاز روندی مشابه در بازار اوراق قرضه شده است.

شکل ۶.۷

دلار در مقابل قیمت اوراق قرضه طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. از ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۶، در حالی که دلار در وضعیت مناسبی قرار نداشت، اوراق قرضه همچنان با قدرت به روند صعودی خود ادامه می‌داد. از سال ۱۹۸۸ تا میانه سال ۱۹۸۹ نیز شاهد تقویت توأم هر دو بازار هستیم. به طور کلی سقوط دلار منجر به رکود بازار اوراق قرضه، و افزایش آن منجر به رونق این بازار می‌شود.



شکل ۶.۸

قیمت‌های اوراق قرضه در مقابل دلار طی سال‌های ۱۹۸۷ و ۱۹۸۹. هر دو بازار به همراه هم از اوایل ۱۹۸۸ تا ۱۹۸۹ روندی صعودی را تجربه کرده‌اند. نقطه برگشت نزولی بازار دلار در می ۱۹۸۹ با برگشتی هم‌زمان در بازار اوراق قرضه رخ داده است.



دلار در مقابل اسناد کوتاه مدت خزانه (T-bill)

شکل های ۶.۹ و ۶.۱۰ نشان دهنده ی تغییرات قیمت دلار و اسناد خزانه می باشند. در این دو نمودار، سقوط اسناد خزانه در دوره زمانی اوایل ۱۹۸۸ تا اوایل ۱۹۸۹ که در اثر افزایش نرخ بهره کوتاه مدت رخ داده قابل مشاهده است. رابطه معکوس قوی بین اسناد خزانه و دلار طی این ۱۲ ماه جالب توجه است. این دو نمودار همچنین نشان می دهند که دلار به تغییرات نرخ های بهره کوتاه مدت تر حساس تر از نرخ های بهره بلند مدت تر است. در دوره هایی که دولت سیاست های انقباضی را در دستور کار خود قرار می دهد، نرخ های بهره کوتاه مدت افزایش می یابند. در این زمان قیمت اسناد خزانه ی کوتاه مدت دچار کاهش می شود. در این حالت دلار تقویت شده و معمولاً روندی صعودی در پیش می گیرد. برعکس این حالت، زمانی که سیاست های انبساطی اعمال می شود، قیمت اسناد خزانه افزایش و نرخ های بهره کاهش می یابند. طبیعی است که این اتفاقات تضعیف دلار را در پی خواهد داشت. در سمت چپ شکل ۶.۹ و در دوره زمانی سال های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۶، رابطه معکوس قوی دیگری بین دلار و اسناد خزانه قابل مشاهده است. شکل ۶.۱۰ نیز نشان دهنده آغاز رشد قیمت اسناد خزانه در بهار ۱۹۸۹ است که سرانجام به رونق دلار پایان داده است.

دلار در مقابل بازار سهام

به لحاظ منطقی از آنجایی که دلار و بازار سهام هر دو تحت تأثیر روند نرخ بهره (و به همان اندازه تورم) قرار دارند، باید ارتباط مستقیمی بین این دو بازار وجود داشته باشد. این ارتباط واقعاً هم وجود دارد، اما بین تغییرات این دو بازار تأخیر زمانی طولانی مدتی حاکم است. قدرت یافتن دلار نهایتاً باعث کاهش تورم و نرخ بهره و سرانجام موجب رونق بازار سهام می شود. سقوط دلار نیز در نهایت موجب رکود بازار سهام خواهد شد، زیرا با تضعیف دلار، تورم و نرخ های بهره افزایش خواهند یافت. با این حال به طور بسیار ساده

می‌توان گفت که افزایش دلار همیشه منجر به رونق بازار سهام، و سقوط آن رکود بازار سهام را در پی خواهد داشت.

شکل ۶.۹

دلار در مقابل قیمت اسناد کوتاه‌مدت خزانه طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. دلار و اسناد کوتاه‌مدت خزانه معمولاً در خلاف جهت هم حرکت می‌کنند. اوج قیمت اسناد خزانه در اوایل ۱۹۸۸ به تثبیت بازار دلار کمک زیادی کرده است.



شکل ۶.۱۰

دلار در مقابل قیمت اسناد کوتاه مدت خزانه، از سال ۱۹۸۸ تا ۱۹۸۹. سقوط قیمت اسناد معمولاً از تقویت دلار حمایت می‌کند، چرا که این سقوط عملاً هم‌زمان با افزایش نرخ بهره کوتاه مدت رخ می‌دهد (۱۹۸۸). افزایش قیمت اسناد نیز (۱۹۸۹) معمولاً رکود دلار را به همراه دارد (همانند قبل، این افزایش نیز به دلیل کاهش نرخ بهره کوتاه مدت ایجاد شده است).



شکل ۶.۱۱ مقایسه دلار و شاخص صنعت داو جونز را طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۸ به تصویر کشیده است. در دو سال اول این دوره زمانی، بازار سهام در حالی روند صعودی به خود گرفته که دلار به طور پیوسته در حال سقوط است. تنها از سال ۱۹۸۸ تا میانه سال ۱۹۸۹ است که هر دو بازار به همراه هم صعود کرده‌اند. پس این نمودار چه چیزی را اثبات می‌کند؟ ظاهراً این گونه به نظر می‌رسد که دلار و سهام گاهی هم‌جهت و گاهی بر خلاف

جهت هم حرکت می‌کنند. آنچه از این نمودار باید بیاموزیم درک این مسئله است که کدام یک از این دو بازار نسبت به دیگری پیشرو هستند و تأخیر زمانی بین این دو بازار چقدر است. به علاوه شناخت توالی اتفاقاتی که بر هر دو بازار تأثیر می‌گذارد نیز ضروری است.

شکل ۶.۱۱

دلار در مقابل شاخص میانگین صنعت داو جونز، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. با اینکه می‌دانیم سقوط دلار در نهایت منجر به رکود بازار سهام خواهد شد، طی دوره زمانی طولانی دو ساله‌ای (از ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷) صعود بازار سهام با سقوط دلار هم‌زمان شده است و از سال ۱۹۸۸ است که هر دو بازار به همراه هم صعود کرده‌اند.



شکل ۶.۱۱ نشان می‌دهد، دلار از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷، در زمانی که بازار سهام با قدرت روند رو به رشد خود را دنبال می‌کرده، دچار سقوط شده است. این در حالی است که فروش گسترده سهام تا میانه سال ۱۹۸۷ اتفاق نیفتاده است. به عبارت دیگر دو سال بعد از به اوج رسیدن دلار، بازار سهام اوج خود را تجربه و روند نزولی خود را آغاز کرده است. وقتی به اوایل دهه‌ی ۱۹۸۰ بر می‌گردیم، می‌بینیم که دلار در سال ۱۹۸۰ نیز دو سال زودتر از بازار سهام به کف خود رسیده بود. طی سال‌های ۱۹۸۸ و ۱۹۸۹ هر دو بازار تقریباً با هم روند صعودی خود را دنبال کرده‌اند. اوج دلار در تابستان ۱۹۸۹ را می‌توان اختطاری برای آغاز دوران رکود جدید بازار سهام در نظر گرفت.

بحث در مورد ارتباط دلار و بازار سهام، بدون در نظر گرفتن تورم (که با توجه به قیمت‌های کالاها مشخص می‌شود) و نرخ بهره (که در بازار اوراق قرضه تأثیرگذار است) امکان‌پذیر نیست. دلار بر بازار سهام تأثیر می‌گذارد، اما این تأثیر پس از عبور از دو بخش مهم بازارهای مالی به بازار سهام می‌رسد. به عبارت دیگر، سقوط دلار منجر به رکود بازار سهام می‌شود، اما این اتفاق زمانی رخ می‌دهد که سقوط دلار باعث افزایش قیمت کالاها و نرخ بهره شده باشد. تا زمانی که این دو اتفاق رخ ندهد، می‌توانیم حتی سقوط دلار را هم-زمان با صعود بازار سهام تجربه کنیم (همانند دوره زمانی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۷). افزایش دلار نیز زمانی رونق بازار سهام را در پی خواهد داشت که کاهش قیمت کالاها و نرخ‌های بهره آغاز شود (همانند آنچه در سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۱ رخ داده است). در واقع ممکن است در دوره‌ای دلاری قدرتمند داشته باشیم و از آن طرف، بازار سهام نیز در شرایط یکنواخت و یا حتی ضعف قرار داشته باشد.

شکل ۶.۱۲ برای مقایسه تغییرات بازار سهام و دلار در پائیز ۱۹۸۷ آورده شده است. دقت کنید که چگونه هر دو بازار در ارتباطی تنگاتنگ، یکدیگر را از آگوست تا دسامبر، همراهی کرده‌اند. همان‌طور که قبلاً اشاره شد، افزایش نرخ بهره در چند ماه قبل از آغاز سال ۱۹۸۷ منجر به افزایش قیمت دلار شده بود. در تابستان همین سال دلار و سهام هم‌زمان دچار ضعف شدند و قبل از آنکه مجدداً سقوط کنند در ماه دسامبر اندکی تقویت شده‌اند.

علت سقوط دلار در اکتبر را می‌توان در ارتباط این ارز با بازار سهام و نرخ بهره جستجو کرد. در آن زمان در حالی که عرضه‌های شدید سهام، منجر به سقوط این بازار شده بود، بانک مرکزی آمریکا نرخ بهره را به شدت افزایش داد تا بتواند از سقوط بیشتر بازار سهام جلوگیری کند. اما هجوم سرمایه‌های خارج شده به سمت بازارهای اسناد کوتاه‌مدت و اوراق قرضه بلندمدت، منجر به افزایش قیمت این اوراق و کاهش مجدد نرخ‌های بهره شد.

شکل ۶.۱۲

در سال ۱۹۸۷، بازار سهام و دلار در ارتباطی تنگاتنگ به همراه هم سقوط کرده‌اند. پس از این سقوط هم‌زمان، طی ماه‌های آگوست تا اکتبر، هر دو بازار با هم به کف قیمتی رسیدند و روند صعودی جدیدی را آغاز کرده‌اند.



شکل ۶.۱۳

دلار و بازار سهام، به همراه هم طی سال‌های ۱۹۸۸ تا میانه سال ۱۹۸۹ روندی صعودی را تجربه کرده‌اند. تشکیل الگوی «دو سقف» روند دلار در اواخر سال ۱۹۸۹ هشدار برای آغاز روند نزولی این ارز و بازار سهام تلقی می‌شود.



در حالی که بازار سهام، همچنان به سقوط خود ادامه می‌داد، به عنوان اولین نتیجه اعمال سیاست انبساطی دولت، دلار مجدداً سقوط کرد. سقوط هم‌زمان دلار و همراهی آن با سقوط بازار سهام به دلیل پایین بودن نرخ بهره کوتاه‌مدت، رخ داده است. در این شرایط تعجب‌آور نبود که چهار ماه بعد، وقتی بازار سهام به ثبات رسید و نرخ بهره مجدداً افزایش یافت، شرایط دلار نیز مساعد شود و روند صعودی جدیدی را آغاز کند. شکل ۶.۱۳ نشان دهنده صعود هم‌زمان دلار و سهام طی سال‌های ۱۹۸۸ و ۱۹۸۹ می‌باشد.

توالی اتفاقات در بازارهای دلار، نرخ‌های بهره و بازار سهام

توالی اتفاقات در بازار به رابطه بین دلار، اوراق قرضه و سهام بر می‌گردد. معمولاً همیشه همه چیز را با دلار آغاز می‌کنیم. در ابتدا دلار (در نتیجه افزایش نرخ بهره) روند صعودی جدیدی را آغاز می‌کند. افزایش قدرت دلار فشار زیادی را برای کاهش نرخ بهره ایجاد می‌کند و کاهش نرخ بهره منجر به قدرت یافتن بازارهای اوراق قرضه و سهام می‌شود. توجه داشته باشید که بازار سهام، اندکی بعد از اوراق قرضه روند رو به رشد خود را شروع می‌کند. مدتی پس از آنکه نرخ بهره کاهش (و قیمت اوراق قرضه افزایش) یافت، دلار به اوج خود می‌رسد. در این زمان است که با آغاز سقوط دلار، فشار برای افزایش مجدد نرخ بهره آغاز می‌شود. دیری نمی‌گذرد که اوراق قرضه نیز به اوج خود می‌رسد و روند نزولی خود را از سر می‌گیرند. بازار سهام نیز معمولاً اندکی پس از اوراق قرضه به اوج رسیده و سقوط می‌کند.

به طور طبیعی این سناریو طی سال‌ها همچنان تکرار می‌شود. زمان تأخیر بین اوج‌ها و کف‌های این سه بازار می‌تواند بین چند ماه تا دو سال طول بکشد. با درک این تأخیر می‌توان توضیح داد که چرا سقوط دلار گاهی با صعود بازار اوراق قرضه و سهام، هم‌زمان می‌شود. در واقع سقوط دلار به معنی آغاز شمارش معکوس برای پایان رونق این دو بازار است. از طرف دیگر، رشد ارزش دلار این نوید را به معامله‌گران می‌دهد که به زودی شاهد روندی مشابه در بازارهای اوراق قرضه و سهام خواهند بود.

بازار کالا در مقابل سهام

شکل ۶.۱۴ مقایسه شاخص CRB و میانگین صنعت داو جونز طی سال‌های ۱۹۸۵ تا سه - ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ را به تصویر کشیده است. این نمودار نشان می‌دهد که بازارهای کالا و سهام گاهی در یک جهت و گاهی در خلاف جهت هم حرکت می‌کنند. با توجه به مطالبی که تاکنون در مورد تأخیرات بین بازارها بیان کردیم، می‌توان پاسخ این تناقض ظاهری را در فلسفه این تأخیرات جستجو کرد. آنچه مسلم است، افزایش شاخص CRB

سرانجام منجر به رکود بازار سهام می‌شود. سقوط شاخص CRB نیز نهایتاً رونق بازار سهام را در پی خواهد داشت. اثر تورمی افزایش قیمت کالاها (و افزایش نرخ‌های بهره) فشار رکودی زیادی به بازار سهام وارد می‌کند. این اتفاق معمولاً در پایان یک دوره رونق اقتصادی رخ می‌دهد و پس از آن باید در انتظار رکود اقتصادی باشیم. تأثیر سقوط قیمت کالاها (و کاهش نرخ بهره) در نهایت موجب صعود بازار سهام می‌شود. این رخداد نیز معمولاً در پایان یک دوره رکود اقتصادی رخ می‌دهد و پس از آن باید شاهد شکوفایی اقتصادی باشیم.

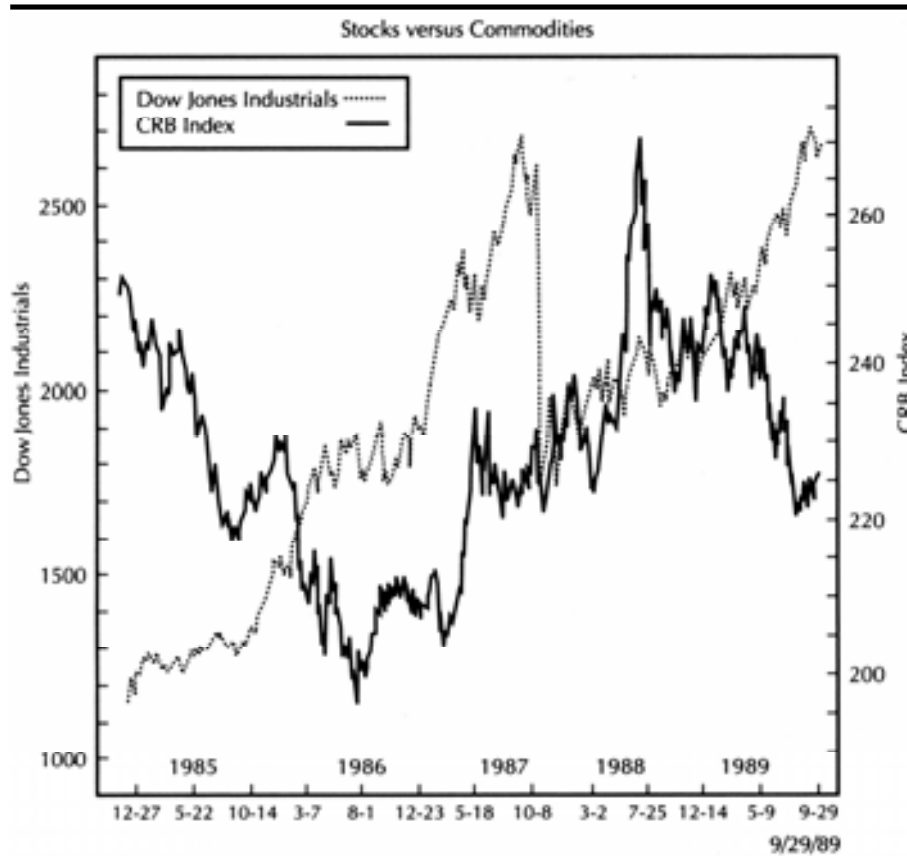
معمولاً توالی اتفاقات بین این دو بازار به این صورت است: اوج قیمت کالاها با اندکی تأخیر زمانی، کف قیمتی بازار سهام را در پی خواهد داشت. به دلیل همین تأخیر نیز تا مدتی شاهد افت هم‌زمان هر دو بازار خواهیم بود. پس از این دوره کوتاه، بازار سهام روند صعودی خود را آغاز می‌کند. از این پس تا مدتی شاهد صعود بازار سهام و نزول بازارهای کالا خواهیم بود. مدتی بعد، بازارهای کالا به کف قیمتی خود می‌رسند و روندی صعودی در پیش می‌گیرند. صعود هم‌زمان بازار سهام و بازارهای کالا، مدت زیادی طول نخواهد کشید و بازار سهام روند نزولی خود را آغاز خواهد کرد. در این زمان شاهد سقوط بازار سهام و صعود بازارهای کالا خواهیم بود. نهایتاً پس از این اتفاق، قیمت‌های کالاها به اوج می‌رسند و سقوط خود را آغاز می‌کنند. این داستان بارها و بارها تکرار می‌شود.

به عبارت دیگر، اوج بازارهای کالا، کف بازار سهام را در پی دارد، این کف قیمتی منجر به اوج بازارهای سهام می‌شود، مجدداً اوج بازارهای کالا منجر به کف بازار سهام، و کف بازار سهام، اوج بازارهای کالا را در پی خواهد داشت و این چرخه همچنان ادامه می‌یابد. یکی از موارد استثنا در این روند، طی سال‌های ۱۹۸۷ و ۱۹۸۸ رخ داده است. در این دوره، اوج بازارهای کالا بعد از اوج بازار سهام ایجاد شده است. به عبارت دیگر، بازار سهام در آگوست ۱۹۸۷ و بازارهای کالا در جولای ۱۹۸۸ به اوج رسیده‌اند. همچنین کف بازار سهام در سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۷ نیز زودتر از اوج بازارهای کالا که در تابستان سال بعد رخ داده، اتفاق افتاده است. این دو مسئله بر خلاف توالی معمول اتفاقات این دو بازار رخ

داده است. با این حال با کمی دقت می‌توان دید، روند صعودی جدی بازار سهام تنها پس از آغاز روند نزولی بازارهای کالا رخ داده‌است. به هر حال این توالی غیر متعارف این نکته را نشان می‌دهد، که عموماً بازارها تمایل دارند توالی منطقی روابط بین بازاری را رعایت کنند و این توالی را نمی‌توان به منزله قانونی غیرقابل تغییر در نظر گرفت.

شکل ۶.۱۴

مقایسه تغییرات بازارهای کالا و سهام از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. بازارهای کالا و سهام در برخی مواقع هم‌جهت و در برخی دیگر در خلاف جهت هم حرکت می‌کنند. درک چرایی این مسئله و تشخیص زمان آن از اهمیت بالایی برخوردار است.



دلیل دیگر اهمیت درک تغییر توالی بین دو بازار سهام و کالاها، جلوگیری از شناخت نادرست رابطه معکوس بین این دو بازار است. این درست است که دو بازار سهام و کالاها رابطه‌ای معکوس دارند اما عملاً رابطه معکوس مذکور، پس از تأخیری بلندمدت در نمودارهای آنها قابل مشاهده است. در واقع حتی در دوره‌هایی طولانی مدت نیز روند این دو بازار می‌تواند هم‌جهت باشد.

طلا و بازار سهام

معمولاً وقتی بحث مقایسه سرمایه‌گذاری در بازارهای کالا (دارایی‌های غیرمنقول) در مقابل بازار سهام (دارایی‌های مالی) مطرح می‌شود، همه نگاه‌ها به بازار طلا معطوف می‌شود. بازار طلا در نگاه سرمایه‌گذاران مکانی امن برای سرمایه‌گذاری در شرایط نابسامان اقتصادی است. از این رو در مواقعی که بازار سهام با رکودی جدی مواجه می‌شود توجه سرمایه‌گذاران به این بازار و سهام شرکت‌های معدنی طلا معطوف می‌شود. آنچه مسلم است، بازار طلا در زمانی که بازار سهام به دلیل تورم بالا، شرایط سختی را می‌گذراند (همانند دهه ۱۹۷۰) به خوبی می‌تواند سرمایه‌گذاران را حفظ کند. طبیعتاً این بازار در شرایطی که رونق به بازار سهام بر می‌گردد، کارایی خود را (به عنوان نماینده‌ای از بازارهای کالا) از دست خواهد داد (همانند اغلب سال‌های دهه ۱۹۸۰).

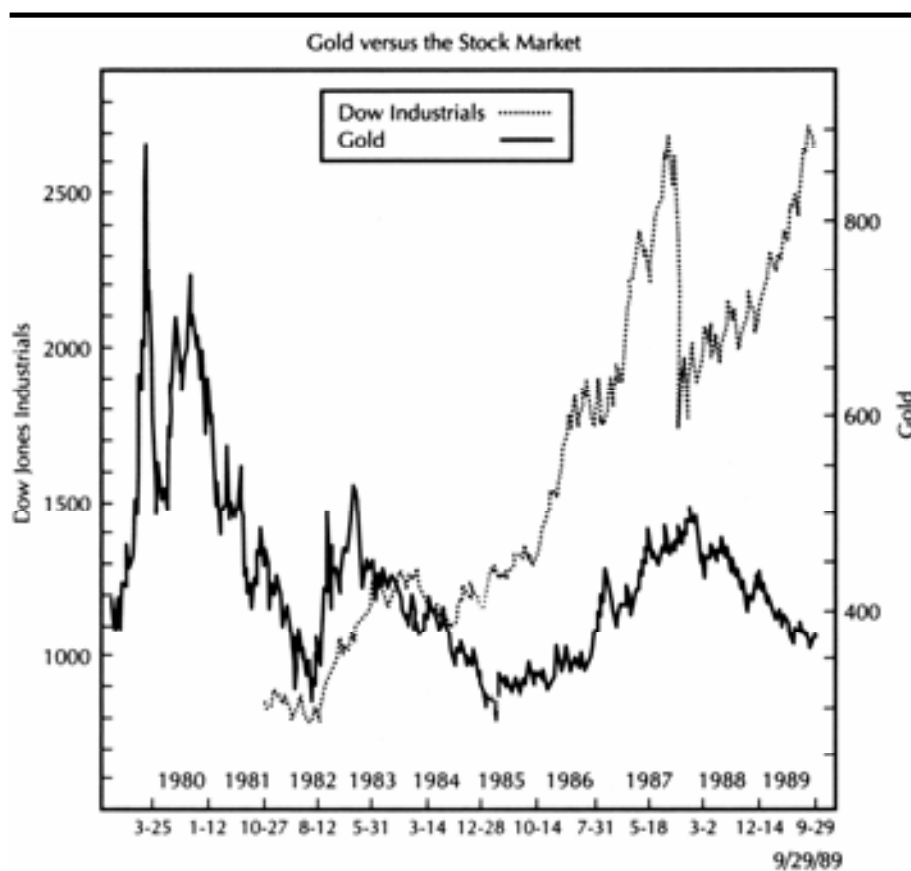
طلا به دلیل رابطه قوی معکوسی که با روند دلار دارد، تأثیر زیادی بر تغییر سطح کلی قیمت کالاها می‌گذارد. همچنین به دلیل اینکه این بازار مکان مطمئنی برای سرمایه‌گذاری در شرایط نامناسب اقتصادی است، نقش مهمی در تحلیل‌های بین بازاری بر عهده دارد. اهمیت دلار به عنوان شاخصی پیشرو برای تورم، به طور مفصل در بخش‌های بعدی مورد بررسی قرار خواهد گرفت. در اینجا تنها به بحثی مختصر در مورد رقابت بازار طلا و بازار سهام در شرایط رکود بازار سهام اکتفا می‌کنیم. شکل ۶.۱۵ تغییرات قیمت طلا در مقابل دلار را طی سال‌های ۱۹۸۲ تا ۱۹۸۸ نمایش می‌دهد. در این بخش به مقایسه بازارهای کالا و سهام و البته نقش دلار در این بین خواهیم پرداخت. در دوره‌ای که تورم روندی نزولی به

خود می‌گیرد، بازار سهام با حاشیه سود بسیار بالاتری سودآورتر از بازار طلا می‌شود (اتفاقی که طی سال‌های ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۵ و ۱۹۸۸ تا میانه سال ۱۹۸۹ رخ داده است). اما در دوره‌هایی که تورم افزایش یافته است (نظیر سال‌های دهه ۱۹۷۰ و سال‌های ۱۹۸۶ تا اواخر سال ۱۹۸۷)، بازار طلا، حتی اگر به عنوان بهترین بازار جانشین برای سهام در نظر گرفته نشود، قطعاً به عنوان یکی از پرسودترین اقسام سبد سرمایه‌گذاران، از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است.

همان‌طور که مشاهده می‌کنید، طی سال‌های ۱۹۸۸ تا میانه سال ۱۹۸۹، بازارهای سهام و طلا بر خلاف جهت هم حرکت کرده‌اند. در همین سال‌ها، سطح قیمت کالاها دچار کاهش و ارزش دلار افزایش یافته است. بدیهی است در این زمان، مکان منطقی برای سرمایه‌گذاری، بازار سهام است نه طلا. با این حال آغاز سقوط دلار در اواسط سال ۱۹۸۹، اخطار پایان دوران رونق بازار سهام را صادر کرده است. بنابراین می‌توان گفت ضعف دلار نه تنها منجر به کاهش رونق بازار سهام می‌شود، بلکه شرایط مناسبی برای سرمایه‌گذاری در بازار طلا نیز فراهم می‌کند. بازاری که در این مواقع از ضعف روز افزون دلار سود سرشاری نصیب خود می‌کند.

شکل ۶.۱۵

طلا در مقابل بازار سهام از سال ۱۹۸۲ تا ۱۹۸۹. معمولاً در شرایط تورمی که بازار سهام در رکود به سر می‌برد، شاهد رشد بازار طلا هستیم. بازار طلا به عنوان شاخصی پیشرو برای تعیین وضعیت تورم شناخته می‌شود. معمولاً در شرایط رکود، این بازار مکان مطمئنی برای سرمایه‌گذاری به شمار می‌رود. در شرایط رکود بازار سهام، سهام شرکت‌های معدنی طلا از جذابیت زیادی برخوردار می‌شوند.



طلا؛ کلید اصلی روابط بین بازاری

از آنجایی که طلا رابطه‌ای معکوس با دلار آمریکا دارد، جهت حرکت این بازار نقش مهمی در تعیین انتظارات تورمی ایفا می‌کند. اوج دلار در سال ۱۹۸۵ هم‌زمان با کف قیمتی طلا در همان زمان رخ داده است. اوج بازار طلا نیز در دسامبر ۱۹۸۷، با کف بازار دلار

هم‌زمان شده است. در تابستان ۱۹۸۹ نیز که دلار اوج دیگری را در روند خود تجربه کرده، بازار طلا به‌طور هم‌زمان به کف رسیده است. بازار طلا را می‌توان شاخصی پیشرو برای شاخص CRB دانست. شاخص CRB نیز رابطه‌ای معکوس و بسیار قوی با بازار اوراق قرضه دارد و در نهایت بازار اوراق قرضه، پیشرویی همیشگی برای بازار سهام به شمار می‌رود. بنابراین، از آنجایی که صعود بازار طلا پیش از شاخص CRB اتفاق می‌افتد، همیشه حداقل برای بازه‌ای کوتاه، امکان صعود هم‌زمان بازارهای طلا، اوراق قرضه و سهام وجود دارد (۱۹۸۵-۱۹۸۷).

کف‌های با اهمیت بازار طلا را (که معمولاً هم‌زمان با اوج‌های مهم بازار دلار رخ می‌دهد) به طور کلی می‌توان اختطاری برای آغاز فشاری تورمی دانست که نهایتاً باعث رکود بازارهای اوراق قرضه و سهام می‌شود. عکس این حالت نیز درست است. به عبارت دیگر به اوج رسیدن بازار طلا (که معمولاً با کف بازار دلار هم‌زمان می‌شود) به معنی کاهش فشار تورمی است و می‌تواند نوید بخش رونق بازار سهام و اوراق قرضه (البته با چند ماه تأخیر) باشد.

در مجموع، آنچه اهمیت دارد شناخت نقش طلا به عنوان شاخصی پیشرو برای تورم است. معمولاً در مراحل اولیه اوجگیری طلا، در مقالاتی که در این مورد نوشته می‌شود، نویسندگان از آغاز این روند، اظهار شگفتی می‌کنند و تورم موجود را برای توجیه این افزایش کافی نمی‌دانند. در حالت عکس نیز شرایط مشابه است، یعنی در زمانی که طلا به اوج خود می‌رسد و روند نزولی خود را آغاز می‌کند، برای برخی افراد، کاهش قیمت طلا با توجه به اینکه تورم همچنان در حال افزایش است، تعجب برانگیز به نظر می‌رسد. هیچ‌گاه فریب این تحلیل‌های نادرست را نخورید. طلا به تغییرات تورم واکنش نشان نمی‌دهد، بلکه روند تورم را پیش‌بینی می‌کند. همین مسئله است که هم‌زمانی اوج قیمت طلا در ژانویه ۱۹۸۰ و آغاز روند نزولی آن را در زمانی که همچنان شرایط تورمی دو رقمی ادامه داشت، قابل درک می‌سازد. اگر به نمودار قیمت طلا در آن زمان نگاهی بیندازید خواهید دید پیش‌بینی طلا برای آغاز کاهش تورم، پیش‌بینی کاملاً درستی بوده

است. با درک این مسئله، کف قیمتی طلا در سال ۱۹۸۵ و آغاز رشد قیمتی آن، یک سال قبل از پایان روند تورمی اوایل دهه ۱۹۸۰ نیز توجیه پذیر می شود. از این زمان به بعد، طلا با قدرت تقویت شد و اقتصاددانان افزایش قیمت آن را غیر منطقی می دانستند چرا که هیچ نشانه‌ای از شرایط تورمی در آینده وجود نداشت. در حالی که کمی بعد، اندک اندک نشانه‌های شرایط تورمی در اقتصاد پدیدار شد. در همان زمان به نظر می رسید به زودی شاهد رونق روزافزون بازارهای بورس خواهیم بود. اما با کمی تیزهوشی و با نگاهی به آغاز سقوط طلا می توانستیم حدس بزنیم در آینده‌ای نزدیک، تنها سهام‌های شرکت‌های معدنی طلا از سودآوری برخوردار خواهند بود.

اختلافات نرخ‌های بهره کشورهای مختلف

جذابیت دلار نسبت به سایر ارزها، ارتباط مستقیمی با تفاوت نرخ بهره این کشورها با نرخ بهره آمریکا دارد. به عبارت دیگر، اگر نرخ بهره دلار (بانک مرکزی آمریکا) بالاتر از نرخ بهره کشورهای دیگر باشد، ارزش دلار نسبت به ارزهای آن کشورها افزایش می یابد، برخلاف، اگر نرخ بهره دلار کاهش یابد، قدرت دلار نیز نسبت به دیگر ارزها کاهش می یابد. اصولاً پول تمایل دارد از جایی که نرخ بهره کمتری وجود دارد، به سمتی حرکت کند که نرخ بهره بالاتری برای آن پرداخت می شود. به همین دلیل، تحت نظر داشتن نرخ‌های بهره تمامی کشورهای بزرگ اقتصادی از اهمیت بالایی برخوردار است. اعمال هرگونه سیاست انقباضی یک طرفه، در کشورهایی که شریک تجاری ایالات متحده هستند، که معمولاً به دلیل ترس از افزایش تورم صورت می گیرد، یا اعمال سیاست انبساطی بانک مرکزی آمریکا که با کاهش نرخ بهره همراه است، منجر به قدرت یافتن دیگر ارزها در مقابل دلار و رکود بازار این ارز خواهد شد. همچنین، اتخاذ سیاست انقباضی بانک مرکزی آمریکا یا سیاست‌های انبساطی در دیگر کشورها، منجر به افزایش قدرت دلار خواهد شد. درک این توضیحات، علت تلاش بانک مرکزی آمریکا برای هماهنگ کردن نرخ بهره ایالات متحده با دیگر کشورها را بیشتر روشن می کند. بنابراین

برای تشخیص جهت روند دلار، علاوه بر در نظر گرفتن سیاست‌های بانک مرکزی آمریکا، باید اثر سیاست‌های مالی دیگر کشورها بر دلار را نیز در نظر بگیریم.

خلاصه

در این بخش رابطه قوی دلار و نرخ‌های بهره را نشان دادیم. دلار به شدت تحت تأثیر تغییرات نرخ‌های بهره قرار دارد هرچند که اثر تغییرات نرخ‌های بهره بر دلار با تأخیر همراه است. نتیجه این امر رابطه چرخشی بین این دو است. نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت نسبت به نرخ‌های بهره بلندمدت اثر مستقیم‌تری بر دلار دارند. سقوط دلار در نهایت منجر به رکود در بازار دارایی‌های مالی (بازار سهام و اوراق قرضه) و رونق در بازار دارایی‌های سرمایه‌ای می‌شود. در زمانی که بازار سهام دچار رکود و ضعف شدیدی شده است دلار نیز معمولاً در نتیجه کاهش نرخ بهره توسط فدرال رزرو سقوط می‌کند. در پی ضعف دلار، قیمت کالاها به شدت افزایش می‌یابد. در این شرایط طلا که شاخصی پیشرو برای تغییرات تورم به حساب می‌آید بازاری امن برای در امان ماندن از این تحولات محسوب می‌شود. معمولاً در این شرایط رخ دادن اتفاقات متوالی زیر دور از ذهن نمی‌باشد:

- افزایش نرخ بهره منجر به تقویت دلار می‌شود.
- طلا به نقطه اوج خود می‌رسد و روند نزولی خود را آغاز می‌کند.
- شاخص CRB نیز شرایطی مشابه طلا پیدا می‌کند.
- نرخ بهره به اوج خود می‌رسد و باعث ضعف اوراق قرضه می‌شود.
- طولی نخواهد کشید که بازار سهام نیز شرایطی مشابه با اوراق قرضه پیدا می‌کند.
- نرخ بهره کاهش می‌یابد و این امر منجر به تضعیف دلار می‌شود.
- طلا به کف رسیده و روندی صعودی در پیش می‌گیرد.
- شاخص CRB نیز به کف رسیده و روند صعودی خود را آغاز می‌کند.
- نرخ بهره افزایش می‌یابد و اوراق قرضه روند نزولی جدیدی را تجربه می‌کنند.
- بازار سهام نیز شرایطی مشابه با اوراق قرضه پیدا می‌کند.
- نرخ بهره افزایش می‌یابد و دلار را تقویت می‌کند.

با پایان این فصل بحث در مورد روابط و تأثیرات چهار بخش اصلی بازار (ارز، کالا، نرخ بهره و شاخص‌های سهام و اوراق قرضه) به پایان رسید. در این بین بازارهایی که بیش از دیگر بازارها نادیده گرفته می‌شود و تغییرات آن درک نمی‌شود، بازارهای کالا هستند. این در حالی است که این بازارها مهم‌ترین مکان‌ها برای درک روابط بین بازاری به حساب می‌آیند. این بازارها توانایی بسیار زیادی در پیش‌بینی تغییرات تورم دارند. از این رو در فصل بعد به بررسی بیشتر و عمیق‌تر بازارهای کالا خواهیم پرداخت.



شاخص‌های بازار کالا

یکی از کلیدی‌ترین بازارهایی که به درک روابط بین بازاری کمک فراوانی می‌کند و به کرات در بخش‌های قبل به آن اشاره شده است بازارهای کالا می‌باشد. با توجه به تعدد بازارهای کالا، چه از نظر نوع کالا و چه از نظر موقعیت مکانی، به نظر می‌رسد برای بررسی تغییرات کلی بازارهای کالا، به نهادی نیاز است تا بتواند قیمت‌های مختلف کالاها را به منظور رسیدن به عددی واحد و یکپارچه لحاظ کند تا این رقم به عنوان شاخص کلی تمامی بازارهای کالا بتواند به عنوان دماسنج بازارهای کالا عمل کند. برای این منظور شاخص قیمت آتی مرکز تحقیقات کالا^۱، به عنوان نماینده تمامی بازارهای کالا ارائه شده است. شاخص CRB به طور گسترده برای ارزیابی سطح قیمت کالاها مورد استفاده قرار می‌گیرد. از این رو، در این کتاب نیز رفتار آن به عنوان رفتار کلی تمامی بازارهای کالا در نظر گرفته شده است. برای درک کامل اینکه شاخص مذکور چگونه کار می‌کند، شناخت ساختار این شاخص ضروری است. این شاخص از ۲۱ بازار کالای مختلف تشکیل شده

1- Commodity Research Bureau Futures Price Index

است که وزن تمامی آنها در عدد نهایی شاخص، یکسان است. با این حال بدیهی است برخی کالاها به دلایل مختلف، برای تحلیل شرایط بازار از اهمیت بالاتری برخوردارند. ما در این بخش نحوه تأثیر تمامی این بازارها بر تغییرات شاخص را مورد بررسی قرار خواهیم داد. همچنین در مورد علت اهمیت پایش هر کدام از این بازارها نیز بحث خواهیم کرد.

در این بخش علاوه بر بررسی تمامی بازارهای تشکیل دهنده شاخص CRB، نگاهی نیز به شاخص‌های «گروه کالاهای» ارائه شده توسط مرکز تحقیقات کالا خواهیم داشت. این کار در افزایش درک قدرت و ضعف گروه کالاهای مختلف در زمان‌های گوناگون بسیار مفید خواهد بود. برخی از این گروه کالاهای، نقش بیشتری در تغییرات شاخص CRB ایفا می‌کنند و طبیعتاً نیازمند توجه ویژه‌تری نیز می‌باشند. با نگاهی به کالاهای تشکیل دهنده شاخص CRB می‌توان گفت گروه فلزات گران‌بها و گروه انرژی، به دلیل تأثیرگذاری بر سطح قیمت دیگر کالاهای و همچنین مقبولیتی که به عنوان نماد تغییرات تورم دارند خصوصاً از اهمیت ویژه‌ای برخوردارند. در این بخش نشان خواهیم داد چگونه می‌توان به جای نگاه کردن به یک بازار کالا، گروه کالاهای مربوط به آن بازار را مورد بررسی قرار داد. همچنین رابطه بین بخش‌های انرژی و فلزات گران‌بها نیز مورد بحث قرار خواهد گرفت و خواهیم دید از تغییرات هر کدام چگونه می‌توان تغییرات دیگری را پیش‌بینی کرد. سرانجام رابطه این دو بخش با تغییرات نرخ‌های بهره مورد بررسی قرار خواهد گرفت. این بررسی به درک همبستگی این دو بخش کمک زیادی خواهد کرد.

اصولاً علاوه بر شاخص CRB ضروری است چند شاخص دیگر بازارهای کالا را نیز تحت نظر داشته باشید. گرچه به طور طبیعی تمامی شاخص‌های این بازارها جهتی یکسان دارند، اما گاه شرایطی رخ می‌دهد که این شاخص‌ها در یک جهت حرکت نمی‌کنند. دقیقاً در همین زمان‌ها، یعنی زمان‌هایی که بین شاخص‌های بازار کالا واگرایی رخ می‌دهد، مهمترین اخبارهای تغییر جهت بازار صادر می‌شود. بدیهی است برای درک این واگرایی، تحلیل‌گر باید به ساختار این شاخص‌ها آگاهی کاملی داشته باشد.

در ابتدا به مقایسه شاخص آتی CRB با شاخص نقدی CRB می‌پردازیم. تحلیلگران اغلب در برخورد با این دو شاخص دچار اشتباه می‌شوند و گاه یا آنها را به جای یکدیگر به کار می‌گیرند یا تفاوتی بین آنها قائل نمی‌شوند. در حالی که شاخص نقدی CRB، بیانگر قیمت نقدی کالاها و شاخص آتی بیانگر قیمت‌های نسبه کالاها می‌باشد. در این بین ذکر این نکته ضروری است که اصولاً از دید صنعتی، شاخص‌های نقدی از اهمیت بالاتری برخوردارند. شاخص نقدی CRB خود به دو زیر بخش شاخص نقدی کالاهای خوراکی و شاخص نقدی مواد خام صنعتی تقسیم می‌شود. شاخص مواد خام صنعتی به ویژه برای پیش‌بینی کنندگان وضعیت اقتصادی از اهمیت بسیار زیادی برخوردار است. شاخص با اهمیت دیگری که علاوه بر تحلیلگران خاص بازارهای کالا، مورد توجه اقتصاددانان نیز قرار دارد شاخص قیمت مواد صنعتی مجله تجارت^۱ می‌باشد.

بحث در مورد اینکه چه نوع شاخصی (شاخص‌هایی که قیمت مواد صنعتی در آنها وزن بیشتری دارند یا شاخص‌هایی که وزن قیمت مواد غذایی در آنها بیشتر است) توانایی بیشتری در پیش‌بینی تورم دارند همواره وجود داشته است. با این حال به نظر می‌رسد اکثر اقتصاددانان، قیمت مواد صنعتی را عامل مهمتری در تغییرات تورم و وضعیت اقتصادی می‌دانند. با این حال بازارهای مالی ترجیح می‌دهند از شاخص قیمت آتی CRB که ترکیبی نسبتاً مناسب از هر دو گروه است، استفاده کنند. در ادامه سعی خواهیم کرد جنبه‌های مختلف این موضوع را بیشتر روشن کنیم.

قیمت‌های کالاها، تورم و سیاست‌های بانک فدرال رزرو

فشار تورمی سرانجام تأثیر خود را بر شاخص قیمت تولیدکننده (PPI) و شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI) خواهد گذاشت. در ادامه نشان خواهیم داد چگونه می‌توان با تحت نظر داشتن روند بازارهای کالا در بسیاری از موارد، نشانه‌هایی از وزش بادهای تورمی را

چند ماه زودتر احساس کرد. از آنجا که اولین هدف فدرال رزرو ثبات قیمت‌ها است، این بانک با دقتی فراوان شاخص‌های بازارهای کالا را برای تشخیص میزان فشارهای قیمتی، تحت نظر قرار می‌دهد. در ادامه در مورد اهمیتی که این بانک برای قیمت کالاها، به عنوان ابزاری برای تنظیم سیاست‌های مالی قائل است، بحث خواهیم کرد.

ساختار شاخص CRB چگونه است؟

به دلیل اهمیت فوق‌العاده شاخص CRB در تحلیل‌های بین بازاری، ضروری است در مورد ساختار این شاخص و اینکه کدام بازارها بیشترین تأثیر را بر تغییرات این شاخص دارند، توضیحاتی بیان کنیم. شاخص قیمت آتی مرکز تحقیقات کالا، اولین بار در سال ۱۹۵۶ ایجاد شد. گرچه طی ۳۰ سال گذشته ساختار این شاخص شاهد تغییرات زیادی بوده است، امروزه برای محاسبه آن از قیمت ۲۱ کالای فعال بازار استفاده می‌شود. کلمه کلیدی در این جمله، کالا است. شاخص CRB شامل هیچ بازار آتی دیگری نیست. به عبارت دیگر این شاخص، شاخصی خالص و مطلق برای بازارهای کالا است. محاسبه شاخص CRB طی سه قدم زیر انجام می‌شود:

- ۱- در مرحله اول برای هر یک از ۲۱ کالای تشکیل‌دهنده شاخص CRB، میانگین حسابی قیمت برای تمام روزهای ۹ ماه آینده، از تاریخ روز محاسبه می‌شود.
- ۲- در مرحله دوم، میانگین هندسی این میانگین‌های حسابی محاسبه می‌شود. یعنی ریشه ۲۱ حاصل ضرب تمامی ۲۱ میانگین حسابی مرحله‌ی قبل، محاسبه می‌شود.
- ۳- مقدار حاصل‌شده در مرحله قبل بر عدد $53/0615$ که مقدار شاخص در سال پایه ۱۹۶۷ است، تقسیم می‌شود. نتیجه حاصله در فاکتور تعدیل $0/97911$ ضرب می‌شود (انجام این تعدیل از تاریخ ۲۰ جولای ۱۹۸۷ که در محاسبه شاخص CRB، از میانگین ۲۱ کالا طی ۹ ماه به جای ۲۶ کالا طی ۱۲ ماه استفاده شد، لازم‌الاجرا شد). در آخر نتیجه نهایی در عدد ۱۰۰ ضرب شده تا عدد شاخص به صورت درصد نشان داده شود.

$$\text{CRB Index} = \frac{\text{Current geometric average}}{1967 \text{ geometric average } (53/0615)} \times 0/94911 \times 100$$

تمامی ۲۱ بازار کالا که شاخص CRB را تشکیل می‌دهند خود به صورت مجزا در بازارهای مختلف آتی مورد معامله قرار می‌گیرند. اسامی این کالاها به شرح زیر است:

احشام زنده (گاو، گوساله و ...)، کاکائو، قهوه، مس، ذرت، کتان، نفت خام، طلا (نیویورک)، نفت کوره، گراز و خوک زنده، الوار، جو (شیکاگو)، عصاره پرتغال، پلاتین، گوشت خوک، نقره (نیویورک)، دانه سویا، سویای خوراکی، روغن سویا، شکر، گندم (شیکاگو).

تمامی ۲۱ کالای فوق دارای وزنی یکسان در تشکیل شاخص CRB هستند و اثری برابر $\frac{1}{21}$ یا ۴/۷٪ دارند. با این حال این بدان معنا نیست که گروه کالاهای مختلف دارای اثری یکسان بر تغییرات CRB هستند. به عبارت دیگر برخی از گروه کالاهای نقش بیشتری در تغییرات شاخص CRB ایفا می‌کنند. برای درک این مطلب، کالاهای فوق را به شش گروه تقسیم کرده و اثر هر گروه را در مقابل آن آورده‌ایم:

مواد پروتئینی (گوشت‌ها)	گاو، گوسفند، خوک و گراز (۱۴/۳٪)
فلزات	طلا، پلاتین، نقره (۱۴/۳٪)
محصولات وارداتی	شکر، قهوه، کاکائو (۱۴/۳٪)
انرژی	نفت خام، نفت کوره (۹/۵٪)
حبوبات	ذرت، جو، گندم، دانه سویا، سویای خوراکی، روغن سویا (۲۸/۶٪)
صنعتی	مس، کتان، الوار (۱۴/۳٪)

در نگاهی اجمالی به تقسیم‌بندی فوق، دو نقد اساسی در مورد شاخص CRB می‌توان مطرح کرد. اول اینکه وزن بازار کالاهای کشاورزی (۶۲٪) در مقابل بازارهای غیر کشاورزی (۳۸٪) بسیار بالاست و دوم اینکه گروه حبوبات (۲۸/۶٪) نسبت به دیگر گروه‌های این شاخص از تأثیرگذاری عددی بسیار بیشتری برخوردار است. وزن بالای بازارهای کشاورزی سوال مهمی را در مورد قابلیت پیش‌بینی تورم این شاخص مطرح می‌کند که در ادامه به این سوال پاسخ خواهیم داد. وزن بالای حبوبات نیز مشخص می‌کند که چرا برای تحلیل شاخص CRB، حتماً می‌بایست وضعیت گروه حبوبات را نیز به طور جداگانه بررسی کنیم. در ادامه در مورد تأثیر گروه کالاهای تشکیل‌دهنده شاخص CRB به طور مفصل بحث خواهیم داشت.

مطالعاتی در مورد همبستگی گروه کالاهای شاخص CRB

بررسی میزان همبستگی گروه کالاهای مختلف شاخص، CRB با خود این شاخص از سال ۱۹۸۴ تا ۱۹۸۹ نشان می‌دهد که گروه حبوبات، همبستگی بسیار شدیدی (۸۴٪) با این شاخص دارد. دو گروه دیگر که آنها نیز همبستگی قابل ملاحظه‌ای با این شاخص دارند، گروه‌های صنعت^۱ (۶۷٪) و گروه انرژی (۶۰٪) می‌باشند. در این بین، دو گروه مواد پروتئینی (۳۳٪) و اقلام وارداتی (۴٪-) همبستگی بسیار ضعیفی با شاخص مذکور نشان می‌دهند. گروه فلزات نیز کمترین همبستگی مثبت (۱۵/۹۸٪) را با شاخص CRB داراست. با این حال نگاهی دقیق‌تر به این شش سال، نشان می‌دهد در چهار سال از این شش سال همبستگی گروه فلزات از جهش قابل ملاحظه‌ای برخوردار بوده است. برای مثال همبستگی مثبت بین فلزات و شاخص CRB، در سال ۱۹۸۴ برابر ۹۳٪، سال ۱۹۸۷ برابر ۷۴٪، سال ۱۹۸۸ برابر ۷۶٪ و در نیمه اول سال ۱۹۸۹ نیز برابر ۸۹٪ بوده است (منبع: CRB Index Futures Reference Guide، بورس آتی نیویورک، ۱۹۸۹).

۱- مس، کتان، نفت خام، الوار، پلاتین و نقره

مطالعات انجام شده در مورد همبستگی دوره ۱۲ ماهه منتهی به اکتبر ۱۹۸۹ نیز نشان می‌دهد که گروه حبوبات طی این دوره زمانی، رهبری تغییرات شاخص را بر عهده داشته است. این مسئله مطالب عنوان شده در پاراگراف قبل را تأیید می‌کند. جزئیات این همبستگی به این صورت است که شاخص مذکور، طی دوره ۱۲ ماهه اکتبر ۱۹۸۸ تا اکتبر ۱۹۸۹، دارای ۹۳٪ همبستگی با روغن سویا، ۹۲/۶٪ با ذرت، ۹۲/۵٪ با دانه سویا، ۹۱٪ با سویای خوراکی، و ۹۰٪ با جو بوده است. فلزات نیز در این میان همبستگی بالایی با شاخص CRB نشان داده‌اند، به طوری که میزان همبستگی نقره ۸۶٪، طلا ۷۷٪ و پلاتین ۷۵٪ بوده است. (منبع: Power Associates, Jersey City, NJ)

حبوبات، فلزات و نفت

بازارهای حبوبات، فلزات و انرژی، سه بازار مهمی هستند که همواره باید در هنگام تحلیل شاخص CRB به آنها توجه کرد. در این بین بازار نفت به دلیل همبستگی بالای خود با شاخص CRB و همچنین جایگاه بالای بین‌المللی آن از اهمیت بیشتری برخوردار است. بازارهای فلزات طی سال‌های اخیر، همبستگی قابل توجهی با شاخص CRB نشان داده‌اند. با این حال جایگاه با اهمیتی که ما در این کتاب برای این بازارها (خصوصاً طلا) قائل هستیم نه به این دلیل، بلکه به علت ایفای نقش این بازارها به عنوان شاخص‌های پیشرو برای شاخص CRB (که در بخش ۵ توضیح داده شد) و تورم است. اهمیت بازار حبوبات نیز به دلیل همبستگی بالایی که با شاخص CRB دارد بدیهی به نظر می‌رسد.

بیشتر افرادی که روند شاخص CRB را دنبال می‌کنند کاملاً با بازارهای طلا و نفت آشنایی دارند و بطور هم‌زمان این دو بازار را نیز مورد بررسی قرار می‌دهند. با این حال، شاخص CRB اغلب هم‌جهت با بازار حبوبات که معاملات آن در شیکاگو انجام می‌شود حرکت می‌کند و همبستگی کمتری با بازارهای طلا و نفت که مرکز معاملات آن در نیویورک است دارد. یک مثال مشخص از تأثیر حبوبات بر شاخص CRB را می‌توان در زمان

خشکسالی سال ۱۹۸۸، در منطقه میدوست^۱ مشاهده کرد. در این زمان شاخص CRB کاملاً تحت سیطره قیمت محصولات کشاورزی قرار گرفت و این نفوذ در تمام بهار و تابستان آن سال همچنان ادامه یافت. در مجموع می‌توان گفت برای انجام تحلیلی کامل از شاخص CRB می‌بایست تمامی ۲۱ بازار تشکیل‌دهنده این بازار را مورد بررسی قرار داد، هرچند که باید بیشتر توجه خود را به سه بازار مهم فلزات گران‌بها، انرژی و حبوبات معطوف نمود.

شاخص آتی CRB در مقابل شاخص نقدی CRB

مطالبی که در بخش «مطالعاتی در مورد همبستگی گروه کالاهای شاخص CRB» به آنها اشاره شد حاوی یک نکته آماری دیگر نیز می‌باشد. نکته‌ای که روشن‌کننده مسائل زیادی در مورد هدف این بخش است. طی سال‌های ۱۹۸۴ تا میانه سال ۱۹۸۹، شاهد همبستگی قابل توجهی به میزان ۸۷٪ بین دو شاخص آتی و نقدی CRB بوده‌ایم. این در حالی است که در چهار سال پایانی، این همبستگی تا ۹۰٪ نیز افزایش یافته است. آنچه از این مسئله می‌توان نتیجه گرفت این است که به‌رغم ماهیت متفاوت دو شاخص، به طور عمومی این دو شاخص جهتی یکسان را در مسیر خود دنبال می‌کنند.

گرچه در تحلیل‌های بین‌المللی، شاخص آتی CRB از اهمیت بیشتری برخوردار است، بررسی شاخص‌های دیگر مرکز تحقیقات کالا برای تأیید اینکه آیا تحلیل ما از رفتار این شاخص درست است یا خیر، بسیار حائز اهمیت است. واگرایی شاخص‌های کالا، معمولاً حاوی پیام‌های مهمی است. این پیام‌ها را می‌توان این‌گونه تعبیر کرد؛ احتمالاً به زودی روند کنونی تغییر خواهد کرد. شاخص‌های دیگر بازارهای کالا، معمولاً نسبت به شاخص آتی CRB از حساسیت بیشتری برخوردارند و می‌توانند اخطارهای بین بازاری را زودتر از

۱- Midwest یکی از مهم‌ترین قطب‌های کشاورزی ایالات متحده در جنوب این کشور است. این منطقه، محدوده‌ای از اوهایو تا کوه‌های راکی را شامل می‌شود.

شاخص CRB ایجاد کنند. در میان این شاخص‌ها، شاخص نقدی CRB و ارتباط تنگاتنگ آن با قیمت کالاهای صنعتی از اهمیت بیشتری برخوردار است.

ساختار شاخص نقدی CRB چگونه است؟

نکته اول این است که در محاسبه این شاخص به جای قیمت‌های آتی از قیمت‌های نقدی استفاده می‌شود. اما نکته دوم این است که برخی از کالاهایی که در محاسبه این شاخص استفاده می‌شود، در شاخص آتی CRB وجود ندارند، و نکته سوم اینکه در این شاخص وزن کالاهای صنعتی بیشتر از کالاهای دیگر است. ۲۳ کالایی که در این شاخص مورد استفاده قرار می‌گیرند عبارتند از:

کرباس، روغن (کره)، کاکائو، مس قراضه، ذرت، کتان، پوست (چرم)، خوک، روغن خوک، قلع، پارچه چیتی، صمغ، لاستیک، روغن سویا، آهن قراضه، گوساله، شکر، روغن حیوانی، روی، گندم (محصول میناپولیس)، گندم (محصول کانزاس سیتی)، پشم و روی. همان‌طور که مشاهده می‌کنید شاخص نقدی CRB شامل ۲۳ کالا است، در حالیکه شاخص آتی CRB، شامل ۲۱ کالا بود. کالاهای کرباس، روغن (کره)، پوست، گوشت خوک، روغن خوک، سرب، پارچه چیتی، صمغ، لاستیک، آهن قراضه، روغن حیوانی، قلع، پشم و روی کالاهایی هستند که در شاخص نقدی وجود دارند ولی در شاخص آتی وجود ندارند. تفاوت بارز دیگری که بین این دو شاخص وجود دارد وزن بیشتر کالاهای صنعتی است. از ۲۳ کالای شاخص نقدی CRB، ۱۳ کالا جزو کالاهای صنعتی هستند. این تعداد به معنی سهم ۵۶ درصدی کالاهای صنعتی در تغییرات شاخص نقدی CRB است. این در حالی است که سهم کالاهای صنعتی در شاخص آتی CRB تنها ۳۸٪ است. همین تفاوت در ساختار دو شاخص است که گاهی منجر به واگرایی دو شاخص از یکدیگر می‌شود. برای درک اینکه چرا سنگینی کالاهای صنعتی در شاخص نقدی منجر به افزایش کارایی این شاخص می‌شود تقسیم‌بندی این شاخص به شاخص نقدی مواد خام صنعتی و شاخص نقدی مواد خوراکی می‌تواند راهگشا باشد.

مواد خام صنعتی در مقابل مواد خوراکی

به رغم تفاوت ترکیب شاخص های آتی و نقدی CRB، این دو شاخص معمولاً گرایش دارند که در مسیری یکسان حرکت کنند. برای درک کامل اینکه چرا گاهی در برخی زمان ها این دو شاخص دچار واگرایی می شوند، کنکاش در دو زیر شاخص آنها بسیار مفید خواهد بود. در واقع تفاوت معنی داری که گاه در مسیر حرکت این دو زیر شاخص (شاخص نقدی مواد خام صنعتی و شاخص نقدی مواد خوراکی) ایجاد می شود، منجر به واگرایی دو شاخص نقدی و آتی CRB می شود. برای مثال شاخص مواد خام صنعتی در تابستان سال ۱۹۸۶ به پایین ترین حد خود رسید، در حالی که این سقوط برای قیمت مواد غذایی در اوایل سال ۱۹۸۷ اتفاق افتاد. همچنین، در حالی شاخص مواد غذایی در اواسط سال ۱۹۸۸ به اوج خود رسید و یک سال بعد به شدت سقوط کرد که اوج قیمت مواد خام صنعتی در اوایل سال ۱۹۸۹ رخ داد.

با درک چگونگی رابطه قیمت های کالاهای صنعتی و خوراکی، درک خواهید کرد که چرا برخی از شاخص های بازارهای کالا در زمان های مختلف رفتاری متفاوت دارند. برخی از تحلیلگران اعتماد بیشتری به شاخص هایی دارند که وزن اقلام صنعتی در آنها بیشتر است و برخی دیگر شاخص های خوراکی محور، نظیر شاخص آتی CRB را ترجیح می دهند. بسیاری از اقتصاددانان، اعتقاد دارند قیمت های کالاهای صنعتی قابلیت بیشتری برای نشان دادن فشارهای تورمی دارد و ضعف و قدرت اقتصاد را بهتر از قیمت محصولات خوراکی نشان می دهد. این اقتصاددانان این گونه استدلال می کنند که قیمت محصولات خوراکی بیش از آنکه تحت تأثیر پارامترهای اقتصادی باشد، متأثر از سوبسیدهای دولتی، شرایط آب و هوایی و ملاحظات سیاسی است. با این حال، هیچ کس منکر نقش قیمت محصولات خوراکی در تعیین تورم نیست. اما در این بین شاخصی نیز وجود دارد که کاملاً مستقل از قیمت محصولات خوراکی است. این شاخص، شاخص JOC^۱ است که در سال ۱۹۸۶

وضع شده است. شاخص JOC از زمان انتشار، همواره یکی از شاخص‌های مورد توجه اقتصاددانان و تحلیلگران بازار برای سنجش فشارهای تورمی بوده است.

شاخص JOC

این شاخص شامل ۱۸ کالای صنعتی است که توسط مرکز CIBCR^۱ در دانشگاه کلمبیا ایجاد و از سال ۱۹۸۶ به صورت روزانه منتشر می‌شود. گروه‌های تشکیل‌دهنده این شاخص، شامل منسوجات، فلزات، فرآورده‌های نفتی، و کالاهای متفرقه می‌باشند. این کالاها به دلیل قابلیت بالایی که در پیش‌بینی روندهای تورمی دارند انتخاب شده‌اند. کالاهای تشکیل‌دهنده این شاخص در زیر آمده است:

فلزات	آلومینیم، مس قراضه، قلع، آهن قراضه، روی، سرب
منسوجات	کرباس، کتان، پلی‌استر، پارچه چیتی
فرآورده‌های نفتی	نفت خام، بنزین
متفرقه	پوست، لاستیک، روغن حیوانی، تخته چند لایه، چوب بلوط، کارتن مقوایی

شاخص JOC در واقع تکمیل شده شاخصی است به همین نام که در سال ۱۹۴۸ و به صورت ماهانه تنظیم می‌شد و هدف آن ایجاد شاخصی بود که قابلیت پیش‌بینی روندهای تورمی را داشته باشد. این شاخص همچنین می‌تواند به پیش‌بینی چرخه‌های کسب و کار که در فصل ۱۳ به طور مفصل به آنها خواهیم پرداخت نیز کمک کند. علت جداسازی قیمت مواد غذایی از این شاخص، با بررسی واگرایی شدیدی که طی سال‌های ۱۹۸۸ و ۱۹۸۹ بین روند قیمت مواد غذایی و کالاهای صنعتی رخ داد روشن‌تر می‌شود. این اتفاق ابهامات بیشتری در مورد اینکه کدام یک از شاخص‌های بازارهای کالا، پیش‌بینی دقیق‌تری از تورم ارائه می‌کنند، ایجاد کرد.

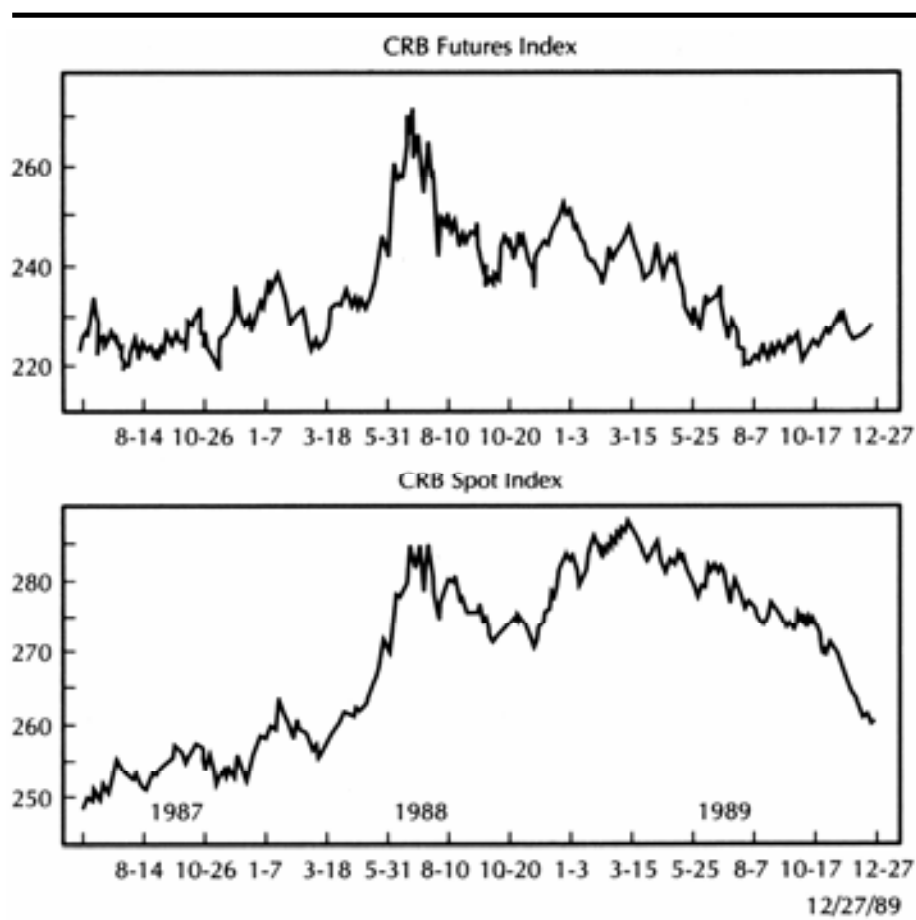
مقایسه نموداری شاخص‌های مختلف بازارهای کالا

در این بخش نشان خواهیم داد که شاخص‌های مختلف طی سال‌های قبل و در دوره‌های یکسان چگونه عمل کرده‌اند. این کار اهمیت اطلاع از کالاهای تشکیل دهنده شاخص‌های مختلف را بیش از پیش روشن می‌کند. همچنین در این بخش خواهیم دید چرا کنار گذاشتن کامل مواد غذایی برای درک تصویری دقیق از تورم بسیار خطرناک است. شکل ۷.۱ امکان مقایسه شاخص آتی CRB و شاخص نقدی CRB را طی سال‌های ۱۹۸۷ تا ۱۹۸۹ فراهم می‌کند. با توجه به سابقه تاریخی این دوی آنها می‌توان گفت هر دو شاخص به طور طبیعی جهتی یکسان را دنبال می‌کنند.

شاخص آتی CRB در تابستان ۱۹۸۸ یعنی در اواخر خشکسالی میدوسترن که در آن سال رخ داده بود به اوج خود رسیده است و پس از آن، روند نزولی خود را تا آگوست ادامه داده و سپس به شرایط عادی و پایدار بازگشته است. شاخص نقدی CRB نیز گرچه پس از افتی هم‌زمان با شاخص آتی، اوجی را در مارس ۱۹۸۸ تجربه کرده ولی در نهایت همانند شاخص آتی، روندی نزولی در پیش گرفته‌است. از آگوست ۱۹۸۹ تا پایان سال، شاخص آتی CRB کمی اوج گرفته، در حالی که در همان زمان شاخص نقدی سقوطی شدید را تجربه کرده است. واگرایی این دو شاخص در این زمان کاملاً مشهود است. پاسخ چرایی این ناسازگاری در تفاوت وزن نسبی قیمت اقلام خوراکی و صنعتی این دو شاخص نهفته‌است.

شکل ۷.۱

مقایسه شاخص آتی CRB و شاخص نقدی CRB از ۱۹۸۷ تا ۱۹۸۹. گرچه این دو شاخص دارای همبستگی تاریخی بسیار قوی هستند، گاهی اوقات نیز همانند سال ۱۹۸۹ دچار واگرایی می‌شوند. در شاخص نقدی CRB مواد خام صنعتی وزن بیشتری دارند، در حالی که در شاخص آتی CRB مواد غذایی و محصولات کشاورزی دارای سهم بیشتری هستند.



مواد غذایی در مقابل مواد خام صنعتی

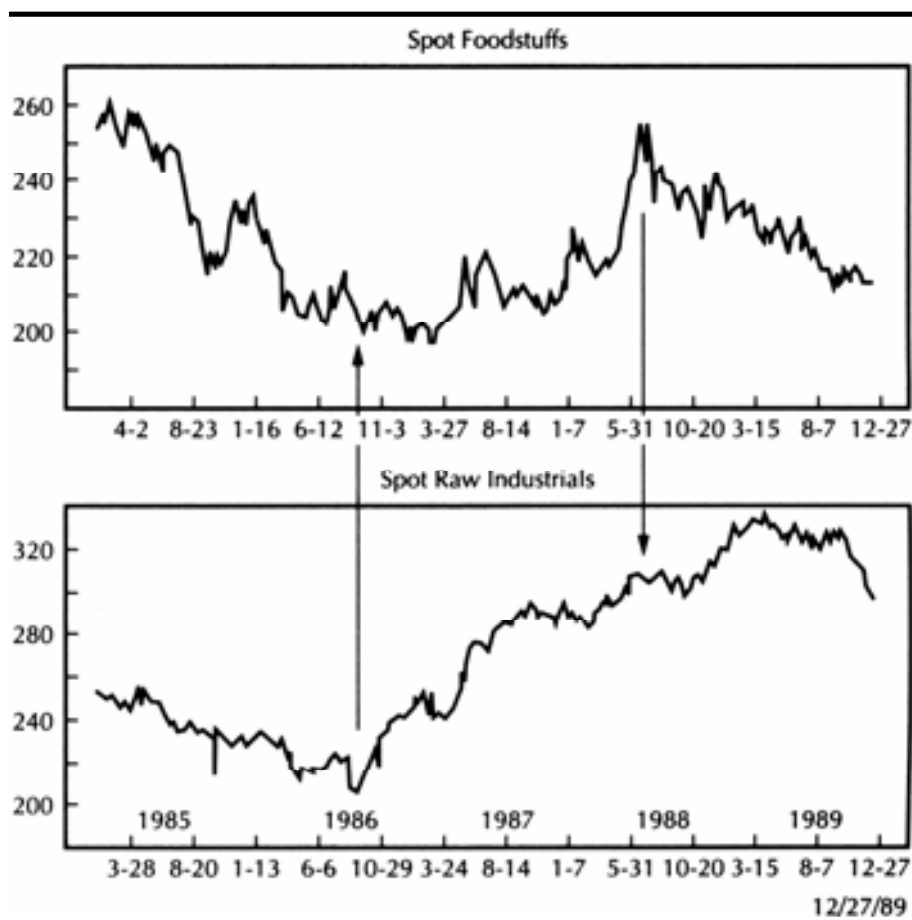
شکل ۷.۲ نشان‌دهنده دو شاخص نقدی مواد غذایی و مواد صنعتی طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹ می‌باشد. ۲۳ کالایی که این دو شاخص را تشکیل می‌دهند در مجموع سازنده شاخص نقدی CRB هستند. بررسی این دو شاخص به توضیح علت واگرایی قابل توجه شاخص‌های نقدی و آتی CRB از اواخر سال ۱۹۸۸ تا اواخر سال ۱۹۸۹ کمک خواهد کرد. همچنین روشن خواهد کرد چرا باید از تغییرات شاخص JOC، که تنها از کالاهای صنعتی تشکیل شده، تفسیری کاملاً متفاوت با شاخص آتی CRB داشت.

در تابستان سال ۱۹۸۶، شاخص مواد غذایی در حالی به اوج خود رسید که شاخص مواد خام صنعتی شش ماه قبل به اوج رسیده بود. پس از این، هر دو شاخص تا میانه سال ۱۹۸۸ روند صعودی هم‌زمانی را تجربه کردند تا اینکه قیمت مواد غذایی (و شاخص آتی CRB) یک سال تمام روندی کاهشی را تجربه کرد. در همین زمان قیمت مواد صنعتی همچنان تا بهار ۱۹۸۹ که روند کاهشی در پیش گرفت، به صعود خود ادامه داد. قیمت مواد خام صنعتی در سال ۱۹۸۶ به کف و قیمت مواد غذایی در سال ۱۹۸۸ به اوج خود رسید.

شکل ۷.۳ هر چهار شاخص را به طور جداگانه نمایش می‌دهد. نمودار بالا، مقایسه دو شاخص نقدی و آتی CRB است و نمودار پایین به مقایسه شاخص‌های صنعت و مواد غذایی می‌پردازد. توجه کنید که شاخص آتی CRB تا حد بسیار زیادی همان مسیری را طی می‌کند که شاخص مواد غذایی طی کرده است. همچنین شاخص نقدی CRB به شدت تحت تأثیر تغییرات شاخص مواد خام صنعتی قرار دارد. به این ترتیب علت واگرایی دو شاخص آتی و نقدی CRB را می‌توان کاملاً توضیح داد. در واقع این واگرایی به علت تفاوت وزن قیمت‌های مواد صنعتی و مواد غذایی در این دو شاخص است.

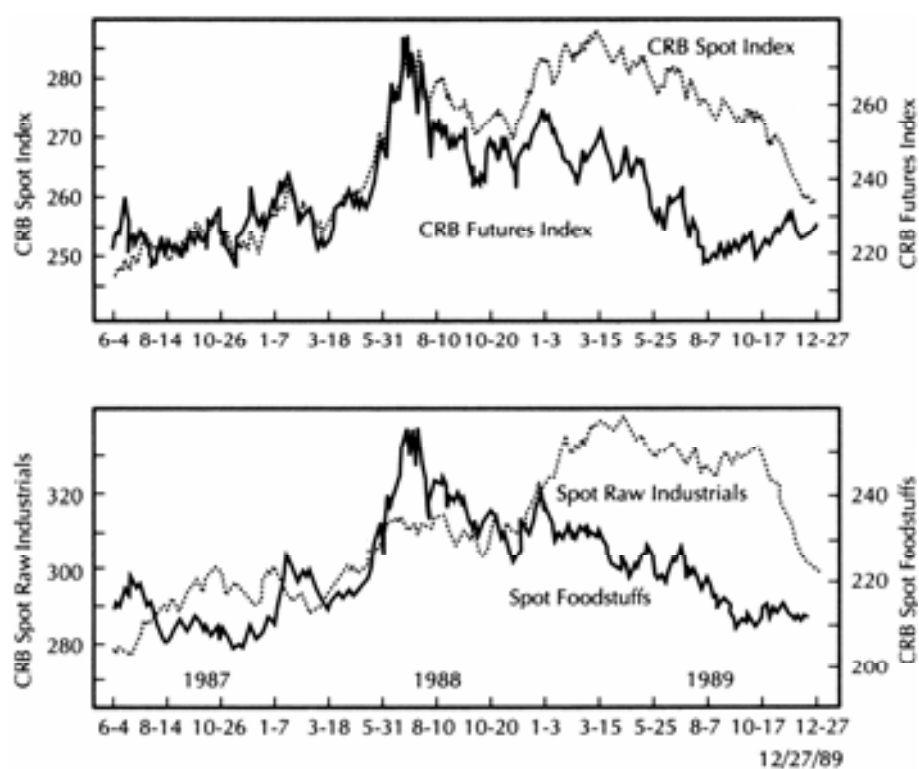
شکل ۷.۲

شاخص نقدی مواد غذایی و شاخص نقدی مواد خام صنعتی، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. قیمت مواد صنعتی در اوایل سال ۱۹۸۶ به اوج خود رسیده‌است، در حالی که این اوج برای قیمت مواد غذایی در اوایل سال ۱۹۸۸ رخ داده است. با بررسی روند تورم اهمیت بررسی هم‌زمان این دو شاخص بیش از پیش مشخص می‌شود.



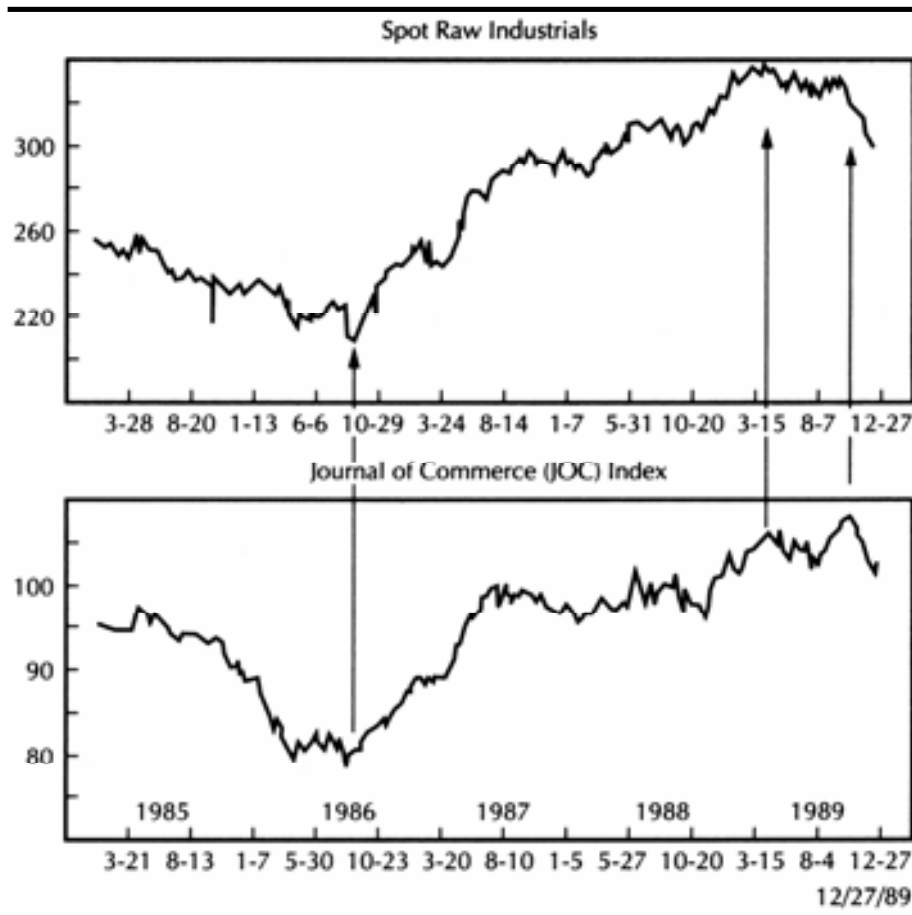
شکل ۷.۳

مقایسه شاخص نقدی و آتی CRB (نمودار بالا)، با شاخص نقدی مواد خام صنعتی و شاخص نقدی مواد غذایی (نمودار پایین). شاخص آتی CRB و شاخص مواد غذایی رفتار بسیار مشابه دارند، در حالی که شاخص نقدی CRB با شاخص مواد خام صنعتی همبستگی بالایی دارد. شاخص نقدی CRB از مجموع دو شاخص نقدی مواد خام صنعتی و مواد غذایی تشکیل شده است.



شکل ۷.۴

مقایسه شاخص نقدی صنعتی CRB و شاخص JOC. از آنجایی که هر دو شاخص تنها از قیمت مواد صنعتی تشکیل شده‌اند روندی بسیار مشابه دارند.



شاخص JOC و مواد خام صنعتی

شکل ۷.۴ نشان‌دهنده همبستگی شدید شاخص مواد خام صنعتی و شاخص JOC است. این مسئله البته تعجب برانگیز نیست، چرا که هر دو شاخص حاوی قیمت‌های مواد خام صنعتی هستند. مهم‌ترین تفاوت این دو شاخص در این است که در شاخص JOC، ۷۸٪ از وزن شاخص مربوط به قیمت مواد نفتی است، در حالی که مواد نفتی در شاخص مواد

خام صنعتی سهمی ندارند. در مقابل، سهم بازارهای انرژی در شاخص آتی CRB، ۹/۵٪ است. توجه کنید که دو شاخص صنعتی مورد بحث چقدر مشابه هم رفتار کرده‌اند. هر دو شاخص در میانه سال ۱۹۸۶ به کف رسیده و در سال ۱۹۸۹ اوج خود را تجربه کرده‌اند. نکته جالب این نمودار این است که آخرین صعود شاخص JOC در سال ۱۹۸۹، با تأیید شاخص مواد خام صنعتی روبه‌رو نشده است و این مسئله خطاری زود هنگام برای تغییر احتمالی روند شاخص JOC صادر کرده است. این مثال باز هم نشان می‌دهد که چرا بررسی هم‌زمان تمامی این شاخص‌ها به جای استفاده از تنها یک شاخص، برای درک شرایط واقعی بازار ضروری است. اکنون پس از روشن شدن اهمیت تفاوت روند قیمت مواد خام صنعتی و مواد غذایی، به مقایسه شاخص آتی CRB و شاخص JOC می‌پردازیم.

شاخص آتی CRB در مقابل شاخص JOC

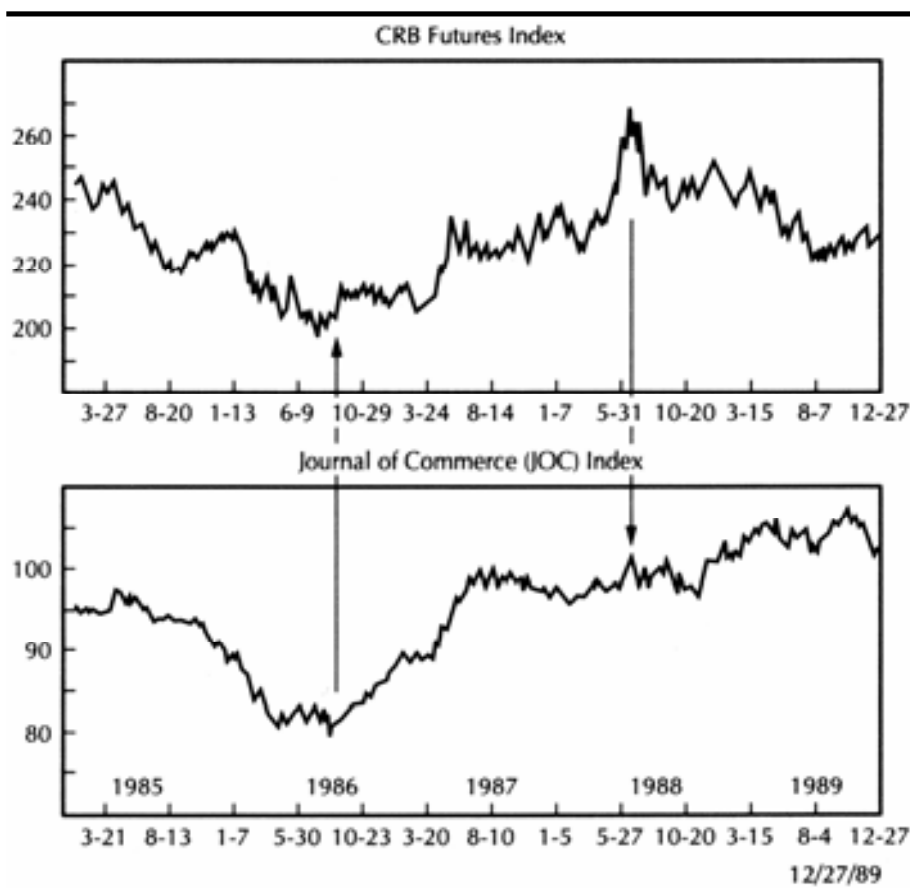
شکل‌های ۷.۵ و ۷.۶ مقایسه این دو شاخص در بازه‌های زمانی بلندمدت سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹ و بازه زمانی کوتاه‌مدت میانه سال ۱۹۸۸ تا پایان سال ۱۹۸۹ را نشان می‌دهد. سرعت بیشتر رشد شاخص JOC نسبت به شاخص آتی CRB با توجه به افزایش قیمت مواد خام صنعتی در سال ۱۹۸۶ چندان تعجب‌برانگیز نیست. شاخص CRB تا بهار سال بعد مسیری مشابه با (و نه با سرعت رشد بیشتر از) شاخص JOC در پیش گرفته است. در این شرایط، شاخص JOC قدرتمندتر عمل کرده و علائمی قابل توجه در خصوص آغاز فشارهای تورمی صادر کرده است.

از میانه سال ۱۹۸۸ شرایط مبهم‌تر می‌شود. شاخص CRB که تحت تأثیر شدید قیمت بازار حبوبات قرار دارد، با اوج قیمت حبوبات در تابستان سال ۱۹۸۸ به اوج می‌رسد و پس از آن تا آگوست همان سال روندی نزولی در پیش می‌گیرد. در این بین، شاخص JOC به روند صعودی خود ادامه می‌دهد و در پائیز سال ۱۹۸۹ به اوج خود می‌رسد. شکل ۷.۶ اتفاقات سال ۱۹۸۹ را با جزئیات بیشتری نشان می‌دهد. در اکثر روزهای این سال، شاخص CRB و JOC در خلاف جهت یکدیگر حرکت کرده‌اند. در نیمه اول سال ۱۹۸۹، شاخص

JOC قدرتمندتر از شاخص CRB بوده است. این شرایط در اکتبر تغییر کرده و با ضعف شاخص JOC، شاخص CRB روند رو به رشد خود را آغاز کرده است.

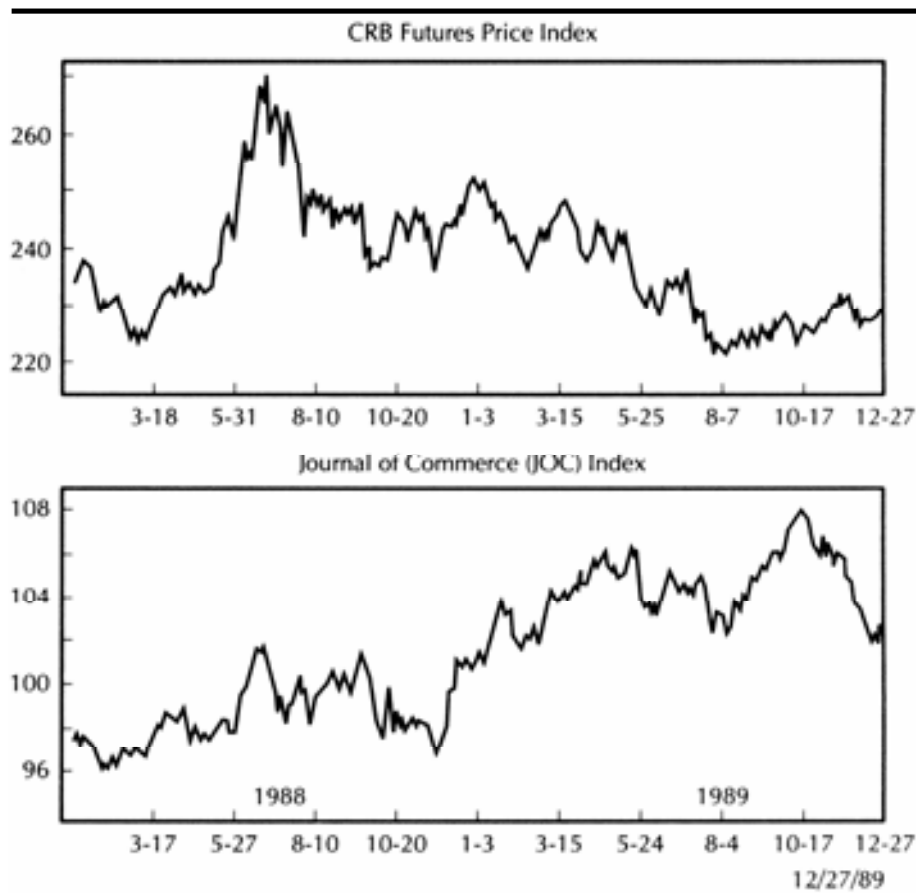
شکل ۷.۵

شاخص آتی CRB در مقابل شاخص JOC، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. از آنجایی که بخش عمده‌ای از شاخص آتی CRB از قیمت مواد غذایی تشکیل شده است و شاخص JOC تنها از قیمت مواد خام صنعتی، این دو شاخص معمولاً از روند یکدیگر تبعیت نمی‌کنند. این مسئله مخصوصاً وقتی می‌خواهیم تحلیلی جامع از کل بازارهای کالا داشته باشیم بسیار با اهمیت است.



شکل ۲.۶

شاخص آتی CRB در مقابل شاخص JOC، از سال ۱۹۸۸ تا ۱۹۸۹. به دلیل ساختار متفاوتشان، این دو شاخص خصوصاً در سال ۱۹۸۹ واگرایی قابل توجهی از خود نشان داده‌اند.



در این سال اگر کسی از هر کدام از این شاخص‌ها برای پیش‌بینی تورم استفاده می‌کرد به نتایج متضادی می‌رسید. شاخص JOC در اکثر روزهای سال ۱۹۸۹ از شرایط تورمی شدیدی حکایت می‌کرد، درحالی که شاخص CRB اوج تورم را در سال ۱۹۸۸ نشان می‌داد، در اواخر سال ۱۹۸۹، روند شاخص JOC نشانه‌هایی مبنی بر کاهش سرعت تورم نشان می‌داد درحالی که شاخص CRB از افزایش شدید فشارهای تورمی حکایت می‌کند. حال در این شرایط یک تحلیلگر بین بازاری چه کاری باید انجام دهد؟

به‌خاطر داشته باشید که هدف اصلی از انجام تحلیل بین‌بازاری نه تحلیل اقتصادی رویدادها، بلکه کمک به تصمیم‌گیری برای انجام معاملات است. حال سؤال مناسب این است که کدام یک از دو شاخص بازار کالا، نقش آفرینی بهتری در سناریوهای بین‌بازاری دارند و کدام یک، بازارهای مالی را به پیروی از خود وادار می‌کنند. برای پاسخ این سؤال می‌بایست به روابط پایه‌ای که در بخش‌های ابتدایی کتاب اشاره کردیم توجه کنیم. یکی از این روابط، رابطه بازارهای کالا و نرخ‌های بهره بود. در بخش‌های قبل، وجود رابطه مثبت قوی بین قیمت کالاها و نرخ‌های بهره را نشان دادیم. حال برای پاسخ به سؤال مطرح شده می‌توان مقایسه‌ای بین نرخ‌های بهره با دو شاخص مذکور انجام داد و بررسی کرد که کدام یک همخوانی بیشتری با دیگر اجزاء بازار دارند.

نرخ‌های بهره در مقابل شاخص‌های کالا

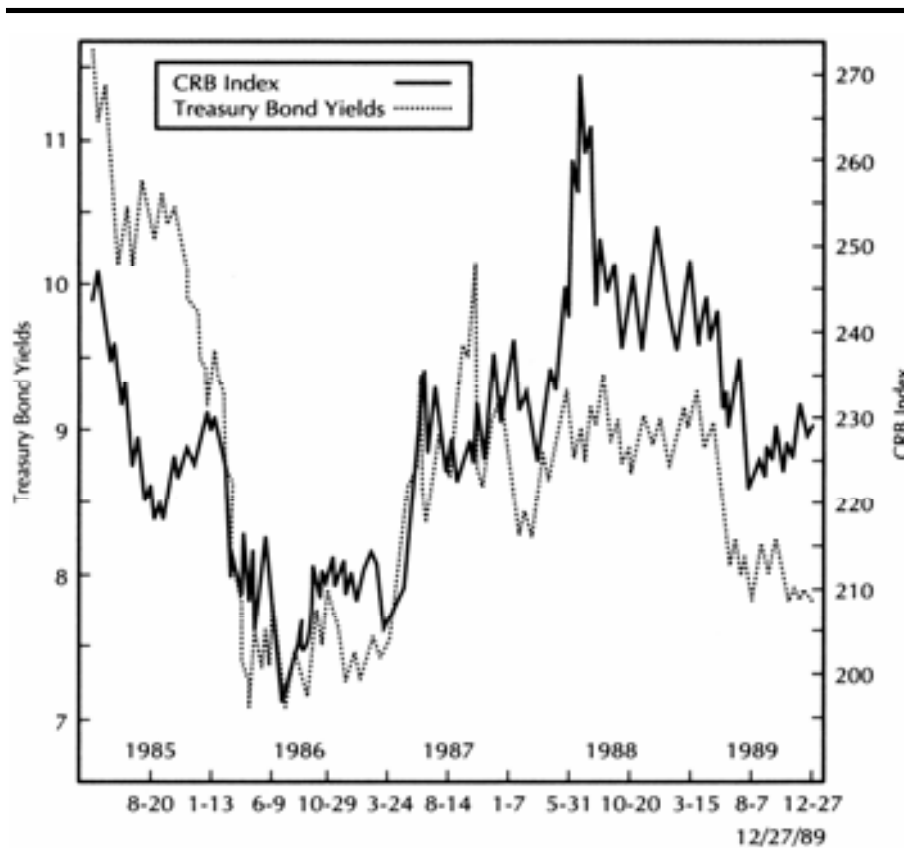
شکل ۷.۷ تغییرات شاخص CRB را طی ۳۰ سال در مقابل بازده اوراق قرضه خزانه نشان داده است. در بخش سوم، نموداری مشابه برای اثبات رابطه قوی این دو شاخص ارائه کرده بودیم. گرچه دو نمودار دقیقاً مشابه هم حرکت نکرده‌اند، همبستگی بالای مثبت بین آنها کاملاً مشهود است. هر دو شاخص در سال‌های ۱۹۸۶ و ۱۹۸۷ الگوی سر و شانه معکوس را تشکیل داده‌اند. به جز قله‌ای که در پائیز ۱۹۸۷ در نمودار نرخ بهره مشاهده می‌شود، اوج‌ها و فرودهای هر دو شاخص الگویی بسیار مشابه دارند. برای مثال، قله تشکیل شده در بازده اوراق قرضه در میانه سال ۱۹۸۸ همزمان با اوج متناظر شاخص CRB رخ داده است. پس از آن نیز هر دو شاخص تا آگوست ۱۹۸۹ روندی نزولی در پیش گرفته‌اند. فشار صعودی شاخص CRB در اواخر سال ۱۹۸۹ نیز منجر به بالا رفتن نرخ‌های بهره گردیده است.

شکل ۷.۸ نشان‌دهنده وجود همبستگی بین شاخص JOC و نرخ‌های بهره است. تنها از میانه سال ۱۹۸۸ تا اواخر ۱۹۸۹، این همبستگی مشاهده نمی‌شود. در این زمان در حالی که نرخ بهره به دلیل کاهش انتظارات تورمی در حال کاهش بود، شاخص JOC در حال به

ثبت رساندن رکورد جدیدی بود. در این شرایط پیش‌بینی نرخ تورم بالاتر و ادامه رشد اقتصادی با توجه به شرایط شاخص JOC تحلیلی منطقی به نظر می‌رسید، درحالی که نرخ‌های بهره دقیقاً خلاف این وضعیت را نشان می‌دادند.

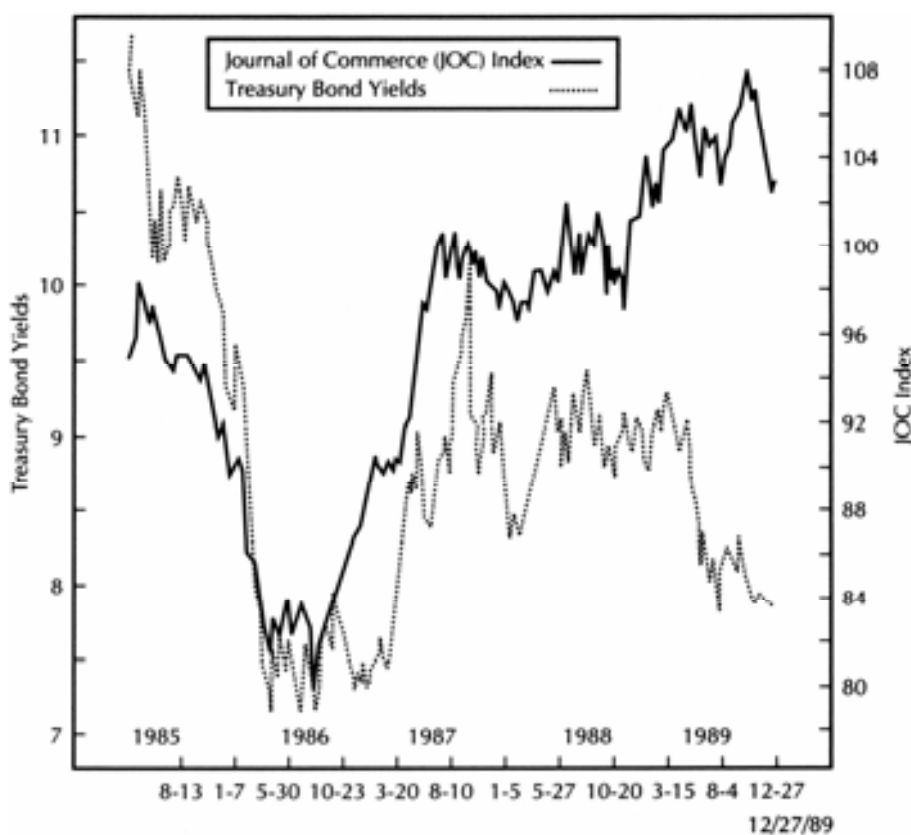
شکل ۷.۷

شاخص CRB در مقابل بازده اوراق قرضه خزانه، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. طی این دوره زمانی، همبستگی شدیدی بین این دو شاخص دیده می‌شود. در نیمه دوم سال ۱۹۸۸ و تقریباً در تمامی سال ۱۹۸۹ نرخ بهره و شاخص CRB به همراه یکدیگر روندی نزولی در پیش گرفته‌اند.



شکل ۷.۸

شاخص JOC در مقابل بازده اوراق قرضه خزانه، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. رفتار هر دو شاخص تا سال ۱۹۸۹ از همبستگی شدیدی بین آن‌ها حکایت دارد. اما در این سال بازده اوراق قرضه خزانه در حالی به شدت سقوط کرده است که شاخص JOC همچنان به روند صعودی جدید خود ادامه می‌دهد.

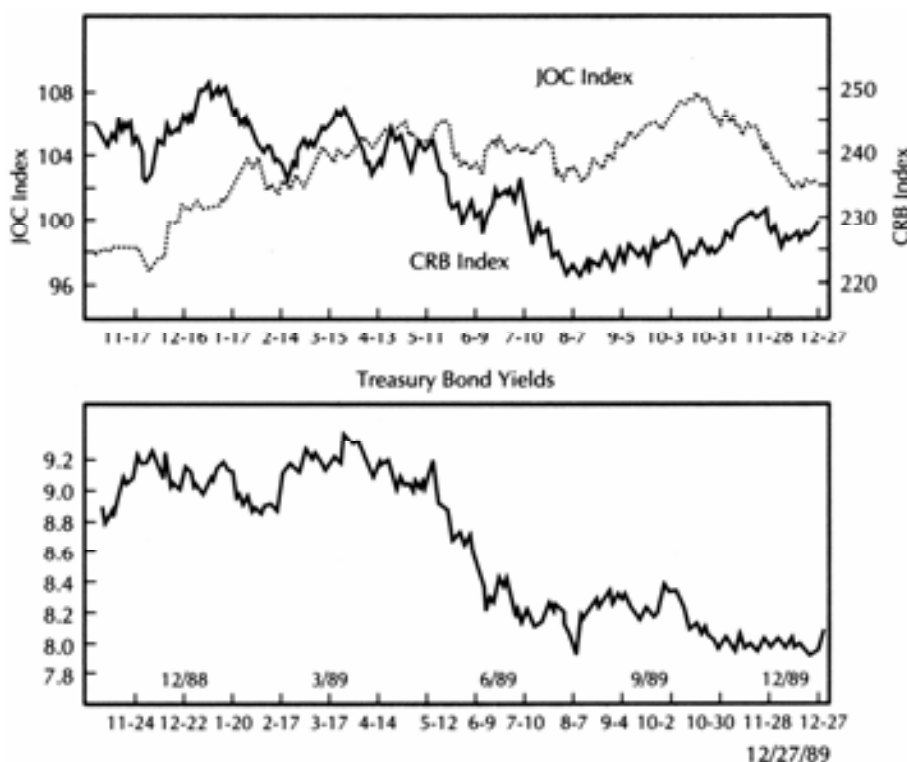


شکل ۷.۹ شرایط مقایسه هر سه معیار را فراهم کرده است. نمودار بالا امکان مقایسه شاخص CRB و JOC را طی دوره پاییز ۱۹۸۸ تا پایان سال ۱۹۸۹ فراهم می‌کند. در نمودار پایین نیز بازده اوراق ۳۰ ساله خزانه در همین زمان نمایش داده شده است. نمودارهای فوق از همبستگی قوی بازده‌های اوراق قرضه و شاخص CRB حکایت می‌کنند. در اکثر ماه‌های سال ۱۹۸۹ بازده‌های اوراق قرضه روندی بر خلاف جهت شاخص JOC داشته‌اند.

در نیمه ابتدایی سال، بازده اوراق قرضه در حالی سقوط کرده است که شاخص JOC همچنان به روند رو به رشد خود ادامه می‌دهد. در پایان سال نیز در حالی که بازده اوراق قرضه در حال تقویت شدن است، شاخص JOC سقوط کرده است. در همین بازه زمانی، یک تحلیلگر بین بازاری، به سختی می‌تواند از شاخص JOC در تحلیل‌های خود استفاده کند. در مقابل، ارتباط قوی اوراق قرضه و شاخص CRB می‌تواند کمک زیادی به شناخت وضعیت موجود کند.

شکل ۷.۹

بازده اوراق قرضه خزانه (نمودار پایین) در مقایسه با شاخص آتی CRB و شاخص JOC (نمودار بالا) در سال ۱۹۸۹. بازده اوراق قرضه با شاخص CRB نسبت به شاخص JOC همبستگی بیشتری را نشان می‌دهد.



شاخص CRB؛ تصویری متوازن از بازار

فشارهای تورمی در سال ۱۹۸۹ فرو نشستند. در سطح تولیدکنندگان، تورم از ۹ درصد در نیمه نخست سال به ۱ درصد در نیمه دوم سال کاهش یافت. همان‌طور که شاخص نقدی مواد غذایی نشان می‌دهد، بخش عمده‌ای از این کاهش فشار مربوط به کاهش فشار بازارهای مواد غذایی بود و نه محصولات صنعتی. با نگاهی به سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۹، می‌توان ثبات قیمت در بازار مواد غذایی را مشاهده کرد. در سطح عمده‌فروشی، قیمت مواد غذایی طی دو سال قبل از این تاریخ، رشد بسیار زیادی کرده بود. این رشد در حالی رخ داده بود که قیمت‌های مواد صنعتی روبه کاهش بود.

به گواه نمودارهای ارائه‌شده تأثیر عمده قیمت محصولات کشاورزی بر فشارهای تورمی غیر قابل انکار است. همانند همیشه، قضاوت نهایی را بر پایه مشاهدات بازارهای دیگر استوار می‌کنیم. با نگاهی به دیگر بازارها، به نظر می‌رسد بازارهای مالی و اوراق قرضه، بیش از تمام شاخص‌های بازارهای کالا به شاخص CRB تشابه دارند. این مسئله به این علت است که قیمت مواد صنعتی در آنها لحاظ نشده است. برداشت نادرست از این جمله بسیار نگران‌کننده است. نگران‌کننده از اینکه تحلیلگری اینگونه نتیجه‌گیری کند که این شاخص‌ها مهم نیستند. باید توجه داشت تمام شاخص‌های بازارهای کالا همچنان با ارزش‌اند و باید مورد توجه قرار گیرند. تنها با توجه به تمامی این شاخص‌ها می‌توان درک درستی از تصویر کلی روند تغییرات بازارهای کالا به دست آورد. با این حال من همچنان استفاده از شاخص آتی CRB را به عنوان مهم‌ترین شاخص بازارهای کالا در تحلیل‌های بین‌بازاری ترجیح می‌دهم.

شاخص‌های «گروه کالاهای» تشکیل‌دهنده شاخص آتی CRB

بد نیست نگاهی به شاخص‌های گروه کالاهای آتی CRB نیز بیندازیم. شناخت این شاخص‌ها به ما کمک خواهد کرد تا شناخت مناسب‌تری از تأثیرات این شاخص‌ها بر

تغییرات شاخص آتی CRB پیدا کنیم. این هفت شاخص عبارتند از:

انرژی	نفت خام، نفت کوره، بنزین بدون سرب
حبوبات	ذرت، جو (محصول شیکاگو)، سویای خوراکی، گندم (محصول شیکاگو)
اقلام وارداتی	کاکائو، قهوه، شکر
مواد صنعتی	کتان، مس، نفت خام، الوار، پلاتین، نقره
دانه‌های روغنی	بذر کتان، دانه سویا، خردل
گوشت‌ها	احشام (زنده)، خوک پرواری (زنده)، گوشت خوک
فلزات	طلا، پلاتین، نقره

تمامی کالاهای فوق در شاخص قیمت آتی CRB نیز وجود داشتند. تنها بنزین بدون سرب، خردل و بذر کتان در محاسبه شاخص قیمت آتی CRB استفاده نمی‌شوند. همچنین باید توجه کنید که برخی کالاها (نفت خام، پلاتین و نقره) در دو زیر شاخص حضور دارند. مرکز تحقیقات کالا علاوه بر زیر شاخص‌های فوق، دو شاخص آتی مالی نیز منتشر می‌کند. این دو شاخص عبارتند از شاخص مالی و شاخص نرخ‌های بهره. جزئیات این شاخص‌ها به شرح زیر است:

شاخص مالی پوند انگلستان، دلار کانادا، مارک آلمان، ین ژاپن، فرانک سوئیس
 شاخص نرخ‌های بهره اسناد خزانه^۱، اوراق قرضه خزانه^۲، اوراق قرضه کوتاه‌مدت^۳

ارزش اصلی این نه شاخص، در ایجاد توانایی برای مطالعه گروه‌های مختلف بازار در مقابل تک‌تک بازارها است. تسلط یک بازار مانند پلاتین بر گروه فلزات، یا نفت خام بر گروه انرژی، در یک دوره زمانی محدود، غیرمعمول نیست اما یک روند معنی‌دار، معمولاً هنگامی اتفاق می‌افتد که یک یا دو بازار اصلی، روند یک شاخص گروه را تأیید کنند.

1- Treasury Bills

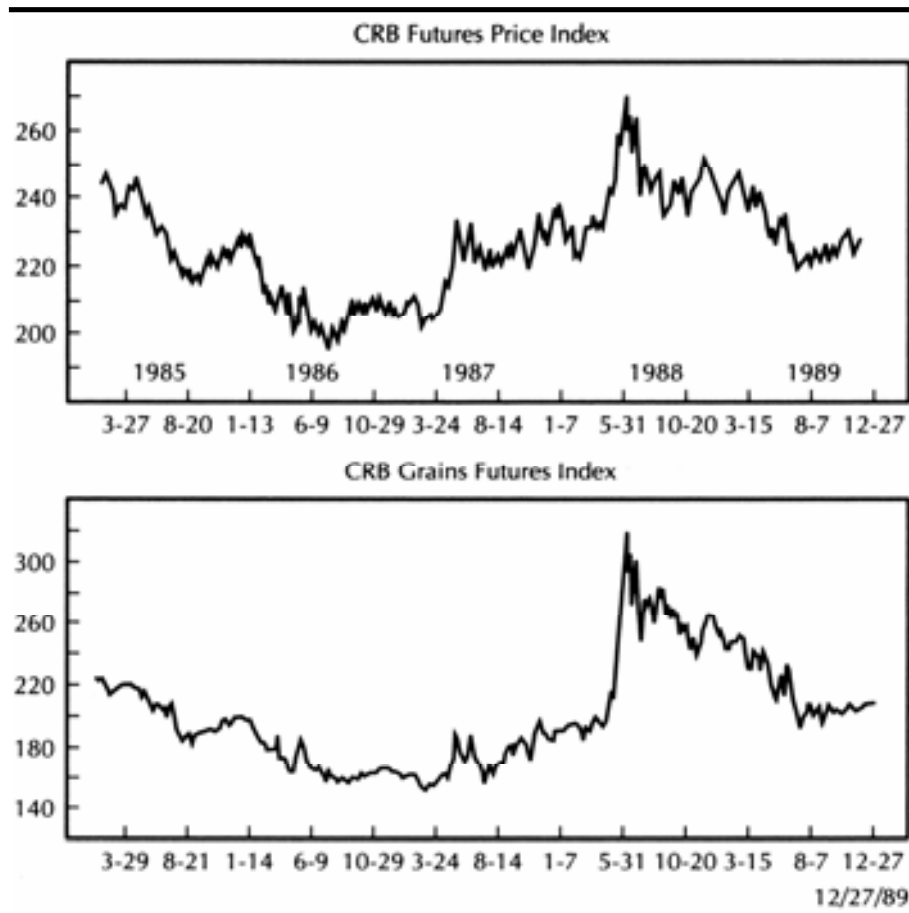
2- Treasury Bonds

3- Treasury Notes

تحلیل گروه‌های فوق، این مزیت را نیز دارد که می‌توان به سرعت، مقایسه‌ای بین نه بخش بازار انجام داد، نه بخشی که توأماً شامل گروه‌های کالا و بخش‌های مالی می‌شوند. با اضافه کردن شاخص‌های معتبر سهام به این گروه‌ها، یک تحلیلگر بدون آنکه واقعاً وارد جزئیات این بازارها شده باشد، دیدی جامع از تمامی بازارها به دست می‌آورد.

شکل ۷.۱۰

شاخص آتی CRB در مقابل شاخص آتی حبوبات CRB، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. همبستگی تاریخی قوی این دو شاخص کاملاً مشهود است. شاخص CRB در حالی روند نزولی خود را در سال ۱۹۸۸ آغاز کرده که این نزول پیش‌تر در بازار حبوبات رخ داده است.



شاخص CRB در مقابل گروه‌های حبوبات، فلزات و انرژی

پیشتر عنوان شد که سه بازار اصلی حبوبات، فلزات و انرژی شکل‌دهندگان اصلی بازارهای کالا به حساب می‌آیند. گرچه ممکن است بازارهای دیگر نیز در زمان‌هایی خاص نقش مهمی در تغییرات کلی بازارهای کالا داشته باشند، اما این سه بازار تقریباً در تمامی زمان‌ها از بازارهای تأثیرگذار بر شاخص CRB به حساب می‌آیند. شکل‌های ۷۰.۱۰ تا ۷۰.۱۲ امکان انجام مقایسه‌های این سه بازار با تغییرات شاخص CRB را در دوره پنج ساله ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹ فراهم کرده‌اند. شکل ۷۰.۱۰ به طور مشخص نشان‌دهنده تأثیر عمده افزایش ناگهانی حبوبات در بهار و تابستان ۱۹۸۸ است. تأثیری که سرانجام باعث صعود شاخص CRB نیز شده است.

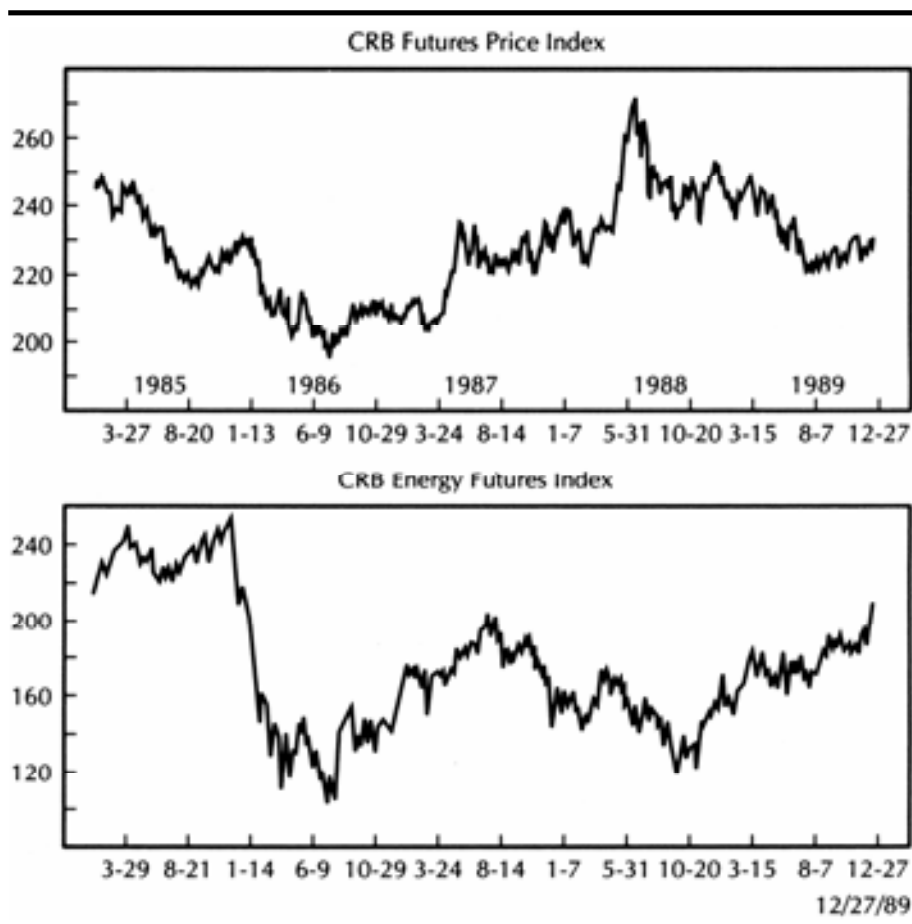
شکل ۷۰.۱۱ نیز نشان می‌دهد کف قیمتی ایجادشده در این بازار، در سال ۱۹۸۶، یکی از مهم‌ترین عوامل آغاز روند صعودی بازارهای کالا بوده است، صعودی که تقریباً دو سال به درازا کشیده است. سقوط قیمت نفت در نیمه اول سال ۱۹۸۸ اختطاری مبنی بر تزلزل پایه‌های قدرت شاخص CRB صادر کرده است. روند افزایشی بازار نفت در نیمه دوم سال ۱۹۸۹ نیز اختطاری ملایم برای آغاز فشارهای تورمی در این بازار به حساب می‌آید. فشاری که به افزایش شاخص CRB طی سه ماهه پایانی آن سال انجامید.

شکل ۷۰.۱۲ نشان‌دهنده پیشرو بودن ذاتی شاخص فلزات گران‌بها نسبت به شاخص CRB است. صعود قدرتمند بهار ۱۹۸۷ (که تحت تأثیر قیمت نفت اتفاق افتاد) نقطه عطفی در رونق شاخص CRB به حساب می‌آید. سقوط قیمت فلزات در نیمه اول سال ۱۹۸۸ (که باز هم در ارتباط با بازار نفت بود) نیز اختطاری مبنی بر ضعف روند کنونی شاخص CRB به حساب می‌آید. ثبات بازار فلزات در تابستان ۱۹۸۹ (که تا اندازه‌ای به دلیل بازار قدرتمند نفت حاصل شده بود) و آغاز روند صعودی قیمت‌های نوامبر و اکتبر ۱۹۸۹ این بازار، نقش بسیار مهمی در چرخش صعودی شاخص CRB در نیمه دوم آن سال ایفا کرد. برای درک اینکه دقیقاً چه اتفاقی برای شاخص CRB رخ داده است، نگاهی کامل به تمام شاخص‌های

گروه کالاهای بازارهای آتی می‌اندازیم. نگاهی با تمرکز ویژه بر بازارهای حبوبات، انرژی و فلزات.

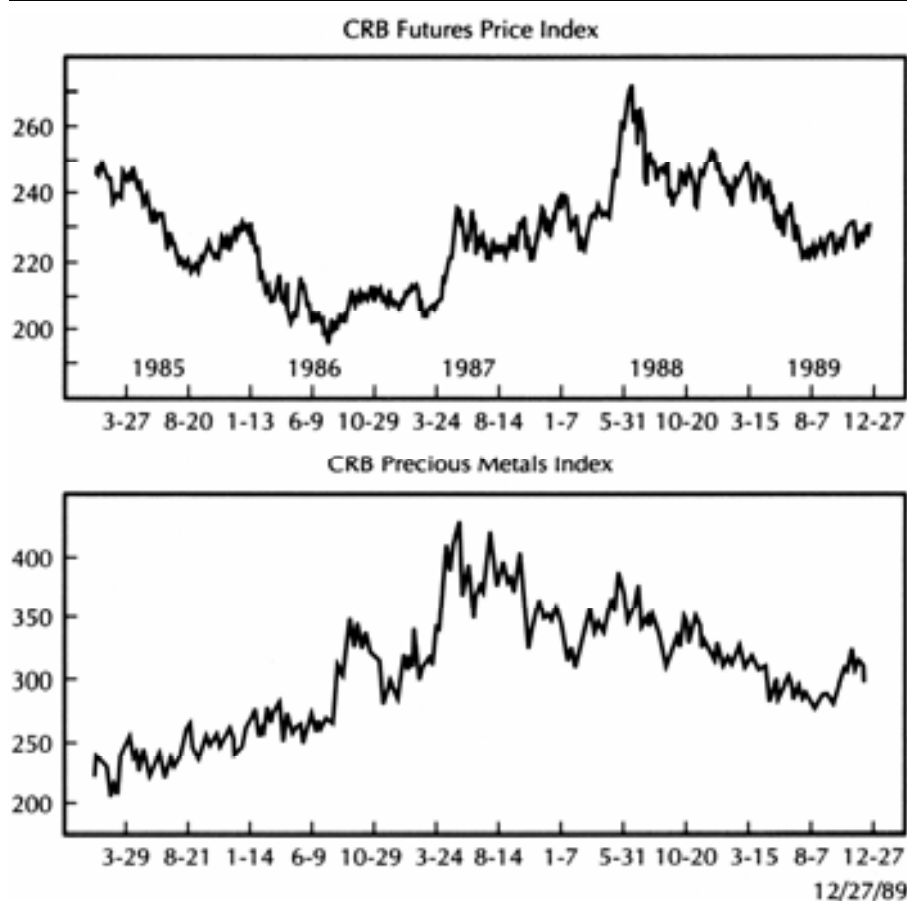
شکل ۲.۱۱

شاخص آتی CRB در مقابل شاخص انرژی آتی CRB، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. بازارهای انرژی از با اهمیت‌ترین بازارهای کالا هستند و باید همواره مورد توجه قرار داشته باشند. کف قیمتی سال ۱۹۸۶ شاخص CRB اندکی پس از کفی مشابه در بازار نفت رخ داده است.



شکل ۲.۱۲

شاخص آتی CRB در مقابل شاخص فلزات گران‌بهای CRB، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. گروه فلزات گران بها از مهمترین گروه‌های تأثیرگذار شاخص CRB به‌شمار می‌رود. بازارهای فلزات معمولاً شاخصی پیشروتر از شاخص CRB هستند. عدم تأیید روند صعودی شاخص CRB در سال ۱۹۸۸ توسط گروه فلزات، اختطاری مبنی بر آغاز روند نزولی این شاخص به حساب می‌آید. اوج گیری قیمت فلزات نیز در سال ۱۹۸۹ به آغاز روند صعودی شاخص CRB کمک کرده‌است.



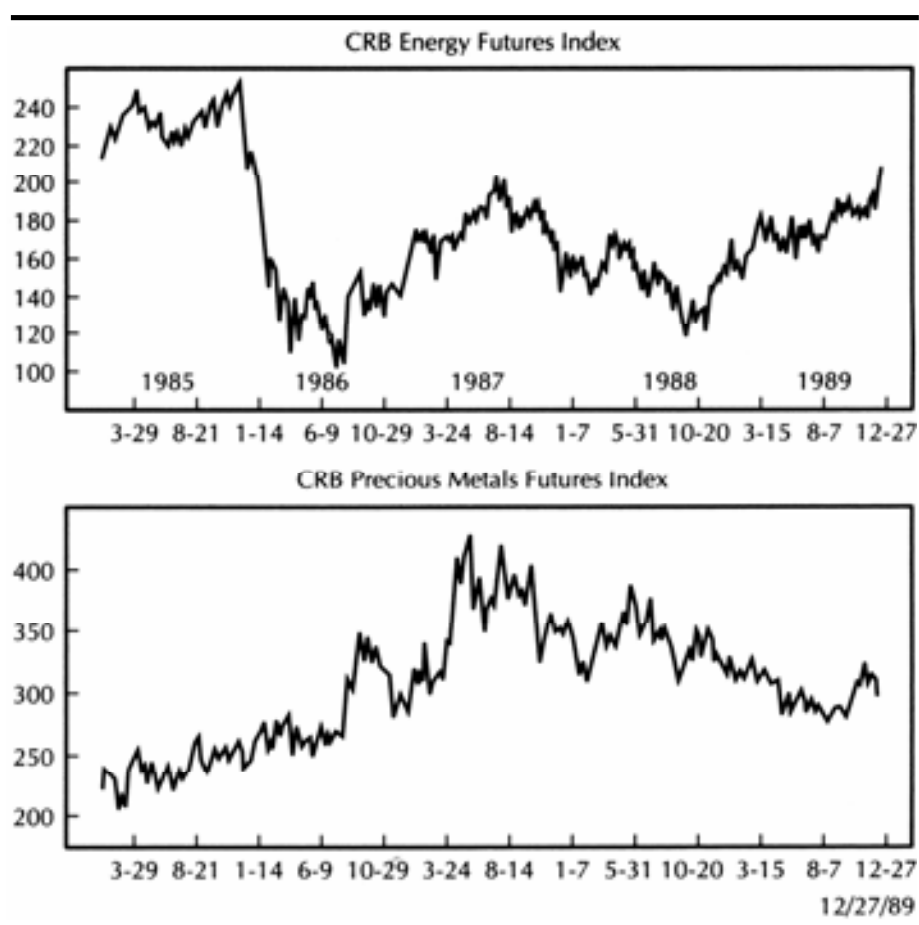
بازار انرژی در مقابل فلزات

پیش از این چگونگی رابطه بازار نفت و بازار فلزات گران بها را بیان کردیم. گرچه نمودارهای هر دو بازار دقیقاً بر هم منطبق نیستند، تحت نظر داشتن توأم هر دو بازار می‌تواند بسیار مفید باشد. از آنجایی که هر دو بازار از بازارهای پیشروی تورم به حساب می‌آیند، منطقی است که بپذیریم تغییر در هر کدام از این بازارها، سرانجام بازار دیگر را نیز تحت تأثیر قرار خواهد داد. شکل ۷.۱۳ امکان مقایسه شاخص آتی انرژی CRB و شاخص آتی فلزات گران‌بهای CRB را از سال ۱۹۸۵ تا پایان سال ۱۹۸۹ فراهم کرده است. گرچه دو بازار همواره جهتی یکسان نداشته‌اند، تأثیرگذاری آن‌ها بر یکدیگر کاملاً مشهود است. قیمت فلزات در میانه سال ۱۹۸۶ روند صعودی بی‌قاعده‌ای را طی کرده است. عدم اطمینان از افزایش قیمت‌ها در تابستان، یعنی زمانی که سقوط قیمت‌های نفت متوقف و قیمت نفت روندی پر قدرت را آغاز می‌کند، از بین رفته و بازار فلزات نیز همگام با نفت، روندی صعودی را تجربه کرده است.

پس از این صعود، هر دو بازار از نیمه دوم سال ۱۹۸۷ تا اواخر سال ۱۹۸۸ سقوط کرده‌اند. توجه کنید با این که اوج سال ۱۹۸۷ اندکی زودتر از بازار نفت رخ داده است، قیمت نفت در بیشتر ماه‌های سال ۱۹۸۹ روندی صعودی داشته است. گرچه بخش اصلی این روند، در نیمه دوم سال ۱۹۸۹ قرار دارد، هم‌زمان که نفت صعود کرده است، فشارهای تورمی ناشی از این افزایش بر بازار فلزات گران‌بها نیز اثر گذاشته و مقدمات رونق این بازار را نیز فراهم کرده است. البته همان‌طور که این دو بازار تحت تأثیر هم قرار دارند، تغییرات توأم دو بازار، تأثیر عمیقی بر شاخص CRB گذاشته است. به هر حال به نظر می‌رسد باید معامله -گران فلزات، نیم‌نگاهی نیز به بازار نفت داشته باشند و معامله گران نفت بازار فلزات را از نظر دور نکنند.

شکل ۲.۱۳

شاخص آتی انرژی CRB در مقابل شاخص آتی فلزات گرانبهای CRB، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. از آنجا که این دو گروه شاخص بازارهای کالا، از شاخص‌های پیشروی این بازار محسوب می‌شوند، معمولاً بر یکدیگر تأثیر می‌گذارند. اوج‌گیری قیمت فلزات در سال ۱۹۸۶ بی‌تأثیر از آغاز روند صعودی قیمت نفت نبوده است. هردو بازار در میانه سال ۱۹۸۷ به اوج رسیده و تا اواخر سال ۱۹۸۹ به روند خود ادامه داده‌اند.



نقش‌های بین بازاری طلا و نفت

گاهی بازارهای آتی نفت و طلا، چه در زمانی که با هم حرکت می‌کنند و چه هنگامی که تغییراتشان خیلی مشابه نیست، به بازار غالب و تأثیرگذار روابط بین بازاری تبدیل

می‌شوند و تأثیرگذاری دیگر بازارها را به شدت کاهش می‌دهند. قیمت طلا در اکثر شبکه‌های رسانه‌ای تجاری نقل می‌شود و در سطح وسیعی مورد توجه سرمایه‌گذاران قرار دارد. گاهی دوره‌های زمانی کوتاه‌مدتی اتفاق می‌افتد که هر دو یا یکی از این دو بازار، به شدت بر بازار اوراق قرضه اثر می‌گذارند. با این حال به نظر می‌رسد در مجموع، بازار نفت از قدرت بیشتری نسبت به بازار طلا برخوردار است.

در سقوط سال ۱۹۸۹، حرکت خروشان قیمت طلا (که به شدت تحت تأثیر کاهش ارزش دلار و ضعف بازار سهام قرار داشت) ترس زیادی از اوجگیری تورم در تمامی بازارهای مالی ایجاد کرد. این اوجگیری، سقوط قیمت اوراق قرضه را در پی داشت. سرمای کم-سابقه دسامبر ۱۹۸۹، فشار شدیدی بر قیمت نفت وارد کرد و منجر به اوجگیری قیمت نفت (و پس از مدتی نفت کوره) شد. در این زمان نگرانی شدیدی در بین فعالان بخش‌های مختلف بازار (خصوصاً فعالان بازار اوراق قرضه) در مورد وقوع رکود این بازارها در شرایط تورمی آن زمان، ایجاد شده بود. با توجه به نمونه فوق به طور کلی به نظر می‌رسد که بازار اوراق قرضه نسبت به روند قیمت‌های آتی نفت بسیار حساس است. نقش روند قیمت نفت و طلا در جذابیت سهام شرکت‌های نفتی و معدنی طلا نیز بسیار تعیین‌کننده است. در بخش ۹ در این خصوص بیشتر بحث خواهیم کرد.

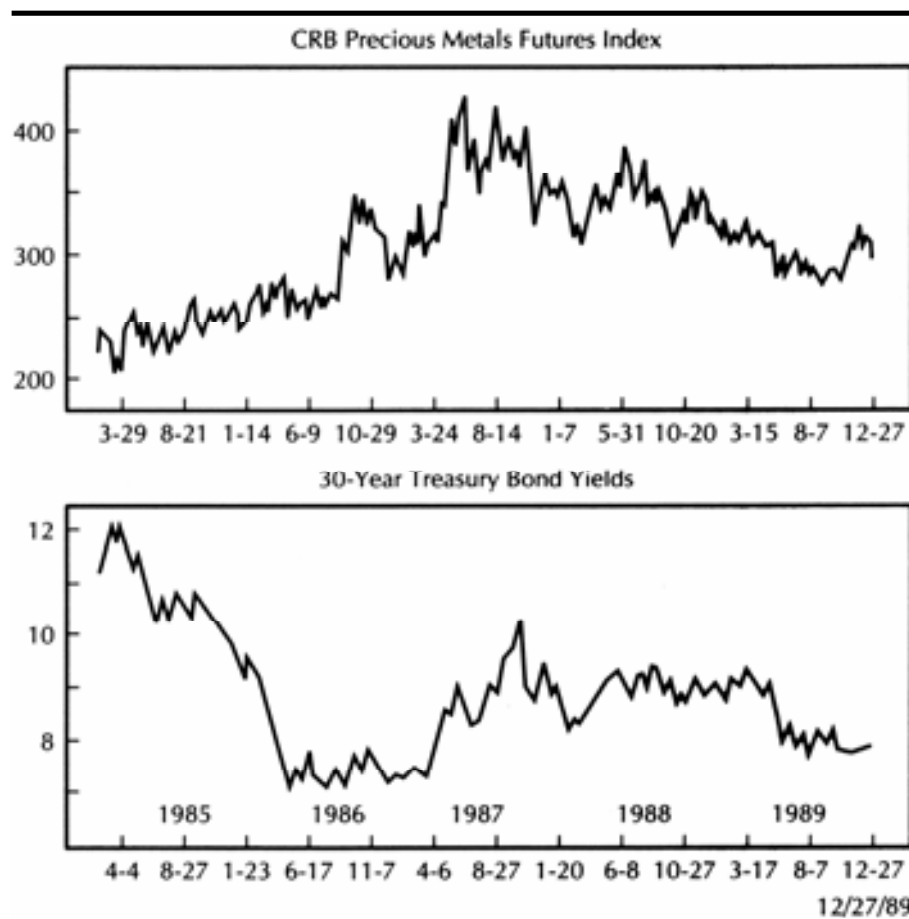
بازارهای آتی انرژی و فلزات در مقابل نرخ‌های بهره

اگر قیمت‌های نفت و فلزات گران‌بها به خودی خود اهمیت زیادی دارند و اگر در بسیاری از اوقات، تأثیر شدید و تعیین‌کننده‌ای بر شاخص CRB می‌گذارند، آیا همبستگی معناداری نیز با نرخ‌های بهره دارند؟ این مسئله همیشه معیاری تعیین‌کننده است. شکل‌های ۷.۱۴ و ۷.۱۵ را می‌توان برای پاسخ به این سوال مورد مطالعه قرار داد. کف ایجادشده در بازده‌های اوراق قرضه در سال ۱۹۸۶ به شدت تحت تأثیر اوجگیری شاخص‌های نفت و فلزات قرار دارد. به همین ترتیب، اوج بازارهای نفت و فلزات در میانه سال ۱۹۸۷، منجر به اوج بازده‌های اوراق قرضه، تنها با چند ماه تأخیر شده است. در اواخر سال ۱۹۸۹،

فشارهای افزایشی در بازارهای طلا و نفت را می‌توان اختطاری زود هنگام برای شروع
 اوچگیری بازده‌های اوراق قرضه در نظر گرفت.

شکل ۲.۱۴

بازده اوراق قرضه خزانه در مقابل شاخص آتی فلزات گران‌بهای CRB، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. از آنجا که شاخص
 فلزات گران‌بها به عنوان شاخصی پیشرو برای تورم تلقی می‌شود، بر روند نرخ‌های بهره نیز تأثیرگذار است. قیمت
 فلزات در ابتدای سال ۱۹۸۷ به اوج رسیده است و سپس به همراه بازده اوراق قرضه تا اواخر سال ۱۹۸۹ روندی نزولی
 در پیش گرفته‌اند.



مفهوم این امر آن است که در تحلیل‌های بلندمدت بین بازاری، شاخص CRB جلوتر از هر دو بازار فلزات و نفت حرکت می‌کند. با این حال، در دوره‌های کوتاه‌مدت، ممکن است هر کدام یا هر دوی این بازارها منشأ تغییرات این شاخص باشد. بنابراین ضروری است که همواره هر دو بازار طلا و نفت را با دقت نظر داشته باشیم.

بازارهای کالا و سیاست‌های فدرال رزرو

چندین سال قبل وزیر خزانهداری، جیمز بیکر، از سبدي از قیمت‌های کالا، که قیمت طلا نیز در آن وجود داشت، به عنوان شاخصی برای تعیین سیاست‌های مالی این وزارتخانه، خبر داد. مدیرانی نظیر وین آنجل و رابرت هلر نیز پیشنهاد استفاده از قیمت‌های کالاها را برای تنظیم سیاست‌های مالی ارائه کرده بودند. مطالعات انجام‌شده توسط آنجل، قدرت قیمت کالاها در ایجاد اختلالات زود هنگام برای پیش‌بینی روندهای تورمی را تأیید می‌کرد.

در فوریه ۱۹۸۸، نایب رئیس بانک مرکزی، مانوئل جانشون، طی سخنرانی خود در کنفرانس مالی مؤسسه کاتو، بر توجه زیاد بانک مرکزی از نوسانات بازارهای مالی، خصوصاً تغییرات دلار، کالاها و نرخ‌های بهره مختلف، برای تنظیم سیاست‌های مالی پرده برداشت. دو هفته بعد، آنجل اعلام کرد که تغییرات قیمت‌های کالا با توجه به بررسی‌های تاریخی، راهنمای بسیار خوبی برای نرخ تورم، نه تنها در ایالات متحده که در سطح جهانی به حساب می‌آید.

چنین اظهار نظرهایی از طرف مقامات بانک فدرال به چند دلیل حائز اهمیت است. در آن زمان بانک فدرال درک کرده بود که علاوه بر قابلیت بازارهای کالا در پیش‌بینی تورم، نقش این بازارها در ارتباط با بازارهای دیگر نیز بسیار مهم است. می‌توان گفت بانک فدرال به پیام‌های این بازار مانند نقطه‌نظرات یک کارشناس خبره برای تنظیم سیاست‌های مالی خود توجه می‌کند. دولت‌مردان بانک فدرال آموخته‌اند به جای سرزنش بازارها باید به پیام‌های آنها به دقت گوش دهند. به این ترتیب با توجه به تصدیق اعضای بانک فدرال

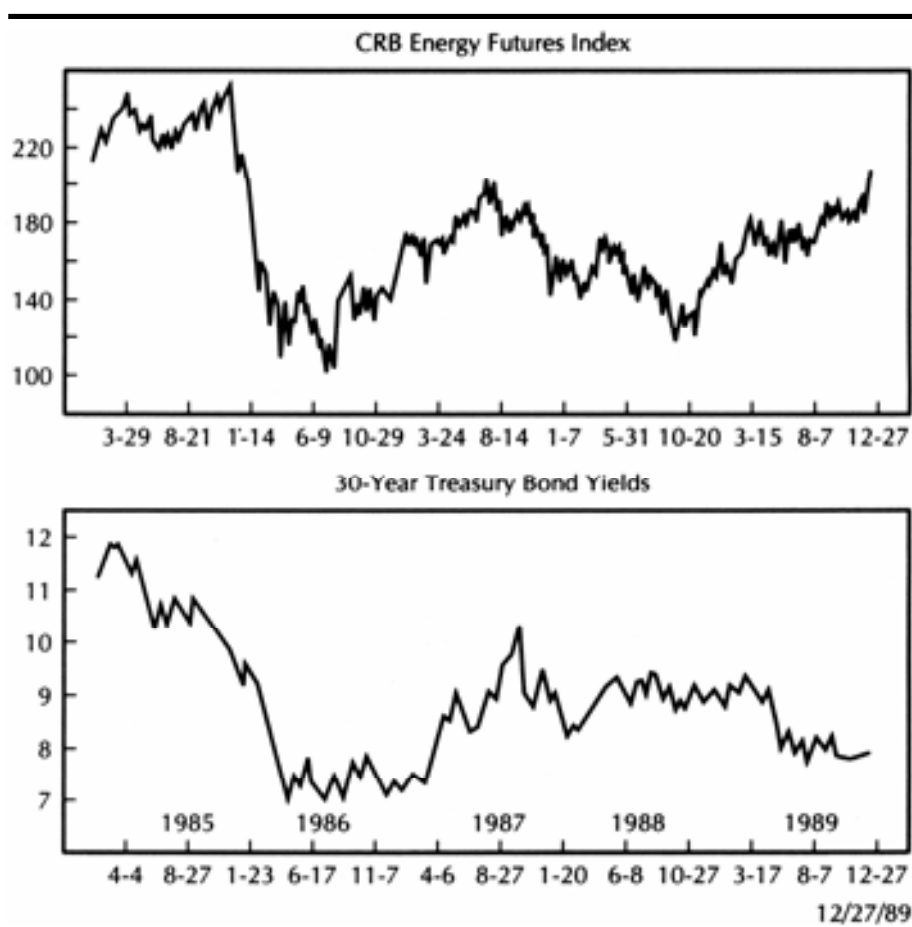
بر پایش دقیق بازارهای کالا، می‌توان انتظار داشت خروجی جلسات این افراد در بانک و ارائه تصمیمات آنها تحت تأثیر فعالیت‌های بازارهای کالا قرار داشته باشد.

افزایش قیمت کالاها به معنای افزایش فشارهای تورمی است. فشارهایی که نهایتاً منجر به اتخاذ سیاست‌های انقباضی می‌شود. سقوط قیمت کالاها نیز اغلب منجر به انجام سیاست‌های مالی انبساطی می‌گردد. گاهی اوقات فعالیت‌های بازارهای کالا، دستیابی به هدف‌های مالی را برای بانک فدرال بسیار سخت می‌کند. در نیمه دوم سال ۱۹۸۹، اعتراض انجمن‌ها و گروه‌های مختلف مالی در انتقاد از سرعت کم کاهش نرخ‌های بهره برای مقابله با رکود اقتصادی مرتباً افزایش می‌یافت.

یکی از عواملی که از اجرای سیاست‌های انبساطی فدرال رزرو در اواخر سال ۱۹۸۹ جلوگیری می‌کرد، ثبات نسبی قیمت‌های کالا و افزایش شدید قیمت نفت و فلزات گران‌بها در سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ بود (شکل ۷.۱۶). در این شرایط، سرمای شدید دسامبر ۱۹۸۹ که منجر به انفجار قیمت‌های آتی نفت (خصوصاً نفت کوره) شد هم به این مسئله دامن زد. در اوایل سال ۱۹۹۰، افزایش وحشتناک دو شاخص معتبر و مهم سنجش تورم، یعنی شاخص قیمت تولیدکننده و شاخص قیمت مصرف‌کننده، وضعیت وخیم تورم را نمایان کرد. بنابراین دلیل نگران‌کننده بودن افزایش قیمت کالاها و علت اصلی توجه شدید بانک مرکزی به این مسئله، این است که مسئولان این بانک می‌دانند دیر یا زود تغییرات عمده سطح قیمت کالاها منجر به تغییرات دو شاخص PPI و CPI خواهد شد. در ادامه در مورد روابط شاخص CRB، شاخص قیمت مصرف‌کننده و شاخص قیمت تولیدکننده توضیحات بیشتری ارائه خواهد شد.

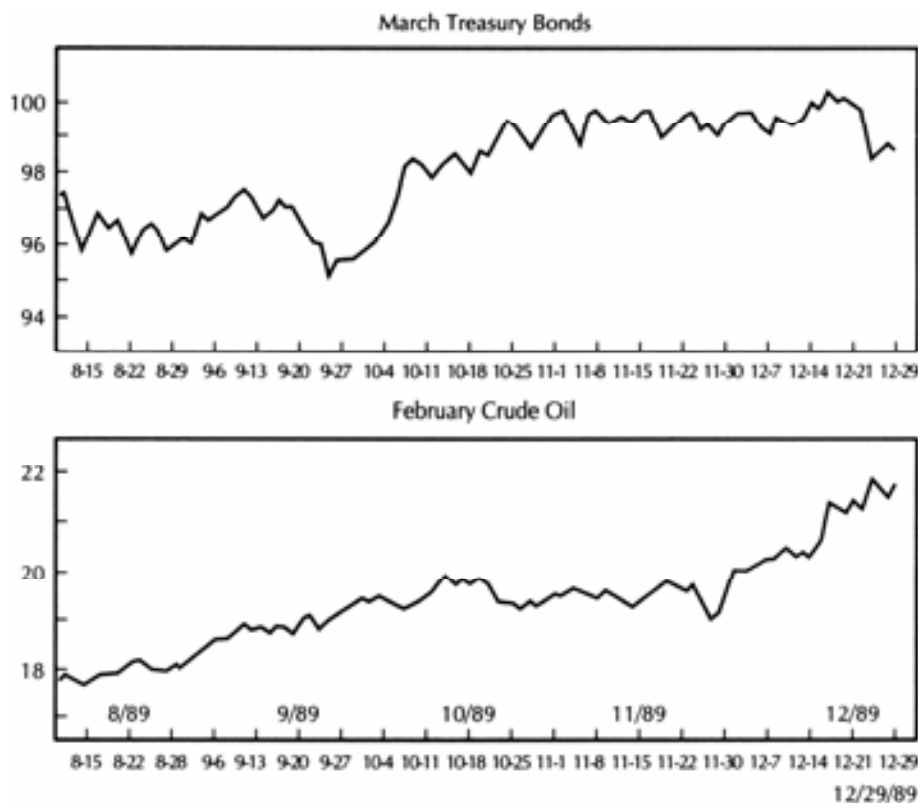
شکل ۷.۱۵

بازده اوراق قرضه خزانه در مقابل شاخص آتی انرژی CRB، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. قیمت‌های انرژی نیز تحت تأثیر روندهای نرخ بهره قرار دارند، به طوری که هر دو شاخص در سال ۱۹۸۶ روندی نزولی را آغاز کرده‌اند. قیمت نفت در اوایل سال ۱۹۸۷ نزولی شده است و مجدداً رونق این بازار با فشار نرخ‌های بهره در اواخر سال ۱۹۸۹ مشاهده می‌شود.



شکل ۲.۱۶

جریان غیر عادی موج وار قیمت نفت در سه ماهه پایانی سال ۱۹۸۹، علامتی برای افزایش تورم به حساب می آید. این اتفاق بر قیمت اوراق قرضه تأثیر گذاشته و منجر به فشاری کاهشی بر روی نرخهای بهره شده است.



شاخص CRB در مقابل PPI و CPI

بیشتر تحلیلگران بازار با بررسی تغییرات این دو شاخص، که از مهم ترین معیارهای تخمین تورم به شمار می روند، روند تغییرات تورم را پیگیری می کنند. مشکل این دو شاخص، حداقل به لحاظ تجاری آن است که شاخص هایی کند هستند. شاخص PPI قیمت ۲۷۰۰ قلم کالا را در سطح تولید کننده، اندازه گیری و روند آن را در سطح عمده فروشی ثبت می کند. شاخص CPI نیز قیمت ۴۰۰ قلم محصول (شامل کالاها و خدمات) را در

سطح خرده‌فروشی مورد محاسبه قرار می‌دهد. این ۴۰۰ قلم تقریباً به طور مساوی بین هر دو بخش کالا و خدمات تقسیم شده است. این دو شاخص به طور ماهانه و در انتهای هر ماه محاسبه و اعلام می‌شوند.

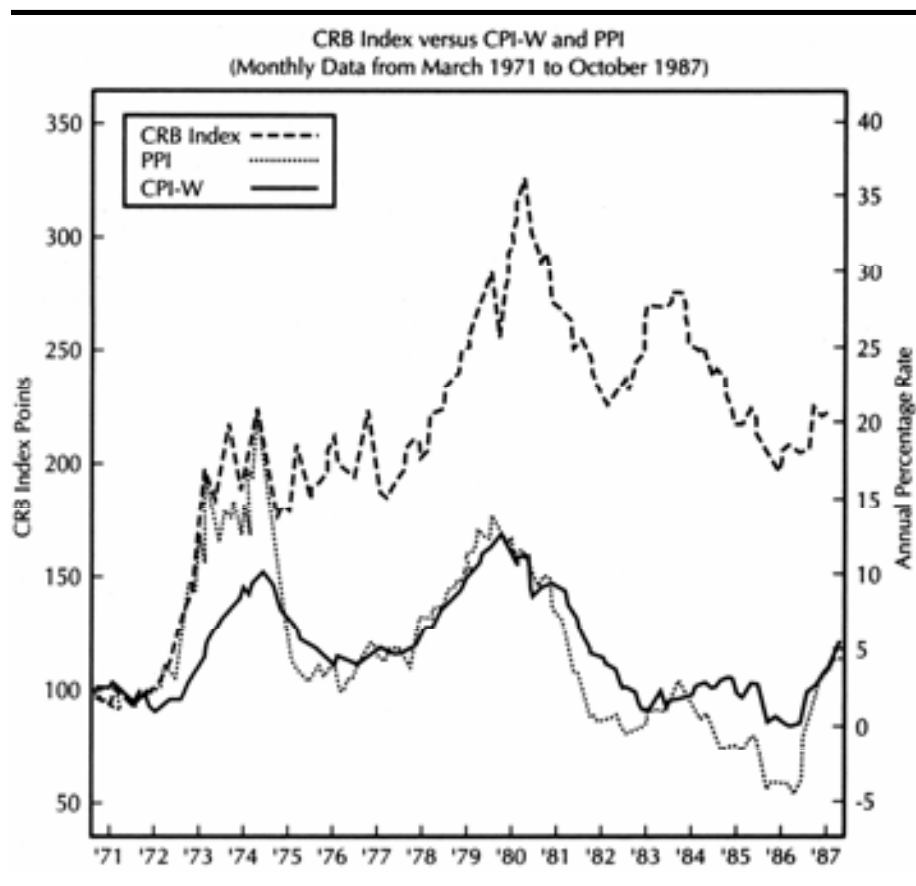
شاخص CRB قیمت تجاری ۲۱ قلم ماده خام را هر ۱۵ ثانیه یک‌بار محاسبه می‌کند. (قراردادهای آتی شاخص CRB از سال ۱۹۸۶، به وسیله بورس آتی نیویورک و به صورت پیوسته در شاخص آتی CRB، به روز اعلام می‌شود). بنابراین به دلیل اینکه تغییرات قیمت در شاخص CRB بسیار زودتر از شاخص قیمت تولیدکننده ظاهر می‌شود، طبیعی است که این شاخص نسبت به این شاخص پیشروتر باشد. به دلیلی مشابه، شاخص قیمت تولیدکننده نسبت به شاخص قیمت مصرف‌کننده دارای تقدم است. به عبارت دیگر، تغییرات قیمت‌ها قبل از آنکه بر قیمت خرده‌فروشی تأثیر گذارند، بر شاخص قیمت تولیدکنندگان اثر می‌گذارند. بنابراین می‌توان گفت همان‌طور که شاخص CRB تغییرات قیمت را به طور آنی نشان می‌دهد، به همان سرعت بر بازارهای دیگر نیز اثر می‌گذارد.

به‌رغم تفاوت‌های ساختاری و ترکیبی این سه شاخص، همبستگی آماری قوی و قابل ملاحظه‌ای نیز بین این سه شاخص برقرار است. مقایسه تغییرات سالانه شاخص‌های PPI و CPI و شاخص CRB، همبستگی بالای این سه شاخص را حتی به صورت چشمی اثبات می‌کند (شکل‌های ۷.۱۷ و ۷.۱۸ را ببینید). معمولاً شاخص PPI بسیار ناپایدارتر و حساس‌تر از شاخص CPI است. همچنین شاخص CRB، تغییرات قیمت را زودتر از شاخص PPI نشان می‌دهد. شاخص CPI نیز با دقت بسیار بالایی تغییرات شاخص PPI را دنبال می‌کند. در ده سال منتهی به سال ۱۹۸۷، شاخص CRB، ۷۱ درصد با شاخص PPI و ۶۸ درصد با شاخص CPI، همبستگی داشته است. در همین مدت، شاخص CRB به طور میانگین یک ماه نسبت به شاخص PPI و هشت ماه نسبت به شاخص CPI تقدم داشته است. از اوایل دهه ۱۹۷۰ تا پایان سال ۱۹۸۷، شش چرخش مهم در نرخ تورم مشاهده می‌شود. نرخی که با محاسبه نرخ تغییر سالانه CPI به دست آمده است. شاخص CRB در چهار مرتبه از این شش چرخش، با میانگین هشت ماه نسبت به شاخص CPI، سریع‌تر واکنش

نشان داده است. با این حال دو بار نیز در سال‌های ۱۹۷۷ و ۱۹۸۰ شاخص CPI با میانگین هفت و نیم ماه زودتر از شاخص CRB تغییر جهت داده است. کف ایجادشده شاخص CRB در سال ۱۹۸۶ که به معنی اخطار پایان دوران غیر تورمی دهه ۱۹۸۰ است، پنج ماه قبل از چرخش شاخص CPI رخ داده است.

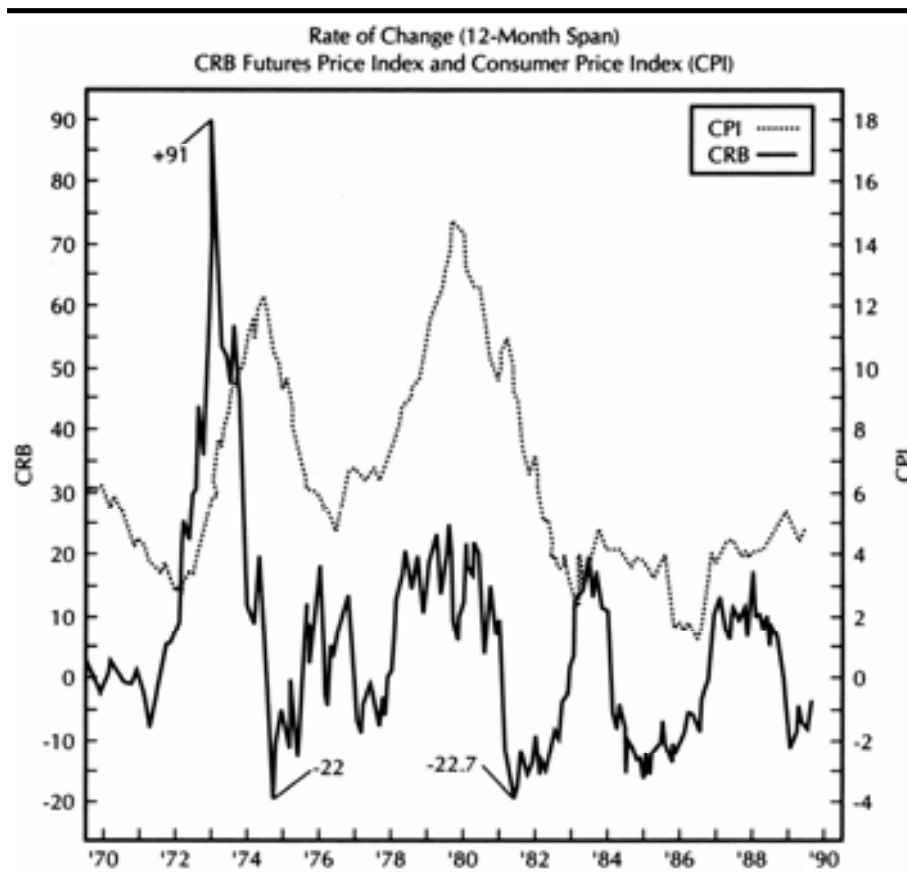
شکل ۲.۱۷

شاخص آتی CRB در مقابل نرخ‌های سالانه تغییر شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI-W) و شاخص قیمت تولیدکننده (PPI-W) از سال ۱۹۷۱ تا ۱۹۸۷.



شکل ۷.۱۸

مقایسه نرخ‌های ۱۲ ماهه تغییر، بین شاخص قیمت آتی (CRB) و شاخص قیمت مصرف کننده (CPI)، از ۱۹۷۰ تا ۱۹۸۹.



آنچه می‌توان از این آمارها و نمودارها استنباط کرد اینکه شاخص CRB می‌تواند راهنمای مفیدی برای پیش‌بینی شاخص‌های PPI و CPI باشد؛ راهنمایی که نسبت به این شاخص‌ها چند ماه تقدم دارد. حتی در زمان‌هایی که شاخص CRB دیرتر از شاخص CPI تغییر جهت داده است (همانند آنچه در سال ۱۹۸۰ اتفاق افتاد و شاخص CRB هفت ماه بعد از آغاز روند نزولی شاخص CPI به اوج رسید و روند نزولی خود را آغاز کرد)، حرکت این شاخص می‌تواند همچنان به عنوان تأییدی برای شاخص CPI مفید باشد و نشان دهد که

روند تورمی ایجاد شده، روندی قابل اطمینان است. (به اوج رسیدن قیمت طلا در ژانویه ۱۹۸۰، قبل از به اوج رسیدن شاخص CPI در مارس و شاخص CRB در نوامبر، به درستی اخطار تغییر جهت این دو شاخص را صادر کرده بود). در مجموع به طور تقریبی می توان گفت، ۱۰ درصد تغییر در شاخص CRB، طی شش تا هشت ماه بعد از تغییر، یک درصد شاخص CPI را در جهتی مشابه تغییر می دهد.

شاخص های CRB، PPI و CPI در مقابل نرخ های بهره

با توجه به مطالب ارائه شده اکنون علت خطرناک بودن استناد به مقدار شاخص های PPI و CPI در تصمیم گیری های معامله گران اوراق قرضه به روشنی درک می شود. همان طور که پیشتر نیز گفته شد، شاخص CRB شاخصی پیشرو برای تغییرات نرخ بهره به حساب می آید. طی دوره ۱۵ ساله ۱۹۷۳ تا ۱۹۸۷، شاخص CRB ۸۰ درصد با بازده اسناد ده ساله خزانه همبستگی داشته است. در حالی که همبستگی این شاخص با دو شاخص PPI و CPI به ترتیب ۷۰ و ۵۷ درصد است. همچنین همبستگی شاخص CRB و اوراق قرضه خزانه، طی سال های ۱۹۸۲ تا ۱۹۸۷ تقریباً ۹۰ درصد بوده است، در حالی که این میزان برای دو شاخص فوق به ترتیب ارقام ۶۴ و ۶۷ درصد را نشان می دهد. (در بخش های قبل، در مورد رابطه قوی منفی شاخص CRB و قیمت اوراق قرضه خزانه بحث کرده ایم. بدیهی است قیمت اوراق و نرخ های بهره آن با یکدیگر رابطه معکوس دارند).

در تمامی موارد فوق، همبستگی شاخص CRB و اوراق قرضه ده ساله، بسیار بالاتر از میزان همبستگی اوراق با دو شاخص PPI و CPI بوده است. بنابراین معامله گران اوراق قرضه، بهتر است توجه بیشتری به شاخص CRB داشته باشند، چرا که این شاخص به صورت لحظه ای تغییرات قیمت مواد را نشان می دهد، در حالی که دو شاخص دیگر، تغییرات را به صورت ماهانه ارائه می کنند.

خلاصه

در این بخش نگاهی دقیق‌تر به شاخص‌های مختلف بازارهای کالا انداختیم. در ابتدا به مقایسه شاخص آتی CRB و شاخص نقدی CRB پرداختیم و نشان دادیم که شاخص نقدی CRB را می‌توان به دو زیر شاخص نقدی مواد خام و شاخص نقدی مواد خوراکی تقسیم کرد. همچنین بحث کردیم که شاخص نقدی CRB، به شدت تحت تأثیر قیمت مواد خام صنعتی قرار دارد، در حالی که شاخص آتی CRB، با قیمت مواد خوراکی همبستگی زیادی دارد. به علاوه در این بخش، به مقایسه شاخص JOC که منحصرأ شامل قیمت مواد خام صنعتی می‌باشد با شاخص آتی CRB که شاخصی نسبتاً متعادل از لحاظ سهم مواد صنعتی و خوراکی است، پرداختیم و نشان دادیم که شاخص آتی CRB، همبستگی بیشتری با نرخ‌های بهره دارد. در ادامه در مورد اینکه چرا توجه صرف به قیمت‌های مواد خوراکی برای درک وضعیت تورمی اقتصاد امری خطرناک و گمراه کننده است، مطالبی را بیان کردیم. همچنین در مورد اهمیت اینکه همواره باید به تمامی شاخص‌های بازارهای کالا توجه داشته باشیم بحث کرده و لزوم دانستن اینکه هر کدام از این شاخص‌ها از چه اجزایی تشکیل شده‌اند را بیان کردیم.

مطالبی در خصوص اینکه چگونه می‌توان با تحت نظر داشتن تغییرات نه زیر گروه آتی CRB، به بررسی تغییرات بازارهای مختلف و مقایسه‌های بین بازاری پرداخت را مطرح کردیم. در این بین عنوان شد که تحلیل شاخص CRB، می‌بایست با توجه ویژه به سه گروه حبوبات، فلزات و نفت صورت گیرد. در واقع قیمت‌های نفت و فلزات در بسیاری از زمان‌ها کلیت بازارهای کالا و تغییرات شاخص CRB را تحت سلطه خود در می‌آورند و طبیعتاً بر تمامی تحلیل‌های بین بازاری اثری مستقیم می‌گذارند.

نهایتاً عنوان شد که بانک فدرال رزرو، همواره با دقت بسیار زیادی، روند قیمت کالاها را برای تعیین و تنظیم سیاست‌های مالی خود تحت نظر قرار می‌دهد. دلیل این امر آن است که هر تغییر قابل ملاحظه‌ای در روند قیمت‌های کالا، سرانجام بر دو شاخص مهم قیمت تولیدکننده (PPI) و قیمت مصرف‌کننده (CPI) اثرگذار خواهد بود.



بازارهای بین‌المللی

تا اینجا سعی داشتیم تصویری از روابط بین بازاری بازارهای داخلی ایالات متحده را ترسیم کنیم. روابط بخش‌های مهم بازارهای مالی، نظیر بازارهای ارز، کالا، نرخ‌های بهره و سهام را مورد بررسی قرار دادیم و نشان دادیم معامله‌گران همواره باید تغییرات تمامی بخش‌های بازار را مد نظر داشته باشند. در واقع تا اینجا کار قصد داشتیم تصویری جامع و با بیشترین جزئیات از این روابط ترسیم کنیم. در این بخش می‌خواهیم این تصویر را کامل‌تر و بُعدی جدید به آن اضافه کنیم.

هدف اولیه این بخش، توجه به بازار سهام آمریکا به عنوان بخشی از بازارهای بورس جهان است. از این رو در تحلیل‌های تکنیکی خود، علاوه بر بورس سهام آمریکا، دو بورس بزرگ انگلستان و ژاپن را نیز مورد بررسی قرار خواهیم داد. در این بخش نشان خواهیم داد چگونه پیگیری اتفاقات بورس‌های دیگر کشورها می‌تواند نکات ارزشمندی در رابطه با بورس سهام آمریکا فراهم کند و چرا لازم است از اتفاقاتی که در دیگر بورس‌های جهان رخ می‌دهد آگاهی داشته باشیم.

در این بخش چگونگی تأثیر روند تورم و نرخ‌های بهره جهانی بر بازارهای جهانی سهام را مورد بررسی قرار خواهیم داد. برای این کار به جای مقایسات داخلی، این بار در سطحی جهانی به مقایسه این سه معیار (تورم، نرخ بهره و شاخص‌های بورس‌های جهانی) خواهیم پرداخت. با این حال مقایسه‌ها را مطابق همان اصول بخش‌های قبل انجام خواهیم داد. در ادامه خواهیم دید چگونه با استفاده از این مقایسه‌های جهانی، می‌توانستیم شوک ویرانگر دهه ۱۹۹۰ را پیش‌بینی کنیم.

دومین بازار بزرگ بورس سهام جهان، بازار بورس ژاپن است. با نگاهی به وضعیت این کشور در سال ۱۹۹۰، می‌توان نشان داد در این سال، قدرت پول ژاپن در حال کاهش و تورم، در این کشور در حال افزایش بود. سیاست‌های انقباضی برای جلوگیری از رشد تورم موجب افزایش نرخ‌های بهره و کاهش قیمت‌های اوراق قرضه شده بود. بنابراین، شرایط برای سقوط بازار سهام ژاپن کاملاً هموار بود. در این بخش نشان خواهیم داد چطور در آن زمان با تحلیل وضعیت بورس ژاپن و درک این مسئله که این بورس در حال ورود به دوران رکود است و با علم به رابطه مثبت دو بازار بورس سهام ژاپن و آمریکا، می‌توانستیم پیش‌بینی کنیم که این رکود به زودی به بازار آمریکا نیز سرایت خواهد کرد.

بازارهای جهانی بورس

شکل‌های ۸.۱ تا ۸.۵ تغییرات بزرگترین بورس‌های جهان (آمریکا، ژاپن و انگلستان) را طی سال‌های ۱۹۸۵ تا اواخر سال ۱۹۸۹ نشان می‌دهند. هدف از ترسیم این نمودارها، این است که نشان دهیم به طور کلی هر سه بازار جهتی یکسان را دنبال می‌کنند. البته این امر مسئله‌ای دور از ذهن نیز نیست. می‌دانیم که در سطح داخلی، سهام شرکت‌ها همواره تحت تأثیر رونق و رکود کلی بازار قرار دارند. در واقع با اینکه سهام تمامی شرکت‌ها در یک زمان و با سرعتی مشابه تغییر نمی‌کنند اما تمام آنها تحت تأثیر روند کلی بازار قرار دارند. این شرایط در سطح جهانی نیز برقرار است. در واقع اتفاقات و تغییرات اقتصادی جهان بر تمامی بازارها اثر می‌گذارد.

گرچه ممکن است در یک دوره خاص، تمامی بازارهای سهام کشورهای مختلف دقیقاً با سرعت یکسانی تغییر نکنند، اما قطعاً تمامی آنها تحت تأثیر روندهای جهانی قرار خواهند گرفت. یک فعال بورس آمریکا، هیچ‌گاه بدون در نظر گرفتن روند کلی بورس، دست به خرید یک سهم نمی‌زند. به دلیلی مشابه، تحلیل بورس سهام آمریکا، بدون در نظر گرفتن بازارهای جهانی و اینکه آیا بورس‌های دیگر کشورها در شرایط رکود یا رونق به سر می‌برند، تحلیلی کامل نخواهد بود. (توجه کنید که روندهای جهانی، علاوه بر روند بازارهای بورس سهام، شامل روندهای تورم و نرخ‌های بهره نیز می‌شوند).

شکل ۸.۱ نشان‌دهنده روند صعودی کلی هر سه بازار از سال ۱۹۸۵ تا اواخر سال ۱۹۸۹ می‌باشد. با این حال، هر سه بازار در سال ۱۹۸۷ روندی نزولی به خود گرفته‌اند. شکل ۸.۲ بر اتفاقات سال‌های ۱۹۸۶ و ۱۹۸۷ تمرکز دارد. همان‌طور که این شکل نشان می‌دهد با شروع سال ۱۹۸۷، هر سه بازار، دوران تقویت خود را تکمیل کرده و آماده از سرگیری روند صعودی جدیدی شده‌اند. در نیمه دوم سال ۱۹۸۷، هر سه بازار روندهای صعودی خود را اندکی تصحیح کرده و برای چند ماه، روندی نزولی در پیش گرفته‌اند. شکل ۸.۳ بر اوج سال ۱۹۸۷ بازارهای جهانی متمرکز است. این شکل حاوی دو پیام مهم است:

- هر سه بازار در سال ۱۹۸۷ سقوط کردند.
- بازار انگلستان اولین و ژاپن آخرین بازاری بود که روند نزولی خود را آغاز کرد.

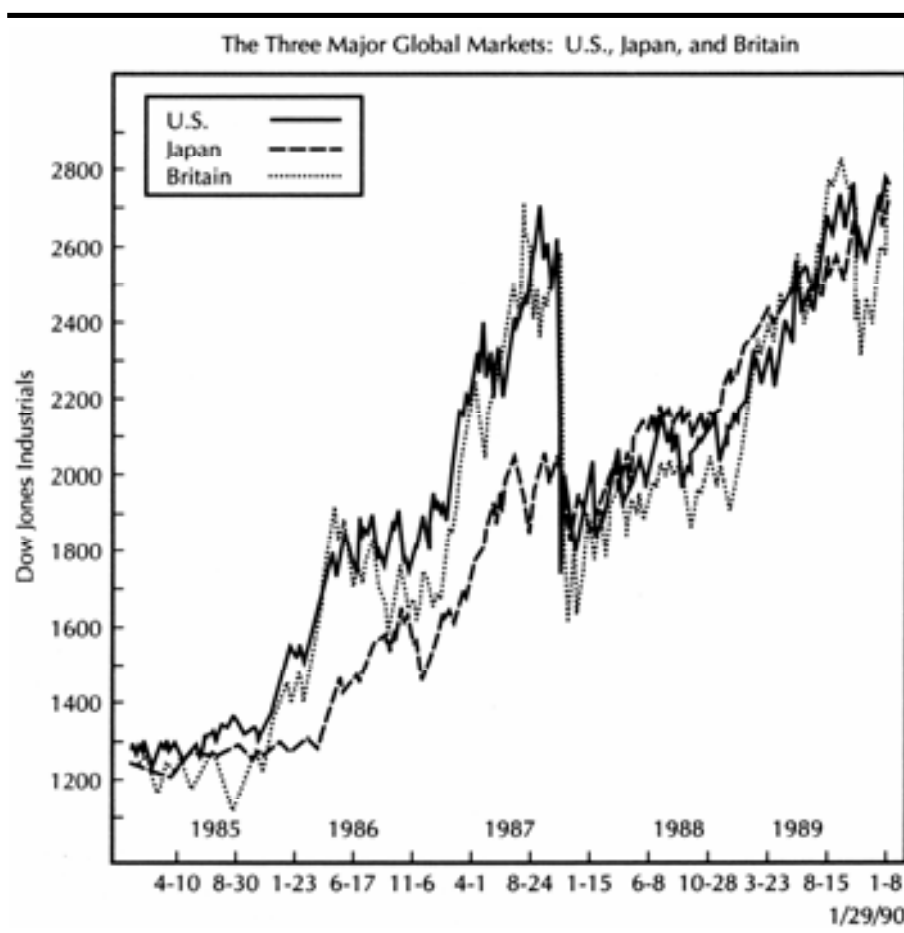
سقوط جهانی سال ۱۹۸۷

اولین پیام مهم این است که هر سه بازار در نیمه دوم سال ۱۹۸۷ سقوط کرده‌اند. وقتی اتفاقات بورس آمریکا را در سطح جهانی بررسی می‌کنیم، مشاهده می‌کنیم که این بازار، تنها بخشی از بازاری بزرگتر است و تغییرات آن همسو با تغییرات این بازار بزرگ‌تر رخ می‌دهد. به این ترتیب، ارتباط سقوط بازار سهام آمریکا به دلیل وجود سیستم «برنامه معاملات» به عنوان دلیل اصلی، ناکافی به نظر می‌رسد. اگر فرض کنیم «برنامه معاملات» منجر به فروش سراسری و سقوط بازار بورس آمریکا شده است، چطور می‌توان سقوط

بازارهای دیگر را با توجه به نبود این سیستم در بورس آن کشورها توضیح داد؟ بدیهی است نیروی اقتصادی بزرگ‌تری در این سطح از ارتباطات بازارهای جهانی وجود دارد. در بخش ۱۴ در مورد «برنامه معاملات» بیشتر صحبت خواهیم کرد.

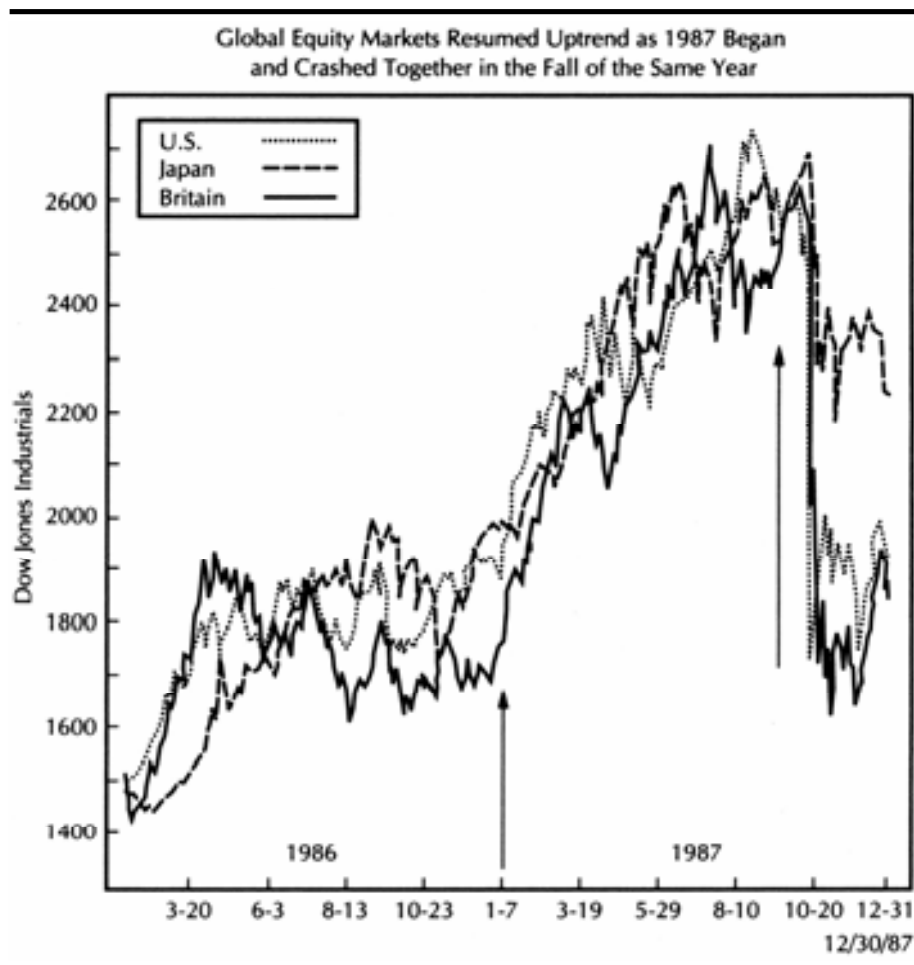
شکل ۸.۱

مقیاسه بازارهای بورس سهام ژاپن، آمریکا و انگلستان، طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹.



شکل ۸.۲

بزرگ‌ترین بازارهای بورس جهان به همراه هم روند صعودی خود را در اوایل سال ۱۹۸۷ از سر گرفته‌اند و به همراه هم در اواخر همان سال سقوط کرده‌اند.



دومین پیام، توالی زمانی به اوج رسیدن سه بازار است. بازار سهام انگلستان در جولای ۱۹۸۷ به اوج رسید، یعنی دقیقاً یک ماه قبل از اوج بازار سهام آمریکا، در ماه آگوست اتفاق افتاد. به طور کلی بورس انگلستان در بیشتر مواقع، جلوتر از بورس آمریکا حرکت می‌کند. (در سقوط سال ۱۹۸۹، بورس انگلستان در اواسط اکتبر، یعنی یک ماه قبل از

سقوط بورس آمریکا سقوط کرد. شصت سال قبل، در سال ۱۹۲۹ نیز سقوط بازار سهام آمریکا با به اوج رسیدن بازار بورس انگلستان در سال قبل از آن، قابل پیش‌بینی بود. در سال ۱۹۸۷، بازار سهام ژاپن تا اکتبر، روند نزولی خود را آغاز نکرده بود. در آن زمان تقریباً تمامی بازارهای سهام مهم جهان، روند نزولی خود را از مدت‌ها قبل آغاز کرده بودند.

شکل ۸.۳

اوج سال ۱۹۸۷، برای بازار سهام انگلستان در جولای، برای بازار آمریکا در آگوست و برای بازار ژاپن در اکتبر اتفاق افتاده است. انگلستان پیشینه‌ای طولانی در هدایت بازار آمریکا دارد.



شکل ۸.۴ نشان می‌دهد که بازار ژاپن زودتر از دیگر بازارها احیا شده و روند صعودی خود را از کف سال ۱۹۸۷ آغاز کرده است. شکل ۸.۵ نشان می‌دهد که بازارهای معتبر سهام جهان به همراه هم، روند نزولی خود را تصحیح کرده و روندی صعودی در پیش گرفته‌اند. در اواخر همین سال، بازارهای سهام مجدداً دچار ضعف شده و با آغاز روندی نزولی، ورود به دهه ۱۹۹۰ را جشن گرفته‌اند!

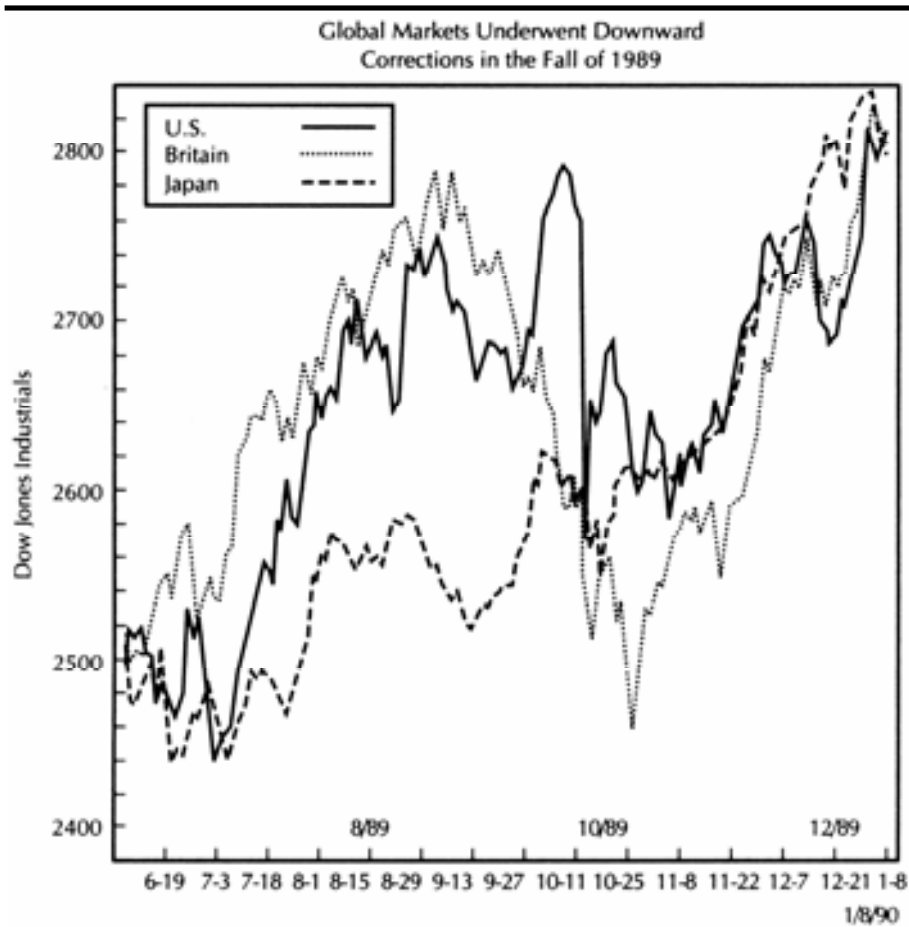
شکل ۸.۴

مقایسه سه بازار بزرگ سهام جهان، پس از سقوط جهانی سال ۱۹۸۷. ژاپن اولین بازاری است که بهبود می‌یابد و همین امر ثبات را به دیگر بازارها باز می‌گرداند.



شکل ۸.۵

هر سه بازار در اکتبر ۱۹۸۹ با لغزشی کوچک مواجه می‌شوند اما خیلی زود در پایان همین سال مجدداً قدرت خود را به دست می‌آورند. بازار سهام انگلستان اولین بازاری است که در دسامبر سقوط می‌کند. این سقوط حدود یک ماه زودتر از بورس آمریکا رخ می‌دهد. بهبود شرایط در سه ماهه پایانی سال، موجب اوجگیری بازار بورس ژاپن می‌شود. تمامی بازارها در اوایل سال ۱۹۹۰ تضعیف شده‌اند.



شکل ۸.۶

مقایسه بورس سهام انگلستان و آمریکا از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. همبستگی بسیار زیادی بین این دو بازار وجود دارد. این همبستگی موجب می‌شود بتوان از همگرایی و واگرایی این دو بازار برای پیش‌بینی روندهای آینده آنها استفاده کرد. بازار سهام انگلستان در سه اوج مهم سال‌های ۱۹۸۶، ۱۹۸۷ و ۱۹۸۹ پیش‌روتر از بازار آمریکا عمل کرده است.



بازارهای بورس آمریکا و انگلستان

شکل های ۸.۶ تا ۸.۱۰ امکان مقایسه بازارهای بورس آمریکا و انگلستان را طی سال های ۱۹۸۵ تا اوایل ۱۹۹۰ فراهم می کنند. گرچه روند تغییرات دو بازار دقیقاً یکسان نیست، اما از همبستگی قابل ملاحظه ای حکایت می کنند. از ارتباط قوی موجود بین این دو بازار، می توان فهمید چرا به تحلیلگران هر دو بازار توصیه می شود تغییرات بازار دیگر را نیز تحت نظر داشته باشند. همان طور که قبلاً نیز در مقایسه بازارهای مختلف عنوان شد، بررسی یکی از دو بازاری که ارتباطی قوی با هم دارند، می تواند راهنمایی های مفیدی در مورد بازار دیگر ارائه کند. پیش تر به پیشرو بودن بازار سهام انگلستان نسبت به بازار آمریکا اشاره کرده ایم. در شکل ۸.۶ سه مثال از این پدیده را می توان در سه اوجی که در ابتدای سال ۱۹۸۶، اواخر سال ۱۹۸۷ و اواخر سال ۱۹۸۹ رخ داده است، مشاهده کرد. (اگر کمی به عقب تر برگردیم، می توان نشان داد اوجهای بازار سهام آمریکا در سال های ۱۹۲۹، ۱۹۵۶، ۱۹۶۱، ۱۹۶۶، ۱۹۷۲ و ۱۹۷۶، بعد از اوج هایی مشابه بازار سهام انگلستان رخ داده اند.)

شکل ۸.۷ به مقایسه بازار سهام آمریکا و انگلستان در سال ۱۹۸۶ می پردازد. اوج بازار سهام انگلستان در بهار این سال و تصحیح قیمتی پس از آن، هم زمان با دوره تقویت بازار سهام آمریکا رخ داده است. شکسته شدن خط روند نزولی بازار سهام انگلستان در دسامبر، اخطار صحیحی است که از آغاز روند صعودی بازار آمریکا در زمانی بسیار نزدیک حکایت می کند.

شکل ۸.۸ نشان می دهد که بازار سهام انگلستان در جولای ۱۹۸۷، دقیقاً یک ماه قبل از بازار آمریکا به اوج رسیده است. بازار سهام انگلستان در سه ماهه پایانی سال، الگوی برگشتی «دو کف» را تکمیل کرده است. تکمیل این الگو می تواند اخطاری زود هنگام بر پایان دوران سقوط بازارهای سهام تلقی شود. شکل ۸.۹ نشان دهنده فرایند تقویت هر دو بازار، قبل از روند صعودی ژانویه سال ۱۹۸۹ می باشد.

شکل ۸.۷

مقایسه بورس سهام انگلستان و آمریکا در سال ۱۹۸۶. اوج بازار سهام انگلستان در بهار سال ۱۹۸۶ و شکسته شدن روند نزولی خط روند این بازار در دسامبر همان سال، هم‌زمان با تقویت بازار سهام آمریکا رخ داده است.



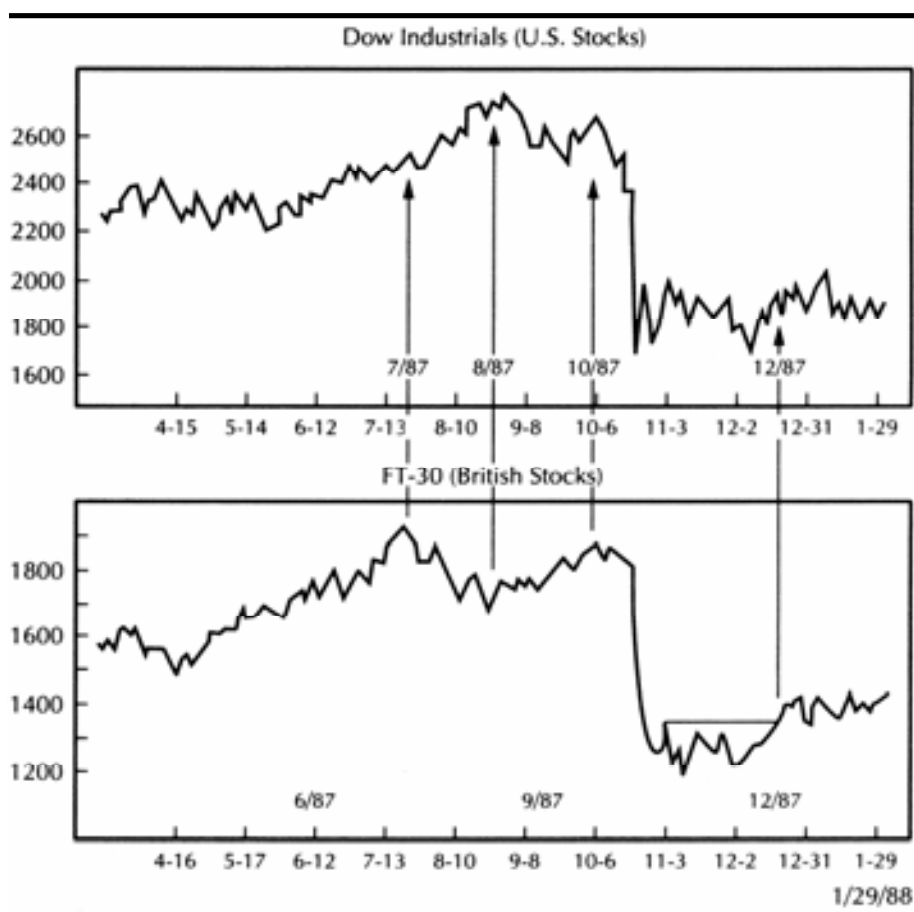
شکل ۸.۱۰ ارزش مقایسه‌های بازارهای بورس جهان و کاربرد تحلیل واگرایی این بازارها را به تصویر می‌کشد. شاخص ۱۰ FTSE بورس انگلستان، در میانه سپتامبر سال ۱۹۸۹ به اوج خود رسیده و روند نزولی شدیدی را در پیش گرفته است. شاخص میانگین صنعت داو نیز

¹ Financial Times Stock Exchange 100 share index

در اوایل اکتبر، اوج خود را تجربه کرده است. یک تحلیلگر تکنیکی که واگرایی شاخص‌های این دو بازار جهانی را مشاهده می‌کند، باید در انتظار اتفاقی مهم باشد. در آن زمان این اتفاق، سقوط بازار نیویورک در ۱۳ اکتبر سال ۱۹۸۷ بود. شکل ۸.۱۰ همچنین نشان می‌دهد که جهش بازار آمریکا برای رسیدن به ارزش سابق خود، پس از شکسته شدن خط روند نزولی بازار انگلستان رخ داده است. از این زمان به بعد و تا پایان سال، هر دو بازار روندی صعودی را تجربه کرده‌اند.

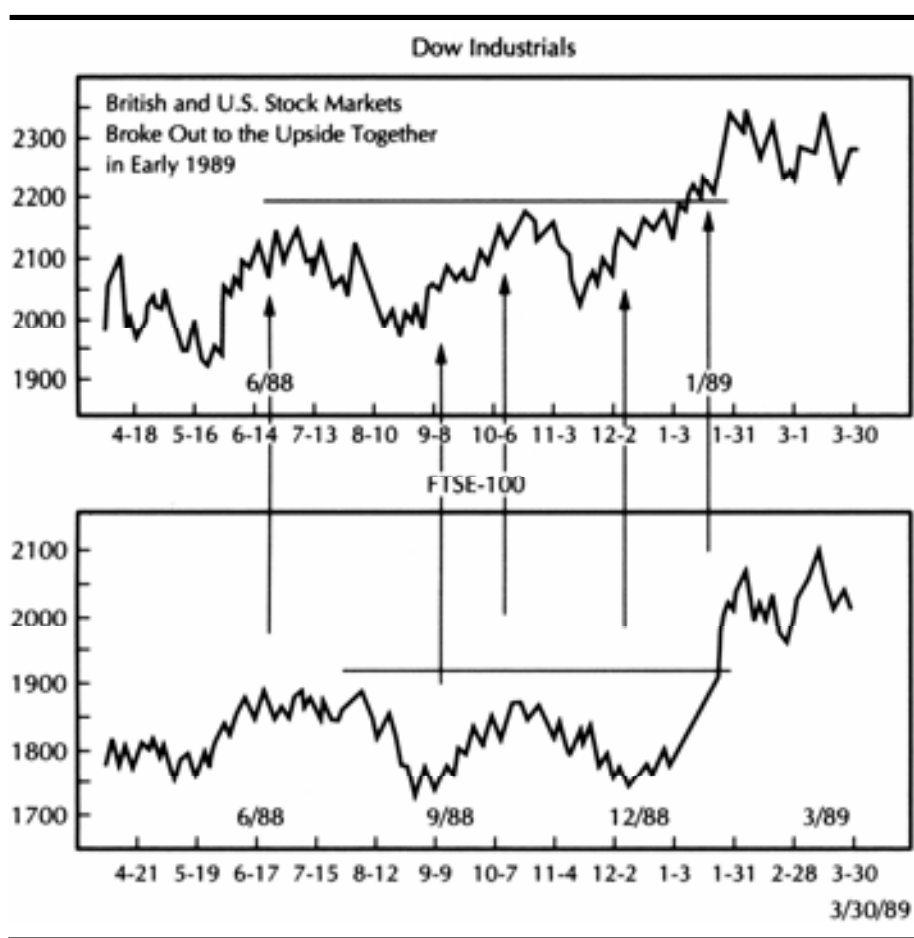
شکل ۸.۸

مقایسه بورس سهام انگلستان و آمریکا در سال ۱۹۸۷. بازار سهام انگلستان یک ماه قبل از اوج بازار سهام آمریکا در تابستان به اوج خود رسیده و الگوی برگشتی دو کف را در پایان سال ۱۹۸۷ تکمیل کرده است.



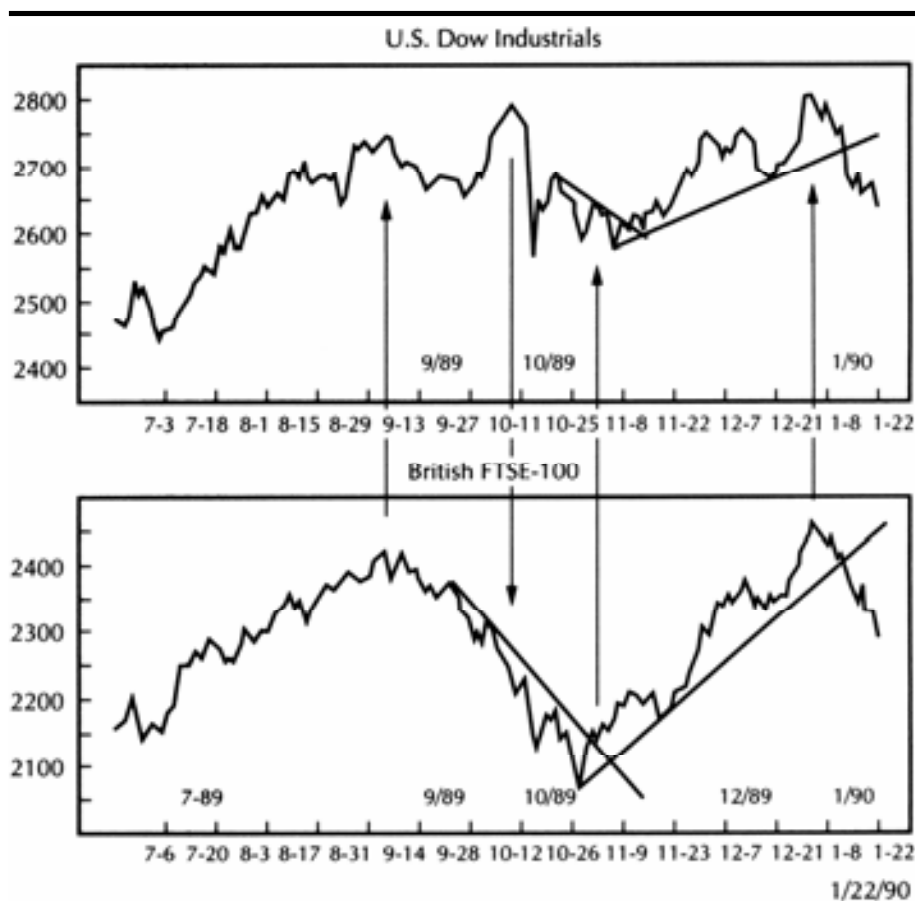
شکل ۸.۹

مقایسه‌ی بورس سهام انگلستان و آمریکا در سال ۱۹۸۸ و اوایل سال ۱۹۸۹. بعد از تقویت همزمان دو بازار در نیمه دوم سال ۱۹۸۸، هر دو بازار روند صعودی خود را از سر گرفته‌اند.



شکل ۸.۱۰

مقایسه بورس سهام انگلستان و آمریکا در بازه زمانی سال‌های ۱۹۸۹ تا اوایل ۱۹۹۰. سقوط جزئی سهام آمریکا در اکتبر ۱۹۸۹ یک ماه زودتر در بازار انگلستان روی داده است. در اواخر سال هر دو بازار خط روند خود را پس از این صعود شکسته‌اند.



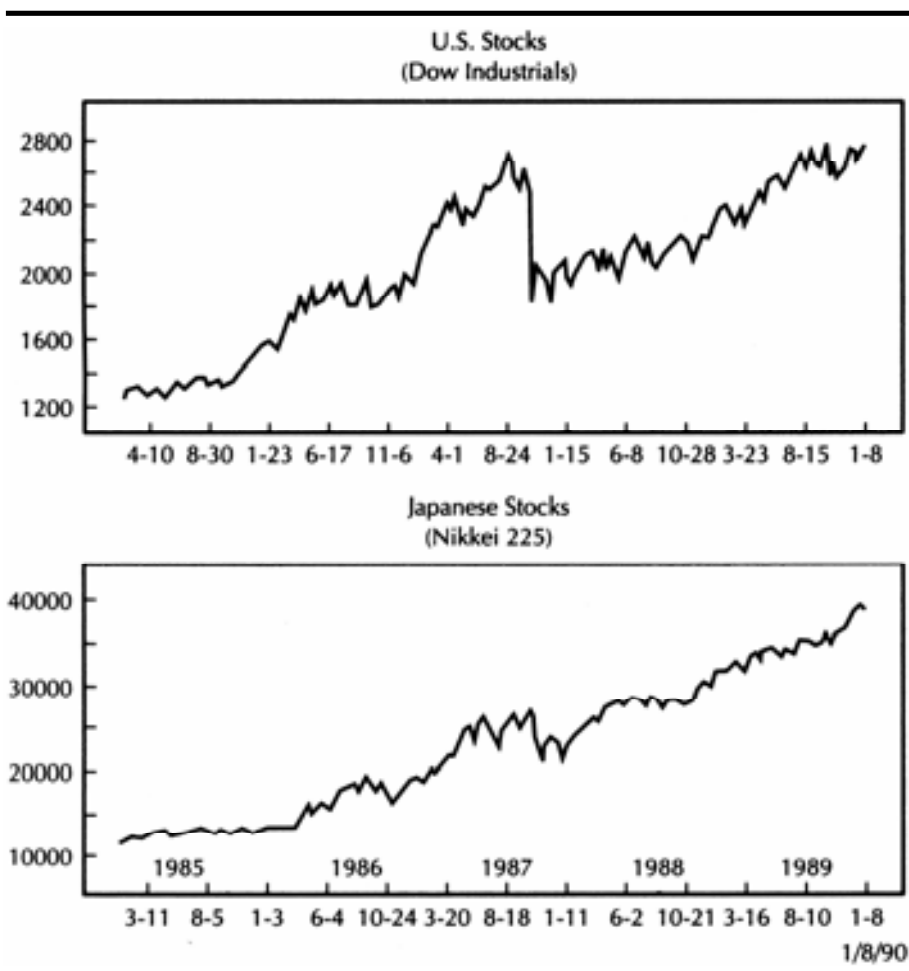
بازارهای سهام آمریکا و ژاپن

شکل‌های ۸.۱۱ تا ۸.۱۵، امکان مقایسه بازار سهام آمریکا (کاربرد میانگین صنعت داو جونز) و بازار سهام ژاپن (شاخص میانگین نیکی ۲۲۵) را فراهم می‌کنند. با اینکه تشابه این دو بازار به اندازه تشابه بازارهای آمریکا و انگلستان نیست اما هیچ شکی وجود ندارد که

این دو بازار نیز بر یکدیگر تأثیر گذارند. شکل ۸.۱۱ رونق بازارهای جهانی را از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹ نشان می‌دهد. رونقی که در دو بازار بزرگ سهام جهان، خود را نشان داده است.

شکل ۸.۱۱

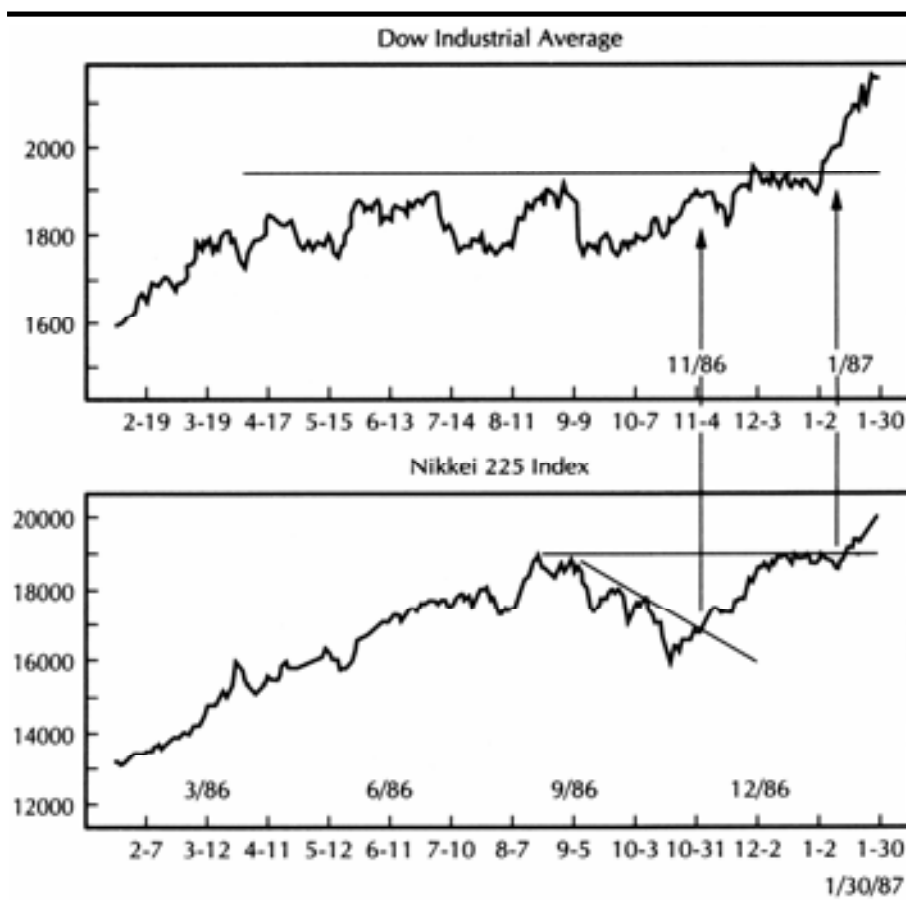
مقایسه بورس‌های سهام ژاپن و آمریکا، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. گرچه تشابه حرکات بازار ژاپن با بورس آمریکا به اندازه بازار انگلستان نیست، اما تأثیرپذیری این بازار از بازار ژاپن کاملاً مشهود است.



در اواخر سال ۱۹۸۶، بازار ژاپن در حالی از روندی نزولی رنج می‌برد که بازار آمریکا در حال تقویت شدن بود (شکل ۸.۱۲). شاخص «میانگین نیکی ۲۲۵» در سه‌ماهه پایانی سال، خط روند نزولی خود را شکسته و در اوایل نوامبر صعود خود را آغاز کرده است. در این زمان، تحلیلگران آمریکایی می‌توانستند اظهارهای زود هنگام ورود بازار سهام آمریکا به دوران رونق را از صعود شاخص بورس ژاپن دریافت کنند.

شکل ۸.۱۲

در سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۶، بازار سهام ژاپن (شاخص میانگین نیکی ۲۲۵) تصحیح روند خود را پایان داده، و با شکستن خط مقاومت، اختاری زود هنگام برای از سرگیری روند صعودی بازار آمریکا صادر کرده است.

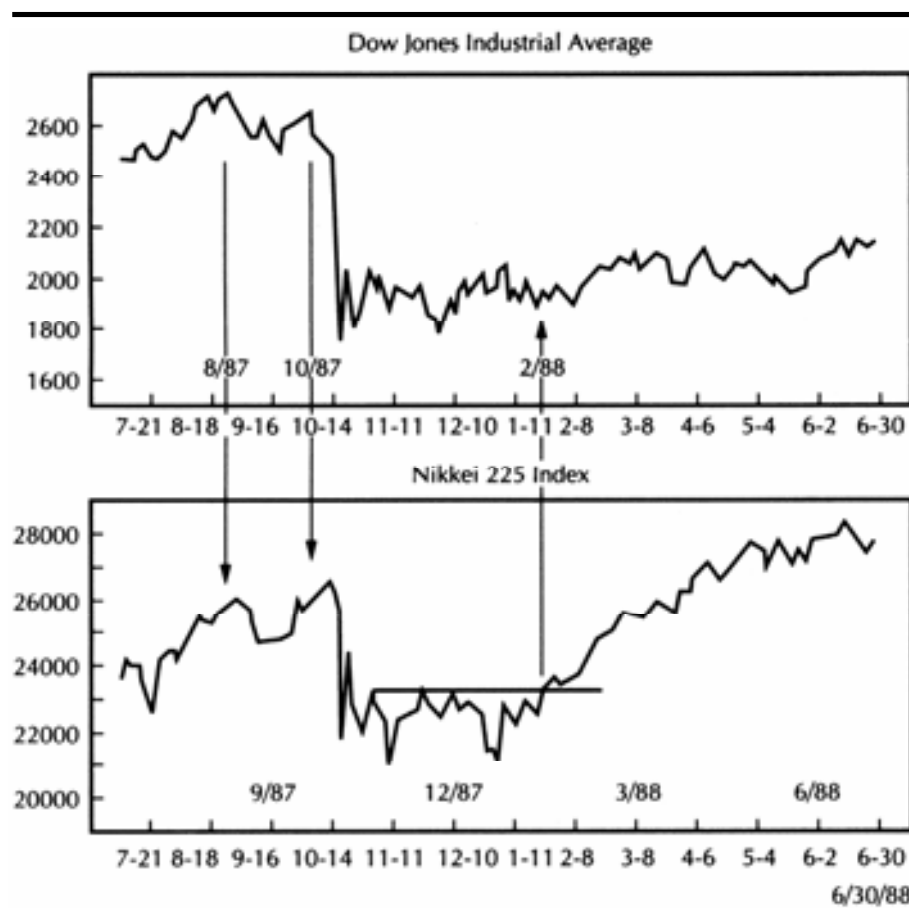


همان‌طور که پیشتر گفتیم، اوج بازار سهام آمریکا در آگوست ۱۹۸۷ اتفاق افتاده است، در حالی که بازار سهام ژاپن دو ماه قبل از این اتفاق، به اوج رسیده بود. شکل ۸.۱۳ نشان می‌دهد که چگونه سقوط بازارهای جهانی، با تضعیف بازار ژاپن در اکتبر این سال، آغاز شده است. این نمودار همچنین نشان می‌دهد، میانگین نیکی ۲۵۵، الگوی «دو کف» را در فوریه ۱۹۸۸ تکمیل کرده است. این اتفاق، ارسال علامتی قوی برای خرید و به معنی چرخش بازار سهام ژاپن به حساب می‌آید. به علاوه، بازگشت بازار ژاپن به دوران رونق می‌تواند اختطاری زود هنگام برای چرخش دیگر بازارهای جهانی سهام تلقی شود. بازارهایی که از اواخر سال ۱۹۸۷ چنین چرخشی را تجربه نکرده‌اند. شکل ۸.۱۴ شکست صعودی خط روند بازار سهام ژاپن در نوامبر ۱۹۸۸ را نشان می‌دهد. همان‌طور که می‌بینید، این اتفاق دو ماه قبل از شکسته شدن خط روندی مشابه در بازار سهام آمریکا رخ داده است.

شکل ۸.۱۵ امکان مقایسه اتفاقات دو بازار ایالات متحده و ژاپن را در سال ۱۹۸۹ فراهم می‌کند. هر دو بازار در اکتبر این سال به اوج رسیده و وضعیت خود را در این سطح تثبیت کرده‌اند. اتفاقات این ماه به خوبی نشان می‌دهد که بازارهای جهانی چگونه به یکدیگر مرتبط‌اند. در آن زمان شاخص صنعت داو، سقوطی ۲۰۰ واحدی را در روز جمعه ۱۳ اکتبر تجربه کرده است. روز دوشنبه در ژاپن و در پی سقوط بازار نیویورک، معامله‌گران در انتظار باز شدن بازار سهام در وضعیتی ضعیف بودند (بعد از ظهر یکشنبه در نیویورک). ترس از ادامه این روند، معامله‌گران بازار ژاپن را به شدت مضطرب کرده بود و این مسئله باعث شد سهام‌های بسیاری عرضه شود. اما خوشبختانه وضعیت در ژاپن آن‌قدرها هم بد نبود و بازار به‌رغم سقوط بازار آمریکا توانست ثبات خود را حفظ کند. اطمینان از وضعیت مناسب بازار ژاپن، وحشت معامله‌گران دیگر بازارها را برطرف کرد و روندی قدرتمند بازارهای جهانی از سر گرفته شد. روندی که تا پایان سال نیز همچنان ادامه یافت.

شکل ۸.۱۳

بازار سهام ژاپن اکتبر ۱۹۸۷ به اوج خود رسیده است (دو ماه بعد از آنکه بازار آمریکا اوج خود را تجربه کرده است) و معامله‌گران ژاپنی هم‌زمان با ترس سهامداران جهانی از رکود بازار، سهام‌های خود را به شدت عرضه کرده‌اند. با آغاز سال ۱۹۸۸، میانگین سهام نیکه ۲۲۵ الگوی دو کف را تکمیل کرده است. تکمیل این الگو را می‌توان به معنی چرخش بازارهای جهانی تلقی کرد.

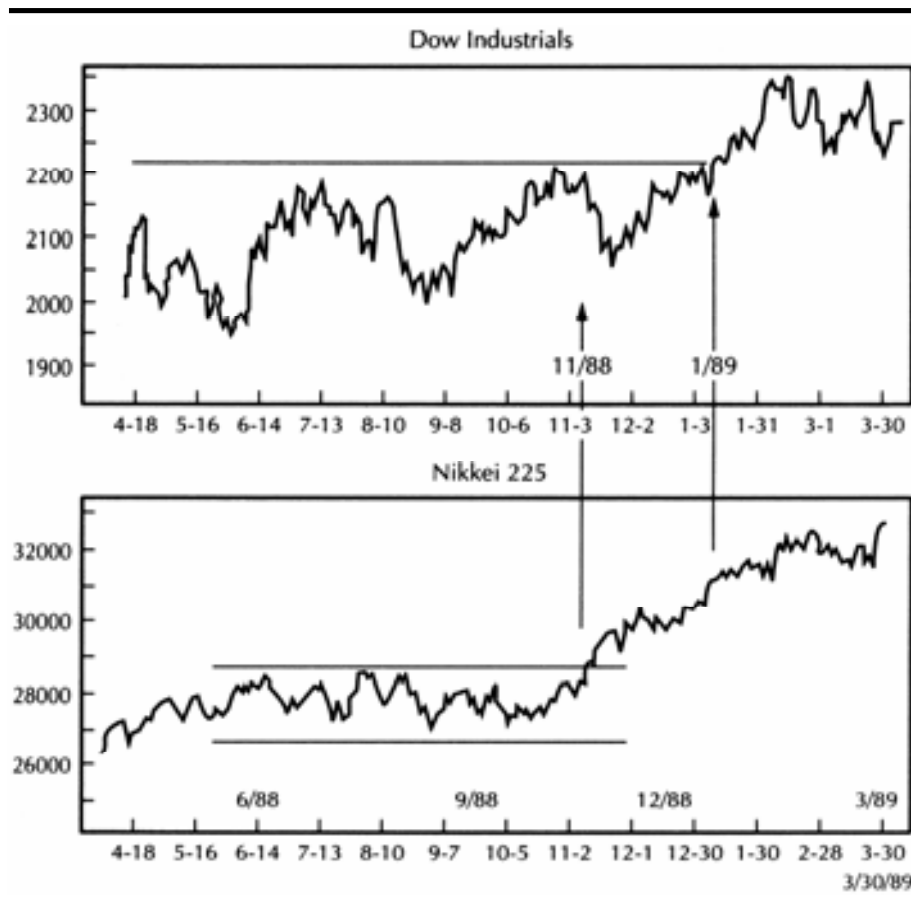


در میانه نوامبر ۱۹۸۹، بازار سهام ژاپن به سد بسیار محکمی برخورد کرد. این سد محکم، سطح مقاومتی بود که دو ماه پیش از این تشکیل شده بود. عدم توانایی شاخص برای عبور از این سطح، می‌توانست تأثیری منفی بر بازارهای جهانی بگذارد. شکل ۸.۱۵ نشان می‌دهد که شکسته شدن این خط و رسیدن میانگین نیکه ۲۲۵ به سطحی بالاتر از خط مقاومت

خود، دقیقاً با عبور بازار آمریکا از سطح مقاومتی مشابه هم‌زمان شده است. به عبارت دیگر، شاخص میانگین صنعت داو جونز نیز در اواخر اکتبر، سطح مقاومت قبلی خود را شکسته است. قدرت بالای بازار ژاپن در تداوم بلندمدت روند صعودی خود، منجر شد تا بازارهای جهانی مدت‌ها در رونق به سر برند.

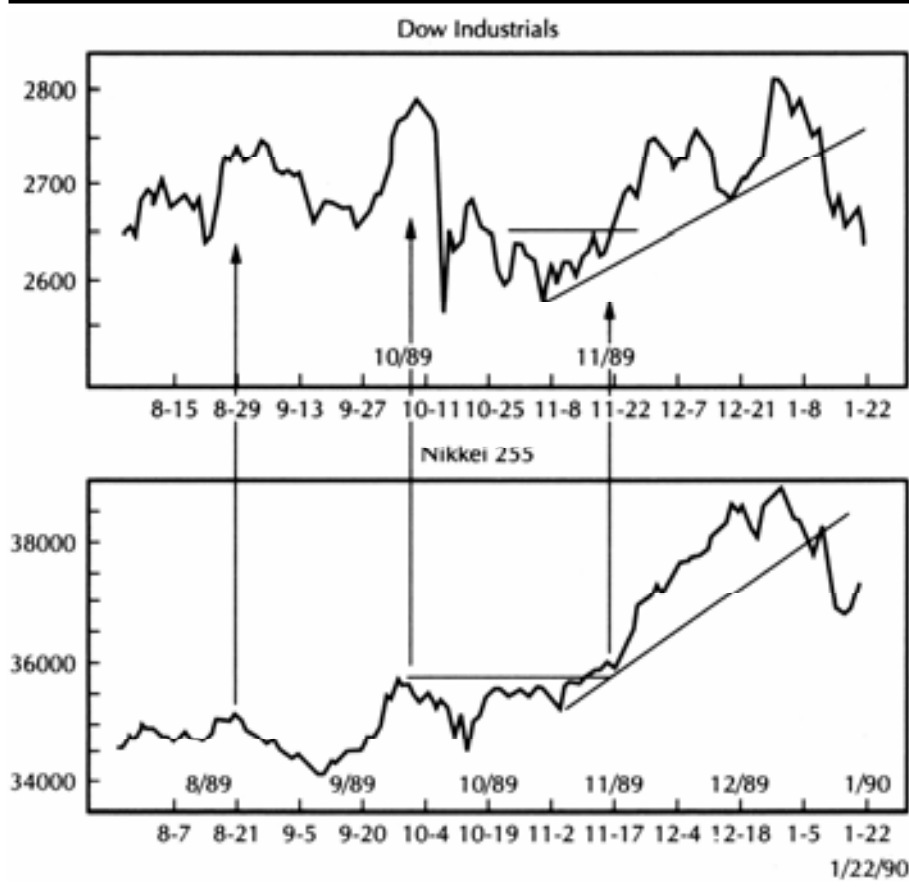
شکل ۸.۱۴

نیکه ۲۲۵ در نوامبر ۱۹۹۸، با شکستن خط مقاومت خود، دو ماه قبل از بازار سهام آمریکا (ژانویه ۱۹۸۹)، حرکت صعودی خود را آغاز کرده است.



شکل ۸.۱۵

هر دو بازار سهام ژاپن و آمریکا، روند نزولی خود را در اکتبر ۱۹۸۹ تصحیح کرده‌اند. ثبات بازار سهام ژاپن به‌رغم سقوط بازار آمریکا، از تضعیف بازارهای جهانی جلوگیری کرده است. اوجگیری این بازار در نوامبر ۱۹۸۹، آغاز روند صعودی جدیدی را در بازارهای جهانی در پی داشته است. در اوایل سال ۱۹۹۰ نیز هر دو بازار به همراه هم، روند نزولی تازه‌ای را آغاز کرده‌اند.



در حالی که بازار سهام ژاپن در سال ۱۹۸۹، روند صعودی خود را از سر گرفته بود، وضعیت رشد دیگر بخش‌های اقتصادی ژاپن، اختلالات خطرناکی برای پایان این روند صادر می‌کرد. قدرت این در حال تضعیف بود و تورم، روندی رو به رشد را تجربه می‌کرد (که البته مهمترین دلیل آن افزایش شدید قیمت نفت بود)، نرخ‌های بهره در حال افزایش

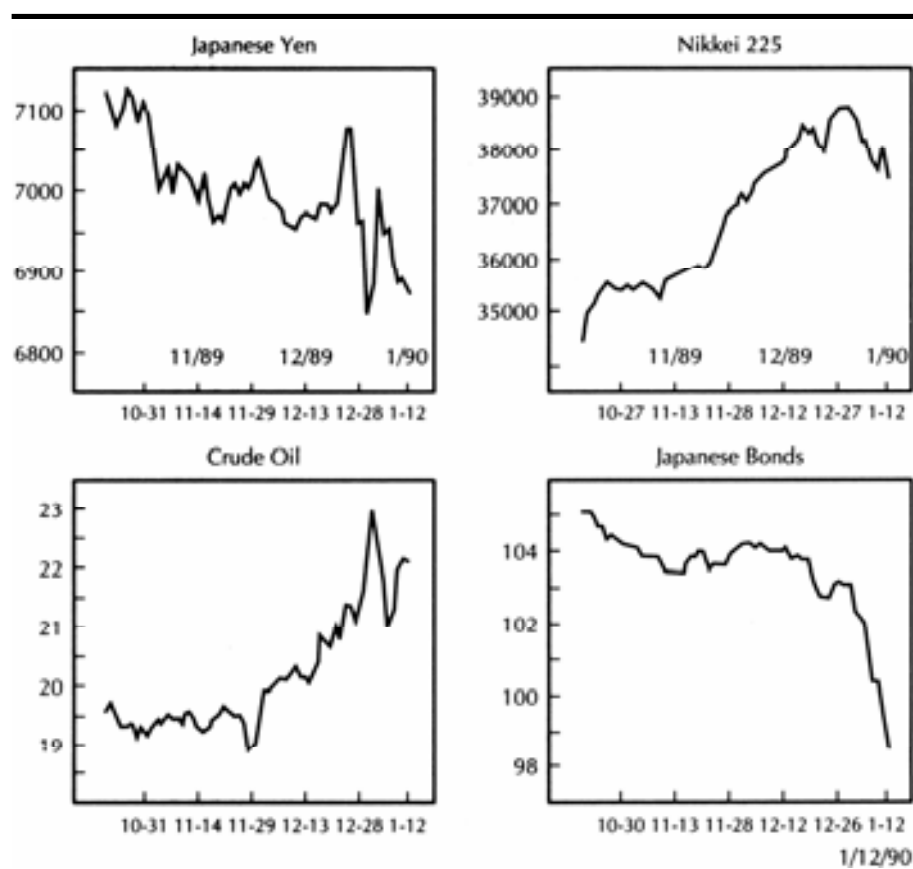
بودند و قیمت اوراق قرضه ژاپن با کاهش همراه شده بود. در واقع از منظر بین‌بازاری، این اتفاقات رخدادهای خطرناکی برای بازار سهام ژاپن به حساب می‌آمد.

شکل ۸.۱۶، بازارهای چهارگانه ژاپن (ارز، کالاها، اوراق قرضه و سهام) را برای تحلیل بین‌بازاری به تصویر کشیده است. نمودار بالا سمت چپ، تضعیف ین در مقابل دلار را در اوایل سال ۱۹۹۰ نشان می‌دهد. تضعیف ین، منجر به افزایش فشارهای تورمی و بالا رفتن تورم شده است. چیزی که اوضاع را وخیم‌تر کرده، روند صعودی قیمت نفت (نمودار پایین سمت چپ) می‌باشد که از اواخر سال ۱۹۸۹ آغاز شده است. در تلاش برای کنترل تورم و تثبیت ارزش ین، بانک مرکزی ژاپن نرخ‌های بهره را افزایش داده است (بانک مرکزی ژاپن در آن زمان در سه مرحله، نرخ‌های بهره را افزایش داد. در مورد قانون «سه قدم و نزول» در فصل چهارم توضیح داده شده است). نمودار پایین سمت راست نیز سقوط قیمت اوراق قرضه را نشان می‌دهد. فروپاشی بازار اوراق قرضه ژاپن در ژانویه ۱۹۹۰، سقوط بازار سهام را در پی داشته است (نمودار پایین سمت راست).

بازار ژاپن در هشت روز از دوازده روز اول کاری دهه ۱۹۹۰ سقوط کرد و پنج درصد از ارزش خود را تنها در دو هفته از دست داد. میانگین نیکی ۲۲۵، یک سوم از سود سال گذشته خود را از دست داد. بازده اوراق قرضه ده ساله دولت ژاپن نیز به بالاترین حد خود از نوامبر ۱۹۸۵ رسید. تورم در ژاپن به سه درصد افزایش یافت که البته این مقدار با توجه به میانگین‌های جهانی همچنان رقم کمی به نظر می‌رسید ولی در مقابل هدف‌گذاری ۲، افزایش قابل ملاحظه‌ای به حساب می‌آمد. علاوه بر تضعیف ین در مقابل دلار آمریکا، ارزش ین در مقابل مارک آلمان غربی نیز طی سه ماه، ۱۵ درصد کاهش یافت. تأثیر کلی تمام این فاکتورها، فشار زیادی بر بازار سهام ژاپن وارد می‌کرد. نیکی ۲۲۵ در روز جمعه، ۱۲ ژانویه ۱۹۹۰، به عنوان بدترین سقوط دو هفته اخیر آن زمان خود، ۶۵۳ واحد از ارزش خود را از دست داد. این سقوط وحشتناک بیش از هر عامل دیگر، تحت تأثیر سقوط شدید بازار اوراق قرضه ژاپن رخ داده بود. سقوط بازار ژاپن به سرعت به دیگر بازارهای جهانی نیز سرایت کرد (شکل ۸.۱۷ را ببینید).

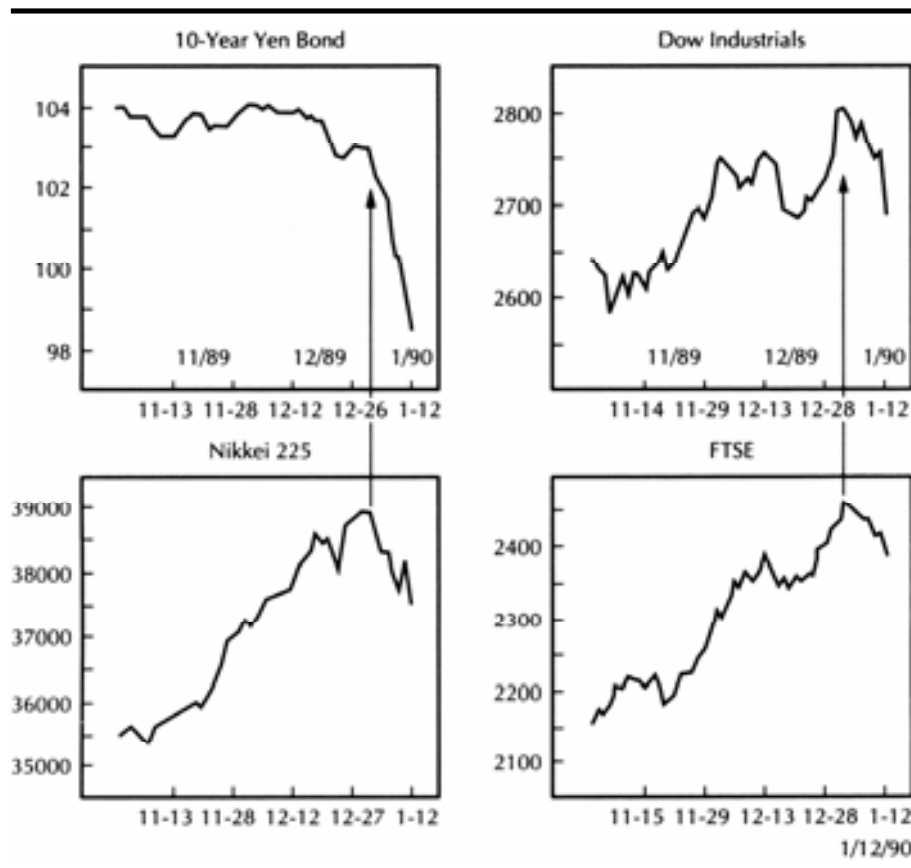
شکل ۸.۱۶

چهار بخش مهم بازارهای ژاپن در نمودارهای این ژاپن (بالا سمت چپ)، نفت خام (پایین سمت چپ)، اوراق قرضه ژاپن (پایین سمت راست) و میانگین سهام نیکی ۲۲۵ (بالا سمت راست) نشان داده شده است. تضعیف ین و افزایش قیمت نفت، ترس از بالا رفتن تورم را در بازار گسترش داده است. نرخ‌های بهره بالا که برای مهار تورم به کارگرفته شده، منجر به کاهش قیمت اوراق قرضه شده است. این امر در نهایت تأثیری رکودی بر بازار سهام خواهد داشت.



شکل ۸.۱۲

سقوط اوراق قرضه ژاپن (بالا سمت چپ)، در آغاز سال ۱۹۹۰، موجب کاهش قیمت سهام (پایین سمت چپ) شده است. این کاهش به سرعت به بازارهای لندن (پایین سمت راست) و بازار سهام نیویورک (بالا سمت راست) نیز سرایت کرده است.



شاخص ¹FTSE-100 بازار لندن در همان روز، سقوطی ۳۷/۸ واحدی را تجربه کرد که بزرگ‌ترین سقوط دو ماه گذشته این شاخص به حساب می‌آمد. شاخص صنعت داو در بازار نیویورک نیز ۷۱ واحد خود را از دست داد. علاوه بر تأثیر منفی عوامل جهانی بر بازار

1- Financial times (F-T)-actuaries indices (Dow average of London Stock Market)

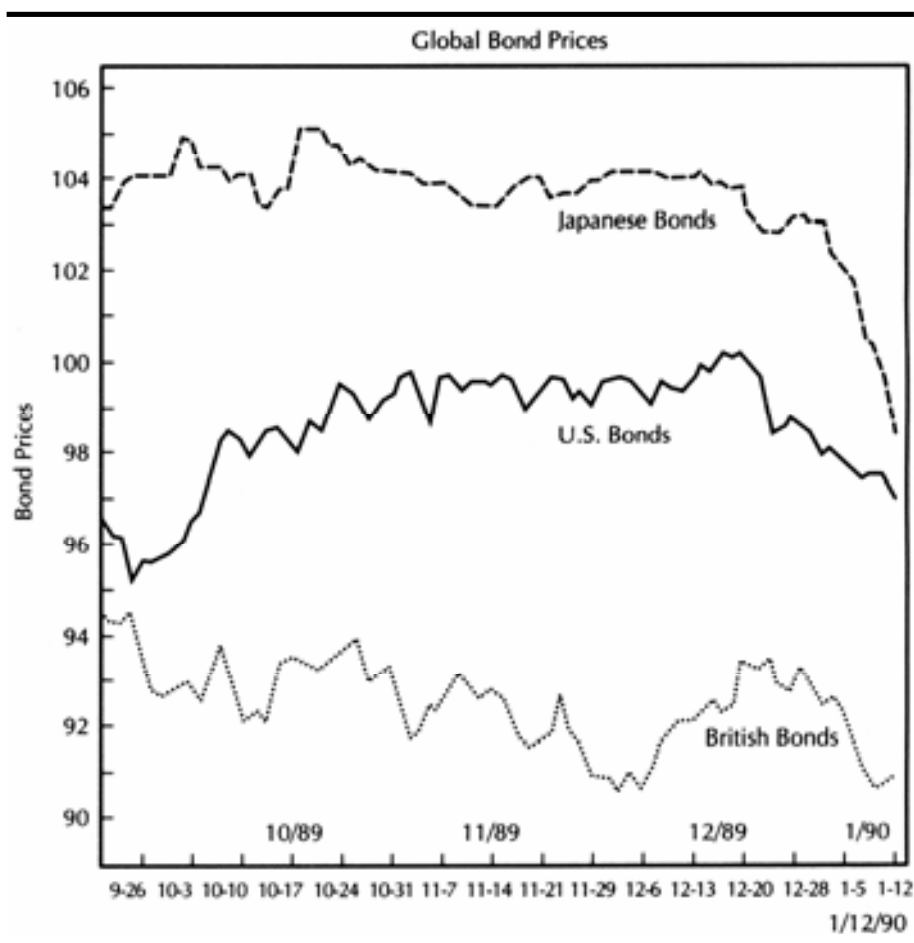
سهام آمریکا در این روز، اتفاقات داخلی نیز مزید بر علت شده بودند. شاخص قیمت تولیدکنندگان برای ماه دسامبر ۰/۷ درصد افزایش یافته بود. افزایش این شاخص منجر به صعود نرخ تورم عمده‌فروشی، به مقدار ۴/۸ درصد برای سال ۱۹۸۹ شده بود. این رقم بالاترین نرخ تورم از سال ۱۹۸۱ به حساب می‌آمد. کارشناسان بازارهای مالی، علت اصلی این اتفاقات را افزایش شدید قیمت نفت در یک ماهه اخیر می‌دانستند. به این ترتیب کاملاً واضح بود که بازارهای جهانی در دهه ۹۰، باید با دو پدیده ناخوشانید نرخ فزاینده تورم و نرخ‌های بهره بالا مبارزه می‌کردند. همان‌طور که می‌دانید هر دو عامل فوق، زمینه را برای رکود بازارهای سهام فراهم می‌کنند.

نرخ‌های بهره جهانی

شکل ۸.۱۸ امکان مقایسه قیمت‌های اوراق قرضه در بازارهای ایالات متحده، ژاپن و انگلستان را برای سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ و دو هفته‌ی ابتدایی سال ۱۹۹۰ فراهم کرده است. هر سه بازار روندی نزولی را در این بازه‌ی زمانی تجربه کرده‌اند. قیمت اوراق قرضه ژاپن به نسبت، بالاتر از قیمت‌های اوراق قرضه ایالات متحده و انگلستان می‌باشد (این مسئله به این معنی است که نرخ‌های بهره در ژاپن، در سطح پایین‌تری نسبت به ایالات متحده و انگلستان قرار دارد) و البته با سرعت بیشتری نیز سقوط کرده است. قیمت اوراق قرضه انگلستان، از هر دو کشور فوق کمتر است (این مسئله نیز به معنی بالاتر بودن نرخ‌های بهره این کشور در مقایسه با دو کشور ایالات متحده و ژاپن می‌باشد). شکل ۸.۱۹ نشان می‌دهد که اوراق قرضه انگلستان، مدت‌ها قبل از سقوط دو بازار دیگر، روند نزولی خود را آغاز کرده‌است و در واقع در برخی زمان‌ها نیز واگرایی بین روند این بازار با روند قیمت اوراق قرضه ایالات متحده مشاهد می‌شود.

شکل ۸.۱۸

مقایسه بازارهای اوراق قرضه ژاپن، آمریکا و انگلستان. هر سه بازار به طور هم‌زمان در اواخر سال ۱۹۸۹ تا اوایل سال ۱۹۹۰، سقوط کرده‌اند. گسترش این وضعیت منجر به سقوط قیمت اوراق قرضه خزانه ایالات متحده شده است. با توجه به ارتباط موجود بین این بازارها، برای تحلیل روند بازار اوراق قرضه آمریکا، تحت نظر داشتن بازارهای جهانی از اهمیت بالایی برخوردار است.



شکل ۸.۱۹

اوراق قرضه انگلستان در بیشتر ماه‌های سال ۱۹۸۹ روندی نزولی داشته است (این روند در پی افزایش تورم ایجاد شده است). واگرایی روند اوراق قرضه خزانه و اوراق قرضه انگلستان در ابتدای سال ۱۹۹۰ مشهود است. اما ضعف بازار اوراق قرضه انگلستان، نهایتاً بازار اوراق قرضه آمریکا را نیز تحت تأثیر قرار داده است. تحلیلگران تکنیکی بازار اوراق قرضه آمریکا می‌بایست بازارهای اوراق قرضه دیگر کشورها را نیز تحت نظر داشته باشند.



بررسی بازارهای جهانی نشان می‌داد که نرخ‌های بهره جهانی روندی افزایش در پیش گرفته‌اند. در نتیجه این امر و بر اثر فشارهای ناشی از این افزایش، روندهای نزولی قیمت اوراق قرضه نیز همچنان ادامه یافته است. قیمت‌های اوراق قرضه بازار آمریکا که تا قبل از

سال ۱۹۹۰، بر خلاف روند کلی بازارهای اوراق قرضه دیگر نقاط جهان حرکت می‌کردند، سرانجام تحت تأثیر سقوطهای جهانی این بازار، سقوط خود را آغاز کردند. بازار اوراق قرضه آمریکا در اوایل سال ۱۹۹۰، جنگ از پیش باخته‌ای را در جبهه‌های مختلف آغاز کرده بود. در سطح جهانی، قیمت اوراق قرضه آمریکا، سعی در برگرداندن روند نزولی بازارهای اوراق قرضه‌ی جهانی داشت. در سطح داخلی نیز، بازار اوراق قرضه آمریکا به مبارزه با افزایش نرخ تورم (شاخص‌های بازار کالا به بالاتری حد خود طی شش ماه گذشته رسیده بودند) و سقوط ارزش دلار برخاسته بود. در بخش قبل، ارزش و اهمیت تحت نظر داشتن روند بازار سهام دیگر کشورها را نشان دادیم. همین مسئله در مورد بازارهای اوراق قرضه نیز وجود دارد. در واقع بررسی روند بازارهای اوراق قرضه دیگر کشورها، اطلاعات مفیدی برای معامله‌گران بازار اوراق قرضه آمریکا، فراهم می‌کند. به عبارت دیگر، درک این مسئله که بازارهای داخلی در فضایی مستقل از دیگر بازارهای جهان عمل نمی‌کنند، بسیار مهم است.

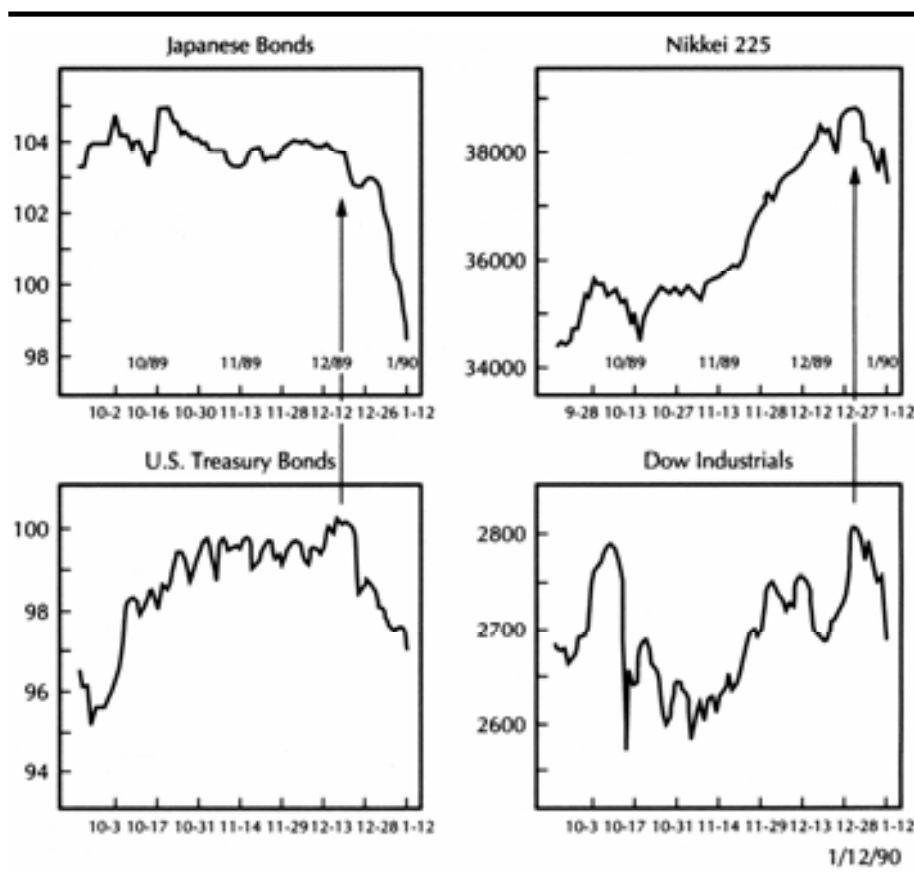
اوراق قرضه جهانی و تورم جهانی

شکل ۸.۲۰ تعامل دو بازار اوراق قرضه آمریکا و ژاپن (دو نمودار سمت چپ) و بازارهای سهام این دو کشور (دو نمودار سمت راست) را در سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ و دو هفته ابتدایی سال ۱۹۹۰ نشان می‌دهد. این شکل نشان می‌دهد که مقایسه‌ها بین‌بازاری می‌تواند در سطوح مختلفی مورد استفاده قرار گیرد. بازارهای سهام دو کشور را با هم مقایسه کنید. توجه کنید که هر دو بازار در ابتدا تضعیف شده‌اند. حال بازارهای اوراق قرضه این دو کشور را با هم مقایسه کنید. این دو بازار در ابتدا با کاهش مواجه شده‌اند. اکنون، بازارهای اوراق قرضه و سهام را در دو سطح بین‌المللی و داخلی با هم مقایسه کنید. اگر قبول کنیم که بازار سهام آمریکا تحت تأثیر قیمت اوراق قرضه آمریکا قرار دارد، بنابراین شناخت عاملی که بازار اوراق قرضه را تحت تأثیر قرار می‌دهد بسیار مهم است. اگر قیمت‌های اوراق قرضه در سطح جهانی، نشانه‌هایی از کاهش قیمت را داشته باشند، این

احتمال برای قیمت‌های اوراق قرضه آمریکا نیز وجود خواهد داشت که به زودی روندی نزولی در پیش بگیرد. بنابراین می‌توان گفت که تحلیل تکنیکی اوراق قرضه جهانی، باید بخشی از تحلیل بازار اوراق قرضه آمریکا باشد.

شکل ۸.۲۰

بازار سهام آمریکا (پایین سمت راست) تحت فشارهای بازار سهام ژاپن، روندی نزولی در پیش گرفته است. همچنین، بازار اوراق قرضه آمریکا (پایین سمت چپ) تحت تأثیر سقوط قیمت اوراق قرضه ژاپن تضعیف شده است.



قیمت سهام بازار آمریکا در سطح جهانی، از دو جهت تحت تأثیر قرار می‌گیرد. نخست از طریق جهت حرکت بازارهای سهام دیگر کشورها، نظیر انگلستان و ژاپن (که هر دوی این

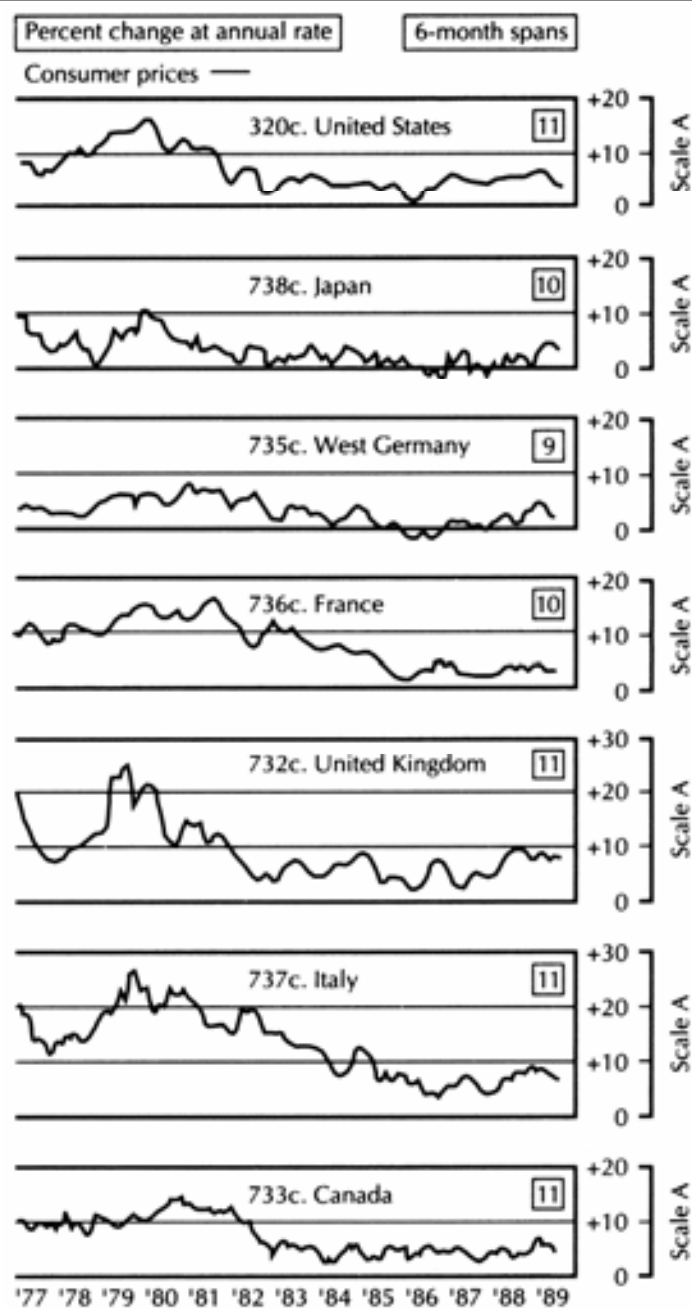
بازارها از لحاظ داخلی تحت تأثیر بازارهای اوراق قرضه خود قرار دارند) و دوم از طرف تغییرات قیمت اوراق قرضه آمریکا که خود تحت تأثیر بازارهای جهانی اوراق قرضه قرار دارد. بحث راجع به بازار اوراق قرضه و نرخ‌های بهره جهانی، به طور طبیعی منجر به پرسشی مهم در مورد تورم جهانی خواهد شد.

به این ترتیب، بسیار مهم است که همواره نیم‌نگاهی به روند تورم جهانی داشته باشیم. این مسئله از دو جهت حائز اهمیت است. نرخ‌های تورم در کشورهای بزرگ صنعتی، معمولاً روندی یکسان را دنبال می‌کند. البته گاهی تقدم و تأخرهایی در چرخش روندهای تورم کشورهای مختلف دیده می‌شود و گاهی نیز شدت این تغییرات مختلف است. به عبارت دیگر، تغییرات نرخ تورم در برخی از کشورها با شیب بیشتری حرکت می‌کند و در برخی شیبی ملایم‌تر دارد. اما آنچه مهم است اینکه دیر یا زود، تمامی این کشورها در مسیر روند جهانی قرار خواهند گرفت. تورم جهانی، در اوایل دهه ۱۹۸۰ به اوج خود رسید. ژاپن، ایالات متحده و ایتالیا در اوایل دهه ۱۹۸۰، روند نزولی تورم خود را آغاز کردند. تورم در انگلستان، چند ماه زودتر در سال ۱۹۷۹ به اوج خود رسید. کانادا، فرانسه و آلمان غربی نیز در سال ۱۹۸۱ با کاهش تورم مواجه شدند. شش سال بعد، در سال ۱۹۸۶، تورم جهانی خیز صعودی ملایمی را آغاز کرد. بازارهای آمریکا، ژاپن، آلمان غربی، فرانسه، انگلستان و ایتالیا در این سال با کف تورمی مواجه شدند (شکل ۸.۲۱ را ببینید).

از آنجا که تمامی این کشورها، تحت تأثیر روند تورم جهانی قرار دارند، تحت نظر داشتن اتفاقاتی که در اقتصاد جهانی رخ داده است، برای بررسی بهتر روند تورم بسیار مهم است. اگر یکی از این کشورها خارج از این روند حرکت کند، احتمالاً به زودی روندی مشابه روندهای جهانی به خود خواهد گرفت. دلیل دوم آنکه تحت نظر داشتن تورم جهانی، از آنجایی که نرخ‌های تورم در نهایت تعیین‌کننده نرخ‌های بهره می‌باشند بسیار با اهمیت است؛ نرخ‌های بهره‌ای که نقش بسیار مهمی در پیش‌بینی بازارهای سهام و اوراق قرضه ایفا می‌کنند. همان‌طور که احتمالاً شما هم حدس می‌زنید، برای پیش‌بینی روند تورم جهانی باید تغییرات بازارهای کالا را مورد مطالعه قرار دهیم.

شکل ۸.۲۱

مقایسه نرخ‌های تورم کشورهای مختلف، از سال ۱۹۷۷ تا ۱۹۸۹.



شاخص‌های جهانی برای تحلیل‌های بین‌بازاری

شکل ۸.۲۲ سه شاخص مهم جهانی را مورد مقایسه قرار می‌دهد. این سه شاخص عبارتند از: نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت جهانی (نمودار معکوس)، شاخص جهانی سهام (که توسط موسسه اقتصادی بین‌المللی مورگان استانیلی در ژنو منتشر می‌شود) و شاخص قیمت کالاهای مجله اکونومیست. این نمودار امکان مقایسه‌های بین‌المللی این سه شاخص مهم جهانی را فراهم می‌کند. نرخ‌های بازارهای پولی جهان که به صورت معکوس کشیده شده است، هم‌جهت با قیمت‌های بازار جهانی پولی، حرکت می‌کند.

وقتی قیمت‌های بازار جهانی پول، افزایش پیدا می‌کند (یعنی نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت سقوط می‌کنند)، بازارهای جهانی سهام رونق می‌گیرند و وقتی قیمت‌های بازار جهانی پول سقوط می‌کند (یعنی نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت افزایش پیدا می‌کنند)، این بازارها نیز با رکود همراه می‌شوند. در واقع، قیمت‌های بازار پول معمولاً زودتر از قیمت‌های سهام دچار تغییر می‌شوند. می‌توان گفت این شاخص، شاخصی پیشرو برای بازارهای جهانی سهام به حساب می‌آید. همان‌طور که نمودار فوق نشان می‌دهد، رونق بازارهای جهانی سهام که در سال ۱۹۸۲ رخ داده است، با افزایش قیمت بازار پول حمایت شده است. با این حال از سال ۱۹۸۷ قیمت‌های جهانی سهام به‌رغم سقوط قیمت‌های بازار پول به روند صعودی خود ادامه داده‌اند. این واگرایی، اگر همچنان ادامه پیدا کند، می‌تواند بر بازارهای جهانی سهام اثراتی رکودی داشته باشد.

خط میانگین متحرک نمایی ۱۴ ماهه‌ای برای هر سه نمودار شکل ۸.۲۲ کشیده شده است. اخطارهای چرخش مهم وقتی صادر می‌شوند که خط میانگین متحرک از بالا یا پایین، خط روند قیمت نمودار را قطع کند. به علاوه تغییر جهت خود میانگین متحرک نیز می‌تواند به عنوان اخطاری زود هنگام، در نظر گرفته شود. میانگین متحرک بازارهای جهانی سهام، در اواخر سال ۱۹۸۹، از رونق این بازار حکایت می‌کند، در حالی که در نمودار قیمت‌های بازار پولی، شرایط متضادی حاکم است. این امر، یعنی تضاد و واگرایی این دو بازار، می‌تواند بسیار خطرناک باشد. این شکل همچنین نشان‌دهنده رابطه معکوس روند دو

نمودار بازارهای مالی و قیمت‌های جهانی کالاها است (شاخص قیمت کالاهای مجله اکونومیست).

شکل ۸.۲۲

مقایسه نرخ‌های بهره کوتاه‌مدت جهانی (نمودار معکوس)، شاخص جهانی سهام مؤسسه اقتصادی بین‌المللی مورگان استانی (نمودار وسط) و شاخص قیمت کالاهای مجله اکونومیست. تحلیل بین بازاری می‌تواند در سطح بازارهای جهانی نیز مورد استفاده قرار گیرد.



شاخص قیمت کالاهای اکونومیست

یکی از مفیدترین شاخص‌ها برای تحلیل روند قیمت‌های بازارهای جهانی کالا، شاخص قیمت کالاهای اکونومیست (که توسط مجله اکونومیست منتشر می‌شود) است. این شاخص شامل ۲۷ بازار کالا است. وزن تقریبی بازارهای کشاورزی در این شاخص ۴۹/۸٪ و وزن بازارهای صنعتی ۵۰/۲٪ است. در محاسبه این شاخص، کالاهای مختلف، وزن‌های مختلفی دارند. این وزن‌ها با توجه به میزان واردات کالای مذکور از بازار اروپا در دوره زمانی سال‌های ۱۹۸۴ تا ۱۹۸۶ تعیین شده است.

بازارهایی که تأثیر (وزن) بیشتری در محاسبه شاخص دارند عبارتند از مس، آلومینیوم، کتان، الوار، قهوه و مخلوط دانه سویا. این شاخص را می‌توان به دو زیربخش کشاورزی و صنعتی، تقسیم کرد. بخش صنعتی خود به دو بخش فلزات و کالاهای کشاورزی غیر خوراکی تقسیم می‌شود. سال پایه شاخص، سال ۱۹۸۵ می‌باشد و مقدار شاخص در آن سال ۱۰۰ در نظر گرفته شده است. شاخص قیمت کالاهای اکونومیست، شامل بازارهای فلزات گران‌بها (طلا، پلاتین و نقره) و بازارهای نفت نمی‌شود. دانستن اینکه این دو بازار مهم در این شاخص وجود ندارند، می‌تواند به توضیح سقوط این شاخص در سال ۱۹۸۹ کمک کند.

شکل ۸.۲۲ نشان می‌دهد که شاخص جهانی کالا در اواخر سال ۱۹۸۹، به همراه قیمت‌های بازار پول، سقوط شدیدی را تجربه کرده است. با توجه به اینکه این دو بازار اصولاً باید در خلاف جهت هم حرکت کنند، همگرایی آنها غیرطبیعی است. همان‌طور که نمودار نشان می‌دهد، در زمان‌هایی که قیمت‌های کالا سقوط کرده‌اند، قیمت‌های جهانی پول افزایش یافته‌اند. به این ترتیب، همگرایی این دو شاخص در سال ۱۹۸۹ را چگونه می‌توان توجیه کرد؟ ترس از تورمی که در اواخر سال ۱۹۸۹ و ۱۹۹۰ در سراسر جهان گسترش یافته بود، منجر به افزایش شدید قیمت‌های جهانی طلا (که به عنوان شاخصی پیشرو برای تورم مطرح است) شد. در کنار افزایش قیمت‌های جهانی طلا، قیمت نفت نیز روند صعودی شدیدی را آغاز کرد.

تضعیف شاخص کالاهای اکونومیست در اواخر سال ۱۹۸۹، احتمالاً به دلیل عدم تأثیر قیمت نفت و طلا در ترکیب این شاخص رخ داده است. این امر یادآور موضوع مهمی است که در بخش ۷ مورد تأکید قرار گرفت؛ همیشه نیم‌نگاهی به تغییرات قیمت طلا و نفت داشته باشید. در اواخر سال ۱۹۸۹ جهش شدید قیمت این دو کالای مهم که در سطح بسیار وسیعی مورد توجه تحلیلگران بازارهای مختلف قرار دارد، ترس شدیدی میان فعالان بازار از آغاز روند تورمی ایجاد کرد. ترسی که باعث شد بانک‌های مرکزی جهانی سیاست‌های انقباضی شدیدی اتخاذ کنند.

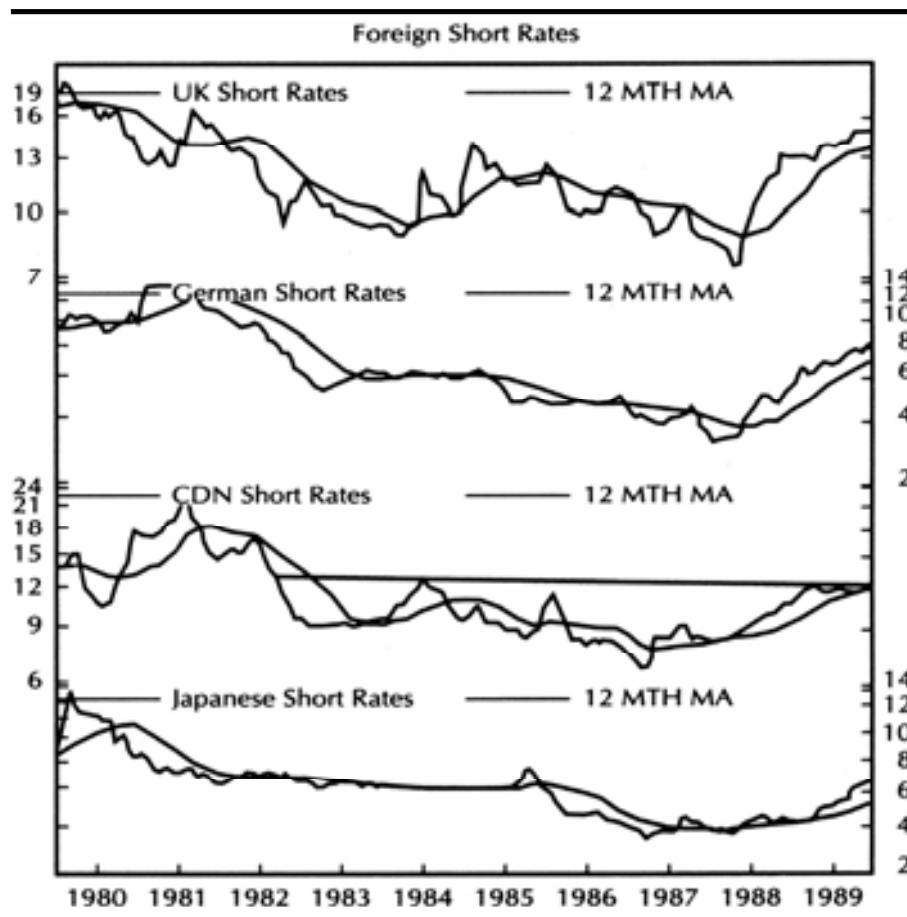
با افزایش نگرانی‌ها از تورم، نرخ تورم انگلستان در سال ۱۹۸۹ به ۷/۸٪ افزایش یافت. این اتفاق در حالی رخ داد که نرخ تورم این کشور در سال قبل، تنها ۴/۹٪ بود. نرخ تورم ژاپن نیز به بالاترین حد خود طی هفت سال قبل از آن رسید. در ایالات متحده، گزارش‌هایی که در ابتدای ژانویه سال ۱۹۹۰ منتشر شد، نشان می‌داد که نرخ تورم در سال ۱۹۸۹ به ۴/۶٪ افزایش یافته است. این رقم، بالاترین رقم در هشت سال گذشته به حساب می‌آمد. با این که دولت انگلستان از میانه سال ۱۹۸۸ تا اکتبر ۱۹۸۹ نرخ بهره پایه خود را از ۷/۵٪ به ۱۵٪ افزایش داد، باز هم ترس از افزایش مجدد این نرخ وجود داشت. بانک مرکزی ژاپن نیز نرخ بهره‌ی خود را سه بار پیاپی، از ماه می سال ۱۹۸۹ افزایش داد. این سیاست در پی اتخاذ سیاست‌های انقباضی بیشتر و مقابله با کاهش ارزش ین و افزایش تورم اتخاذ شده بود.

اخبار بدی از سوی هیئت مرکزی بانک فدرال رزرو مبنی بر اینکه حداقل تا مدتی بانک مرکزی آمریکا سیاست‌های انبساطی نخواهد داشت شنیده می‌شد. در میانه ژانویه ۱۹۹۰، مانوئل جانسون، نایب رئیس این بانک و وین آنجل، رئیس این بانک (افرادی که در فصل قبل نیز مطلبی از آن‌ها بیان کردیم) اعلام کردند که هیچ برنامه کوتاه‌مدتی برای اتخاذ سیاست‌های انبساطی ندارند. وین آنجل، دقیقاً اعلام کرد که آغاز سقوط قیمت‌های کالا شرط لازم برای اتخاذ سیاست‌های انبساطی این بانک خواهد بود. افزایش شدید قیمت، در بازارهای مهم کالا، ترس از افزایش تورم را در کشورهای مختلف بالا برده و منجر به اتخاذ این چنین سیاست‌های مالی، از سوی بانک‌های مرکزی کشورهای مختلف شده بود؛

بانک‌های مرکزی، که فدرال رزرو نیز یکی از آنها به حساب می‌آید. شکل‌های ۸.۲۳ و ۸.۲۴ وجود فشارهای افزایشی بر بازارهای نرخ‌های بهره در آغاز دهه ۱۹۹۰ را نشان می‌دهند. شکل ۸.۲۵ نیز همبستگی شدید بازارهای جهانی سهام با یکدیگر را به تصویر می‌کشد، بازارهایی که در اواخر سال ۱۹۸۹، روند نزولی جدیدی را آغاز کرده‌اند.

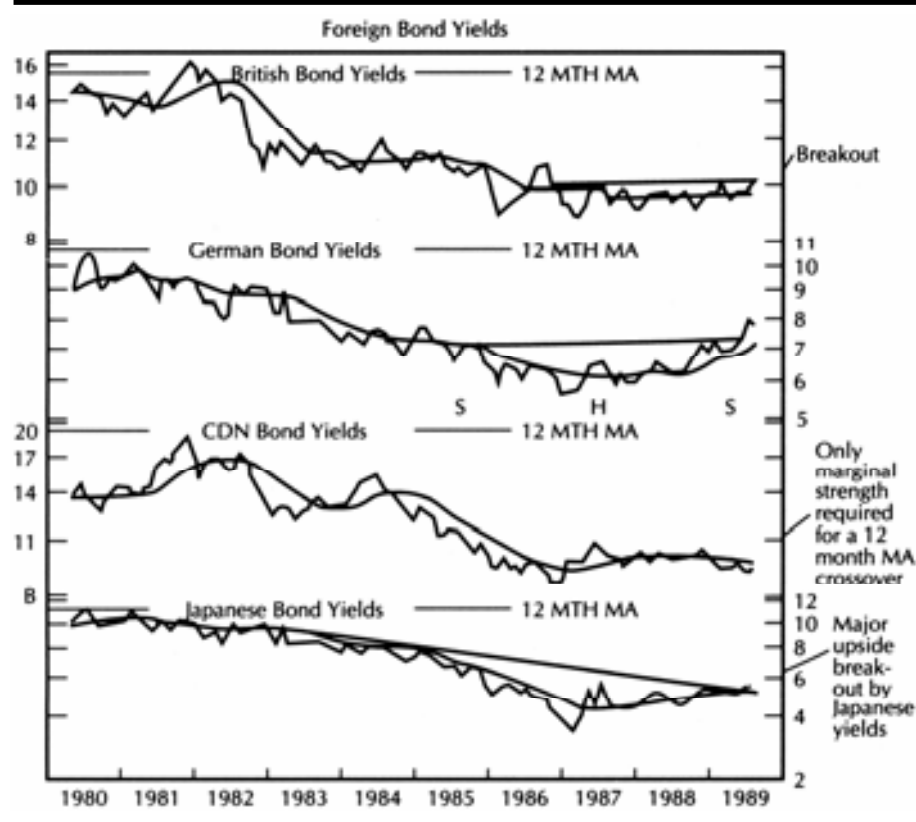
شکل ۸.۲۳

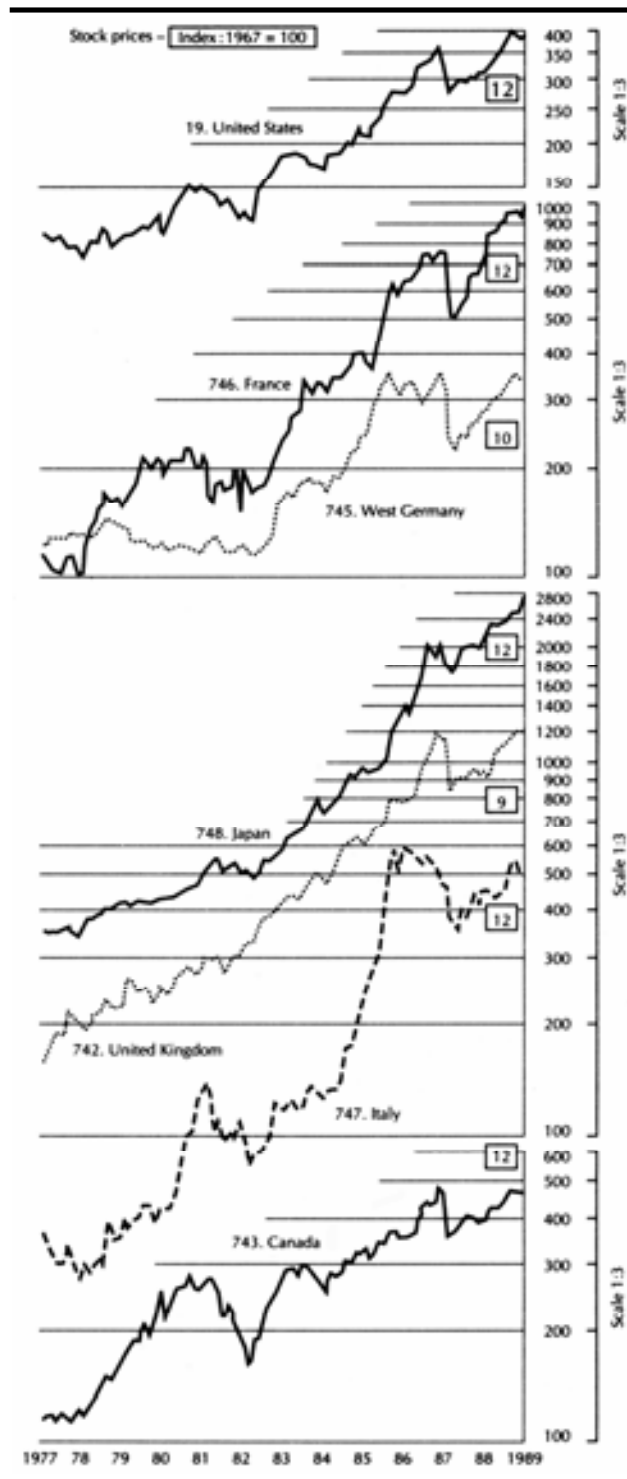
نرخ‌های کوتاه‌مدت خارجی، از سال ۱۹۸۸ روندی صعودی در پیش گرفته‌اند، در حالی که این اتفاق برای نرخ‌های کوتاه‌مدت ژاپن در سال ۱۹۸۹ رخ داده است.



شکل ۸.۲۴

بازده‌های اوراق قرضه جهانی در سال ۱۹۸۹، به رهبری بازده اوراق قرضه آلمان، روندی صعودی در پیش گرفته‌اند. همان‌طور که مشاهده می‌کنید شدت افزایش بازده نرخ‌های بهره انگلستان و ژاپن به اندازه آلمان نیست و این بازده‌ها تنها تا حدی تثبیت شده‌اند. افزایش نرخ‌های جهانی، نهایتاً منجر به بالا رفتن نرخ بهره اوراق قرضه آمریکا نیز شده است.





شکل ۸.۲۵

مقایسه‌ی بورس سهام انگلستان و آمریکا، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۹. همبستگی بسیار زیادی میان هر دو بازار وجود دارد. این همبستگی موجب می‌شود بتوان از همگرایی و واگرایی این دو بازار، برای پیش‌بینی روندهای آینده هر دو بازار استفاده کرد. بازار سهام انگلستان در سه اوج مهم سال‌های ۱۹۸۶، ۱۹۸۷ و ۱۹۸۹ پیشروتر از بازار آمریکا عمل کرده است.

خلاصه

در این بخش، دانش تحلیل‌های بین بازاری در سطحی جهانی گسترش یافت و روندهای قیمت‌های کالا (تورم)، نرخ‌های بهره و سهام در سطح جهانی بررسی شد. همچنین اهمیت روندهای جهانی ارزهای بین‌المللی مورد تأکید قرار گرفت. شاخص‌هایی جهانی معرفی شدند که انجام مقایسه‌های بین بازاری میان بخش‌های مختلف بازارهای مالی را میسر می‌کنند. همچنین نشان دادیم که بازارهای جهانی به یکدیگر متصلند. بازار سهام آمریکا هر قدر هم که مهم و قدرتمند باشد، مستقل از بازارهای دیگر عمل نمی‌کند. تحلیلگران تکنیکی می‌توانند و باید به بازارهای جهانی توجه کنند. بازارهای سهام دیگر کشورها، خصوصاً بازارهای ژاپن و انگلستان، باید کاملاً تحت نظر باشند و هرگونه واگرایی این بازارها با بازار آمریکا می‌بایست به دقت مورد بررسی قرار گیرد. بازارهای اوراق قرضه خارجی نیز باید مورد بررسی قرار گیرند تا بتوان از طریق تغییرات آنها تغییرات، نرخ‌های بهره در سطح جهان را مورد ارزیابی قرار داد. دنبال کردن روند قیمت‌های کالاهای جهانی برای ایجاد درک بهتری از نرخ‌های بهره جهانی، ضروری است. به این منظور می‌توان از شاخص کالای اکونومیست به همراه بررسی جداگانه بازارهای کلیدی، نظیر طلا و نفت، استفاده کرد.

مطالعه بازارهای طلا و نفت، ما را یک قدم در سفر بین بازاری به پیش می‌برد. به این منظور در گام بعدی به مطالعه گروه سهام‌های بازار سهام خواهیم پرداخت. با مطالعه بازارهای سهام در دهه‌ی ۱۹۸۰، می‌توان دو گروه سهام کلی را در بازار مشاهده کرد. گروه سهام‌هایی نظیر سهام شرکت‌های نفتی و معدنی طلا که با پایان دهه ۱۹۸۰ با سهام‌های سرمایه‌ای به قدرت رسیدند و گروه دیگر، گروه سهام‌هایی که نسبت به تغییرات نرخ‌های بهره، حساس می‌باشند و با سقوط قیمت اوراق قرضه (و افزایش نرخ‌های بهره) ارزش خود را از دست می‌دهند. ارتباط تحلیل‌های بین بازاری گروه سهام‌های فوق در بخش بعد مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

گروه‌های بازار سهام

بیشتر گفته می‌شود که بازار سهام «بازاری متأثر از سهام‌های مختلف است». در حالی که باید گفت بازار سهام، «بازاری متأثر از گروه سهام‌های مختلف است». درست است که قیمت بیشتر سهام‌ها و مقادیر شاخص‌های گروه‌های مختلف بازار، روندی مشابه با روند کلی بازار دارند، اما نمی‌توان گفت تمام آنها همواره با سرعتی یکسان و دقیقاً هم‌زمان شروع به تغییر می‌کنند. برخی از گروه‌های بازار در زمان رونق، با سرعت بیشتری نسبت به گروه‌های دیگر رشد می‌کنند و برخی در دوران رکود، با سرعت بیشتری سقوط می‌کنند. برخی گروه‌ها زودتر از گروه‌های دیگر به اوج یا کف قیمتی می‌رسند و نسبت به دیگر گروه‌ها پیشرو هستند. به علاوه، واکنش تمامی این گروه‌ها نسبت به اخبارهای اقتصادی، دقیقاً یکسان نیست.

برخی از گروه‌های بازار، ارتباط تنگاتنگی با بازارهای کالا دارند و با افزایش یا کاهش قیمت کالاها، قیمت این گروه‌ها نیز دستخوش تغییر می‌شود. دو مثال روشن از گروه‌هایی که دارای این مشخصه هستند و در ادامه در مورد آنها بیشتر بحث خواهیم کرد، گروه سهام‌های مربوط به معادن طلا و انرژی می‌باشند. به علاوه سهام‌های مرتبط با معادن

مس، آلومینیوم و نقره نیز در این دسته قرار دارند. وقتی قیمت کالاهای مرتبط با این سهام‌ها، افزایش می‌یابد و فشارهای تورمی در اقتصاد ایجاد می‌شود، سهام‌های مذکور سود ده‌تر از سهام‌های دیگر شرکت‌ها می‌شوند. در آن سوی بازار، سهام‌هایی وجود دارند که به سهام‌های حساس به نرخ بهره، مشهورند. این دسته از سهام‌ها در صورت افزایش تورم و نرخ‌های بهره دچار کاهش قیمت می‌شوند. سهام شرکت‌های بانکی را می‌توان به عنوان گروهی در نظر گرفت که در صورت کاهش نرخ بهره، سودآوری بیشتری پیدا می‌کنند و با افزایش نرخ بهره، سودآوری آنها کاهش می‌یابد. در این بخش، بر سهام صندوق‌های پس‌انداز و وام^۱ و بانک‌های بزرگ جهانی^۲ متمرکز خواهیم بود. نگاهی نیز به بانک‌های منطقه‌ای، مؤسسات مالی، مؤسسات بیمه، املاک و مستغلات و سهام شرکت‌های کارگزاری خواهیم داشت.

به طور کلی بازارهای سهام به دو دسته تقسیم می‌شوند. دسته اول، شرکت‌هایی هستند که از افزایش تورم و نرخ‌های بهره سود می‌برند و دسته دوم شرکت‌هایی که از این افزایش متضرر می‌شوند. اساس این تقسیم‌بندی، نسبتاً ساده است. در شرایطی که قیمت‌های کالاها در حال افزایش است و نرخ‌های بهره روندی صعودی را در پیش گرفته‌اند، سهام‌های تورمی (سهام‌هایی نظیر شرکت‌های تولیدکننده فلزات گران‌بها، انرژی، مس، مواد خوراکی و فولاد) می‌بایست بهتر از سهام شرکت‌های مالی نظیر بانک‌ها، مؤسسات بیمه عمر و شرکت‌های خدماتی عمل کنند. از آن سو، در شرایطی که تورم در حال سقوط است و نرخ‌های بهره روندی نزولی در پیش گرفته‌اند، گروه سهام‌های شرکت‌های مالی (حساس به نرخ بهره)، بهتر عمل می‌کنند.

1- Saving and loan

2- Money Center Bank

گروه‌های بازار سهام و کالاهای مرتبط

در این بخش به بحث در مورد تحلیل گروه‌های بازار سهام در روابط بین بازاری خواهیم پرداخت. این بحث را در دو فضای مهم دنبال خواهیم کرد. نخست نشان خواهیم داد که گروه‌های بازار سهام، از بازارهای کالای مرتبط با خود تأثیر می‌پذیرند. خلاف این مطلب نیز صحیح است. در واقع گاهی تغییرات قیمتی گروه‌های بازار سهام بر قیمت کالاها اثر می‌گذارد و گاهی نیز کالاها، گروه‌های مرتبط با خود را تحت تأثیر قرار می‌دهند. در واقع، تحلیلگران تکنیکی هر دو بازار، می‌بایست تغییرات این دو بازار را توأمان تحت نظر داشته باشند. سهام شرکت‌های معدنی طلا، معمولاً زودتر از بازار طلا تغییر می‌کند. بنابراین، معامله‌گران طلا، باید نیم‌نگاهی به تغییرات سهام شرکت‌های معدنی طلا داشته باشند تا بتوانند از اختراهای زود هنگام صادر شده توسط تغییرات سهام آنها، روند درست بازار طلا را پیش‌بینی کنند. سهام‌داران شرکت‌های معدنی طلا نیز باید قیمت طلا را تحت نظر داشته باشند.

مسئله دوم آنکه تحلیل بین بازاری گروه‌های بازار سهام، راهنمایی‌های مهمی در مورد اینکه سرمایه‌گذاران بازار سهام در کدام بخش این بازار می‌توانند سود بیشتری کسب کنند، ارائه می‌کند. اگر فشارهای تورمی در حال افزایش باشند (قیمت‌های کالاها نسبت به اوراق قرضه در حال افزایش باشد)، می‌بایست بیشتر بر سهام‌های مقاوم در برابر تورم تکیه کرد. از طرفی، اگر قدرت نسبی قیمت اوراق قرضه نسبت به قیمت کالاها در حال تقویت شدن باشد (یعنی در شرایطی باشیم که نرخ بهره در حال سقوط است و تورم نیز روندی نزولی در پیش گرفته باشد)، می‌بایست بیشتر بر سهام‌های حساس به نرخ بهره تمرکز کرد.

شاخص CRB در مقایسه با اوراق قرضه

در بخش ۳ توضیح دادیم که رابطه بازارهای کالا و اوراق قرضه از مهم‌ترین روابط تحلیل بین بازاری به شمار می‌رود. در واقع اهمیت این رابطه در این است که کمک بسیار زیادی به تشخیص مسیر تورم و نرخ‌های بهره می‌کند. یکی از راه‌های مطالعه رابطه این دو بازار، رسم نمودار قدرت نسبی است. منظور از قدرت نسبی، نسبت قیمت مرکز تحقیقات کالا به قیمت اوراق قرضه خزانه است. اگر قیمت شاخص CRB نسبت به قیمت اوراق قرضه افزایش یابد، به این معنی است که فشارهای تورمی در حال تقویت شدن هستند و به زودی نرخ‌های بهره افزایش خواهند یافت و در نتیجه به زودی شاهد تضعیف بازار سهام خواهیم بود. در حالی که اگر این نسبت کاهش یابد، می‌توان انتظار داشت تورم و نرخ‌های بهره روندی نزولی در پیش گیرند. امری که طبیعتاً تأثیری مثبت بر بازار سهام خواهد داشت.

همین روش را برای تحلیل گروه‌های مختلف بازار مورد استفاده قرار خواهیم داد. البته این بار، این نسبت مشخص خواهد کرد که آیا سرمایه‌های بازار باید به سمت گروه سهام‌های مقاوم به تورم سوق پیدا کنند یا باید پول خود را بر روی سهام‌های حساس به نرخ بهره سرمایه‌گذاری کنند.

در بخش ۴، به طور مفصل در مورد توانایی اوراق قرضه در هدایت بازار سهام بحث کردیم. همان‌طور که اشاره شد، افزایش قیمت اوراق قرضه، تأثیر مثبتی بر بازار سهام و سقوط آن معمولاً اثراتی منفی بر این بازار می‌گذارد. نکته‌ای که باید به آن توجه کنیم این است که سهام‌های حساس به نرخ بهره، رابطه بسیار نزدیک‌تری با اوراق قرضه دارند. سهام‌های حساس به نرخ بهره، به شدت به اتفاقات بازار اوراق قرضه واکنش نشان می‌دهند. در نتیجه، چرخش‌های سهام‌های حساس به نرخ بهره، معمولاً زودتر از چرخش‌های کل بازار سهام رخ می‌دهند.

اتفاقی که منجر به آغاز روند نزولی بازار سهام می‌شود این است که ابتدا بازار اوراق قرضه شروع به سقوط می‌کند. تأثیرات رکودی سقوط اوراق قرضه (و افزایش نرخ‌های بهره) منجر به کاهش قیمت سهام‌های حساس به نرخ بهره می‌شود و نهایتاً کل بازار سهام، روندی نزولی در پیش می‌گیرد. روند نزولی بازار سهام، بیشتر هم‌زمان با روند صعودی گروه سهام‌هایی آغاز می‌شود که ماهیتاً شرکت‌هایی با دارایی‌های غیر منقول هستند. سهام‌شرکت‌های گروه انرژی و شرکت‌های معدنی طلا از این دست هستند.

بازار طلا و سهام شرکت‌های معدنی طلا

تحلیل بین‌بازاری گروه‌های بازار سهام را با بازار طلا آغاز می‌کنیم. بازار طلا برای این کار، نقطه‌شروعی منطقی است، چرا که این بازار نقشی کلیدی در ارتباط‌های بین‌بازاری ایفا می‌کند. نخست مختصراً به اهمیت این بازار در روابط بین‌بازاری اشاره می‌کنیم. بازار طلا معمولاً تمایل دارد روندی برخلاف ارزش دلار آمریکا داشته باشد. این بازار همچنین بازاری پیشرو برای بازارهای کالا به حساب می‌آید. به علاوه، قیمت طلا را می‌توان شاخصی پیشرو برای تورم دانست. در نهایت بازار طلا در زمان‌هایی که بازارهای مالی یا شرایط سیاسی دچار آشفتگی شده‌اند، پناهگاهی مطمئن برای محافظت از سرمایه به حساب می‌آید.

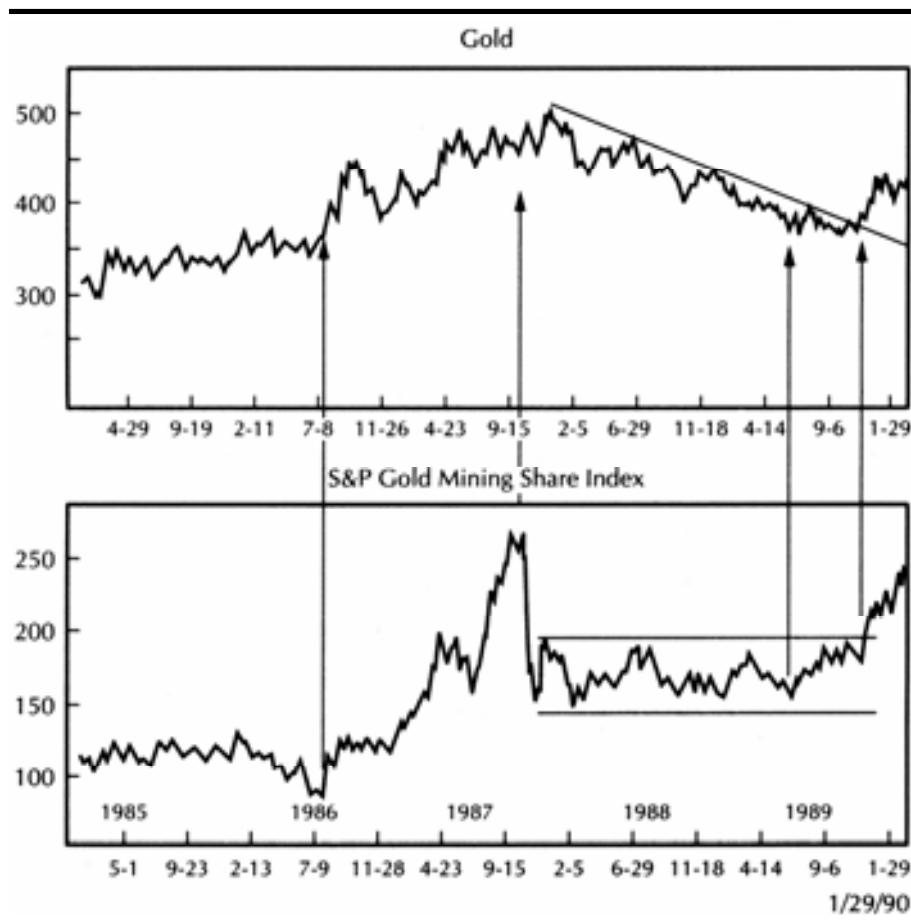
دوره زمانی سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ تا اولین ماه سال ۱۹۹۹، مثالی خوب برای اثبات اهمیت بازار طلا به حساب می‌آید. در این زمان، سهام شرکت‌های معدنی طلا نسبت به دیگر گروه‌های بازار سهام، بازدهی مناسب‌تری به دست آوردند. این اتفاق دقیقاً زمانی رخ داد که بازار سهام، اوضاع بسیار بدی را تجربه می‌کرد. این مسئله نشان‌دهنده رابطه مثبت بسیار قوی قیمت طلا و سهام شرکت‌های معدنی طلا است. بنابراین تحلیل تکنیکی یکی از این بازارها، بدون در نظر گرفتن بازار دیگر، عاقلانه و منطقی به نظر نمی‌رسد. نمودارهای مربوط به دو بازار، علت این امر را به وضوح نشان می‌دهند.

یکی از کلیدی‌ترین قضیه‌های تحلیل تکنیکی بین بازاری، بررسی بازارهای مرتبط با بازار هدف، برای به دست آوردن اطلاعات جدید است. بر این اساس رابطه‌ای به نزدیکی قیمت طلا و سهام‌های معدنی طلا، در هیچ جای دیگری وجود ندارد. این رابطه آن‌قدر شدید است که به عنوان یک قانون می‌توان گفت، همواره هر دو بازار جهتی یکسان را دنبال می‌کنند. هنگامی که روند این دو بازار دچار واگرایی می‌شود باید در انتظار تغییر جهت یکی از این دو بازار باشیم. در بیشتر چرخش‌های مهم، معمولاً یکی از این بازارها، بازاری پیشروتر به حساب می‌آید. دانستن اینکه در بازار پیشرو چه اتفاقی در حال وقوع است، اطلاعات مفیدی در مورد بازار کندتر فراهم می‌کند. بسیاری گمان می‌کنند که قیمت‌های کالاهای مختلف از حساسیت و عدم ثبات بیشتری نسبت به گروه سهام‌های مربوطه برخوردارند. در واقع این گونه تصور می‌شود که این بازارها نسبت به گروه‌های مرتبط در بازار سهام مقدم‌ترند. اما جالب است که بدانید سهام شرکت‌های معدنی طلا معمولاً زودتر از قیمت طلا دچار تغییر می‌شوند. با این حال باید توجه کرد این مسئله همیشه یک قانون قطعی نیست. برای مثال بازارهای طلا در سال ۱۹۸۰، تقریباً هشت ماه قبل از سهام شرکت‌های معدنی، روند نزولی خود را آغاز کردند. در سال ۱۹۸۶ نیز تقدم بازار طلا نسبت به شرکت‌های معدنی طلا، مجدداً تکرار شده است.

شکل ۹.۱ مقایسه قیمت آتی طلا (نمودار بالا) و شاخص گروه سهام‌های معدنی طلا (نمودار پایین) را به تصویر می‌کشد. دوره مورد بررسی، از میانه سال ۱۹۸۵ آغاز و در ژانویه ۱۹۹۰ به پایان رسیده است. طی این دوره، سه اتفاق قابل توجه رخ داده است. با آغاز تابستان ۱۹۸۶، قیمت طلا جهشی صعودی را (بعد از آنکه در بهار ۱۹۸۵ به کف قیمتی خود رسیده)، تجربه کرده است. این در حالی است که هم‌زمان، سهام شرکت‌های معدنی طلا، کف جدیدی را به ثبت رسانده‌اند. در جولای ۱۹۸۶، قیمت طلا با شیب تندی افزایش یافته است (تحت تأثیر افزایش قیمت نفت و رسیدن شاخص CRB به کف جدید). نقطه آغاز رونق بازار طلا، هم‌زمان با رونق قیمت سهام‌های معدنی طلا شروع شده است. در این مورد، قیمت طلا پیشروتر از سهام‌های معدنی طلا عمل کرده است.

شکل ۹.۱

مقایسه قیمت طلا و سهام‌های معدنی طلا، از سال ۱۹۸۵ تا اوایل ۱۹۹۰. به طور معمول هر دو شاخص، روندی هم‌جهت را دنبال می‌کنند. قیمت طلا در اوج سال ۱۹۸۶ پیش‌روتر از سهام‌های معدنی طلا عمل کرده است. هرچند که سهام‌های معدنی طلا در سقوط پائیز ۱۹۸۷ و اوج‌گیری پائیز ۱۹۸۹ قبل از قیمت طلا تغییر جهت داده است.



از تابستان ۱۹۸۶ تا پایان سال ۱۹۸۷، قیمت طلا حدود ۴۰ درصد رشد کرده است. در حالی که قیمت سهام‌های معدنی طلا با افزایشی ۲۰۰ درصدی مواجه شده است. این بازدهی خیره‌کننده، موجب شد که این گروه، رتبه اول بیشترین بازدهی سال ۱۹۸۷ را به دست آورد. گرچه گروه سهامی طلا در اکتبر همان سال به شدت تضعیف شد و در تمام

طول سال بعد، روندی نزولی در پیش گرفت. در اواخر سال ۱۹۸۷، قیمت طلا در حالی همچنان در حال افزایش بود که قیمت‌های سهام این گروه، سقوطی شدید را آغاز کرده بودند. این بار، این سهام شرکت‌های معدنی بودند که سریع‌تر از بازار طلا تغییر جهت داده بودند. از اوایل اکتبر سال ۱۹۸۷ که گروه سهام‌های معدنی طلا به اوج خود رسیدند، شاخص طلای S&P، ۴۶ درصد از ارزش خود را از دست داد. این در حالی بود که بازار طلا به‌رغم افت نسبی اواخر اکتبر، در ادامه راه خود تقویت شد و در ماه دسامبر به اوج خود رسید.

همان‌طور که طلا در حال رسیدن به اوج‌های جدید بود، سهام‌های معدنی طلا، ۵۰ درصد از سقوط قبلی خود را جبران کردند. با این حال قیمت طلا اوج جدید خود را به ثبت رساند و روند نزولی‌اش را آغاز کرد. این واگرایی بین بازار طلا و سهام‌های معدنی طلا، خطراتی بود که نشان می‌داد احتمالاً قیمت طلا باز هم روند صعودی خود را از سر خواهد گرفت. اما قیمت طلا در اواسط دسامبر، سقوط شدیدی را تجربه کرد. سقوطی که منجر به سقوطی مشابه در بازار سهام‌های معدنی طلا شد. همانند سال ۱۹۸۶، این بار هم، بازار طلا نقش بازار پیشرو را بازی کرد. در اوجی که در سال ۱۹۸۷ رخ داد، سهام‌های معدنی طلا زودتر از بازار طلا روند نزولی خود را آغاز کرده‌اند. این مسئله به وضوح نشان می‌دهد که تحلیل یکی از این بازارها، بدون در نظر گرفتن دیگری، تحلیلی ناقص خواهد بود.

اتفاق سال ۱۹۸۹، نمونه‌ای از واگرایی روند دو بازار را نمایش می‌دهد. در حالی که طلا به روند نزولی خود ادامه می‌دهد، سهام‌های معدنی طلا در حال تکمیل الگویی برگشتی هستند. در سپتامبر ۱۹۸۹، شاخص سهام شرکت‌های معدنی طلا، سطح مقاومت خود را شکسته است. این اتفاق خطاری صحیح برای آغاز روند صعودی این شاخص به حساب می‌آید. زمان زیادی طول نکشیده که طلا نیز خط روند نزولی خود را شکسته و روندی صعودی را آغاز کرده است.

شکل ۹.۲

مقایسه قیمت طلا و شاخص سهام‌های معدنی طلا، از ۱۹۸۵ تا ژانویه ۱۹۹۰. در اوج سال ۱۹۸۷، سهام‌های معدنی طلا، در حالی حرکت نزولی خود را آغاز کرده‌اند که قیمت طلا همچنان روندی صعودی دارد. این واگرایی اختار بسیار مهمی به حساب می‌آید. در اواخر سال ۱۹۸۹، سهام‌های معدنی طلا، قبل از طلا، روندی صعودی به خود گرفته‌اند.

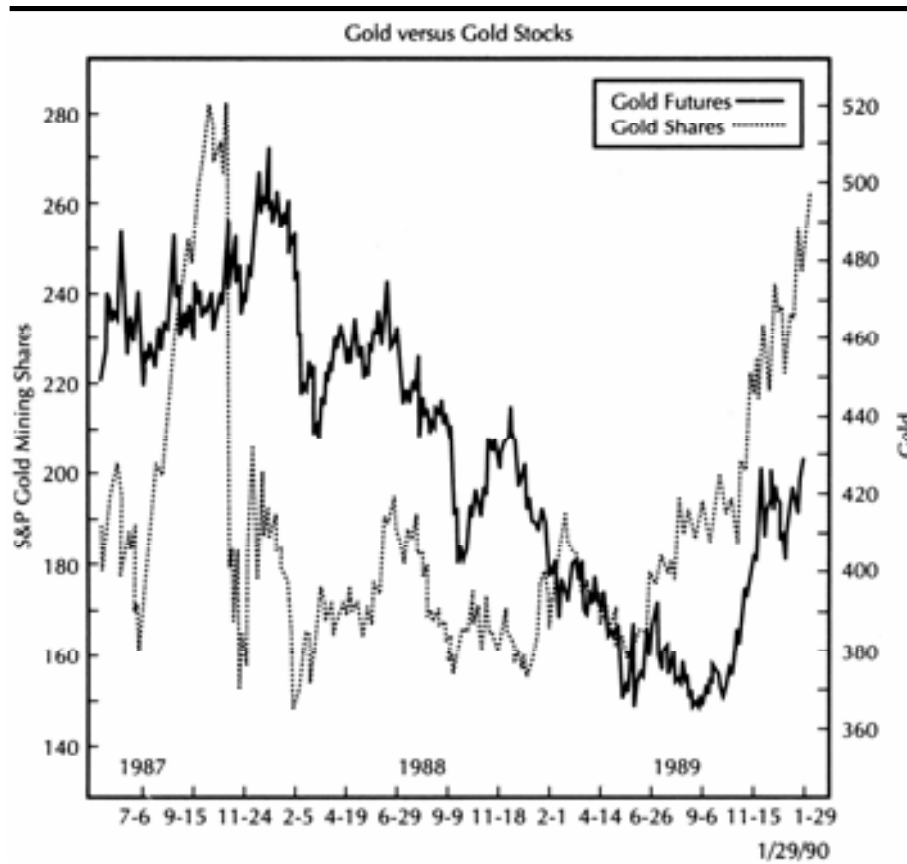


شکل ۹.۲ تغییرات قیمت طلا و سهام‌های معدنی طلا را در یک نمودار و در همان بازه ۵ ساله نمودار قبل نشان می‌دهد. این نمودار پیشرو بودن سهام‌های معدنی طلا را نسبت به طلا در اوج سال ۱۹۸۷ و کف سال ۱۹۸۹ نشان می‌دهد. شکل ۹.۳ امکان بررسی دقیق‌تر کف سال ۱۹۸۹ را فراهم کرده و نشان می‌دهد که گرچه بازار طلا الگوی برگشتی دو کف را در اکتبر تکمیل کرده‌اما سهام‌های معدنی طلا، قبل از آن، روند صعودی قدرتمندی را

آغاز کرده است (آخرین کف روند قیمت سهام‌های معدنی طلا در ژوئن ۱۹۸۹، یعنی چهار ماه زودتر رخ داده است). با این حال باید توجه کرد که حرکت قدرتمند سهام‌های معدنی طلا تا قبل از اینکه بازار طلا نیز الگوی دو کف خود را کامل نکرده، رخ نداده است. در واقع اتفاقاتی در اکتبر ۱۹۸۹ رخ داد که منجر به جهش قیمت‌های طلا و سهام‌های معدنی طلا شد. اتفاقاتی که هم‌زمان منجر به فروش‌هایی گسترده در بازار سهام شد.

شکل ۹.۳

نگاهی دقیق‌تر به رابطه قیمت طلا و سهام‌های معدنی طلا، از سال ۱۹۸۷ تا ۱۹۸۹. در سال ۱۹۸۹ سهام‌های معدنی طلا و بازار طلا، دچار واگرایی شده‌اند. این واگرایی پیش‌بینی صحیحی در مورد آغاز روند صعودی قیمت طلا در پائیز آینده ارائه کرده است.

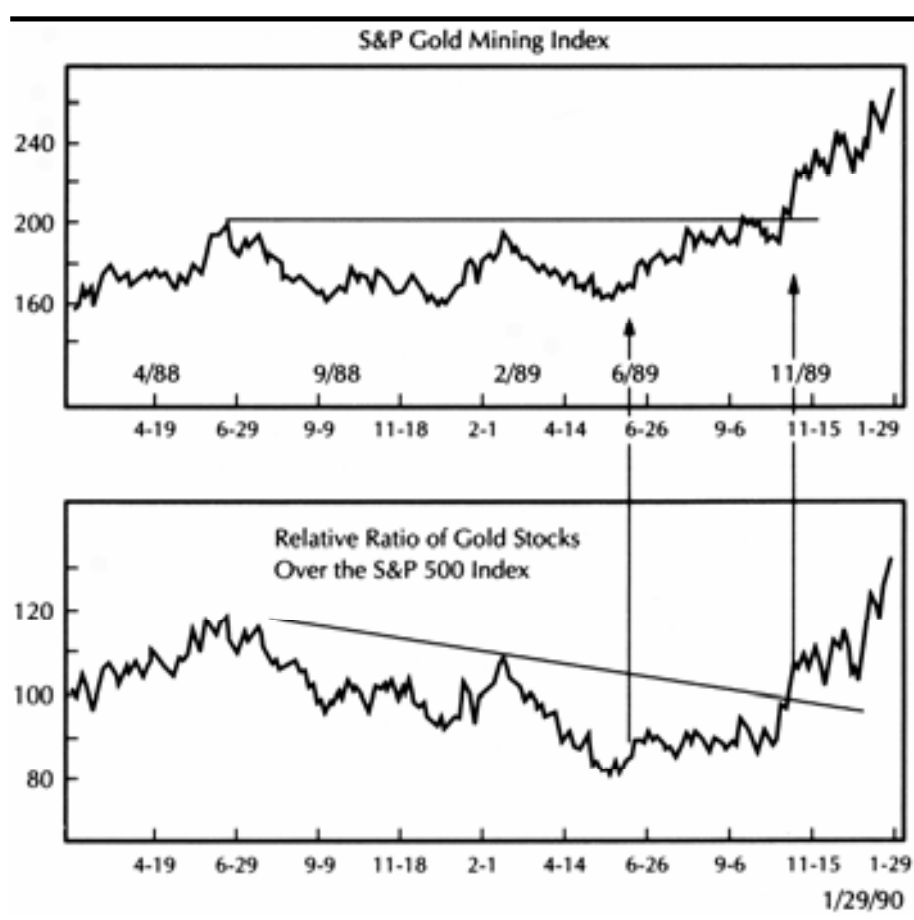


همان‌طور که اغلب شاهد آن هستیم، اتفاقات یک بخش بر بخش‌های دیگر اثر می‌گذارد. در روز جمعه ۱۳ اکتبر ۱۹۸۹، میانگین صنعت داو جونز تقریباً ۲۰۰ واحد سقوط کرد. در هفته‌های بعد سرمایه‌گذارانی که به شدت وحشت‌زده بودند، به عرضه‌های گسترده دست زدند. به این ترتیب جریان پول از بازار سهام خارج و به سمت بازار اوراق قرضه سرازیر شد. جایی که سهام‌داران امیدوار بودند احتمالاً با ثبات بیشتری روبه‌رو خواهند شد. البته بخش عظیمی از نقدینگی بازار سهام نیز به سمت بازارهای طلا و سهام‌های معدنی طلا سوق پیدا کرد. صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا محور (شرکت‌هایی که بیشترین بخش سرمایه خود را بر روی بازارهای طلا و سهام‌های شرکت‌های معدنی طلا سرمایه‌گذاری کرده بودند)، ورود حجم عظیمی از جریان سرمایه را تجربه کردند. شکل ۹.۴ شاخص سهام شرکت‌های معدنی طلای S&P (نمودار بالا) و نسبت شاخص سهام‌های معدنی طلا بر شاخص سهام S&P 500 (نمودار پایین) را نشان می‌دهد.

شکل ۹.۴ نشان می‌دهد که بر اساس رابطه قدرت نسبی، سهام‌های معدنی طلا از جون ۱۹۸۹ سود بیشتری را نسبت به شاخص S&P 500 نصیب سرمایه‌گذاران کرده‌اند. این در حالی است که سال قبل از این، شاخص S&P 500 کاراتر از سهام‌های معدنی طلا عمل کرده است. اما این کارایی تنها تا اواخر اکتبر و اوایل نوامبر به طول انجامیده و روند نزولی شدید این نسبت در این زمان شکسته شده است. از این زمان به بعد، سهام‌های معدنی طلا، طلوع جدیدی را در روند خود تجربه کرده‌اند. از پائیز ۱۹۸۹ تا ژانویه ۱۹۹۰، سهام‌های معدنی طلا، کاراتر از تمامی گروه‌های دیگر بازار عمل کرده‌اند. در این بین صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا بزرگترین برندگان سال ۱۹۸۹ بودند. همان‌طور که مشاهده می‌کنید در اینجا باز هم طلا، نقش خود را به عنوان بازاری مطمئن در زمان سقوط بازارهای مالی به اثبات رسانده است. شکل ۹.۵ نشان می‌دهد که اوجگیری قیمت سهام‌های معدنی طلا در اکتبر ۱۹۸۹، دقیقاً هم‌زمان با آغاز روند نزولی بازار سهام رخ داده است.

شکل ۹.۴

نمودار بالا از روندی یکنواخت برای شاخص S&L حکایت می‌کند. این روند در اواخر سال ۱۹۸۹ شکسته شده است و این شاخص روندی رو به رشد را آغاز کرده است. نمودار پایین نیز نسبت گروه سهام‌های معدنی طلا به شاخص S&P 500 را به تصویر کشیده است و نشان می‌دهد بازار طلا از تابستان ۱۹۸۹ به بعد سودده‌تر از میانگین بازار سهام عمل کرده است. سوددهی این گروه در نوامبر با جهشی خیره‌کننده همراه شده است.

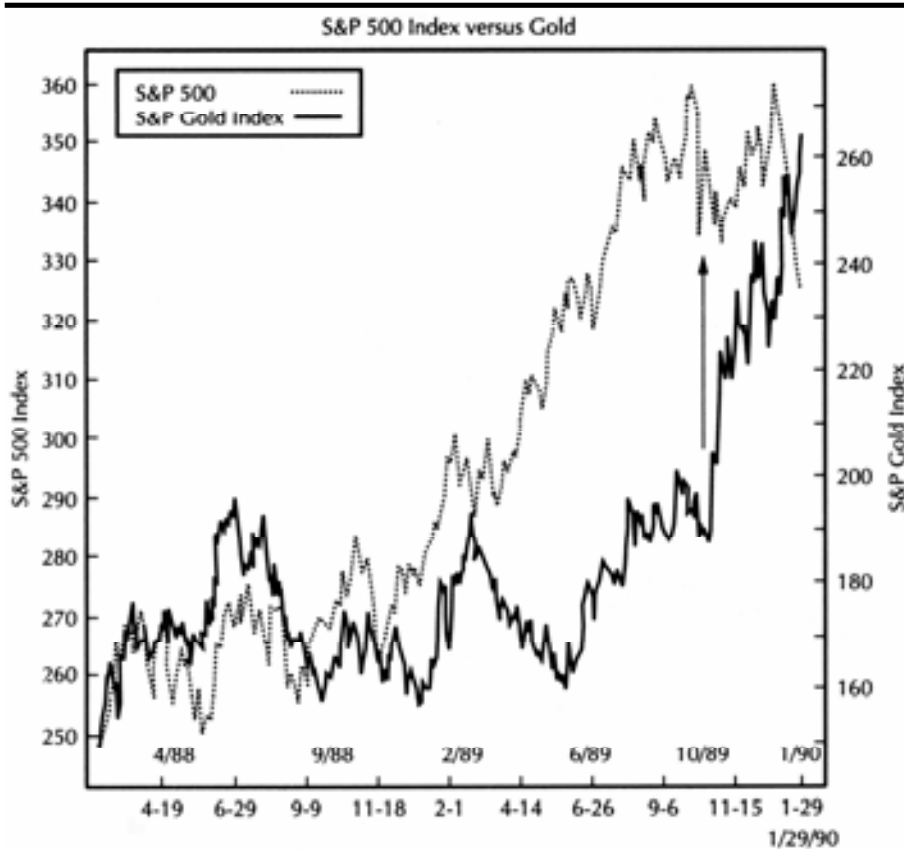


عامل بین بازاری دیگری که به روند قدرت گرفتن طلا کمک زیادی کرد، کاهش شدید ارزش دلار در سقوط نه چندان طولانی اکتبر ۱۹۸۹ است. در هفته اول اکتبر، بازار سهام با سقوط مواجه شد. دلار آمریکا نیز شکاف نزولی شدیدی را در روند نزولی خود تجربه کرد (شکل ۹.۶). تضعیف بازار سهام، فدرال رزرو را مجبور کرد، نرخ‌های بهره را برای

جلوگیری از سقوط بیشتر این بازار، کاهش دهد. کاهش نرخ‌های بهره (و انتظار اتخاذ سیاست‌های انبساطی بیشتر از فدرال رزرو) منجر به اوجگیری بازارهای اوراق قرضه شد و دلار را به سطوح پایین‌تری سوق داد (کاهش نرخ‌های بهره منجر به کاهش ارزش دلار می‌شود). کاهش ارزش دلار می‌شود، نیروی لازم برای اوجگیری قیمت طلا و سهام‌های معدنی طلا را فراهم کرد.

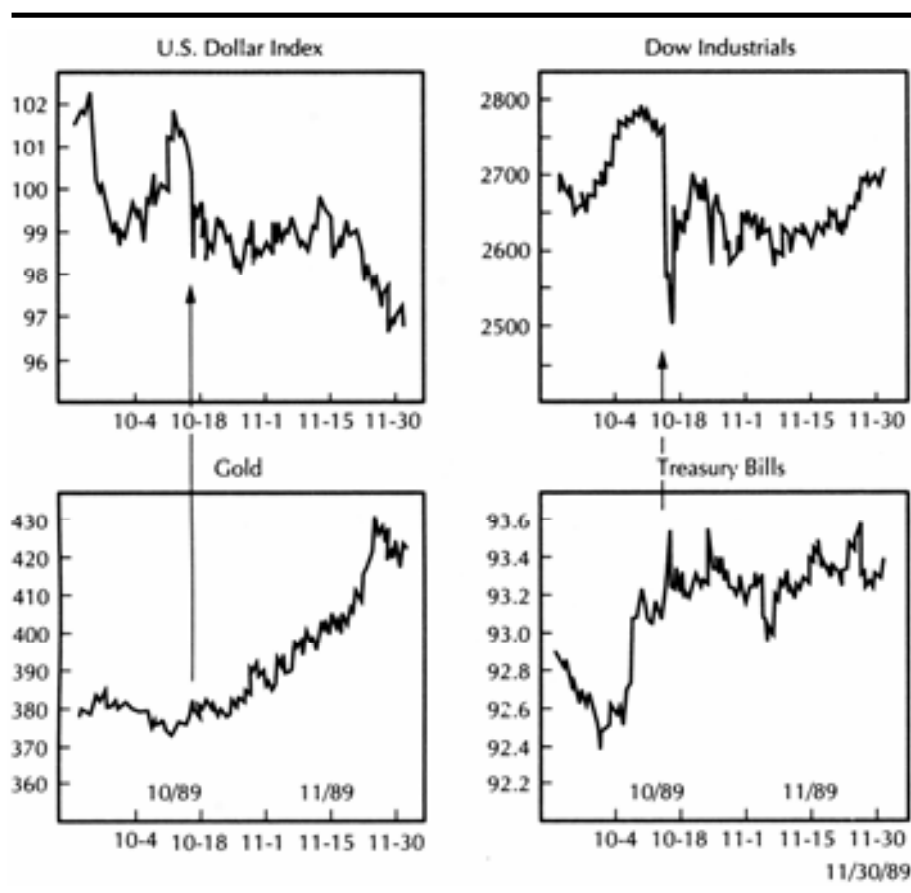
شکل ۹.۵

سهام‌های معدنی طلا در مقابل شاخص S&P 500. بازار سهام در اکتبر ۱۹۸۹ در حالی به اوج خود رسیده و روند نزولی خود را آغاز کرده‌است که قیمت‌های سهام‌های معدنی طلا به دلیل سرازیر شدن نقدینگی بازار به سمت این گروه با جهش خیره‌کننده‌ای مواجه شده‌اند. در شرایطی که بازار سهام دچار رکود شده‌است، بازار طلا و سهام‌های معدنی طلا پناهگاه امنی برای سرمایه‌گذاران به حساب می‌آید.



شکل ۹.۶

این چهار نمودار، امکان بررسی چهار بخش بازارهای مالی در پائیز ۱۹۸۹ را فراهم می‌کنند. بعد از سقوط نه چندان شدید شاخص صنعت داو (نمودار بالا سمت راست) در ۱۳ اکتبر ۱۹۸۹، اوراق قرضه کوتاه‌مدت (T-Bills) به سرعت اوج گرفته است. سطح پایین نرخ‌های بهره به سقوط دلار (نمودار بالا سمت چپ) کمک زیادی کرده است. سقوطی که سوخت لازم برای اوجگیری قیمت طلا را فراهم کرده است.



چرا سهام‌های معدنی طلا درخشان‌تر از طلا هستند؟

در سال ۱۹۸۷ قیمت طلا در حالی با افزایش ۴۰ درصدی مواجه شد که سهام‌های معدنی طلا رشدی ۲۰۰ درصدی را تجربه کردند. از پائیز سال ۱۹۸۹ تا ژانویه ۱۹۹۰ نیز سهام‌های معدنی طلا در حالی ۵۰ درصد رشد کردند که درصد افزایش قیمت طلا در این

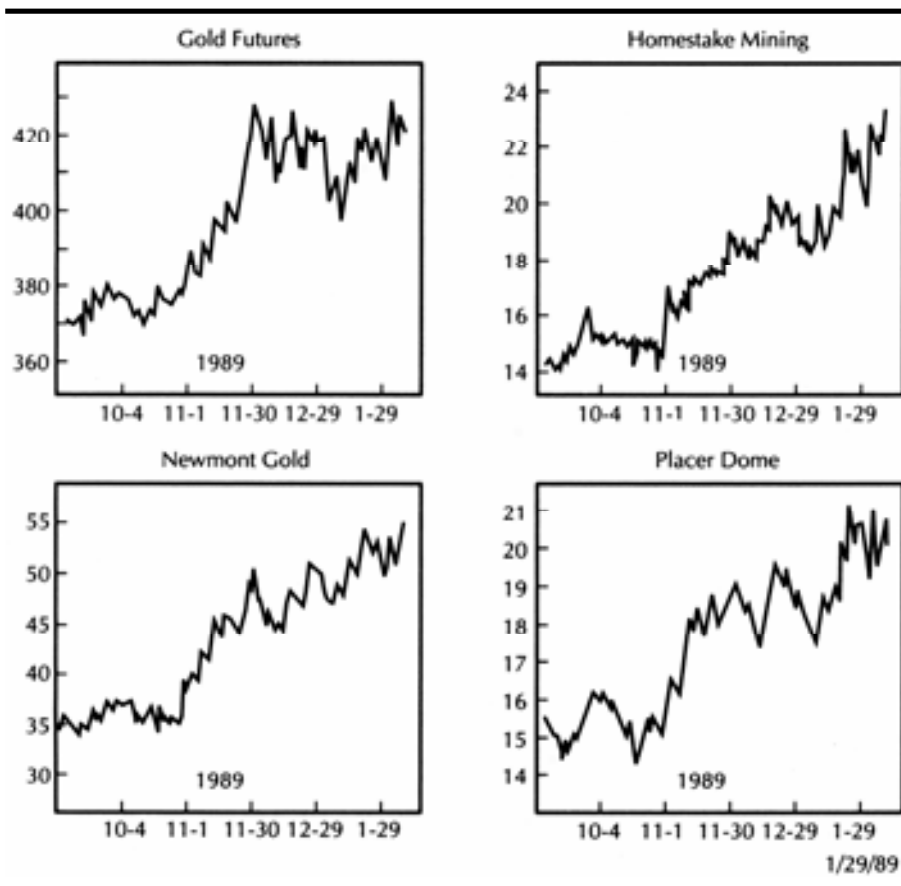
دوره تنها ۱۶ درصد بود. این دو مورد به این نکته اشاره دارد که سود شرکت‌های معدنی طلا با افزایش قیمت طلا، به طور فزاینده‌تری افزایش می‌یابد. اگر هزینه‌های یک شرکت، برای یک اونس طلا، ۲۰۰ دلار و قیمت طلا ۳۵۰ دلار باشد، سود شرکت مبلغی معادل ۱۵۰ دلار خواهد شد. حال اگر قیمت طلا به ۴۰۰ دلار افزایش پیدا کند، یعنی شاهد افزایش ۱۵ درصدی قیمت طلا باشیم $\left(\frac{50}{350}\right)$ ، سود شرکت معادل ۳۳ درصد افزایش خواهد یافت $\left(\frac{50}{150}\right)$. شکل ۹.۷ نشان‌دهنده سودآوری فزاینده سهام‌های معدنی طلا بر اثر افزایش قیمت طلا می‌باشد.

نفت در مقابل سهام شرکت‌های نفتی

گروه دیگری که در پایان سال ۱۹۸۹ عملکردی قوی از خود به نمایش گذاشت، گروه انرژی است. قیمت نفت در سه‌ماهه پایانی سال، به شدت افزایش یافت و موجب افزایش قیمت سهام شرکت‌های نفتی شد. افزایش قیمت نفت نه تنها به تقویت شرکت‌های داخلی و خارجی نفتی کمک کرد، بلکه قیمت سهام‌های شرکت‌های مرتبط با این صنعت همانند شرکت‌های تولیدکننده تجهیزات نفتی و شرکت‌های حفاری، را نیز افزایش داد. بحث ما در اینجا تنها به بررسی تأثیر قیمت آتی نفت خام بر شرکت‌های نفتی بین‌المللی محدود خواهد بود. فرض بنیادینی وجود دارد مبنی بر اینکه همواره ارتباطی بسیار قوی بین قیمت نفت و سهام شرکت‌های نفتی برقرار است. به عبارت دیگر تحلیل‌یکی از این بازارها می‌بایست هم‌زمان با تحلیل بازار دیگر صورت گیرد.

شکل ۹.۷

قیمت طلا در مقابل قیمت سهام سه شرکت معدنی طلا. سهام‌های معدنی طلا در صعود سال ۱۹۹۰ پیشروتر از بازار طلا عمل کرده‌اند.

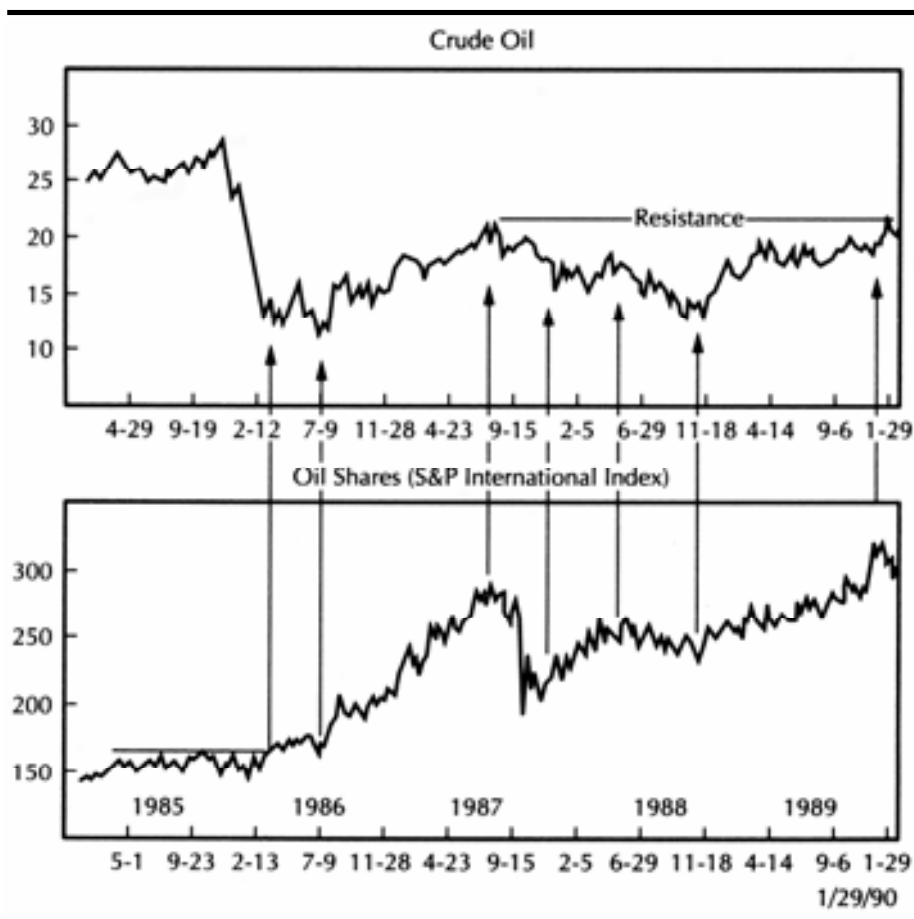


شکل‌های ۹.۸ و ۹.۹ قیمت نفت خام را با شاخص سهام شرکت‌های نفتی بین‌المللی از سال ۱۹۸۵ تا اوایل سال ۱۹۹۰ مقایسه می‌کنند. همان‌طور که مشاهده می‌کنید در این دوره پنج‌ساله، سهام شرکت‌های نفتی بسیار قدرتمندتر از قیمت نفت عمل کرده‌اند. نمودارها نشان می‌دهند که نقاط چرخش روند قیمت نفت، مهم‌ترین تأثیر را بر تغییرات قیمت سهام شرکت‌های نفتی داشته است. پیکان‌های شکل ۹.۸ نشان می‌دهند که نقطه برگشت قیمت نفت، دقیقاً با نقطه برگشت مشابهی در قیمت سهام‌های نفتی هم‌زمان شده است.

کف‌های مهم قیمت سهام‌های نفتی سال‌های ۱۹۸۶، اواخر ۱۹۸۷، ۱۹۸۸ و ۱۹۸۹ همزمان با اوجگیری قیمت نفت رخ داده است. اوج سهام‌های نفتی نیز در سال ۱۹۸۷ و اوایل سال ۱۹۸۸ با آغاز روند نزولی قیمت نفت هم‌زمان شده است.

شکل ۹.۸

مقایسه قیمت آتی نفت و شرکت‌های نفتی بین‌المللی، از سال ۱۹۸۵ تا اوایل سال ۱۹۹۰. گرچه سهام‌های شرکت‌های نفتی کاراتر از بازار نفت عمل کرده‌اند اما نقاط برگشت بازار نفت، تأثیر بسیار زیادی بر نقاط برگشت مشابه سهام شرکت‌های نفتی داشته است.



شکل ۹.۹

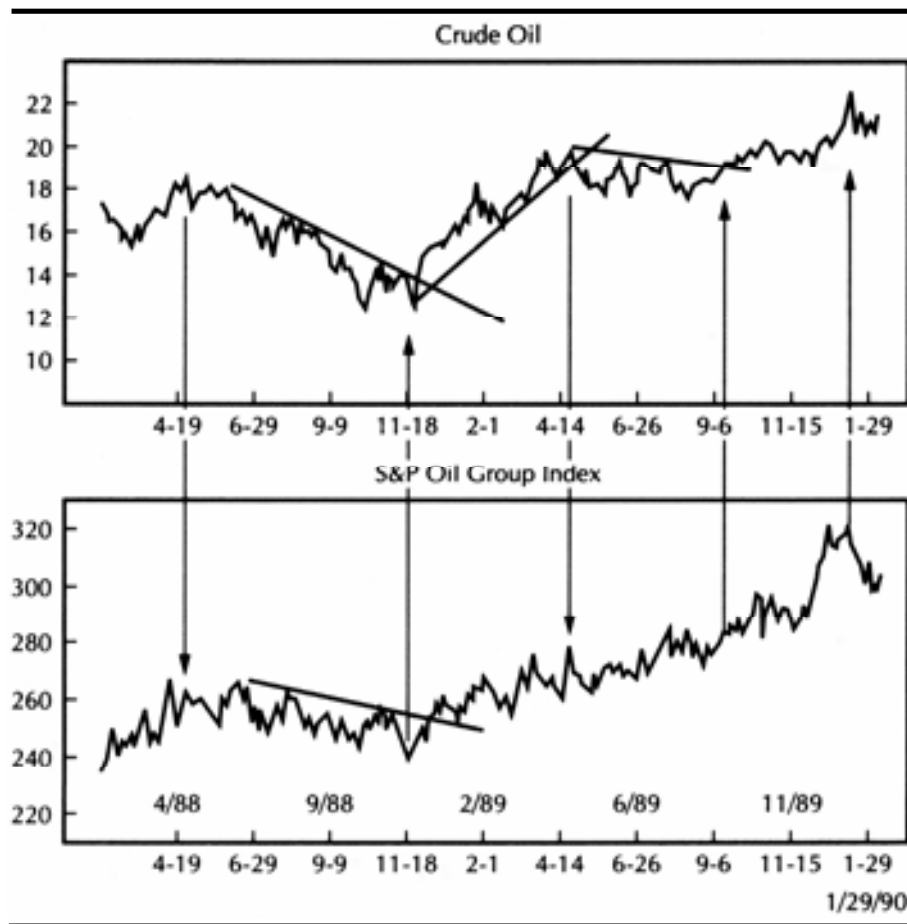
نگاهی دیگر به قیمت آتی نفت خام و سهام شرکت‌های نفتی بین‌المللی. همبستگی قوی مثبت هر دو شاخص کاملاً مشهود است. با توجه به این همبستگی، بررسی هم‌زمان هر دو شاخص کاملاً منطقی به نظر می‌رسد.



نکته مهم دیگری که در شکل ۹.۸ قابل بررسی است، تلاش قیمت نفت برای عبور از خط مقاومت ۲۳ دلاری آغاز سال ۱۹۹۰ است. عدم توانایی قیمت نفت برای عبور از این سطح، منجر به سقوط سهام‌های نفتی شده است. در شکل ۹.۹ نموداری برای مقایسه هم‌زمان هر دو بازار در یک دوره پنج‌ساله آورده شده است. همبستگی مثبت قوی این دو نمودار کاملاً مشهود است.

شکل ۹.۱۰

مقایسه قیمت نفت و سهام شرکت‌های نفتی بین‌المللی طی سال‌های ۱۹۸۸ و ۱۹۸۹. شکسته شدن خط روند نزولی قیمت نفت خام، هم‌زمان با آغاز روند صعودی قیمت سهام شرکت‌های نفتی است.



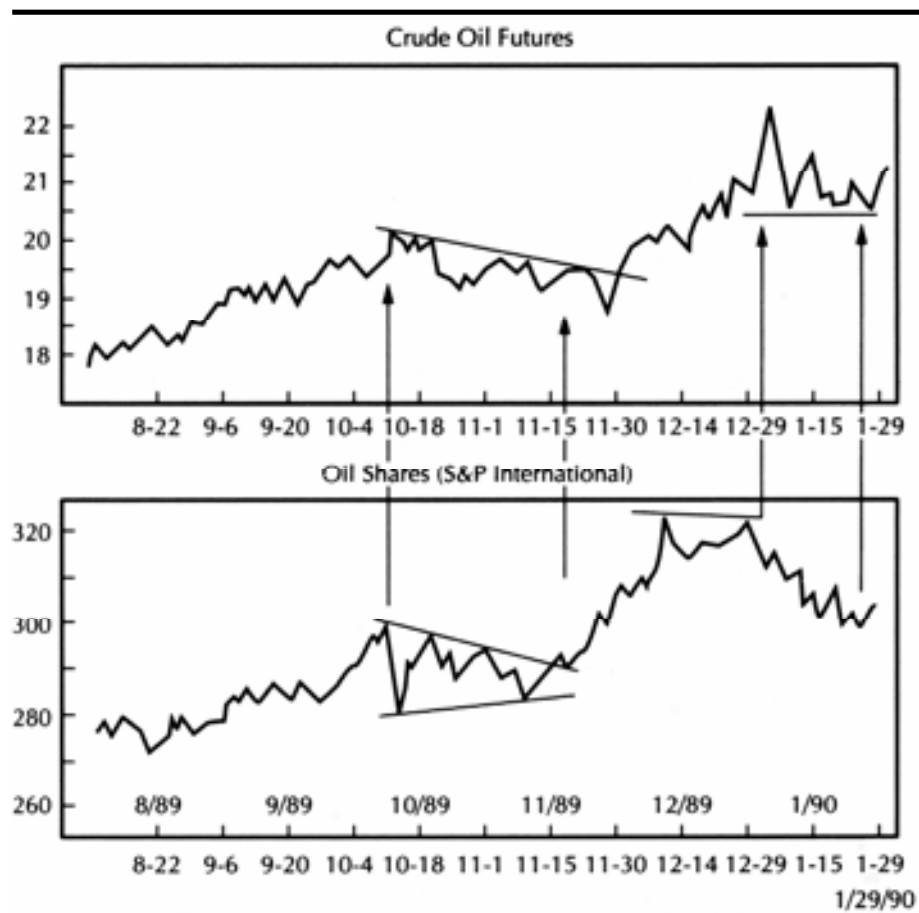
شکل ۹.۱۰ امکان بررسی دقیق‌تر بازارهای نفت و سهام شرکت‌های نفتی را در سال‌های ۱۹۸۸ و ۱۹۸۹ فراهم می‌کند. با اینکه تغییرات هر دو نمودار دقیقاً مشابه نیست اما تأثیر نقاط چرخش قیمت نفت بر چرخش‌های سهام شرکت‌های نفتی انکارناپذیر است. شکسته شدن خط روند نزولی نفت خام در اواخر سال ۱۹۸۸ و پائیز ۱۹۸۹، بر آغاز روند صعودی ارزش سهام شرکت‌های نفتی تأثیر زیادی داشته است. شکل ۹.۱۱ نیز امکان نگاهی دقیق‌تر به

اتفاقات نیمه دوم سال ۱۹۸۹ و ژانویه ۱۹۹۰ را فراهم می کند. همان طور که مشاهده می کنید، سهام شرکت های نفتی تمایل دارند زودتر از تغییرات قیمت نفت خام تغییر جهت دهند. در واقع، در این دوره، سهام های شرکت های نفتی، پیشروتر از قیمت نفت عمل کرده اند. در نوامبر ۱۹۸۹، سهام های نفتی، الگوی «مثلث متقارن افزایشی» را ایجاد کرده اند. تکمیل این الگو، اختطاری مبنی بر رونق این بازار به حساب می آید. چند هفته بعد سیگنال مشابهی در بازار نفت خام صادر شده است. در اواخر دسامبر، الگوی «دو اوج» در حالی در نمودار سهام های نفتی ظاهر شده است که نفت خام روند صعودی شدیدی را در پیش گرفته است. تکمیل الگوی «دو اوج» به این معنی است که احتمالاً به زودی شاهد آغاز روند نزولی قیمت نفت خواهیم بود.

همان طور که به اواخر ژانویه ۱۹۹۰ نزدیک می شویم، هر دو بازار از تلاش مشترکی برای از سرگیری روند صعودی جدید حکایت دارند. شکل ۹.۱۲ به مقایسه قیمت نفت و قیمت شرکت های نفتی تگزاکو ۱، اکسون ۲ و موبیل ۳ پرداخته است. تشکیل الگوی «دو اوج» زود هنگامی، در نمودارهای دو شرکت اکسون و موبیل دیده می شود. در اواخر دسامبر، اوج قیمت سهام شرکت تگزاکو تقریباً هم زمان با اوج مشابهی در بازار نفت رخ داده است. در اواخر ژانویه، نفت خام تلاش خود را برای افزایش قیمت آغاز کرده است. هر سه شرکت نفتی مذکور نیز تحت تأثیر این افزایش، روند صعودی خود را آغاز کرده اند. با این حال باید توجه کرد که صعود قیمت سهام شرکت های فوق با تأخیری اندک همراه بوده است.

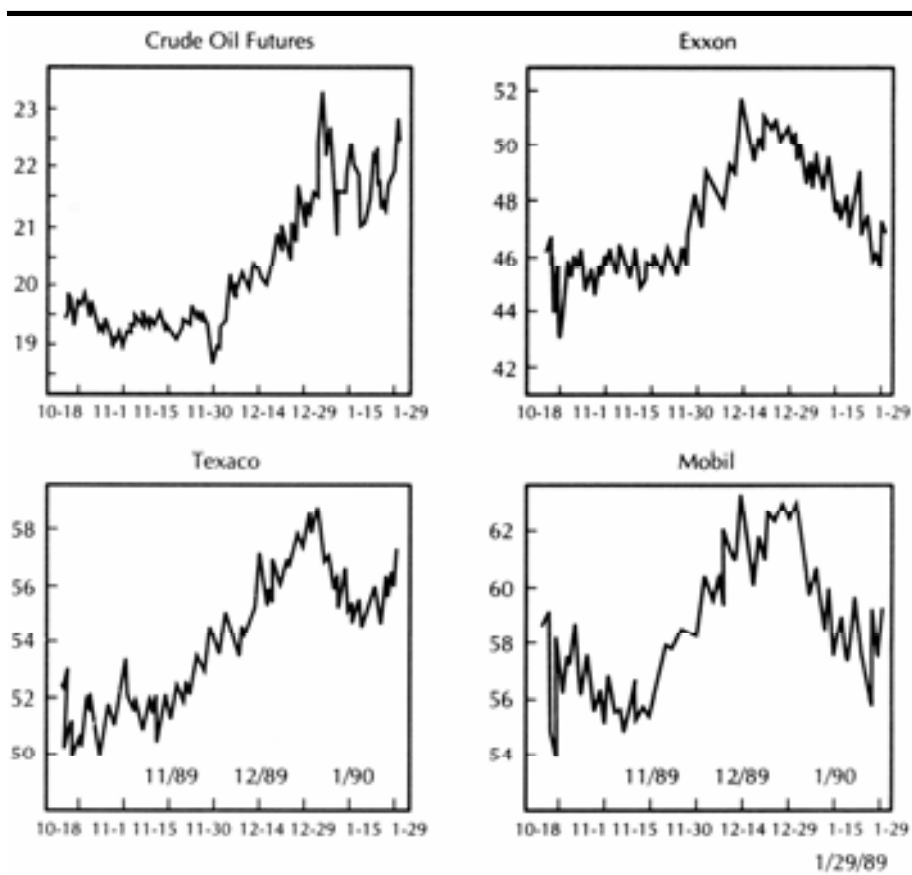
شکل ۹.۱۱

در نوامبر ۱۹۸۹، شکسته شدن خط روند نزولی قیمت سهام شرکت‌های نفتی دو هفته زودتر از شکسته شدن روندی مشابه در قیمت نفت رخ داد. در حالی که قیمت نفت خام به روند صعودی خود در دسامبر ۱۹۸۹ ادامه می‌دهد، سهام شرکت‌های نفتی با تشکیل الگوی «دو اوج» اختار تغییر جهت قیمت نفت را صادر کرده‌اند.



شکل ۹.۱۲

قیمت آتی نفت خام در مقابل سهام سه شرکت بین‌المللی نفتی، در سه ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ و اوایل سال ۱۹۹۰. روند حرکت قیمت سهام تگزاکو شباهت بسیار زیادی به قیمت نفت خام دارد. اکسون و موبیل قبل از نفت خام چرخش نزولی خود را آغاز کرده‌اند اما در اوایل سال ۱۹۹۰ تحت تأثیر رشد قیمت نفت قرار گرفته‌اند.



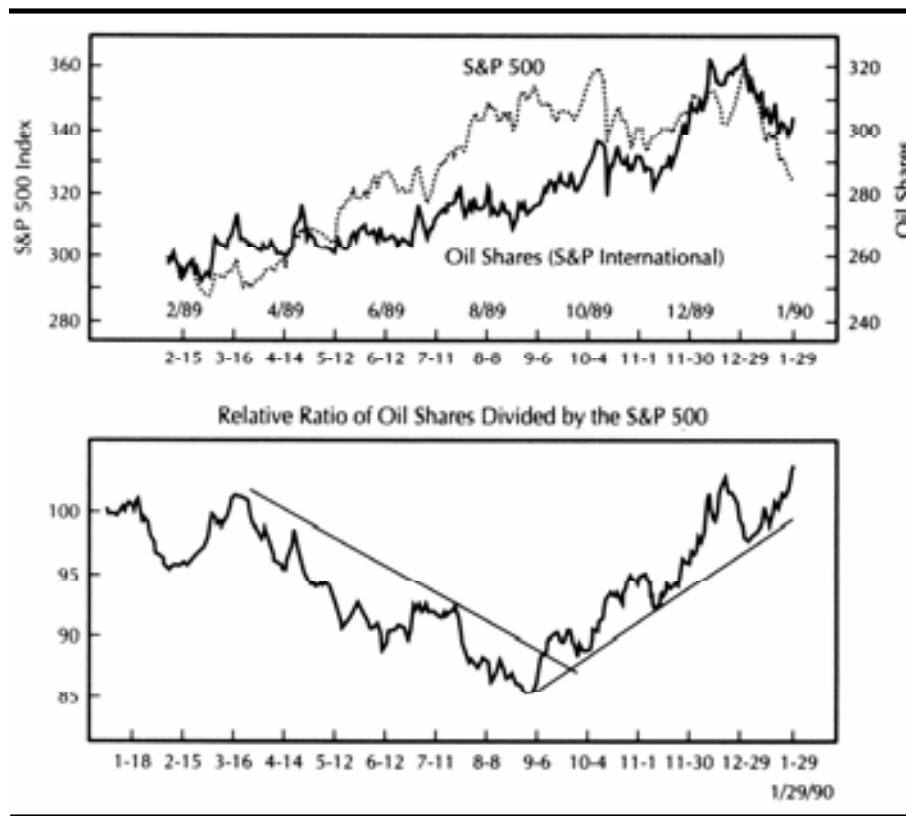
بعدی دیگر در تحلیل واگرایی

آنچه تاکنون از نمودارها دریافتیم این است که تحلیل تکنیکی قیمت نفت خام می‌تواند دورنمای روند قیمت سهام‌های مرتبط با این صنعت را روشن کند. اما تحلیل هم‌زمان قیمت سهام‌های نفتی و بازار نفت، بیشتر به تحلیل خود بازار نفت کمک می‌کند. وقتی با استفاده از اصول همگرایی (تأیید) و واگرایی (عدم تأیید) به تحلیل گروه‌های مرتبط به نفت و طلا و مقایسه آن با بازارهای کالای مرتبط به آنها می‌پردازیم، باید توجه کنیم که استفاده از این اصول در این مقایسه‌ها، اندکی با مقایسه‌های قبل متفاوت است. در واقع این مقایسه‌ها در بُعدی جدید انجام می‌شود. بعدی جدید به این معنی که تحلیلگر هیچ گاه مطمئن نیست کدام بازار نقش بازار پیشرو را بر عهده دارد. در واقع با اطمینان نمی‌توان گفت، کدام بازار می‌تواند اطلاعاتی حیاتی در مورد بازار دیگر در اختیار ما قرار دهد. تنها راه دستیابی به این اطلاعات، تحلیل هم‌زمان هر دو بازار است.

شکل ۹.۱۳ به مقایسه سهام شرکت‌های نفتی بین‌المللی با شاخص S&P 500 در سال ۱۹۸۹ پرداخته است. نمودار بالا تغییرات دو شاخص سهام‌های نفتی S&P و S&P 500 را در یک نمودار به تصویر کشیده است. نمودار پایین نیز نسبت سهام‌های نفتی بر مقدار شاخص S&P 500 را نشان می‌دهد. همان‌طور که نمودار پایین نشان می‌دهد سهام‌های نفتی در سه ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ و اولین ماه سال ۱۹۹۰ بسیار کاراتر از بخش وسیعی از بازار سهام عمل کرده‌اند. به‌وضوح بهترین مکان برای سرمایه‌گذاری در این زمان، سهام‌های شرکت‌های نفتی (و البته سهام‌های شرکت‌های معدنی فلزات گران‌بها) است و نه گروه سهام‌های حساس به نرخ بهره.

شکل ۹.۱۳

نمودار بالا امکان مقایسه سهام شرکت‌های نفتی بین‌المللی را با شاخص سهام S&P 500 از ژانویه ۱۹۸۹ تا ژانویه ۱۹۹۰ فراهم کرده است. نمودار پایین نیز قدرت نسبی سهام‌های شرکت‌های نفتی بر شاخص S&P 500 می‌باشد. شاخص نفت S&P طی دوره سپتامبر ۱۹۸۹ تا ژانویه ۱۹۹۰ کاراتر از میانگین بازار عمل کرده است.



سهام‌های حساس به نرخ بهره

روزنامه اینوستورز دیلی^۱ در ۳۱ ژانویه ۱۹۹۰، ۱۹۷ گروه صنعتی را طی دوره شش‌ماهه منتهی به تاریخ مذکور رتبه‌بندی کرد. مسئله جالب نتیجه این رتبه‌بندی این بود که شش گروه صدرنشین، مربوط به سهام‌های مرتبط با بازارهای کالا می‌شدند. این گروه‌ها عبارت

1- Investor's Daily

بودند از معادن طلا (۱)، صنایع تصفیه شکر (۲)، معادن نقره (۳)، شرکت‌های خدماتی نفت و گاز (۴)، شرکت‌های حفاری نفت و گاز (۵) و شرکت‌های بین‌المللی نفت و گاز (۶). چهار گروه نفتی دیگر نیز در ۲۰ رتبه اول قرار داشتند. این رتبه‌بندی بر اساس قدرت نسبی و در بازه ۵ ماهه آخر سال ۱۹۸۹ و ماه اول سال ۱۹۹۰ انجام شده بود. با اختلافی آشکار، سهام گروه‌های بانکی و مؤسسات مالی و وام‌دهنده در این رتبه‌بندی در آخر قرار داشتند. بانک‌های تجاری بزرگ رتبه ۱۹۳ را از ۱۹۷ رتبه ممکن کسب کرده بودند. صندوق‌های پس‌انداز و وام نیز با اینکه اندکی بهتر از بانک‌های تجاری عمل کرده بودند ولی نتوانستند رتبه‌ای بهتر از ۱۴۷ به دست بیاورند. در واقع در حالیکه بیشتر سهام‌های مرتبط با بازارهای کالا در ۱۰ درصد شرکت‌های بالای این رتبه‌بندی قرار داشتند، سهام بیشتر بانک‌ها در ۲۵ درصد پایینی این لیست جای گرفته بودند.

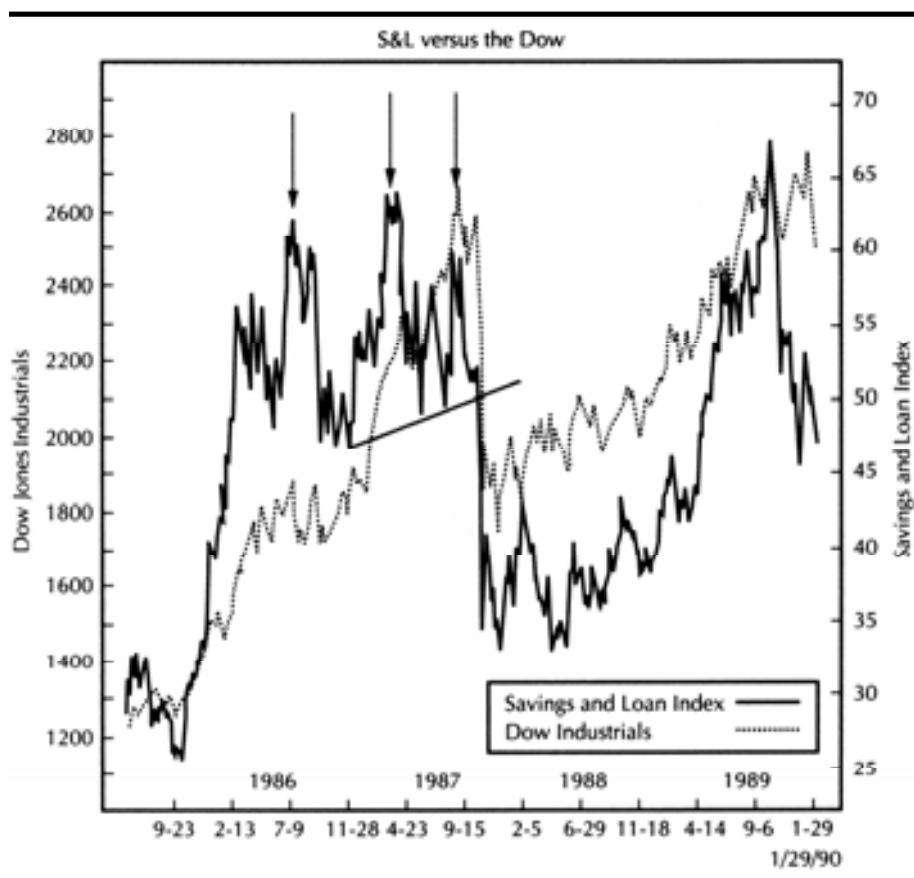
البته گروه‌های مرتبط با بازار کالا در سراسر سال ۱۹۸۹، این برتری مطلق را نداشتند. در اوایل این سال، سهام‌های شرکت‌های مالی در حالی کاراتر از دیگر گروه‌های بازار عمل کرده بودند که سهام شرکت‌های نفتی و معدنی طلا، در رکود به سر می‌بردند. اتفاقی که منجر به تغییر شرایط در اواخر سال ۱۹۸۹ شد، افزایش فشارهای تورمی و افزایش شدید نرخ‌های بهره بود. سقوط دلار و بازار سهام بر اثر این فشارها در پائیز ۱۹۸۹ و ترس از افزایش شدید قیمت سوخت منجر به جابه‌جایی سهام شرکت‌های نفتی و معدنی طلا با سهام شرکت‌های مالی شد. در واقع همان عواملی که باعث اوجگیری سهام شرکت‌های نفتی و معدنی شد، آسیبی جدی به سهام‌های حساس به نرخ بهره نظیر شرکت‌های وام‌دهنده و بانک‌های تجاری بزرگ وارد کرد. سقوط شدید سهام‌های حساس به نرخ بهره که از اکتبر ۱۹۸۹ شروع شد، خطاری زود هنگام برای سقوط بخش عظیمی از بازار را نیز صادر کرد.

سهام صندوق‌های پس‌انداز و وام در مقابل شاخص داو

شکل ۹.۱۴ امکان مقایسه شاخص گروه صندوق‌های پس‌انداز و وام (شاخص S&L) را با میانگین صنعت داو جونز از سال ۱۹۸۵ تا اوایل سال ۱۹۹۰ فراهم کرده است. همان‌طور که مشاهده می‌کنید این شاخص در رسیدن به اوج و آغاز روند نزولی در نیمه دوم سال ۱۹۸۷ و سه ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ کاملاً پیشروتر از شاخص داو عمل کرده است. شاخص S&L طی سال‌های ۱۹۸۶ و ۱۹۸۷ الگوی «سر و شانه» مهمی را تکمیل کرده است. در حالیکه بازار سهام در تابستان ۱۹۸۷ برای رسیدن به سطحی جدید، روند صعودی پر قدرتی را در پیش گرفته بود، شاخص S&L شانه راست این الگو را تکمیل کرده است. با تکمیل این الگو باید در انتظار آغاز روندی نزولی برای این شاخص باشیم. به این ترتیب واگرایی بین این شاخص و شاخص S&P 500 ایجاد شده است. این واگرایی اخطار بسیار مهمی برای پایان روند صعودی بازار سهام به حساب می‌آید. در سمت راست شکل ۹.۱۴ نیز سقوط شدید شاخص S&L در سه ماهه سال ۱۹۸۹ اخطار دیگری مبنی بر تضعیف احتمالی بازار سهام صادر کرده است. شکل ۹.۱۵ امکان بررسی دقیق‌تر اوج سال ۱۹۸۹ را فراهم می‌کند. همان‌طور که مشاهده می‌کنید در اکتبر ۱۹۸۹ در حالیکه میانگین صنعت داو جونز برای گذشتن از اوج قبلی خود در اکتبر تلاش می‌کند، شاخص S&L و دیگر سهام‌های حساس به نرخ بهره به سقوط شدید خود ادامه داده‌اند. این مسئله می‌تواند اخطاری مبنی بر چرخش بازار سهام و آغاز دوران رکود این بازار تلقی شود.

شکل ۹.۱۴

شاخص S&L در مقابل شاخص صنعت داو از سال ۱۹۸۵ تا پایان سال ۱۹۸۹. شاخص S&L در سال ۱۹۸۷ و پائیز ۱۹۸۹ قبل از شاخص داو چرخش نزولی خود را تجربه کرده است. این شاخص در آگوست ۱۹۸۷ الگوی «سرو شانه» را تکمیل کرده است. در این زمان، بازار سهام نیز به اوج خود رسیده و روند نزولی شدیدی را آغاز کرده است. همان‌طور که مشاهده می‌کنید، سهام‌های حساس به نرخ بهره، معمولاً قبل از شاخص داو (میانگین کل بازار) به اوج‌های جدید خود می‌رسند.



شکل ۹.۱۵

سهام‌های S&L در اکتبر ۱۹۸۹، هم‌زمان با شاخص داو به اوج خود رسیدند، هرچند که روند صعودی شاخص داو با تأیید شاخص سهام‌های S&L مواجه نشده است. واگرایی منفی این دو شاخص، اختطاری رکودی برای بازار سهام به حساب می‌آید.



سهام صندوق‌های پس‌انداز و وام، در مقابل قیمت اوراق قرضه

شکل ۹.۱۶ به مقایسه شاخص S&L و اوراق قرضه خزانه پرداخته است. پیکان‌های رسم شده در این شکل، نقاط چرخش شاخص S&L را به نقاط متناظر اوراق قرضه مرتبط کرده است. توجه کنید که حرکت قیمت اوراق قرضه تأثیر بسیار زیادی بر تغییرات شاخص S&L دارد. شاخص S&L طی سال‌های ۱۹۸۶ و ۱۹۸۷، تحت تأثیر دو نیروی متضاد قرار

داشت. افزایش قیمت سهام، فشاری افزایشی و سقوط قیمت اوراق قرضه فشاری کاهشی را بر این گروه وارد می‌کرد. در طول این زمان، در حالی که شاخص S&L نیز شانه راست الگوی سر و شانه را با اوج تابستان سال ۱۹۸۷ تکمیل کرده، اوراق قرضه همچنان به سقوط خود ادامه داده‌است. بنابراین می‌توان گفت، رکود بازار اوراق قرضه (و افزایش هم‌زمان نرخ‌های بهره) قبل از اینکه بر کل بازار سهام اثر گذارد بر سهام‌های حساس به نرخ بهره اثر می‌گذارد. به این ترتیب می‌توان گفت بازار اوراق قرضه شاخصی پیشرو برای سهام‌های حساس به نرخ بهره به حساب می‌آید. به علاوه شاخص این گروه، خود نقش شاخصی پیشرو را برای بازار سهام بازی می‌کند.

شکل ۹.۱۶ روند صعودی بازار اوراق قرضه را در سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ و تشکیل الگوی دو اوج در روند حرکتی این شاخص را نشان می‌دهد. شکست روند صعودی اوراق قرضه و متعاقباً افزایش نرخ‌های بهره، منجر به سقوط شدید بازار سهام شده‌است. هرچند که در این مورد، سقوط اصلی، پس از سقوط سهام‌های حساس به نرخ بهره، رخ داده‌است.

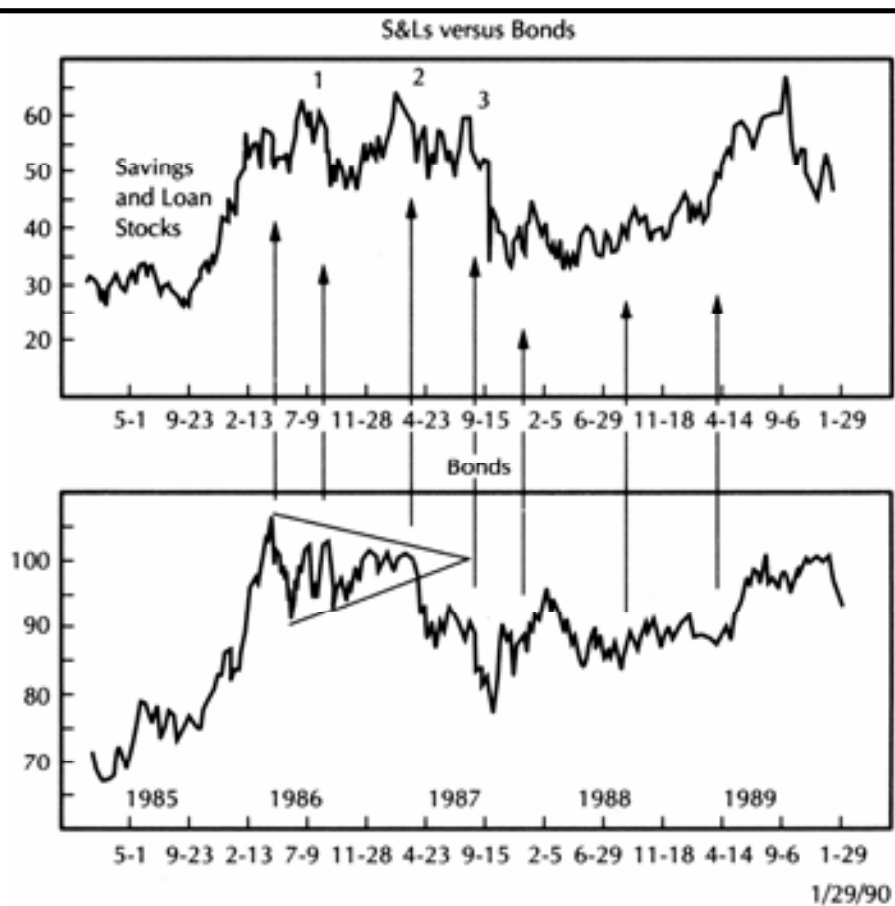
سهام شرکت‌های وام‌دهنده در مقابل شاخص CRB

اگر بازار اوراق قرضه و سهام‌های حساس به نرخ بهره، روندی هم‌جهت را دنبال کنند، شاخص CRB باید در جهت عکس این دو بازار حرکت کند. شکل ۹.۱۷ به مقایسه شاخص S&L و شاخص CRB می‌پردازد. افزایش شاخص CRB، باید رکود شاخص S&L، و سقوط CRB، باید رونق S&L را در پی داشته باشد و این همان چیزی است که شکل ۹.۱۷ نشان می‌دهد. شکل ۹.۱۷ نشان می‌دهد که شاخص CRB طی سال‌های ۱۹۸۶ و ۱۹۸۷، الگوی برگشتی «سر و شانه» معکوس را تکمیل کرده‌است. این در حالی است که شاخص S&L نیز طی همین مدت الگوی برگشتی «سر و شانه» را تکمیل کرده‌است. با این حال این دو الگو دقیقاً هم‌زمان تشکیل نشده‌اند. «شانه چپ» شاخص S&L در سال ۱۹۸۶، هم‌زمان با تشکیل بخش میانی (سر) الگوی سر و شانه شاخص CRB، ایجاد شده‌است.

بخش سوم (شانه راست) الگوی شاخص CRB نیز در بهار ۱۹۸۷، هم‌زمان با بخش میانی الگوی شاخص S&L تشکیل شده است. «شانه‌ی راست» الگوی شاخص S&L نیز در آگوست ۱۹۸۷ تکمیل شده است. در این زمان مدتی از تکمیل الگوی شاخص CRB گذشته است. توجه کنید که همچنان شاخص S&L به طور هم‌زمان تحت تأثیر ضعف اوراق قرضه و قدرت شاخص CRB قرار دارد.

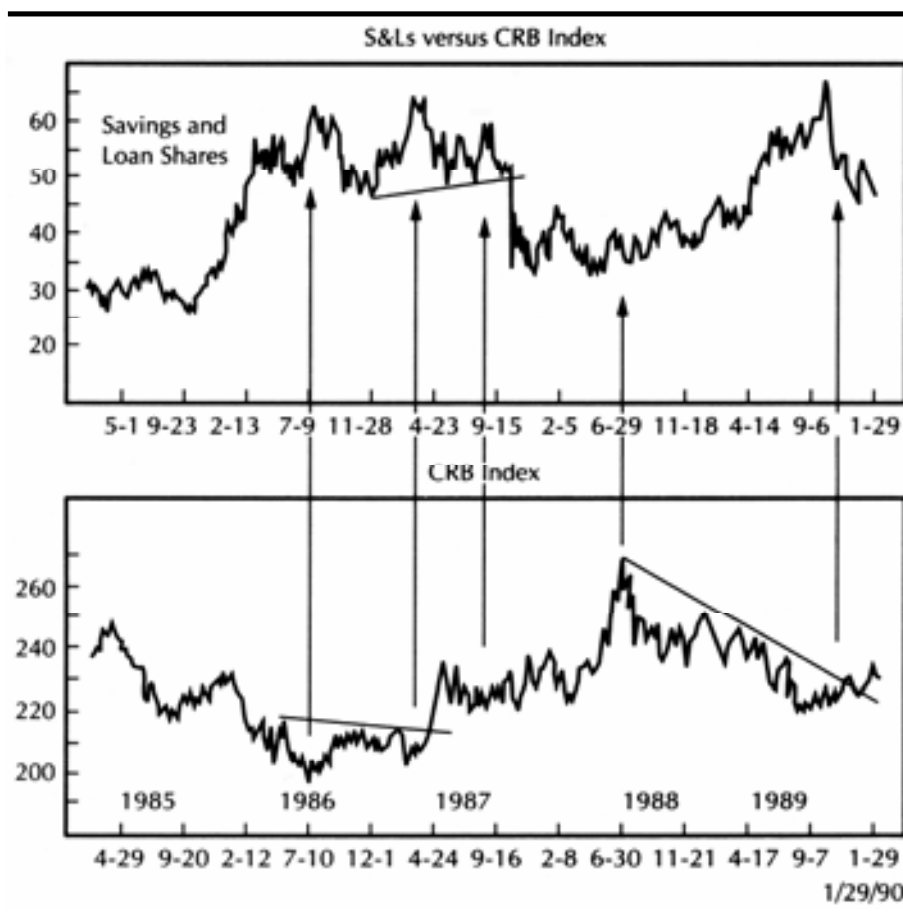
شکل ۹.۱۶

شاخص سهام‌های S&L همبستگی بسیار زیادی با قیمت اوراق قرضه دارد. فشار کاهشی زیادی که در سال ۱۹۸۷ بر اوراق قرضه وارد شده است سهام‌های S&L را نیز تحت تأثیر قرار داده و موجب آغاز روند نزولی این سهام‌ها شده است. در پائیز ۱۹۸۷، روند صعودی اوراق قرضه با سقوط شاخص S&L با شکست مواجه شده است.



شکل ۹.۱۷

همبستگی منفی شدید شاخص S&L با شاخص CRB طی سال‌های ۱۹۸۵ تا ۱۹۹۰ کاملاً مشهود است. اوج سال ۱۹۸۷ شاخص S&L با کف شاخص CRB در یک زمان رخ داده‌اند. در میانه سال ۱۹۸۸ آغاز روند نزولی شاخص CRB کمک زیادی به صعود شاخص S&L کرده است. اوج شاخص S&L در پائیز ۱۹۸۹ نیز هم‌زمان با شکسته شدن روند نزولی شاخص CRB رخ داده است.



شرکت‌های S&L از تابستان ۱۹۸۷ تا تابستان ۱۹۸۸، همچنان تحت فشار باقی مانده‌اند. طی همین مدت، شاخص CRB به روند صعودی خود ادامه داده است. در تابستان ۱۹۸۸، شاخص CRB به اوج خود رسیده و روند نزولی یک ساله خود را آغاز کرده است. در

همین سال شرکت‌های S&L نیز به شدت سقوط کرده‌اند. در پائیز ۱۹۸۹، به نظر می‌رسد که اوج شاخص S&L با شکسته شدن روند نزولی یک‌ساله شاخص CRB هم‌زمان شده است. از آنجایی که تغییرات بازار اوراق قرضه و شاخص S&L به شدت به هم مرتبط‌اند و از طرفی اوراق قرضه و شاخص CRB معمولاً برخلاف هم حرکت می‌کنند، ارتباط معکوس شاخص S&L و شاخص CRB نباید تعجب برانگیز باشد.

بانک‌های تجاری بزرگ در مقابل شاخص ترکیبی بازار سهام نیویورک^۱

گروه دیگری که از افزایش نرخ‌های بهره در دهه ۱۹۸۰ آسیب دیدند، گروه بانک‌های تجاری بزرگ بودند. شکل ۹.۱۸ برای مقایسه شاخص گروه بانک‌های تجاری بزرگ S&P 500 و شاخص ترکیبی NYSE برای دوره سال ۱۹۸۹ تا اوایل سال ۱۹۹۰ آورده شده است. بانک‌های تجاری بزرگ ارتباط بسیار نزدیکی با بازار سهام دارند. همان‌طور که مشاهده می‌کنید هر دو در اکتبر این سال به اوج رسیده‌اند. با این حال شاخص NYSE در اوایل ژانویه در حالی روند صعودی خود را آغاز کرده است. که سهام بانک‌های تجاری بزرگ به روند نزولی خود ادامه داده‌اند. بخشی از علت این سقوط در سهام بانک‌های تجاری بزرگ و S&L و دیگر سهام‌های حساس به نرخ بهره، سقوط قیمت اوراق قرضه (افزایش نرخ‌های بهره) و قدرت یافتن قیمت کالاها خصوصاً نفت می‌باشد. ضعف سهام بانک‌های تجاری بزرگ، اخطار دیگری برای تحلیلگران تکنیکی بازار به حساب می‌آید. در واقع این اخطار مشخص می‌کند که تلاش اخیر بازار سهام برای احیای مجدد، احتمالاً با موفقیت همراه نخواهد شد. این شرایط حداقل تا زمانی که سهام‌های حساس به نرخ بهره، روند رو به رشدی را آغاز نکنند همچنان وجود خواهد داشت.

1- The NYSE Composite Index

شکل ۹.۱۸

بانک‌های تجاری بزرگ در مقابل شاخص ترکیبی NYSE. بانک‌های تجاری بزرگ که جزو سهام‌های حساس به نرخ‌های بهره می‌باشند از اکتبر ۱۹۸۹ تا ژانویه ۱۹۹۰ به شدت سقوط کرده‌اند. سهام‌های مؤسسات مالی به شدت تحت فشار نرخ‌های بهره بالا و سقوط قیمت‌های اوراق قرضه قرار دارند. این ضعف به روند نزولی بازار سهام کمک زیادی می‌کند.



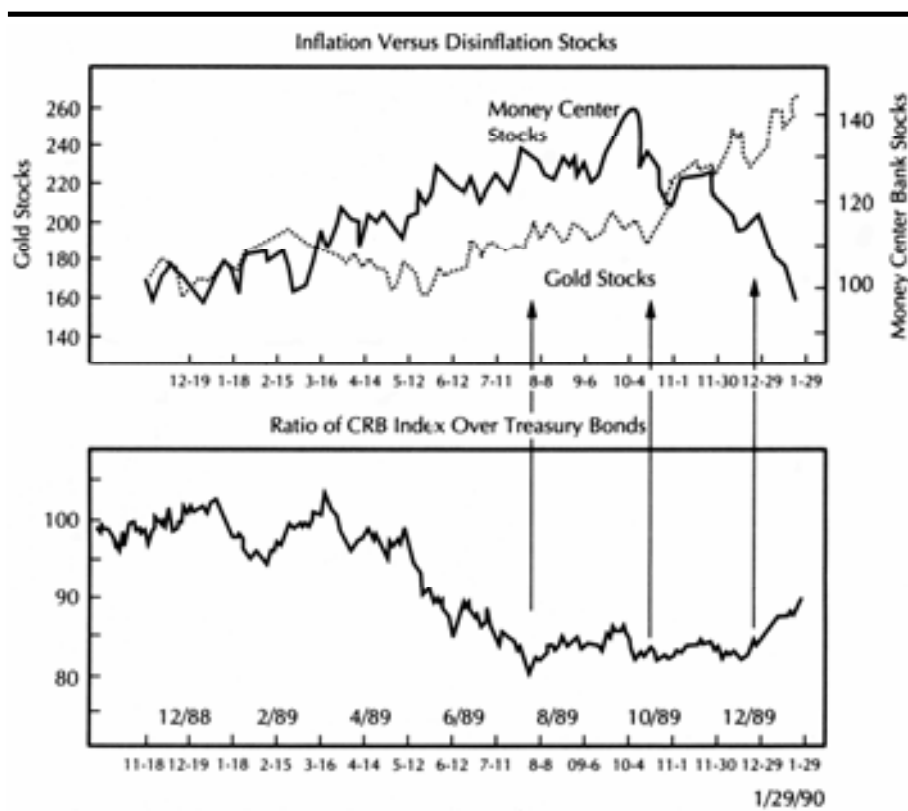
سهام شرکت‌های معدنی طلا در مقابل سهام‌های بانک‌های تجاری بزرگ

شکل ۹.۱۹ راه دیگری را برای بررسی رابطه سهام‌های تورمی و غیر تورمی فراهم می‌کند. نمودار بالا مقایسه‌ای است بین شاخص سهام‌های معدنی طلای S&P با شاخص گروه بانک‌های تجاری بزرگ S&P. تا پائیز ۱۹۸۹، بانک‌های تجاری بزرگ با حاشیه سود بسیار زیادی، کاراتر از سهام‌های معدنی طلا عمل کردند. این در حالی بود که از اکتبر ۱۹۸۹ به بعد، این رابطه کاملاً و به‌طور ناگهانی تغییر کرده است. با آغاز سقوط بانک‌های تجاری بزرگ، سهام‌های معدنی طلا روند صعودی پر قدرتی را آغاز کردند. با نگاهی به نمودار پایین، می‌توان بخشی از دلیل رابطه سهام‌های حساس به نرخ بهره و بازارهای کالا را توضیح داد. در این نمودار نسبت شاخص CRB به اوراق قرضه رسم شده است.

در حالیکه نسبت CRB به اوراق قرضه در آن سال در حال سقوط بود به طور هم‌زمان جذابیت سهام‌های حساس به نرخ بهره افزایش می‌یافت. نسبت CRB به اوراق قرضه در آگوست ۱۹۸۹ به کف رسید و طی سه‌ماهه پایانی سال تثبیت شد. در دسامبر، نسبت CRB به اوراق قرضه روند خود را تغییر داد و حرکت صعودی خود را آغاز کرد. این تغییر جهت، در راستای تأیید تغییر جهت هر دو بازار کالا و اوراق قرضه رخ داد؛ تغییری که از مدتی قبل در روند حرکتی این دو بازار دیده می‌شد. به این ترتیب بازار اوراق قرضه جای خود را با بازارهای کالا عوض کرد. در واقع این جابه‌جایی مهم به این معنی بود که باید سرمایه خود را از سهام‌های حساس به نرخ بهره به سمت سهام‌های مرتبط با بازارهای کالا سوق دهیم. به علاوه روند صعودی این نسبت، اخطار آغاز افزایش نرخ‌های بهره را نیز صادر کرد؛ افزایشی که بازار سهام را به شدت تحت فشار قرار داد و موجب تضعیف این بازار شد.

شکل ۹.۱۹

نمودار بالا به مقایسه سهام‌های شرکت‌های معدنی طلا و سهام‌بانک‌های تجاری بزرگ در اواخر سال ۱۹۸۹ پرداخته است. در این دوره، نقدینگی از سهام بانک‌های تجاری بزرگ به سمت سهام‌های معدنی طلا حرکت کرده است. نمودار پایین نسبت شاخص CRB به قیمت اوراق قرضه را نشان می‌دهد. ثبات این نسبت از آگوست ۱۹۸۹ به هم خورده و متعاقباً روندی صعودی به خود گرفته است. این روند به معنی ضعف بازار اوراق قرضه و قدرت گرفتن بازارهای کالا است. این اتفاق منجر به تقویت سهام‌های معدنی طلا و تضعیف سهام‌های حساس به نرخ بهره می‌شود.



خلاصه

در این بخش به مقایسه بین بازاری بازارهای مختلف کالا با گروه‌های سهام‌های مرتبط با این بازارها پرداختیم و نشان دادیم که گروه‌های سهام‌های مرتبط با بازارهای مختلف به شدت به تغییرات این بازارهای کالا (نظیر تغییرات نفت، طلا، نقره، مس، آلومینیوم و شکر)

حساس‌اند. از آنجایی که بازارهای کالا و سهام‌های مرتبط با این بازارها معمولاً در جهتی یکسان حرکت می‌کنند، بررسی و مقایسه کارایی نسبی آنها بسیار مفید خواهد بود. قیمت سهام‌های حساس به نرخ‌های بهره، نظیر صندوق‌های پس‌انداز و وام و بانک‌های تجاری بزرگ، معمولاً مشابه با بازار اوراق قرضه و بر خلاف حرکت بازارهای کالا تغییر می‌کند. با بررسی نسبت شاخص CRB به قیمت اوراق قرضه، معامله‌گران بین بازاری قادرند تشخیص دهند که سرمایه‌هایشان باید در سهام‌های تورمی (مرتبط با بازار کالا) متمرکز باشد یا می‌بایست در سهام‌های غیر تورمی (حساس به نرخ بهره) سرمایه‌گذاری کنند. این مسئله به این دلیل است که رابطه بسیار نزدیک اوراق قرضه و سهام‌های حساس به نرخ بهره، منجر به تغییرات زود هنگام‌تر این گروه نسبت به کل بازار می‌شود و در واقع می‌توان شاخص این گروه را به عنوان شاخصی پیشرو برای اوج‌ها و کف‌های بازار سهام در نظر گرفت.

با این حال تمامی سهام‌های مرتبط با بازارهای کالا، روندی هم‌جهت را دنبال نمی‌کنند. سهام شرکت‌های مرتبط با مس و آلومینیوم، در نیمه دوم سال ۱۹۸۹ با سقوط قیمت این فلزات (هم‌زمان با کاهش قیمت بیشتر کالاهای صنعتی) تضعیف شده‌اند (شکل ۹.۲۰ را ببینید). ضعف بازار مس در اواخر سال ۱۹۸۹ و ارتباط شدید این بازار با رکود بازار سهام، ترس از گسترش رکودی فراگیر را در بازار افزایش داده است. در فصل ۱۳ به بررسی نقش بازار مس به عنوان بازاری حیاتی در تحلیل‌های بین بازاری و ارتباط آن با بازار سهام خواهیم پرداخت. همچنین کارایی نسبی بازارهای کالا و سهام‌های حساس به نرخ بهره را به صورت دقیق‌تر و در چرخش‌های مهم دوره‌ای بازار سهام مورد بررسی قرار خواهیم داد. در این بخش مختصراً به شاخص دیگری که به تغییرات نرخ بهره حساس است اشاره کردیم. این شاخص، شاخص خدمات عمومی داو جونز است. در بخش ۱۰، چگونگی تأثیر تحلیل‌های بین بازاری بر میانگین شاخص خدمات عمومی داو جونز و نیز قابلیت خدمات عمومی داو، به عنوان شاخصی پیشرو برای میانگین صنعتی داو جونز را مورد بررسی قرار خواهیم داد.

شاخص خدمات داو جونز

شاخصی پیشرو برای بازار سهام

تئوری داو^۱ پایه مقایسه دو زیر شاخص تشکیل دهنده شاخص داو جونز، یعنی میانگین حمل و نقل داو جونز^۲ و میانگین صنعت داو جونز^۳ می باشد. یکی از اصول مسلم این تئوری آن است که هر دو شاخص می بایست روندی هم جهت داشته باشند. به عبارت دیگر این دو شاخص باید روند یکدیگر را تأیید کنند. در این بین، تحلیلگران به شاخص سومی که در صفحه روزانه مجله وال استریت به چاپ می رسد توجه کمتری دارند. این شاخص، شاخص خدمات عمومی داو جونز^۴ نام دارد. در حال حاضر شاخص خدمات داو، شاخص قابل اعتمادی برای پیش بینی تغییرات شاخص صنعت داو جونز به حساب می آید.

1- Dow Theory

2- Dow Jones Transportation

3- Dow Jones Industrial Average

4- Dow Jones Utility Average

پیشرو بودن شاخص خدمات داو، برای پیش‌بینی روند بازار سهام به ارتباط نزدیک این شاخص با بازار اوراق قرضه مربوط می‌شود. بازاری که بیشتر به عنوان بازاری پیشرو برای بازار سهام به آن اشاره کرده‌ایم. خدمات عمومی داو، حلقه‌ای دیگر در زنجیره تحلیل بین بازاری بین دو بازار سهام و اوراق قرضه به حساب می‌آید. از آنجایی که این شاخص نسبت به نرخ‌های بهره بسیار حساس است، معمولاً نسبت به تغییرات نرخ‌های بهره (همانند بازار اوراق قرضه) قبل از آنکه این تغییرات در سطح وسیعی مشاهده شود، واکنش نشان می‌دهند. همچنین به دلیل تأثیرپذیری این شاخص از عواملی نظیر جهت نرخ‌های بهره و تورم، خدمات عمومی داو، تحت تأثیر روندهایی نظیر قیمت کالاها و دلار نیز قرار دارد. با توجه به تمام این دلایل خدمات عمومی داو یکی از حلقه‌های مهم روابط بین بازاری محسوب می‌شود.

خدمات عمومی داو، در مقابل شاخص صنعت داو

قبل از مقایسه خدمات عمومی داو و شاخص صنعت داو در سال‌های اخیر، اجازه دهید نگاهی به رابطه بلندمدت این دو شاخص داشته باشیم. از سال ۱۹۷۰، پنج چرخش عمده در شاخص صنعت داو توسط خدمات عمومی داو پیش‌بینی شده است:

- ۱- در نوامبر ۱۹۷۲، اوج میانگین شاخص خدمات داو، دو ماه زودتر از اوجی مشابه در شاخص میانگین صنعت داو که در ژانویه ۱۹۷۳ رخ داد، ایجاد شد. پس از آن، هر دو میانگین در نیمه دوم سال ۱۹۷۴، سقوطی مشابه را تجربه کردند.
- ۲- در سپتامبر ۱۹۷۴، کف ایجادشده در شاخص خدمات داو، از آغاز روندی صعودی در شاخص صنعت داو خبر داد؛ اتفاقی که سه ماه بعد در دسامبر همان سال رخ داد. از این زمان به بعد هر دو شاخص، به مدت دو سال، روندی صعودی در پیش گرفتند.
- ۳- شاخص خدمات داو، در ژانویه ۱۹۸۱ مجدداً به اوج رسید. اوجی که سه ماه بعد، یعنی در آوریل، برای شاخص صنعت نیز اتفاق افتاد. این روند نزولی برای هر دو شاخص تا سال ۱۹۸۲ ادامه یافت.

۴- شاخص خدمات داو، مجدداً در جولای ۱۹۸۲ یعنی یک ماه قبل از کف میانگین صنعت داو به کف رسید و روند صعودی خود را آغاز کرد. روندی که برای هر دو شاخص، تا سال ۱۹۸۷ همچنان ادامه داشت.

۵- در ژانویه ۱۹۸۷، شاخص خدمات داو، اوج مهمی را تجربه کرد. شاخص صنعت داو نیز هفت ماه بعد اوج مشابهی را رقم زد.

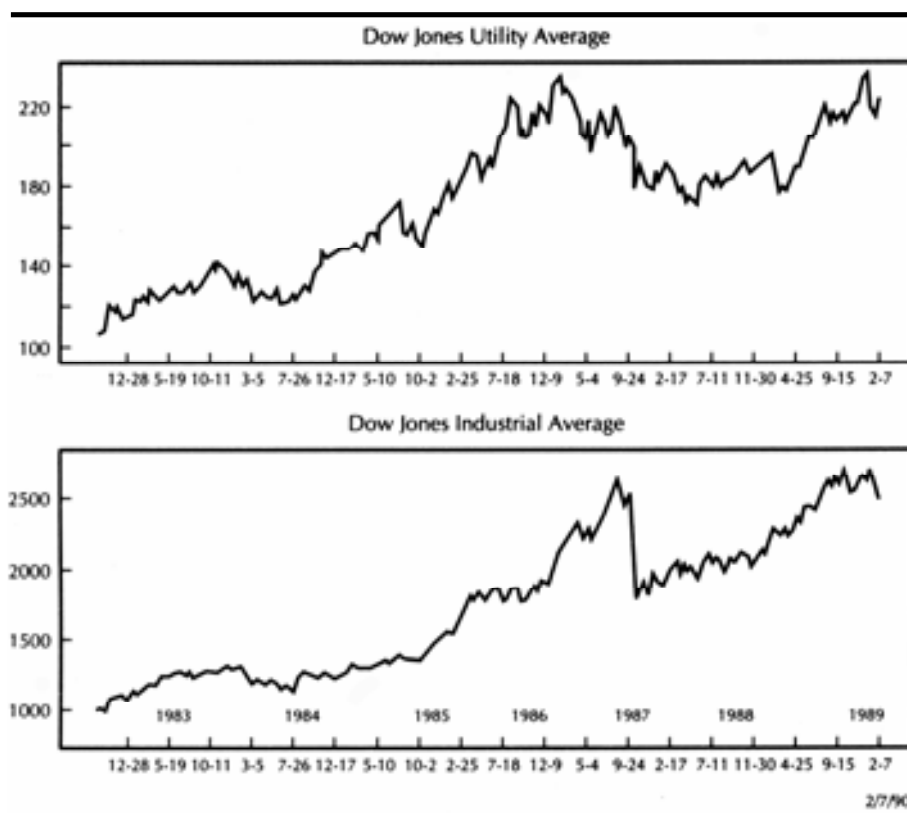
در این دو دهه، تنها سه مرتبه شاخص خدمات داو نسبت به شاخص صنعت داو، پیشرو و هدایتگر نبوده است. در مارس ۱۹۸۰، هر دو شاخص با هم به کف رسیده‌اند. در سال ۱۹۷۰ شاخص صنعت داو جونز یک ماه زودتر از شاخص خدمات داو به کف خود رسیده است و در سال ۱۹۷۷، شاخص صنعت، شش ماه زودتر از شاخص خدمات داو، اوج خود را تجربه کرده است. بنابراین از هشت برگشت مهم شاخص صنعت داو جونز از سال ۱۹۷۰، در پنج مورد، شاخص خدمات داو شاخصی پیشرو بوده، یک بار هر دو شاخص هم‌زمان تغییر جهت داده‌اند و تنها دو مرتبه این شاخص نتوانسته است نقش پیشرو بودن خود را ایفا کند. بنابراین گرایش پیشرو بودن این شاخص در بازار سهام، بسیار قابل توجه است.

جان مک گینلی^۱ در تحقیق خود نشان داده است که از سال ۱۹۶۰ به جز یک مورد، در تمامی اوج‌های بازار، خدمات عمومی داو، نقشی پیشروتر نسبت به شاخص میانگین صنعت از خود نشان داده است. در این ۳۰ سال، خدمات عمومی داو به طور میانگین سه ماه جلوتر از شاخص میانگین صنعت حرکت کرده، گرچه میزان واقعی این زمان از یک ماه تا ده ماه متفاوت بوده است. این مسئله می‌تواند توضیح مناسبی برای علت همبستگی بالای شاخص خدمات داو و بازار اوراق قرضه باشد، مسئله‌ای که در ادامه به طور کامل به آن خواهیم پرداخت. در اینجا با توجه به اطلاعات سال‌های اخیر به بررسی عملکرد شاخص خدمات داو در ارتباط با کل بازار خواهیم پرداخت.

1- John G. McGinley (Technical Trends P.O Box 792 Wilton, CT 06897)

شکل ۱۰.۱

مقایسه میانگین شاخص خدمات داو جونز و میانگین صنعت داو جونز، از سال ۱۹۸۳ تا سال ۱۹۸۹. به طور کلی، هر دو شاخص روندی مشابه را دنبال می کنند. تغییر روند معمولاً در زمانهایی رخ می دهد که دو شاخص دچار واگرایی شوند. در سال ۱۹۸۷، خدمات عمومی داو، هفت ماه زودتر از شاخص صنعت داو به اوج رسیده است.

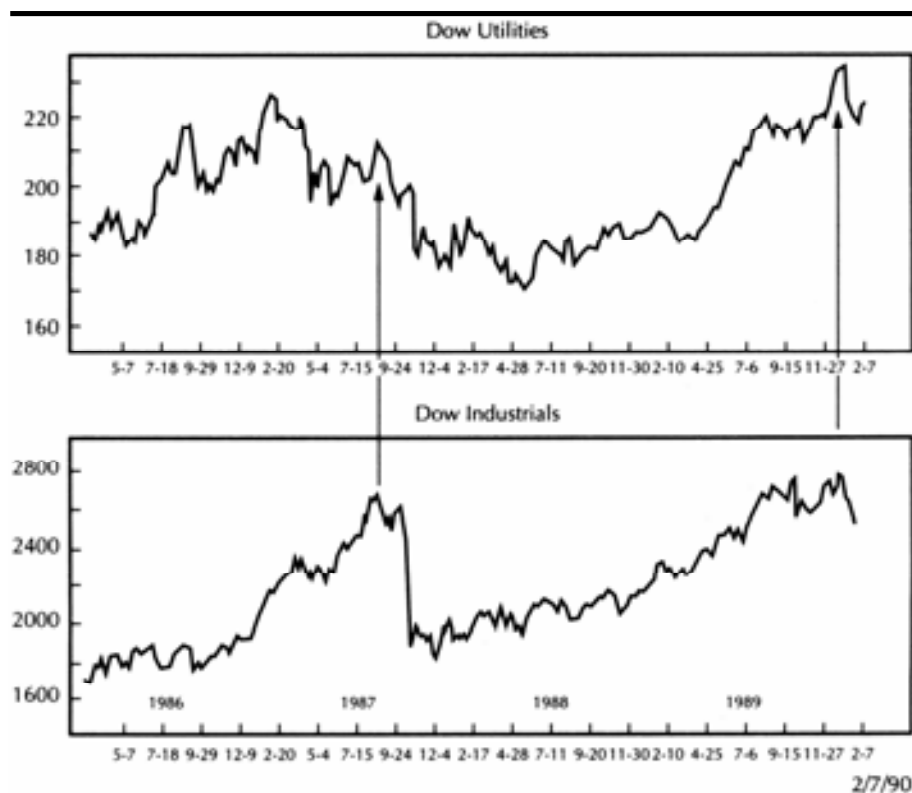


شکل ۱۰.۱ و ۱۰.۲ مقایسه عملکرد میانگین شاخص خدمات داو جونز (نمودار بالا) و میانگین صنعت داو جونز (نمودار پایین) را از سال ۱۹۸۳ تا ۱۹۸۹ نشان می دهد. در ابتدا همانند همیشه نگاهی کلی به این رابطه خواهیم انداخت. پس از آن نگاهی دقیق تر به رابطه این دو شاخص خواهیم کرد و سپس رابطه این شاخص با دیگر بخش های بازار نظیر اوراق قرضه و بازارهای کالا را مورد بررسی قرار خواهیم داد. شکل ۱۰.۱ نشان می دهد که عموماً فراز و فرودهای هر دو شاخص با هم رخ می دهند. مادامی که هر دو شاخص جهتی

یکسان دارند روند یکدیگر را تأیید می‌کنند. به محض شروع واگرایی هر کدام از آنها می‌بایست خطاری از روند جدید دریافت کرد. با توجه به شکل ۱۰.۲ به بررسی دقیق‌تر اوج سال ۱۹۸۷ می‌پردازیم.

شکل ۱۰.۲

در آگوست ۱۹۸۷، زمانی که شاخص صنعت داو در حال رسیدن به اوج مهمی بود، خدمات عمومی داو (که در ژانویه به اوج رسیدند)، شانه راست الگوی سروشانه را به عنوان الگوی صعودی تکمیل کرد و به این ترتیب واگرایی در روند این دو شاخص ایجاد شد. هر دو شاخص به همراه هم، در نیمه دوم سال ۱۹۸۹ روندی صعودی در پیش گرفتند. با پایان یافتن سال ۱۹۸۹ روند صعودی خدمات عمومی داو، توسط روند شاخص صنعت تأیید نشد.



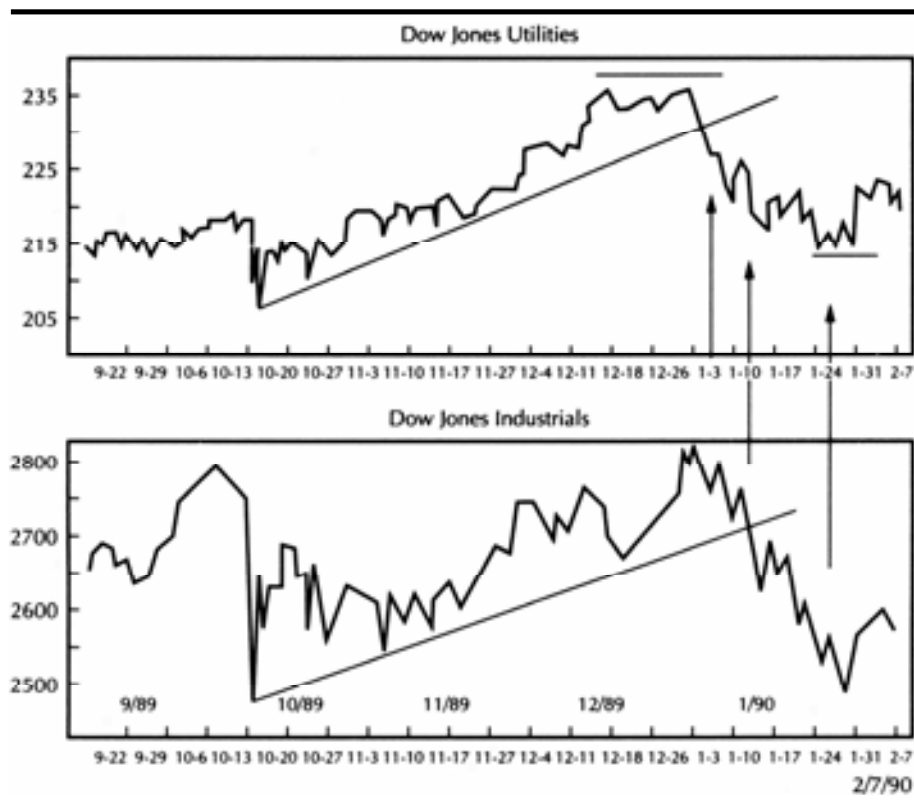
2/7/90

خدمات عمومی داو، در ژانویه ۱۹۸۷ به اوج خود رسیده و از آن پس روند نزولی خود را آغاز کرده است (در ادامه بیشتر توضیح خواهیم داد که این ضعف نتیجه ضعفی مشابه در بازار اوراق قرضه بوده است). سقوط خدمات عمومی داو جونز با توجه به ادامه روند صعودی شاخص میانگین صنعت داو، منجر به واگرایی این دو شاخص شده و برای هفت ماه به طول انجامیده است. هم‌زمان با به اوج رسیدن شاخص صنعت در آگوست، خدمات عمومی داو، شانه راست الگوی سر و شانه را تشکیل داده است. (همان‌طور که در فصل قبل بحث کردیم در این زمان الگوی مشابهی نیز در سهام‌های مؤسسات مالی و سهام‌های حساس به نرخ‌های بهره ایجاد شده بود) گرچه دیرکرد اوج سال ۱۹۸۷، هفت ماه به درازا کشیده، اوج خدمات عمومی داو و آغاز روند نزولی آن اخطار مهمی در مورد روند صعودی بازار سهام صادر کرده است، به طوریکه بسیاری از تحلیلگران تکنیکی می‌توانستند با توجه به این مسئله دریابند که بازار سهام در حال وارد شدن به مرحله خطرناکی است و روند صعودی آن مدت زیادی به طول نخواهد انجامید.

در این زمان هر دو شاخص به همراه هم تا نیمه دوم سال ۱۹۸۹، رشد کرده‌اند اما در اواخر سال ۱۹۸۹ واگرایی دیگری اتفاق افتاده است. در این زمان خدمات عمومی داو در حالی روند صعودی خود را حفظ کرده که شاخص صنعت داو سقوط خود را آغاز کرده است (هر دو شاخص در حال تلاش برای رسیدن به رکورد اوج تاریخی خود در سال ۱۹۸۷ می‌باشند). با فرض ارتباط تاریخی این دو، صعود خدمات عمومی داو به بالاترین حد خود و ثبت یک رکورد جدید، می‌تواند توسعه‌ای مثبت برای بازار سهام تلقی شود. بسیاری از تحلیلگران تکنیکی با توجه به این مسئله اعتقاد به ادامه روند شاخص صنعت داشتند و پیش‌بینی می‌کردند، این روند به زودی با قدرت ادامه خواهد یافت. شکل ۱۰.۳ بررسی دقیق‌تر اتفاقات بازار در اواخر سال ۱۹۸۹ را فراهم می‌کند.

شکل ۱۰.۳

در اولین هفته سال ۱۹۹۰، خدمات عمومی داو، الگوی «دو اوج» را تکمیل کرده و خط روند صعودی خود را شکسته است. قبل از این اتفاق، شکست مشابهی در خط روند شاخص صنعت داو جونز تنها با اختلاف یک هفته رخ داده است. در اواخر ژانویه ۱۹۹۰، روند خدمات عمومی داو به ثباتی نسبی رسیده، ثباتی که چند روز بعد در شاخص صنعت داو جونز نیز رخ داده است.

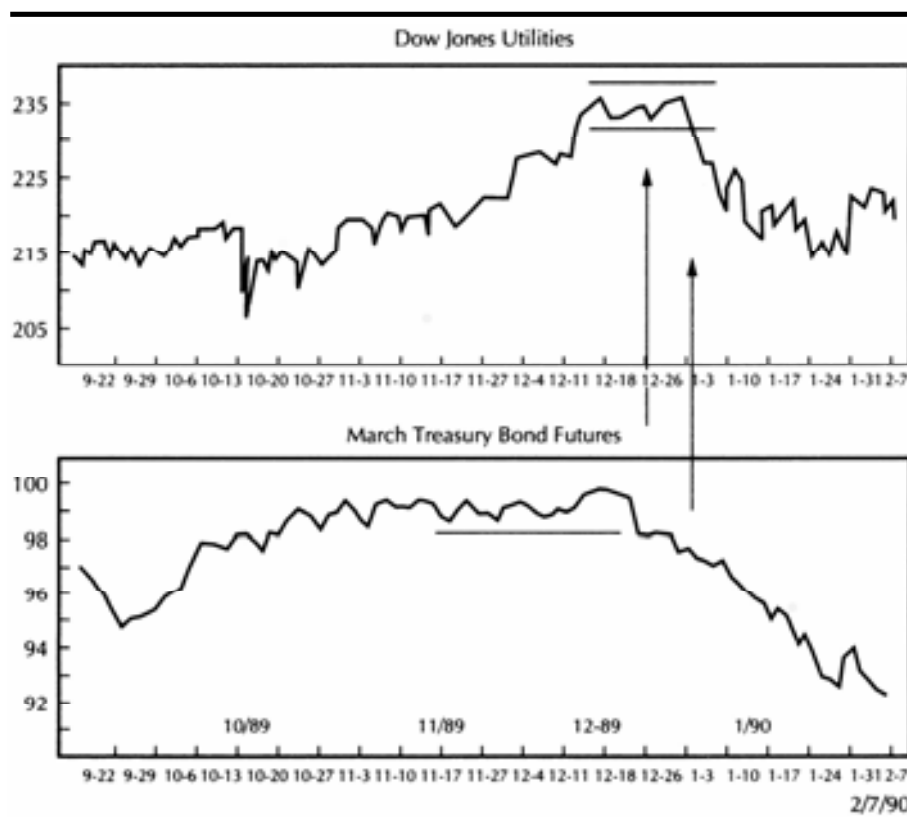


شکل ۱۰.۳ خدمات عمومی داو و شاخص صنعت داو را در سه ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ و دو ماه ابتدایی سال ۱۹۹۰ مقایسه می کند. هر دو میانگین در میانه اکتبر به شدت سقوط کرده و سپس به همراه هم، روندی صعودی را تا ماه ژانویه در پیش گرفته اند. گرچه دو نمودار تا حد زیادی به یکدیگر تشابه دارند اما اختلافاتی نیز در آنها دیده می شود. برای مثال میانگین خدمات عمومی داو در حالی برای رسیدن به اوج جدیدی آماده می شود که شاخص صنعت داو توانایی رسیدن به اوج ماه اکتبر خود را ندارد. همچنین آخرین صعود

شاخص صنعت با تأیید شاخص خدمات عمومی داو، همراه نشده است. به عبارت دیگر، میانگین خدمات عمومی داو با تکمیل الگوی «دو اوج» به روند صعودی خود پایان داده است، اتفاقی که با یک هفته تأخیر برای شاخص صنعت داو نیز رخ داده است.

شکل ۱۰.۴

در آخرین هفته دسامبر ۱۹۸۹، اوراق قرضه آتی، روند نزولی دو ماهه خود را آغاز کرده است. روندی که با یک هفته تأخیر در خدمات عمومی داو نیز رخ داده است. اوراق قرضه معمولاً نسبت به خدمات عمومی داو پیشروتر عمل می‌کند. در اواخر ژانویه ۱۹۹۰، روند صعودی خدمات عمومی داو با تکیه بر ثبات بازار اوراق قرضه آغاز شده است.



در اواخر ژانویه، نمودار خدمات عمومی داو، در حالی نشانه‌هایی از تثبیت را نشان می‌دهند که چند روز بعد نشانه‌هایی مشابه در نمودار صنعت داو نیز مشاهده می‌شود. تثبیت خدمات

عمومی داو در مقادیری بالاتر از کف اکتر (حد حمایت) بسیار با اهمیت است. به عبارت دیگر عبور از این حد برای تحلیلگران تکنیکی به معنی آغاز روندی نزولی در بازار سهام به حساب می آید.

اوراق قرضه هدایت کننده خدمات عمومی داو

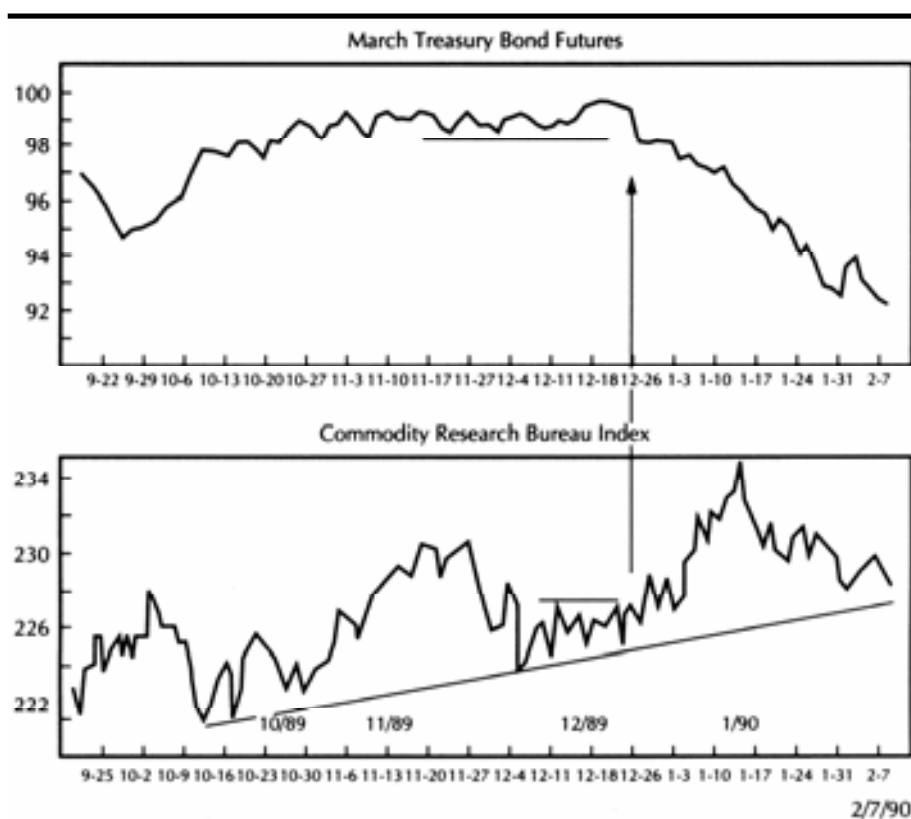
همان طور که شکل ۱۰.۳ نشان می دهد، خدمات عمومی داو در اوایل سال ۱۹۹۰، یک هفته قبل از شاخص صنعت داو به اوج خود رسیده است. با وسیع تر کردن حوزه بررسی، مشاهده می کنیم که از این زمان به بعد، فشارهای بین بازاری منجر به سقوط خدمات عمومی داو شده است. شکل ۱۰.۴ خدمات عمومی داو و اوراق قرضه خزانه را در همان بازه زمانی شکل قبل، مقایسه می کند. در ابتدا توجه کنید که روند افزایشی خدمات عمومی داو، در سه ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ به هیچ وجه توسط بازار اوراق قرضه تأیید نشده است. در حالی که خدمات عمومی داو در حال ثبت اوج مهمی در نمودار خود است، بازار اوراق قرضه شرایط با ثباتی را تجربه می کند و در بازه قیمتی محدودی در حال نوسان است. در هفته پایانی سال ۱۹۸۹، قیمت اوراق قرضه به یکباره سقوط کرده و به کمترین حد خود طی دو ماه قبل از آن رسیده است. همان طور که مشاهده می کنید این سقوط تنها یک هفته قبل از سقوط خدمات عمومی داو رخ داده است. با حرکت به سمت راست نمودار، مشاهده می کنیم که خدمات عمومی داو، در حالی که ثبات می رسد که اوراق قرضه روند نزولی جدیدی را آغاز کرده است. در انتهای نمودار نیز شاخص خدمات داو که به شدت به نرخ های بهره حساس است، در حالی روندی صعودی در پیش گرفته که قبل از آن اوراق قرضه در تدارک آغاز روند صعودی جدید است.

بد نیست در اینجا محدوده بررسی های بین بازاری خود را گسترش دهیم و بازارهای کالا را نیز به بررسی های خود اضافه کنیم. شکل ۱۰.۵ نشان دهنده سقوط اوراق قرضه در هفته پایانی سال ۱۹۸۹ می باشد (اتفاقی که در سقوط خدمات عمومی داو در هفته بعد از آن تأثیر بسیار زیادی داشته است). این سقوط دقیقاً هم زمان با آغاز روند رو به رشد شاخص

CRB رخ داده است. همان طور که شکل ۱۰.۵ نشان می دهد، افزایش قیمت کالاها (که معمولاً روندی بر خلاف اوراق قرضه دارد) دلیل اصلی عدم توانایی اوراق قرضه در رسیدن به اوج جدید خود در سه ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ می باشد. برگشت قدرتمند شاخص CRB در هفته پایانی سال، سرانجام موجب لغزش و سقوط اوراق قرضه شده است.

شکل ۱۰.۵

روند نزولی اوراق قرضه در هفته پایانی سال ۱۹۸۹، همزمان با شکسته شدن روند نزولی بازارهای کالا رخ داده است. حرکت صعودی شاخص CRB از اواخر تابستان سال ۱۹۸۹، از سرگیری روند صعودی اوراق قرضه را با مشکل مواجه کرده است.



شکل ۱۰.۶، مقصر اصلی ایجاد آشفتگی بازارهای اوراق قرضه و خدمات عمومی داو و نیز، روند رو به رشد شاخص CRB را نشان می‌دهد. در دسامبر ۱۹۸۹ قیمت‌های نفت خام به شدت افزایش یافت، افزایشی که با جهش قیمت نفت کوره آغاز شده بود. احتمالاً بیش از هر عامل دیگری، اطمینان از قدرت روند صعودی قیمت نفت، زنگ خطر ناپایداری وضعیت تورم را برای تمامی بازارهای مالی (در سطحی جهانی) به صدا درآورد و موجب سقوط قیمت اوراق قرضه شد. افزایش شدید قیمت نفت، شرایط سقوط تمامی بازارهای اوراق قرضه را در سراسر دنیا فراهم کرد. برای مثال ژاپن به عنوان کشوری که تمامی نفت خود را از واردات تأمین می‌کند با جهش ناگهانی قیمت نفت در دسامبر (که با تضعیف شدیدین نیز همراه شد) گرفتار افزایش شدید نرخ تورم شد و این امر موجب سقوط بازار اوراق قرضه این کشور شد. همان‌طور که در بخش ۸ نیز اشاره شد، فشار بر بازارهای اوراق قرضه در دیگر نقاط جهان، فشار مضاعفی بر بازار اوراق قرضه آمریکا وارد می‌کند. در انتهای نمودار ۱۰.۶ نشانه‌هایی مبنی بر ضعف بازارهای نفت به چشم می‌خورد. وضعی که موجب کاهش فشار بر بازارهای اوراق قرضه (و خدمات عمومی داو و طبیعتاً شاخص میانگین صنعت داو) می‌شود.

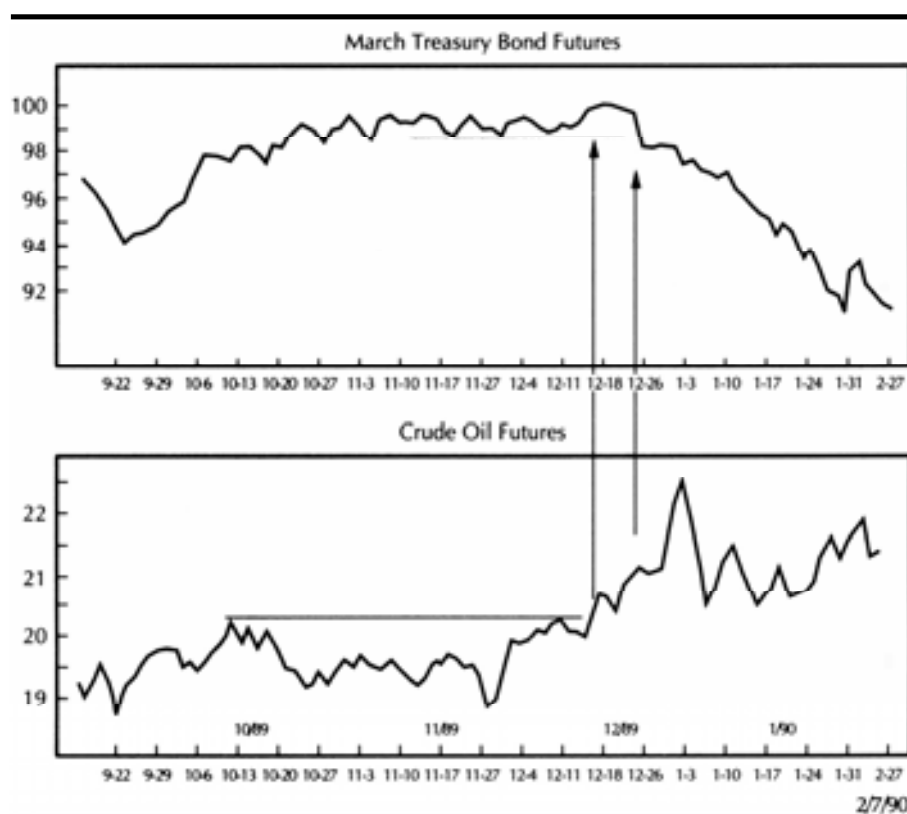
نگاهی بلندمدت‌تر به رابطه خدمات عمومی داو و اوراق قرضه

در مباحث قبل چگونگی تأثیر زنجیروار بخش‌های مختلف بازارهای مالی را بر یکدیگر نشان دادیم. با پایان یافتن سال ۱۹۸۹، قیمت کالاها (خصوصاً نفت) شروع به افزایش کرد، اوراق قرضه، روندی نزولی در پیش گرفت و یک هفته بعد، شاخص خدمات عمومی داو که نسبت به نرخ‌های بهره بسیار حساس است به تبعیت از اوراق قرضه کاهش قابل ملاحظه‌ای را تجربه کرد. کلید درک رابطه خدمات عمومی داو و میانگین صنعت داو در درک رابطه شدید خدمات عمومی داو، و اوراق قرضه نهفته است. به عنوان یک قانون عمومی، بازار اوراق قرضه (که به‌خصوص به تورم حساس است) اولین بازاری است که تغییر جهت می‌دهد. خدمات عمومی داو، که به شدت نسبت به نرخ‌های بهره حساسیت

دارد، به تبعیت از اوراق قرضه و قبل از تغییرات کلی در تمامی بازارها در همان جهت بازارهای اوراق قرضه تغییر جهت می‌دهند. بازارهای دیگر همانند میانگین صنعت داو جونز نیز معمولاً آخرین بازارهایی هستند که روند خود را تغییر می‌دهند.

شکل ۱۰.۶

شکسته شدن روند نزولی قیمت نفت خام در بازار آتی نفت در میانه دسامبر ۱۹۸۹ عامل بسیار مهمی برای سقوط بازار اوراق قرضه به حساب می‌آمد. در این زمان، روند رو به رشد قیمت نفت تأثیر بسیار زیادی بر سقوط بازارهای جهانی اوراق قرضه (خصوصاً در ژاپن و سپس آمریکا) گذاشت.



شکل‌های ۱۰.۷ و ۱۰.۸ میانگین ۲۰ سهم قرضه داو جونز و میانگین خدمات عمومی داو جونز را مقایسه می‌کنند. همان‌طور که مشاهده می‌کنید هر دو شاخص دارای همبستگی بسیار بالایی هستند. هر دو در نیمه‌ی نخست سال ۱۹۸۷ یعنی چند ماه قبل از بازار سهام به اوج رسیده‌اند. به عبارت دیگر، اوج بازارهای سهام تا آگوست به درازا کشیده‌است. (با اینکه میانگین ۲۰ سهم قرضه داو جونز، در اوایل سال ۱۹۸۷ رکورد جدیدی را به ثبت رسانده ولی اوراق قرضه خزانه پس از آن، روندی نزولی در پیش گرفته و این امر واگرایی قابل توجهی را بین این دو شاخص ایجاد کرده است). هر دو شاخص تا اواخر سال ۱۹۸۹ روندی صعودی را دنبال کرده‌اند. در سال ۱۹۸۹، اوراق قرضه الگوی «دو اوج» را تشکیل داده و به این ترتیب با آغاز روند نزولی خود موجب عدم افزایش خدمات عمومی داو شده است (شکل ۱۰.۸ را ببینید).

شکل ۱۰.۷

حتی به صورت دیداری نیز می‌توان همبستگی بالای میانگین خدمات عمومی داو (خط پر) و میانگین ۲۰ سهم قرضه داو جونز (خط نقطه) را مشاهده کرد. هر دو شاخص در نیمه اول سال ۱۹۸۷ به همراه هم سقوط کردند و در نیمه دوم سال ۱۹۸۹ روند صعودی خود را از سر گرفتند. در اواخر سال ۱۹۸۹ نیز هر دو شاخص به همراه هم تضعیف شدند.



شکل ۱۰.۸

نگاهی دقیق‌تر به شاخص خدمات عمومی داو (خط پر) در مقابل میانگین ۲۰ سهم قرضه داو جونز (خط نقطه) در سال ۱۹۸۹. سهام قرضه در سه‌ماهه پایانی سال نتوانسته اوج میانه سال را تکرار کند و با تشکیل الگوی «دو اوج» روندی نزولی در پیش گرفته است. به این ترتیب دو شاخص در مدت کوتاهی دچار واگرایی شده‌اند.



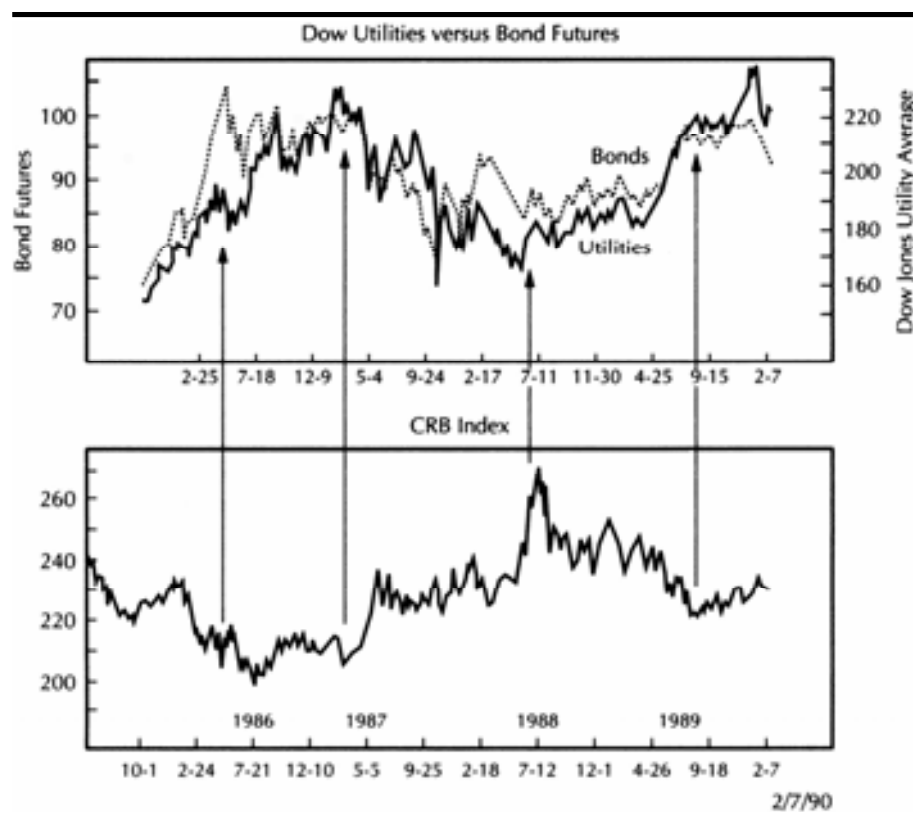
شاخص CRB در مقابل اوراق قرضه و خدمات عمومی داو

اگر خدمات عمومی داو و اوراق قرضه روندی هم‌جهت را دنبال کنند، این روند می‌بایست در خلاف جهت قیمت‌های بازار کالا باشد. شکل ۱۰.۹ اوراق قرضه خزانه و خدمات عمومی داو (نمودار بالا) و شاخص CRB (نمودار پایین) را مقایسه می‌کند. نمودار بالا نشان‌دهنده واگرایی منفی اوراق قرضه و خدمات عمومی داو، در اوایل سال ۱۹۸۷ و اواخر سال ۱۹۸۹ می‌باشد. فشار رکودی اوراق قرضه موجب نزول خدمات عمومی داو شده است؛ هرچند که رکود این دو بازار ارتباط نزدیکی با صعود شدید شاخص CRB دارد. آخرین اوج خدمات عمومی داو و اوراق قرضه، در اوایل سال ۱۹۸۷ همزمان با کف شاخص CRB رخ داده است. چرخش نزولی دو بازار مالی فوق، در بهار ۱۹۸۷ با چرخش صعودی شاخص CRB هم‌زمان شده است.

اوج شاخص CRB و آغاز روند نزولی این شاخص، در میانه سال ۱۹۸۸، کمک زیادی به تجدید روند صعودی اوراق قرضه و خدمات عمومی داو کرده است؛ صعودی که در حدود یک سال به طول انجامیده است. سرانجام به کف رسیدن شاخص CRB در پائیز سال ۱۹۸۸ زنگ پایان روند صعودی اوراق قرضه و خدمات عمومی داو را به صدا درآورده است. به این ترتیب می‌توان این گونه نتیجه گرفت که خدمات عمومی داو و اوراق قرضه، همبستگی مثبتی با یکدیگر دارند. همچنین اوراق قرضه و بازارهای کالا نیز دارای همبستگی منفی با یکدیگر هستند. از این دو گزاره می‌توان این گونه استنباط کرد که خدمات عمومی داو و بازارهای کالا، ارتباطی منفی با یکدیگر دارند. هر گونه افزایش قابل توجهی در بازارهای کالا، منجر به افزایش فشاری صعودی برای بالا بردن نرخ‌های بهره و طبیعتاً کاهش قیمت اوراق قرضه خواهد شد. بدیهی است این امر رکود در خدمات عمومی داو را در پی خواهد داشت. روند نزولی بازارهای کالا نیز منجر به رونق بازار اوراق قرضه و خدمات عمومی داو می‌شود.

شکل ۱۰.۹

کاهش قیمت اوراق قرضه و خدمات عمومی داو در اوایل سال ۱۹۸۷ و اوایل سال ۱۹۸۸ (نمودار بالا) در ارتباط با تقویت شاخص CRB (نمودار پایین) رخ داده است. روند صعودی اوراق قرضه و خدمات عمومی داو در میانه سال ۱۹۸۸ نیز به اوج هم‌زمان شاخص CRB مربوط است. هر دو شاخص، روندی غیر هم‌جهت با شاخص CRB دارند. روند صعودی اوراق قرضه توسط خدمات عمومی داو در اوج‌های سال ۱۹۸۷ و ۱۹۸۹ به تأیید نرسیده است.



شکل ۱۰.۱۰

اوراق قرضه و خدمات عمومی داو (نمودار بالا) معمولاً در برگشت‌های مهم، شاخص‌هایی پیشرو برای بازار سهام (نمودار پایین) به حساب می‌آیند. در نیمه اول سال ۱۹۸۷، اوراق قرضه و خدمات عمومی داو روندی نزولی را آغاز کردند که نشان می‌داد روند صعودی بازار سهام به مرحله بی‌ثباتی رسیده است.



اوراق قرضه، خدمات عمومی داو و میانگین صنعت داو جونز

آخرین مقایسه‌ای که در این بخش به آن خواهیم پرداخت، مقایسه اوراق قرضه، خدمات عمومی داو و شاخص صنعت داو می‌باشد. شکل ۱۰.۱۰ تغییرات هر سه بازار را طی پنج سال گذشته به تصویر کشیده است. نمودار بالا روند تغییرات اوراق قرضه خزانه و میانگین خدمات عمومی داو جونز را نشان می‌دهد. نمودار پایین نیز میانگین صنعت داو

جونز را در همان بازه به نمایش گذاشته است. نمودار اول نشان‌دهنده ارتباط بسیار نزدیک خدمات عمومی داو و اوراق قرضه است. همچنین می‌توان گفت هر دو شاخص، معمولاً شاخص‌هایی پیشرو برای بازار سهام به حساب می‌آیند. اوج سال ۱۹۸۷ نمونه بسیار خوبی برای تفسیر این موضوع است. میانگین خدمات عمومی داو، به عنوان بخشی از تحلیل بین بازاری شناخته می‌شود و از آن در تحلیل وضعیت دلار، قیمت‌های کالا، اوراق قرضه و سهام استفاده می‌شود. در واقع جایگاه مناسب این شاخص جایی بین اوراق قرضه و میانگین صنعت بازار سهام است. به عبارت دیگر، خدمات عمومی داو، ابزاری دیگر برای تشخیص تأثیر تورم و نرخ‌های بهره بر بازار سهام می‌باشند. همچنین تحلیل خدمات عمومی داو راه دیگری برای اندازه‌گیری گروه سهام‌های حساس به نرخ بهره است که در فصل ۹ مورد بررسی قرار گرفت.

خلاصه

میانگین خدمات عمومی داو جونز (که شامل قیمت سهام ۱۵ شرکت ارائه‌دهنده خدمات عمومی است) یکی از پر طرفدارترین شاخص‌های تحلیلگران به حساب می‌آید. اهمیت شاخص خدمات عمومی به دلیل حساسیت بسیار بالای این شاخص به تغییرات نرخ‌های بهره است. به عبارت دیگر، معمولاً شاخص خدمات داو، قبل از آنکه تغییرات نرخ‌های بهره بر کل بازار تأثیر گذارد، تحت تأثیر قرار می‌گیرد. بنابراین خدمات عمومی داو، همانند اوراق قرضه، شاخصی پیشرو برای بازار سهام به حساب می‌آید. به عبارت دیگر خدمات عمومی داو، همانند اوراق قرضه، اندکی پیش از میانگین صنعت داو تغییر می‌کند. به غیر از یک استثنا در سال ۱۹۷۷ که خدمات عمومی داو بعد از اوج شاخص صنعت داو جونز به اوج رسیده، در تمام سال‌های پس از ۱۹۶۰، خدمات عمومی داو به طور میانگین سه ماه زودتر از شاخص صنعت داو به اوج یا کف خود رسیده است. خدمات عمومی داو، مخصوصاً زمانی که بازار سهام نسبت به تغییرات نرخ‌های بهره حساس شده باشد، تأثیر بسیار بیشتری بر شاخص صنعت دارند. علت حساسیت بالای خدمات عمومی

داو ماهیت شرکت‌های تشکیل‌دهنده این شاخص است. اغلب شرکت‌های تشکیل‌دهنده این شاخص، شرکت‌هایی هستند که برای فعالیت‌های خود، همواره به حجم زیادی استقراض از بانک‌ها نیاز دارند. این شرکت‌ها معمولاً سود بالایی نیز تقسیم می‌کنند (که این موارد مستقیماً با نرخ‌های بهره در بازارهای مالی و گواهی‌های سپرده ارتباط دارد). خصوصیت تدافعی شاخص خدمات عمومی داو، این شاخص را مخصوصاً در شرایطی که بازار در کساد به سر می‌برد، بسیار جذاب کرده است. همچنین خرید سهام‌های این شاخص در کف‌های بازار سهام سود بسیار زیادی به‌ست می‌دهد.

گرچه اغلب ۱۵ شرکت تشکیل‌دهنده شاخص خدمات عمومی داو، شامل شرکت‌های ارائه‌دهنده برق می‌باشند (که نسبت به نرخ‌های بهره بسیار حساسند)، وجود چند شرکت مرتبط با صنعت گاز باعث شده است این شاخص تا حدودی تحت تأثیر قیمت گاز طبیعی نیز قرار داشته باشد. با این حال در شرایطی که بازار در اوج به سر می‌برد، شرکت‌های مرتبط با صنعت گاز بیشتر دنباله‌رو شرکت‌های برقی این شاخص هستند. انفجار قیمت‌های بازار انرژی در اواخر سال ۱۹۸۹ و افزایش سود شرکت‌های گازی در سه‌ماهه پایانی آن سال، می‌تواند بخشی از دلیل ثبت رکورد جدید میانگین شاخص خدمات داو در پایان سال ۱۹۸۹ را روشن کند.

به دلیل رابطه قوی خدمات عمومی داو و اوراق قرضه و تمایل به پیشرو بودن شاخص خدمات عمومی داو نسبت به بازار سهام، این شاخص با روابط بین بازاری تناسب بسیار خوبی برقرار می‌کند. بازار سهام همان‌طور که تحت تأثیر خدمات عمومی داو قرار دارد، از تغییرات بازارهای اوراق قرضه و نرخ‌های بهره نیز تأثیر می‌پذیرد. اوراق قرضه و نرخ‌های بهره نیز خود تحت تأثیر روند قیمت‌های کالا قرار دارند و قیمت‌های مذکور به شدت به تغییرات ارزش دلار حساس هستند. به این ترتیب با توجه به جایگاه مهم و تأثیرگذار شاخص داو به عنوان شاخصی پیشرو برای میانگین صنعت داو، به نظر می‌رسد اگر چارلز داو اکنون زنده بود، از شاخص خدمات عمومی داو به عنوان بخش جدایی‌ناپذیری از تئوری خود یاد می‌کرد.

تحلیل قدرت نسبی^۱ شاخص‌های بازار کالا

تحلیل قدرت نسبی در بین فعالان بازار سهام بسیار رایج است. مدیران سبدهای سهام، پول‌های خود را به سمت گروه‌های سهام‌هایی حرکت می‌دهند که فکر می‌کنند این گروه‌ها در آینده جزء گروه‌های پیشرو بازار خواهند بود. این افراد در شرایط رکودی نیز سعی می‌کنند سهم خود از گروه‌های ضعیف بازار را کاهش دهند. به عبارت دیگر، آنها در جستجوی گروه‌ها یا سهام‌هایی هستند که به طور نسبی کارایی بیشتری نسبت به کلیت بازار ایجاد کنند. در واقع فرآیند تغییر سبد سهام را می‌توان بررسی موشکافانه و شناسایی گروه سهام‌هایی دانست که نسبت به کلیت بازار بازدهی بالاتر (برای خرید) یا پایین‌تری (برای فروش) دارند. هر سهام و گروه سهام، با شاخصی که به عنوان معیار مقایسه انتخاب

1- Relative Strength

می‌شود، سنجیده می‌شود. این معیار معمولاً شاخص S&P 500 است. یک نسبت، با تقسیم مقدار گروه سهام یا قیمت هر سهم بر شاخص S&P500 محاسبه می‌شود. اگر خط قدرت نسبی (RS) روندی صعودی داشته باشد، نشان‌دهنده این است که سهم از کلیت بازار، کارایی بیشتری دارد و اگر روندی کاهشی را تجربه کند، نشان‌دهنده این که سهم از کارایی کمتری نسبت به کل بازار (شاخص مقایسه) برخوردار است.

استفاده از تحلیل قدرت نسبی به عنوان یکی از ابزارهای تحلیل تکنیکی دارای دو مزیت است. اول آنکه این شاخص می‌تواند به عنوان شاخصی تأییدکننده برای شاخص‌های دیگر تحلیل تکنیکی مورد استفاده قرار گیرد. اگر یک تحلیلگر تکنیکی، نقطه شکستی بر روی روند قیمت مشاهده کند یا دیگر شاخص‌های تحلیل تکنیکی اخطارهایی مبنی بر آغاز روندی جدید را صادر کنند، می‌توان از خط قدرت نسبی برای تأیید اخطار مذکور استفاده کرد. ظهور نشانه‌هایی مبنی بر رونق در یک سهم یا گروه باید با روندی افزایشی در خط قدرت نسبی آن سهم یا گروه تأیید شود. واگرایی دو نمودار مذکور نیز اطلاعات مفیدی در اختیار تحلیلگر قرار می‌دهد. حرکت قیمتی که با خط شاخص RS تأیید نشود می‌تواند نشانه‌ای از تغییر روند قیمت سهم یا گروه مورد مطالعه تلقی شود.

دومین مزیت این خط، توانایی آن در رتبه‌بندی سهام یا گروه سهام‌ها بر اساس مقدار قدرت نسبی آنها است. به وسیله نرمالیزه کردن مقادیر قدرت نسبی، معامله‌گران می‌توانند گروه‌ها یا سهام‌های مختلف را بر اساس قدرت یا ضعف‌شان رتبه‌بندی کنند. این کار، آنها را قادر می‌سازد تا تمرکز خود را به گروه‌هایی که قدرت نسبی بالاتر (اگر به دنبال سهمی برای خرید هستیم) یا پایین‌تری دارند (اگر قصد فروختن سهمی را داریم) معطوف کنند. در این بخش، اصول استفاده از تحلیل قدرت نسبی در بازارهای کالا را مورد استفاده قرار خواهیم داد. با توجه به اینکه این بخش با بازارهای کالا، به جای سهام سروکار دارد به عوض شاخص‌های بازار سهام، از شاخص CRB استفاده خواهیم کرد.

تمامی آنچه که برای انجام تحلیل قدرت نسبی نیاز داریم عبارت است از انتخاب معیاری (که معمولاً این معیار یک بازار یا شاخص خاص می‌باشد) برای مقایسه که بتوان گروه

کالاها، یا کالاهای مجزا را بر اساس آن مورد مقایسه قرار داد. انتخاب منطقی این معیار برای بازارهای کالا، شاخص CRB است، چرا که این شاخص، تمامی کالاهایی که در مورد آنها صحبت خواهیم کرد (به استثنای بنزین) را شامل می‌شود. معامله‌گران بازارهای کالا، راه‌های مختلفی برای به کارگیری تحلیل قدرت نسبی در اختیار دارند. برای شروع، روش انتخاب گروه را مورد بررسی قرار خواهیم داد.

تحلیل و رتبه‌بندی گروه

با استفاده از هفت زیر شاخص بازارهای کالا که توسط مرکز تحقیقات کالا منتشر می‌شود، می‌توان کاراترین گروه‌ها را بر اساس روش قدرت نسبی تعیین کرد. منظور از کاراترین، در سراسر این کتاب، سودآورترین است. استفاده از تحلیل گروه، روش انتخاب خرید و فروش را ساده‌تر می‌کند و کمک می‌کند تا معامله‌گران تشخیص دهند کدام گروه کالا، در وضعیت مناسب‌تر، و کدام گروه کالا، در شرایط نامناسب‌تری قرار دارد. در واقع خریداران، سعی دارند بر بخش‌های قوی بازار تمرکز کنند و فروشندگان، تلاش می‌کنند از بخش‌های ضعیف بازار خارج شوند. پس از انتخاب بهترین گروه‌ها، با همان روش تحلیل قدرت نسبی، این گروه‌ها را با یکدیگر مقایسه می‌کنیم. در آخر کارایی نسبی بین دو گروه که بیشترین کارایی را دارند مورد بررسی قرار می‌گیرد تا بهترین گروه برای تجارت انتخاب شود. با این حال، تحلیل گروه، همیشه همه زوایای داستان را برای ما روشن نمی‌کند.

تحلیل و رتبه‌بندی سهام‌های مجزا^۱

مقایسه‌ها جداگانه شرکت‌های مختلف نیز می‌تواند به انتخاب بهترین بازار با بالاترین عملکرد قدرت نسبی کمک کند. در این بخش، سهام شرکت‌ها به صورت جداگانه با استفاده از کارایی نسبی در دو بازه زمانی، با هم مقایسه می‌شوند تا مشخص شود کدام‌یک صلاحیت قرار گرفتن در گروه خریدها را دارند و کدام‌یک باید در لیست فروش قرار گیرند. علت استفاده از دو بازه زمانی، یافتن پاسخ این سوال است که آیا قدرت نسبی بازار نسبت به گذشته بهبود یافته یا ضعیف‌تر شده است. در ادامه پیشنهاداتی در مورد اینکه چگونه معامله‌گران می‌توانند از این اطلاعات در معاملات خود استفاده کنند، ارائه خواهد شد.

آنالیز نسبت^۲

آنالیز نسبت عموماً در تحلیل قدرت نسبی به کار می‌رود (تحلیل قدرت نسبی در این متن به مقایسه دو سهام یا بازار با استفاده از نسبت قیمت آنها گفته می‌شود و نباید با شاخص قدرت نسبی^۳ که یک نوسانگر است و توسط ولز و یلدر ایجاد شده اشتباه گرفته شود). نمودارهای نسبت، امکان مقایسه هر دو بازار دلخواه، بدون توجه به قیمت آنها را فراهم می‌کنند. بیشتر کالاها بر اساس واحدهایی مثل سنت بر بوشل^۴، دلار بر اونس^۵ یا سنت بر پوند قیمت‌گذاری می‌شوند. آنالیز نسبت، امکان انجام مقایسه‌های جامع‌تری را فراهم می‌کند. قابلیت مقایسه‌ی هر دو بازار دلخواه، مخصوصاً وقتی قصد مقایسه بخش‌های مختلف بازارهای مالی را داریم، بسیار مهم است. برای مثال می‌توان به مقایسه شاخص CRB (کالا)، ارزشهای خارجی، اوراق قرضه خزانه و سهام‌های آتی با یکدیگر اشاره کرد.

1- Individual Ranking

2- Ratio Analysis

3- Relative Strength Index

۴- یک بوشل (Bushel) برابر ۳۵/۲۳۹ لیتر است.

۵- هر اونس برابر ۳۵/۲۸ گرم است.

از آنجایی که دانستن مطالبی مقدماتی برای درک این مسئله ضروری است، به این موضوع به طور مفصل در بخش ۱۲ خواهیم پرداخت و در اینجا تنها به گفتن همین مقدمات بسنده می‌کنیم.

نسبت‌های قدرت نسبی

وقتی نهادی را بر نهادی دیگر تقسیم می‌کنیم، مقدار یا نسبتی حاصل می‌شود. حال اگر تعداد زیادی از این مقادیر را بر روی نمودار رسم کنیم می‌توانیم خط حاصل از این مقادیر را با خطوط یا نسبت‌های دیگر مقایسه کنیم. اگر مخرج نسبت مذکور ثابت باشد مقادیر این نسبت تحت تأثیر قیمت صورت کسر قرار دارند. در واقع، اگر در نسبتی، مخرج کسر را ثابت نگه داریم و در صورت، قیمت کالاهای مختلف را قرار دهیم، کالایی که قیمت بالاتری دارد در نهایت مقدار کسر یا نسبت بالاتری خواهد داشت. بنابراین، یک روش عینی‌تر برای مقایسه این نسبت‌ها مورد نیاز است.

تحلیل نسبت دو کار انجام می‌دهد. اول، با تقسیم یک نهاد (قیمت کالا) بر نهاد دیگر (شاخص CRB) نسبتی ایجاد می‌کند. این نسبت به صورت شاخصی با مقدار اولیه ۱۰۰ تعریف می‌شود، به عبارت دیگر مقدار این نسبت هر چه باشد، به صورت قراردادی، آن مقدار را برابر عدد ۱۰۰ در نظر می‌گیریم و از آن به بعد نسبت‌های دیگر را بر اساس این مقدار قراردادی محاسبه می‌کنیم. طول بازه زمانی مورد نظر می‌تواند اب توجه به سلیقه معامله‌گر تغییر کند.

در مثال‌های این بخش از بازه‌های ۲۵ و ۱۰۰ روزه معاملاتی استفاده خواهد شد. با این حال، هر بازه زمانی دیگر نیز می‌تواند مورد استفاده قرار گیرد. با استفاده از نرم‌افزارهای رایانه‌ای می‌توان هر نسبتی را با هر بازه زمانی ایجاد کرد. با استفاده از این شاخص‌ها امکان مقایسه نسبت‌های مذکور فراهم می‌شود. برای مثال، وقتی عدد ۱۱۰ برای نسبتی حاصل می‌شود به معنی این است که در این دوره زمانی نسبت مذکور ۱۰ درصد افزایش داشته است. حاصل شدن عدد ۹۰ نیز به معنی کاهش ۱۰ درصدی نسبت، در یک دوره زمانی

است. بازاری که نسبت ۱۱۰ در آن حاصل شده است کارا تر^۱ از بازاری با نسبت ۹۰ است و از جهت رتبه‌بندی قدرت نسبی، در موقعیت بالاتری قرار می‌گیرد. خطوط قدرت نسبی همانند خطوط نسبت معمولی، مورد تحلیل قرار می‌گیرند. با این حال مزیت اصلی قدرت نسبی، ایجاد ساز و کاری برای مقایسه هدفمند بازارهای مختلف است. ساز و کاری که بتوان با استفاده از آن بازارهای مذکور را بر اساس کارایی‌شان رتبه‌بندی کرد.

مقایسه گروه‌ها

در این بخش به مقایسه هفت گروه شاخص CRB در ۱۰۰ روز معاملاتی، طی بازه زمانی اکتبر ۱۹۸۹ تا میانه فوریه ۱۹۹۰ خواهیم پرداخت. به این ترتیب و با استفاده از این روش، هفت گروه کالای این شاخص را طی دوره پنج‌ماهه فوق مورد بررسی خواهیم داد.^۲ نتایج این رتبه‌بندی به شکل زیر است:

- ۱- انرژی (۱۰۴/۴۶)
- ۲- فلزات گران‌بها (۱۰۴/۳۸)
- ۳- گوشت‌ها و احشام زنده (۱۰۲/۸۲)
- ۴- اقلام وارداتی (۹۷/۰۳)
- ۵- اقلام صنعتی (۹۵/۹۷)
- ۶- دانه‌های روغنی (۹۵/۵۴)
- ۷- حبوبات (۹۵/۳۹)

1- outperformed

۲- می‌توانید بخش ۷ را برای توضیحات بیشتر در مورد گروه کالاهای شاخص CRB مشاهده کنید.

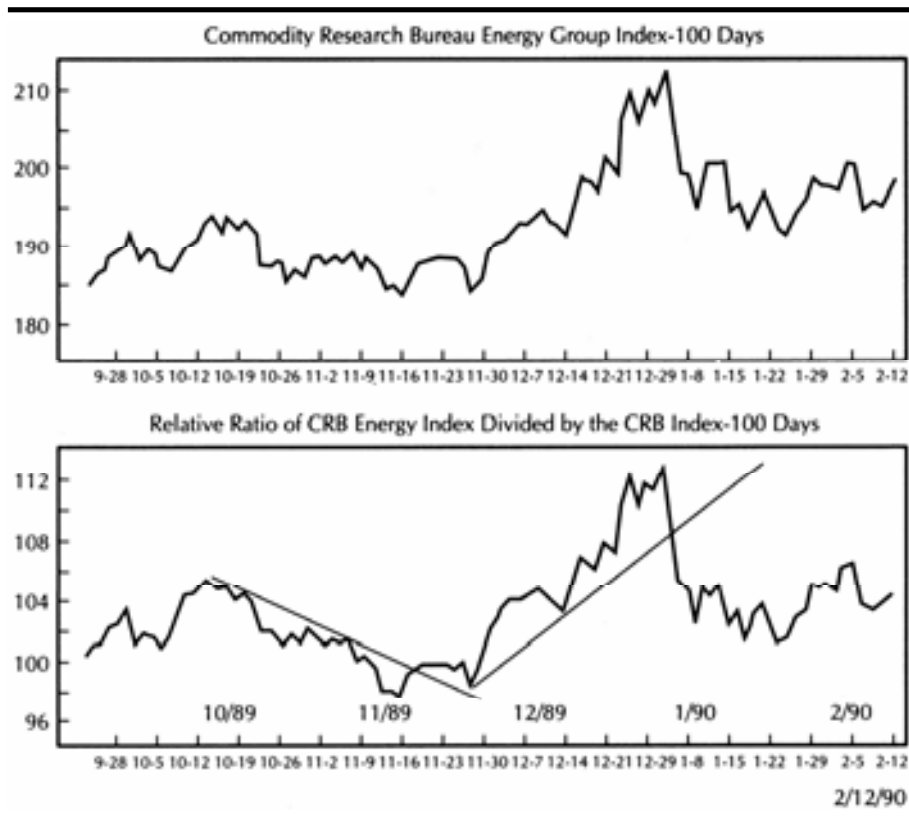
با توجه به نسبت‌های فوق، حتی قبل از رسم نمودار می‌توانیم اطلاعات بسیار مفیدی به دست آوریم. از این نسبت‌ها می‌توان فهمید که در این دوره ۱۰۰ روزه، گروه انرژی و فلزات گران‌بها چرخشی صعودی را تجربه کرده‌اند، در حالی که گروه حبوبات در همین مدت روندی نزولی را در پیش گرفته است. (سهام شرکت‌های مرتبط با بازارهای طلا و انرژی، بیشترین بازدهی را طی دوره زمانی مذکور داشته‌اند.) منطق تحلیل قدرت نسبی مشابه تحلیل روندها است. به عبارت دیگر، فرض می‌کنیم روندها مایلند جهت قبلی خود را حفظ کنند. فرضیه پایه‌ای تحلیل این است که بازار شروع معامله، بازاری است که پتانسیل بیشتری برای رونق دارد. در واقع ما بازاری را انتخاب می‌کنیم که از تمامی بازارها پیشروتر باشد. با اینکه هیچ تضمینی برای ادامه روند بازار پیشرو وجود ندارد، اما بهترین مکان برای شروع، همین بازار است. قدم بعد، تحلیل نموداری نسبت‌ها است.

نمودار نسبت‌های گروه کالاها

شکل‌های ۱۱.۱ تا ۱۱.۳ وضعیت دو بازار پیشرو (طلا و فلزات گران‌بها) را در مقابل ضعیف‌ترین گروه بازار (حبوبات) نشان می‌دهند. در هر شکل، شاخص اصلی گروه کالای مذکور، در بالا و نسبت مقایسه‌ای^۱ در پایین آورده شده است. تمامی نمودارها برای یک دوره زمانی ۱۰۰ روزه رسم شده‌اند. نسبت مقایسه‌ای، به راحتی از تقسیم شاخص گروه مذکور بر شاخص CRB به دست می‌آید. به این ترتیب، تحلیلگران می‌توانند هم خود شاخص را مورد مطالعه قرار دهند و هم خط نسبت آن را با روند کلی بازار مقایسه کنند. به عنوان یک قانون، هر دو نمودار می‌بایست در یک جهت حرکت کنند. در واقع هرگونه واگرایی بین این دو خط، می‌تواند به معنی پایان روند موجود تلقی شود.

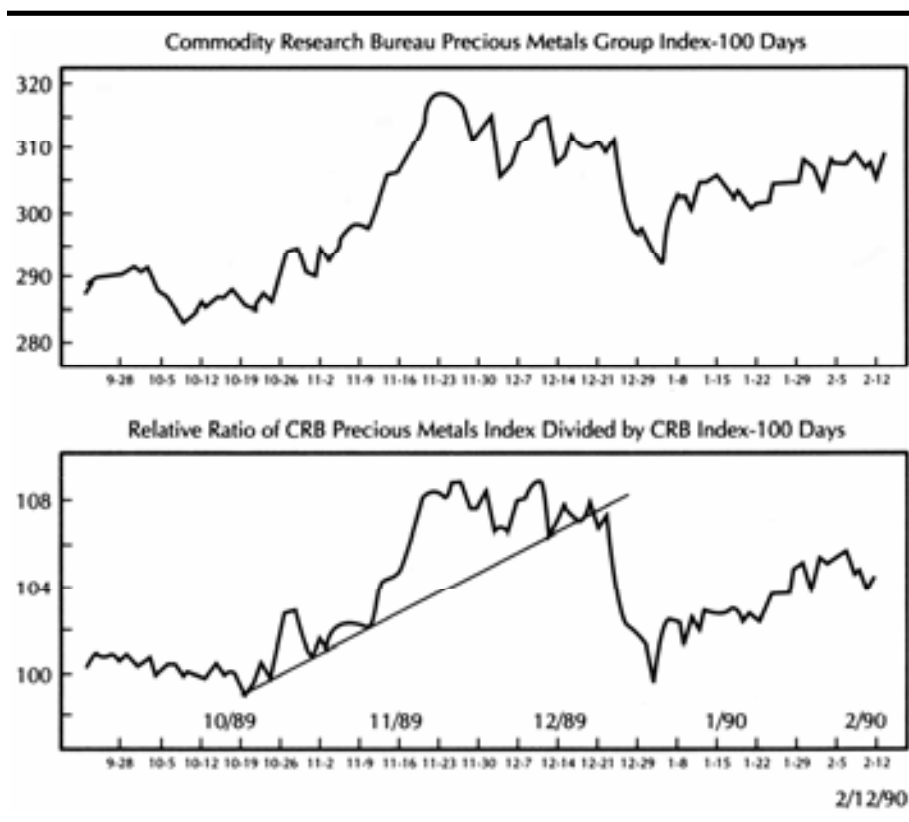
شکل ۱۱.۱

نمودار بالا نشان‌دهنده شاخص گروه انرژی CRB طی یک دوره ۱۰۰ روزه می‌باشد. نمودار پایین نیز، نسبت مقایسه‌ای شاخص گروه انرژی را به تصویر کشیده است. این نسبت از تقسیم مقدار شاخص گروه انرژی بر مقدار شاخص CRB به دست می‌آید. روند واقعی شاخص با روند این نسبت مقایسه می‌شود. در صورت مشاهده هرگونه واگرایی، اختلال تغییر روند صادر می‌شود. از خطوط روند در نمودارهای نسبت نیز می‌توان به همان صورت سنتی استفاده کرد. همان‌طور که مشاهده می‌کنید پس از عملکرد خوب گروه انرژی در اواخر سال ۱۹۸۹، کارایی این گروه در اوایل سال ۱۹۹۰ کاهش یافته است.



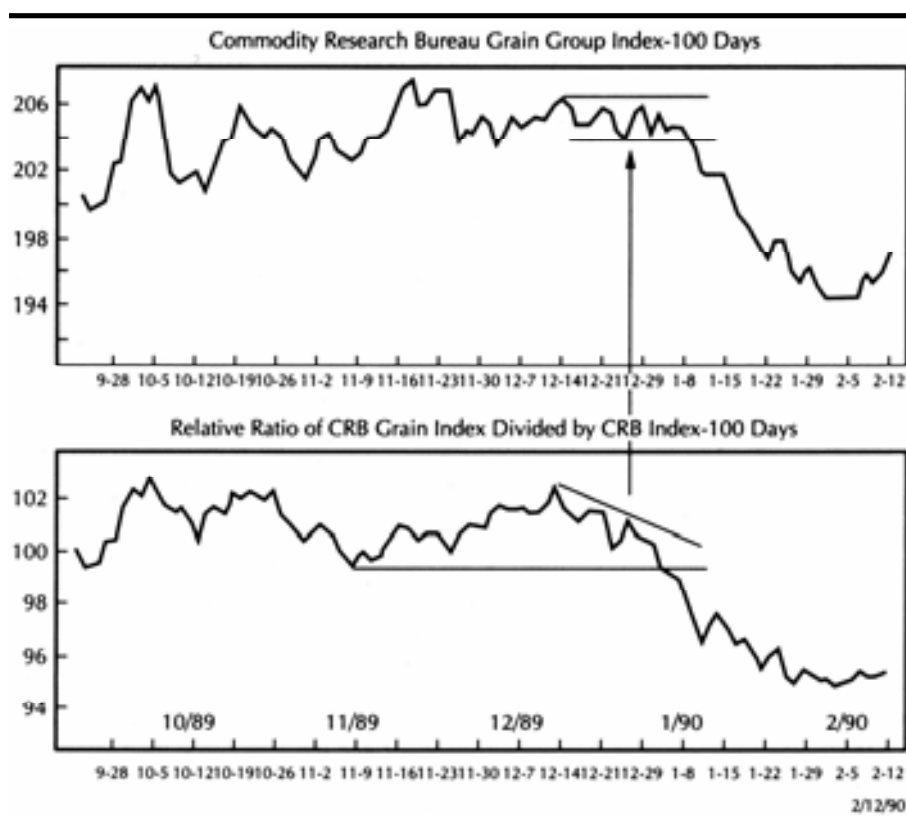
شکل ۱۱.۲

مقایسه شاخص گروه فلزات گرانبهای CRB (نمودار بالا) و نسبت شاخص فلزات گرانبهای CRB به شاخص CRB (نمودار پایین) طی یک دوره ۱۰۰ روزه. فلزات گرانبها، دومین گروه قدرتمند طی این دوره زمانی بوده‌اند. شکسته شدن خط روند صعودی نسبت مقایسه‌ای این گروه، از سقوط شاخص فلزات گرانبهای CRB حکایت می‌کند.



شکل ۱۱.۳

مقایسه شاخص گروه حبوبات CRB (نمودار بالا) و نسبت این شاخص بر شاخص CRB (نمودار پایین) طی ۱۰۰ روز معاملاتی. حبوبات ضعیف‌ترین گروه بازارهای کالا تا اوایل سال ۱۹۹۰ بوده است ولی در این زمان شواهدی دال بر تثبیت این بازار مشاهده می‌شود. در اواخر سال ۱۹۸۹، نسبت مذکور سقوط خود را اندکی قبل از سقوط واقعی شاخص حبوبات آغاز کرده است.



تحلیل گروه انرژی

با مشخص شدن دو گروه قدرتمند بازار، یک معامله‌گر باید به بررسی بازارهای جزئی‌تر درون هر گروه و تعیین کاراترین آنها بپردازد. شکل‌های ۱۱.۴ تا ۱۱.۶ نمودارهای کارایی نسبی سه بازار انرژی، یعنی نفت خام، بنزین بدون سرب و نفت کوره را نشان می‌دهند. بازار انرژی در ۱۰۰ روز معاملاتی با نسبت ۱۰۴/۴۶ دارای بهترین کارایی بوده

است. این نسبت به معنی کسب ۴/۴۶ درصد سود بیشتر این کالا، نسبت به کل بازار (شاخص CRB) طی دوره زمانی مذکور است. رتبه‌بندی بازار اصلی این گروه به شرح زیر است:

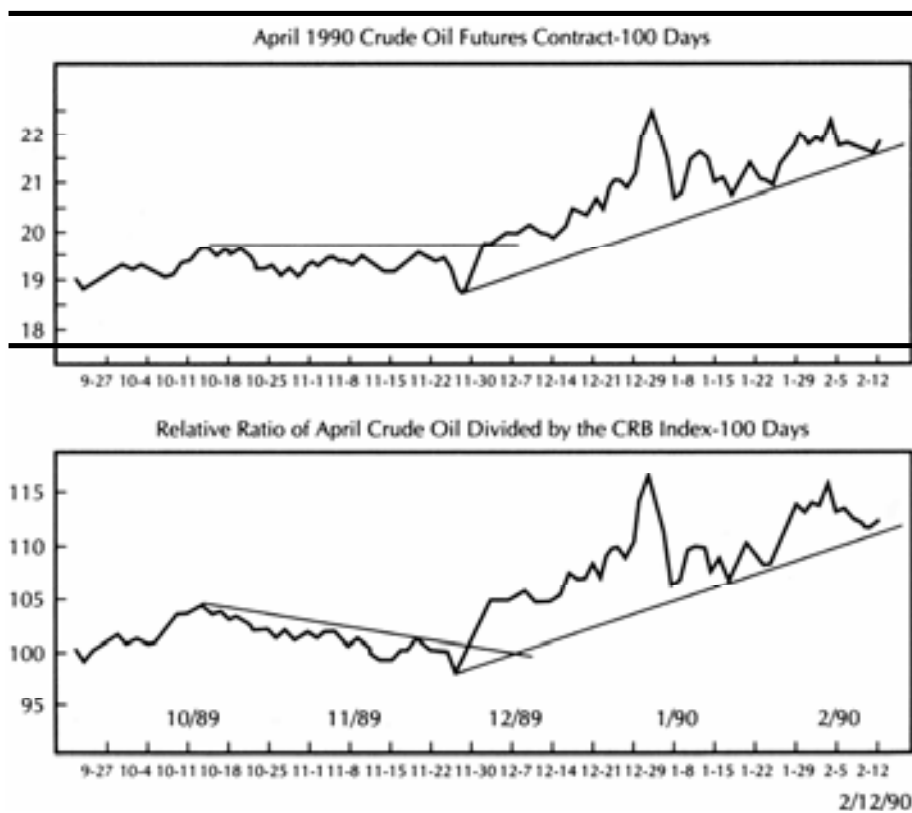
۱- نفت خام (۱۱۲/۲۴)

۲- بنزین (۱۱۱/۳۹)

۳- نفت کوره (۱۰۳/۱۱)

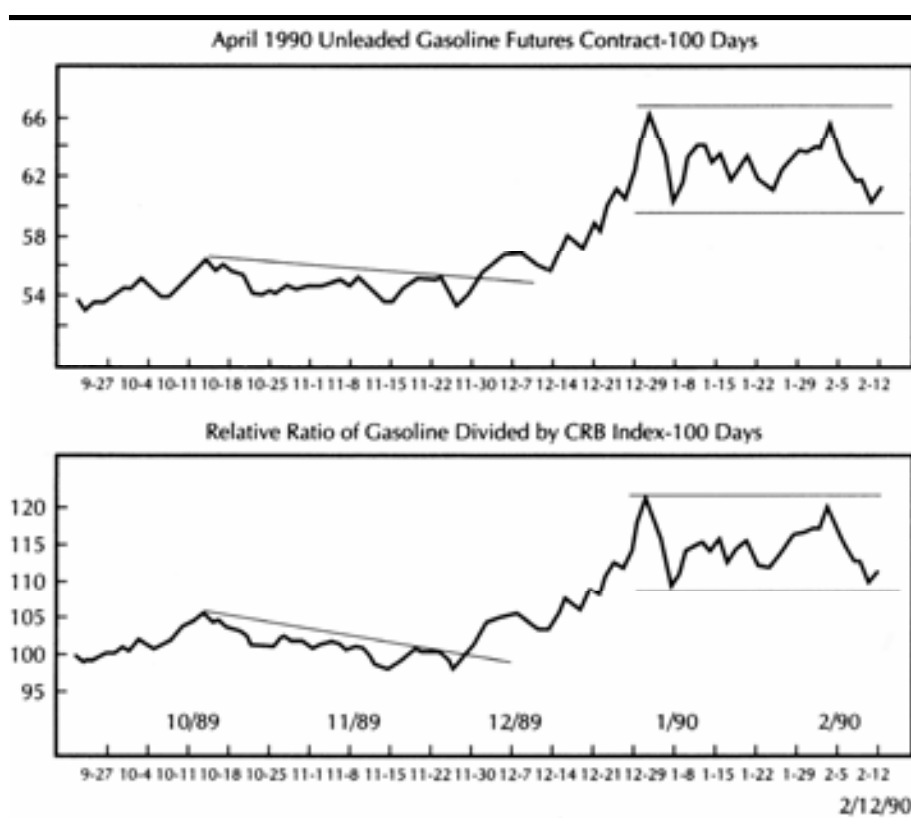
شکل ۱۱.۴

قیمت آتی نفت خام (نمودار بالا) در مقایسه با نسبت نفت خام به شاخص CRB (نمودار پایین)، طی دوره‌ی ۱۰۰ روزه معاملاتی. شکسته شدن خط مقاومت قیمت نفت در اواخر نوامبر سال ۱۹۸۹ با اتفاقی مشابه در نمودار نسبت نفت خام به شاخص CRB تأیید شده‌است و هر دو نمودار روندی صعودی در پیش گرفته‌اند.



شکل ۱۱.۵

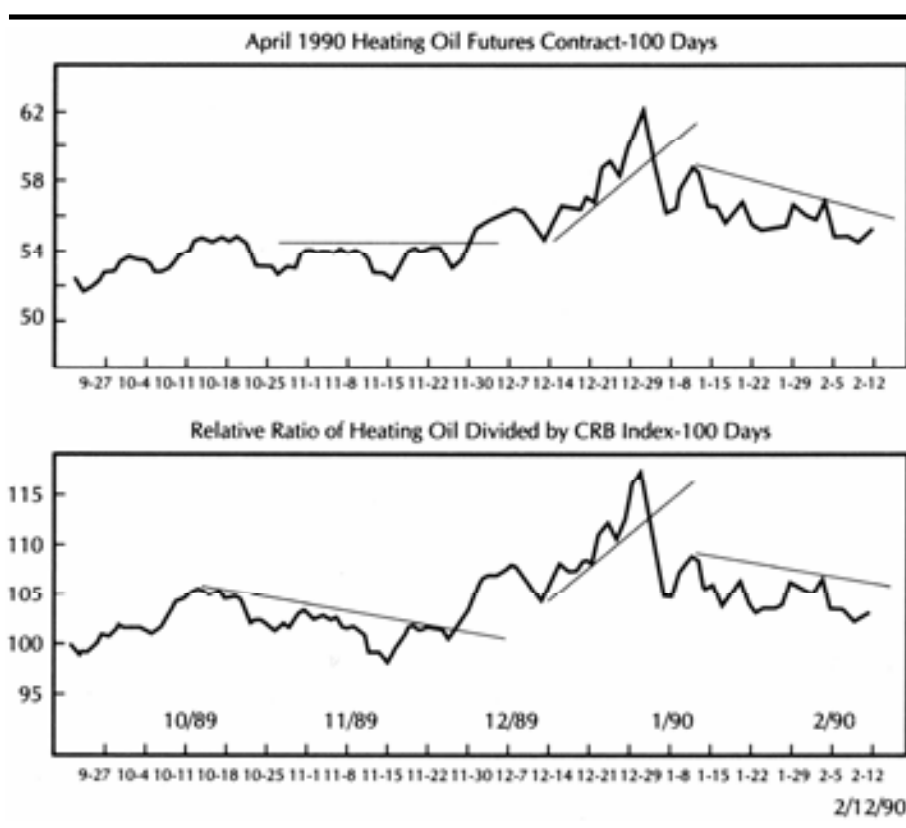
قیمت آتی بنزین بدون سرب (نمودار بالا) در مقایسه با نسبت بنزین بدون سرب بر شاخص CRB (نمودار پایین). هر دو نمودار بسیار به یکدیگر شبیه هستند. هرگونه انحراف نزولی از محدوده قیمتی بنزین بدون سرب، به معنی آغاز روند نزولی این بازار به حساب می‌آید. بازار بنزین بدون سرب آتی طی دوره ۱۰۰ روزه در حدود ۱۱ درصد کاراتراز شاخص CRB عمل کرده است. این بازار در سقوط ژانویه خود، ۱۰ درصد از کارایی خود را از دست داده است.



رتبه‌بندی فوق برتری بازار نفت خام را نسبت به دیگر بازارها نشان می‌دهد. بنابراین می‌توان این بازار را، در صورتی که گروه انرژی در شرایط رونق به سر برد، گزینه‌ای مناسب برای سرمایه‌گذاری بلندمدت در نظر گرفت. اما اگر وضعیت بازار انرژی مناسب نباشد، گزینه‌های فروش برای یک معامله‌گر، کالاهای این گروه می‌باشند.

شکل ۱۱.۶

قیمت آتی نفت کوره (نمودار بالا) در مقایسه با نسبت نفت کوره به شاخص CRB (نمودار پایین). نفت کوره ضعیف‌ترین کالای گروه انرژی طی دوره ۱۰۰ روزه مورد بررسی بوده است. اگر بازارهای انرژی روندی نزولی در پیش بگیرند، این بازار محتمل‌ترین گزینه برای فروش به حساب می‌آید. این مسئله به دلیل ضعف رتبه قدرت نسبی این کالا در مقایسه با دیگر کالاهای این گروه است.



تحلیل گروه فلزات گران‌بها

شکل‌های ۱۱.۷ تا ۱۱.۹ نمودار کارایی سه فلز گران‌بها (طلا، پلاتین و نقره) را در مقایسه با شاخص CRB نشان می‌دهند. طی یک دوره ۱۰۰ روزه، رتبه‌بندی زیر برای سه فلز فوق حاصل شده است:

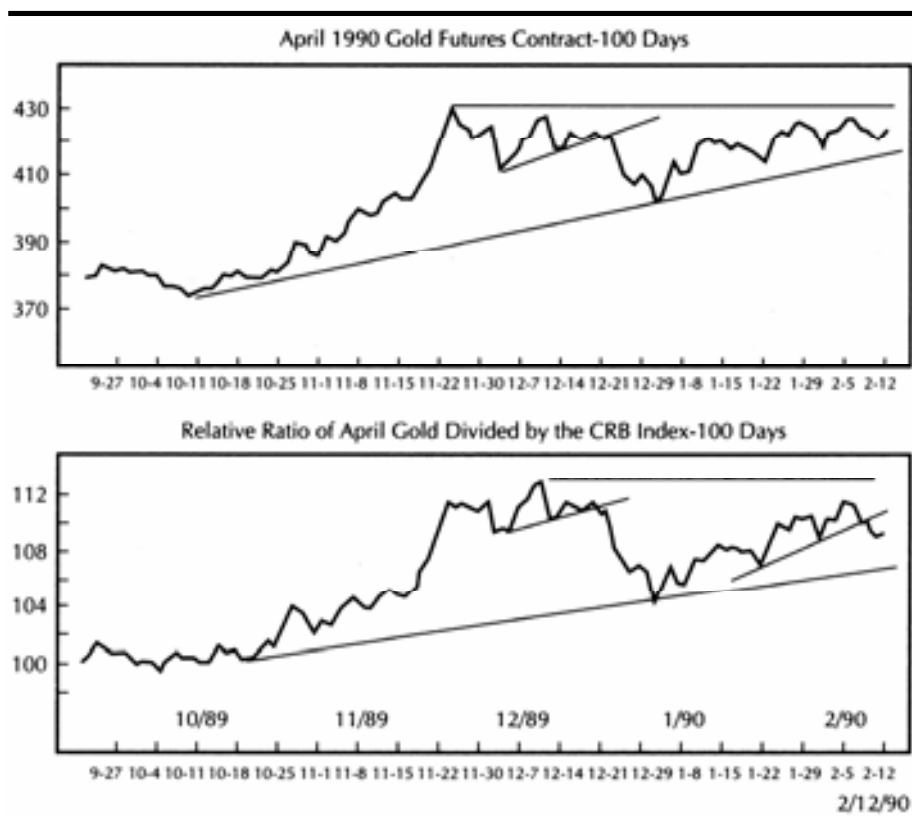
۱- طلا (۱۰۹/۲۰)

۲- پلاتین (۱۰۵/۴۰)

۳- نقره (۹۵/۹۲)

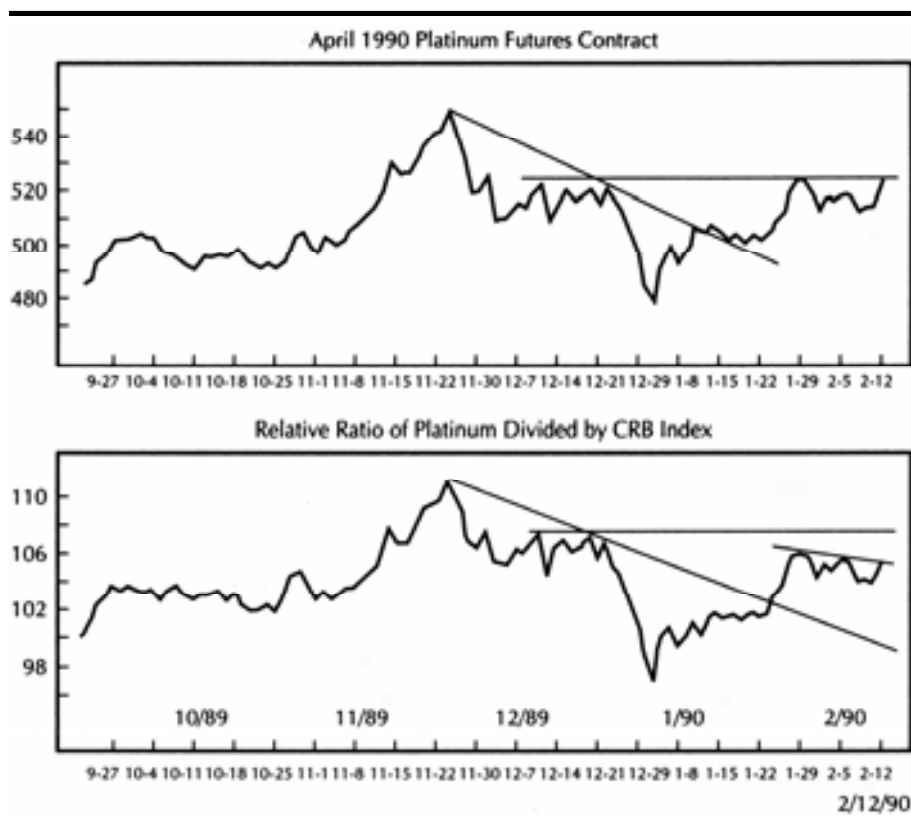
شکل ۱۱.۷

قیمت آتی طلا (نمودار بالا) در مقایسه با نسبت قیمت طلا به شاخص CRB (نمودار پایین). طی دوره‌ی ۱۰۰ روزه مورد بررسی، طلا با اینکه اندکی از بیشترین قیمت خود فاصله گرفته است، هنوز هم در حدود ۹ درصد کاراتر از شاخص CRB عمل کرده است. نمودار خط نسبت قبل از نمودار قیمت طلا خط حمایت خود را شکسته است. این اتفاق خطری برای ضعف این بازار به حساب می‌آید.



شکل ۱۱.۸

قیمت آتی پلاتین (نمودار بالا)، در مقایسه با نسبت قیمت پلاتین به شاخص CRB (نمودار پایین). گرچه هر دو نمودار بسیار مشابه یکدیگرند، خط نسبت کمی نسبت به قیمت آتی پلاتین تاخیر دارد. واگرایی این دو نمودار نشانه آغاز ضعف این بازار به حساب می‌آید.

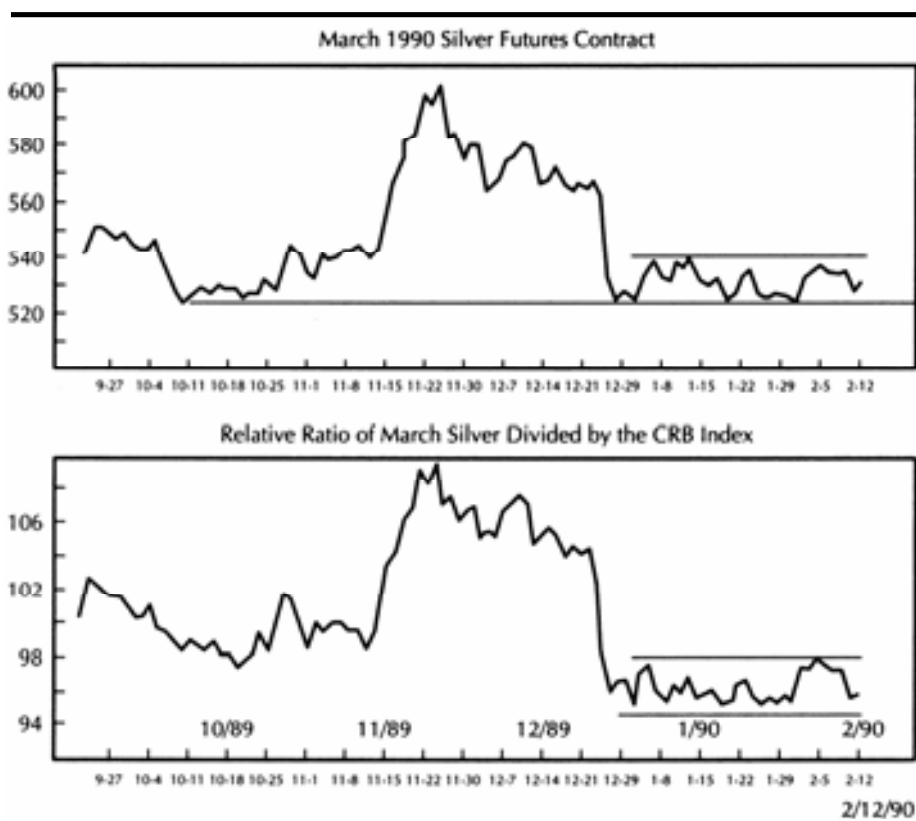


نسبت مقایسه‌ای طلا، طی ۱۰۰ روز، ۹/۲ درصد افزایش نشان می‌دهد، در حالی که این رقم برای پلاتین تنها ۵/۴ درصد است. در همین دوره زمانی، نقره ۴/۰۸ درصد از ارزش خود را از دست داده است. مقادیر فوق نشان می‌دهند که طلا، قوی‌ترین بازار این گروه، پلاتین، دومین بازار قوی و نقره، ضعیف‌ترین بازار این گروه می‌باشد. بر این اساس می‌توان گفت، در شرایطی که بازار این گروه در دوران رونق خود به سر برد، برای انتخاب موقعیت‌های

خرید باید بیشترین تأکید، بر دو بازار طلا و پلاتین صورت گیرد. در شرایط رکودی بازار فلزات گران بها، نقره اولین انتخاب برای فروش به حساب می آید.

شکل ۱۱.۹

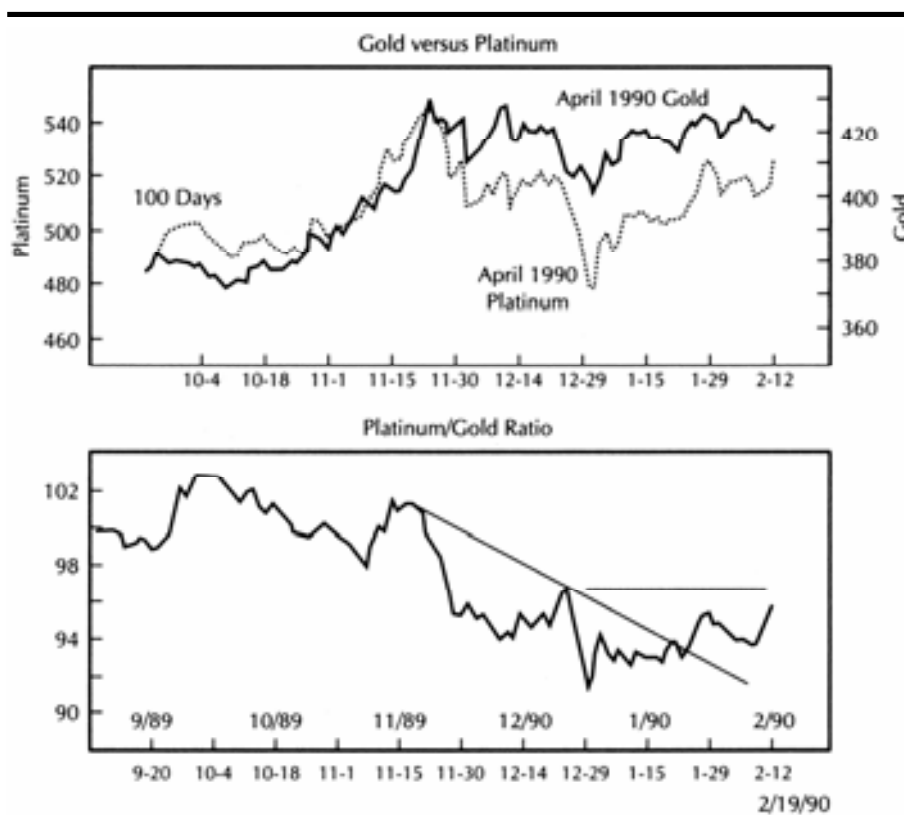
قیمت آتی نقره (نمودار بالا) در مقایسه با نسبت قیمت نقره به شاخص CRB (نمودار پایین). نقره ضعیف ترین کالای گروه فلزات گران بها طی دوره مذکور به حساب می آید و نسبت به شاخص CRB، ۴۰ درصد کارایی کمتری داشته است.



تحلیل نسبت در درون هر گروه می‌تواند به یافتن یک یا دو کالا که در بیشتر زمان‌ها نسبت به دیگر کالاهای آن گروه کاراتر هستند نیز کمک کند. با استفاده از تحلیل نسبت در بازار فلزات گران‌بها، قصد داریم کاربرد مورد فوق را بیشتر درک کنیم. شکل ۱۱.۱۰ نمودار نسبت پلاتین به طلا را طی ۱۰۰ روز معاملاتی از اکتبر ۱۹۸۹ تا میانه فوریه ۱۹۹۰ نشان داده است. این همان دوره زمانی است که تمام نمودارهای این بخش در آن مورد بررسی قرار گرفته‌اند. نمودار بالایی و نمودار پایینی این شکل، هر دو نشان می‌دهند که طلا در بیشتر روزهای چند ماه اخیر، کاراتر و سودآورتر از پلاتین عمل کرده است. گرچه هر دو بازار طلا و پلاتین در این دوره روندی صعودی داشته‌اند، ولی بازار طلا عملکردی بهتر ارائه کرده است. با این حال، با توجه به نمودار پایینی شکل ۱۱.۱۰، به نظر می‌رسد این رابطه در حال تغییر است. بر اساس قدرت نسبی، نسبت پلاتین به طلا پس از سپری کردن یک دوره نزولی در حال بهبود است و احتمالاً روندی معکوس را در پیش خواهد گرفت. بر این اساس، می‌توان این‌گونه نتیجه گرفت که معامله‌گران بازار فلزات گران‌بها، می‌بایست جابجایی سرمایه خود را از بازار طلا به بازار پلاتین آغاز کنند. چرا که به نظر می‌رسد اکنون بازار پلاتین از دو بازار دیگر این گروه قوی‌تر شده است.

شکل ۱۱.۱۰

قیمت آتی طلا و پلاتین (نمودار بالا)، در مقایسه با نسبت پلاتین به طلا (نمودار پایین). گرچه طلا در اکثر اوقات سه- ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ قوی‌تر از پلاتین بوده است، شکسته شدن خط روند نزولی نسبت این دو فلز در ژانویه ۱۹۹۰ از قدرت گرفتن پلاتین خبر می‌دهد. در این شرایط اگر در اوضاع رونق باشیم، بازار پلاتین گزینه مناسبی برای خرید و اگر در شرایط رکود به سر بریم، طلا بهترین گزینه برای فروش به حساب می‌آید.



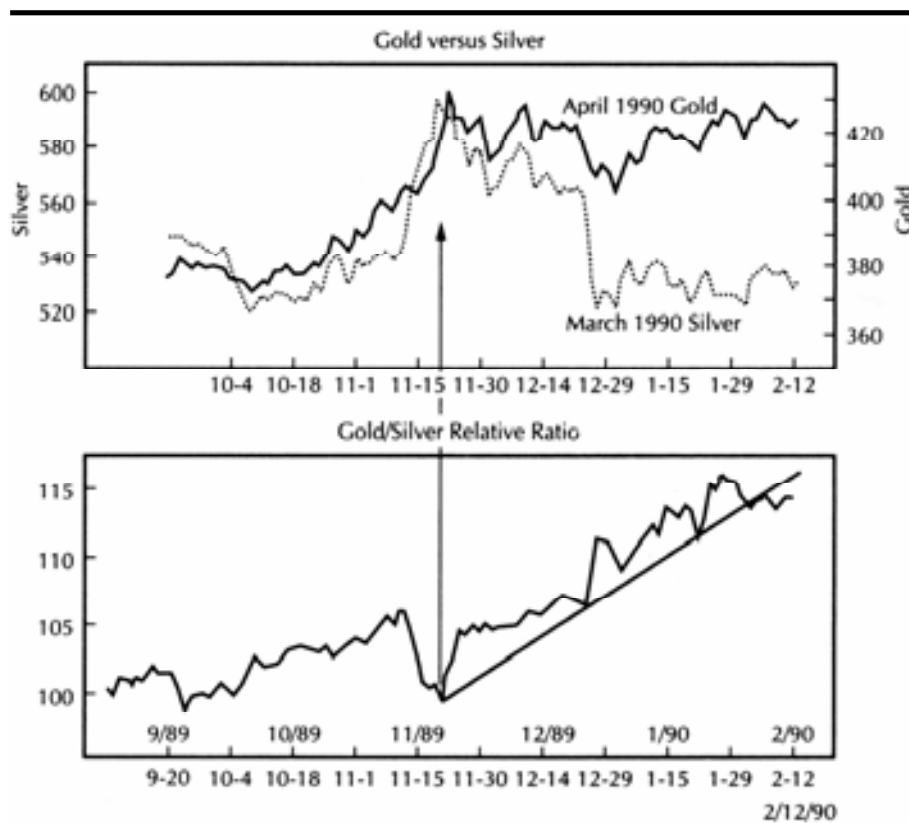
نسبت طلا به نقره

شکل ۱۱.۱۱ نشان‌دهنده نسبت طلا به نقره در همان بازه ۱۰۰ روزه است. از آن جایی که خط نسبت در حال افزایش است، می‌توان گفت که بازار طلا نسبت به نقره، با اختلاف زیادی، از کارایی بیشتری برخوردار است. البته باید توجه کرد که روند صعودی نسبت فوق از ماه نوامبر شدت گرفته است. این امر بدان معنی است که اگر ضعف بازار نقره

همچنان ادامه یابد، نقره می‌تواند به عنوان گزینه مناسبی برای فروش در نظر گرفته شود. نمودار بالا، مقایسه عملکرد واقعی نقره در مقابل طلا را نشان می‌دهد. در حالی که طلا از شکستن حد مقاومت خود باز مانده است، نقره همچنان بالاتر از حد حمایت خود در نوسان است. ایجاد یک نقطه عطف صعودی در روند نقره، اگر با سقوط نسبت طلا به نقره همراه باشد، می‌تواند به معنی مناسب بودن انتخاب بازار نقره برای خرید تعبیر شود.

شکل ۱۱.۱۱

قیمت آتی طلا و نقره (نمودار بالا)، در مقایسه با نسبت طلا به نقره (نمودار پایین). طی این دوره ۱۰۰ روزه، طلا در حدود ۱۴ درصد کاراتر از نقره عمل کرده است. شکسته شدن خط روند نزولی نسبت این دو فلز، به این معنی است که نقره در حال تقویت شدن است؛ گرچه نقره هنوز به عنوان گزینه‌ای مناسب برای خرید نیاز به آغاز روندی صعودی در قیمت خود دارد.

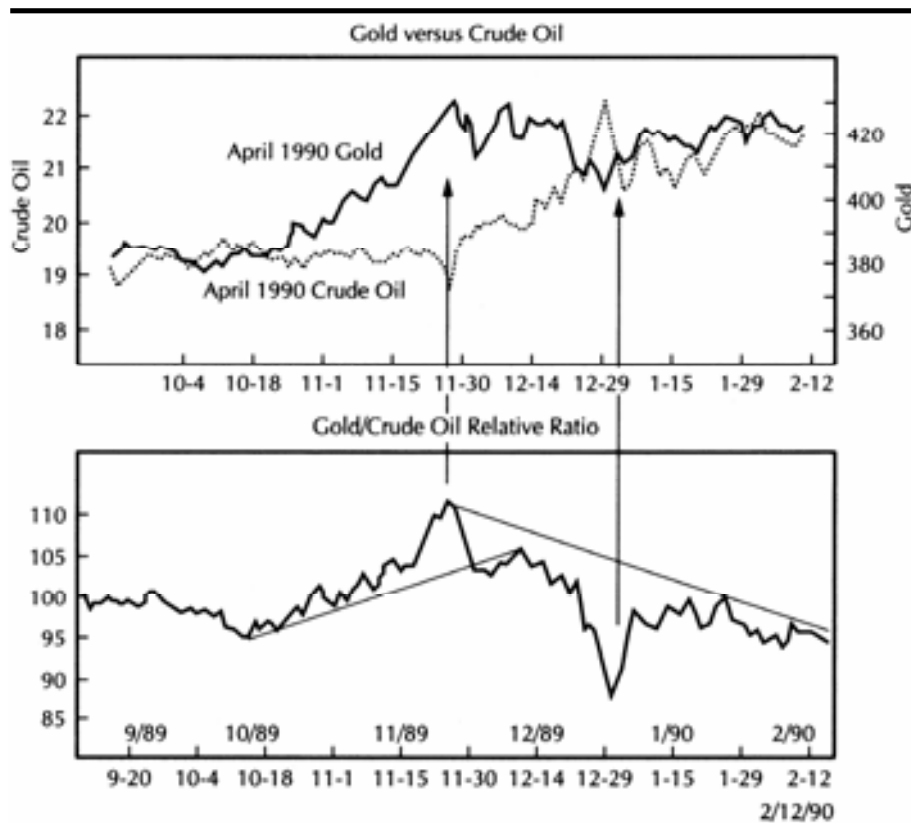


طلا در مقابل نفت

علاوه بر مقایسه‌های فوق، مقایسه کارایی دو بازار مختلف از دو گروه متفاوت، نظیر گروه فلزات و گروه انرژی نیز بسیار مفید است. نمودار بالایی شکل ۱۱.۱۲، امکان مقایسه دو بازار طلا و بازار آتی نفت خام را فراهم کرده است. نمودار پایین نیز نسبت طلا به نفت را به تصویر کشیده است. وقتی این نسبت بالا می‌رود (مانند اکتبر و نوامبر ۱۹۸۹)، یعنی بازار طلا کاراتر از بازار نفت است. با شروع ماه اکتبر، این بار بازار نفت کارایی بهتری را به نمایش گذاشته است (نسبت طلا به نفت از این زمان سقوط کرده است). با توجه به اینکه طی سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۹، هر دو بازار، طلا و نفت کارایی بالایی داشته‌اند، بنابراین هر دو بازار مکان مناسبی برای سرمایه‌گذاری در این دوره زمانی به حساب می‌آیند. مقایسه قدرت نسبی دو بازار قدرتمند، بُعد جدیدی در تحلیل تکنیکی یک معامله‌گر ایجاد می‌کند. این بُعد جدید، توانایی هدایت سرمایه بیشتر به بازار قوی‌تر است.

شکل ۱۱.۱۲

قیمت آتی طلا و نفت خام (نمودار بالا)، در مقایسه با نسبت طلا به نفت خام (نمودار پایین). در نوامبر ۱۹۸۹، طلا کاراتر از نفت عمل کرده و گزینه مناسب‌تری برای خرید به حساب می‌آمده، اما از اوایل دسامبر، جای این دو کالا عوض شده است. با توجه به اینکه هر دو بازار در شرایط صعودی به سر می‌برند، نمودار نسبت می‌تواند به انتخاب گزینه بهتر از بین دو گزینه مطلوب موجود کمک کند.



رتبه‌بندی مجزای بازارهای کالا

یکی دیگر از راه‌های رتبه‌بندی کارایی بازارهای کالا، رتبه‌بندی این بازارها به صورت مجزا بر اساس نسبت مقایسه‌ای آنها می‌باشد. برای نشان دادن این موضوع، دو بازه زمانی جداگانه ۱۰۰ روزه و ۲۵ روزه را انتخاب کرده‌ایم. با انتخاب دو بازه مختلف، می‌توان نشان داد چگونه رتبه‌بندی کالاها در طی زمان تغییر می‌کند.

رتبه در ۲۵ روز اخیر	کالا	رتبه در ۱۰۰ روز اخیر	کالا
۱۰۵/۷۰*	الوار	۱۴۴/۳۴	عصاره پرتغال
۱۰۵/۶۲	عصاره پرتغال	۱۱۲/۲۴	نفت خام
۱۰۵/۵۹*	پلاتین	۱۱۱/۳۹	گازوئیل
۱۰۵/۳۶	نفت خام	۱۰۹/۴۱	خوک
۱۰۴/۵۲*	شکر	۱۰۹/۲۰	طلا
۱۰۴/۴۰*	قهوه	۱۰۵/۴۰	پلاتین
۱۰۳/۲۷	طلا	۱۰۴/۴۰	الوار
۱۰۳/۰۴*	احشام زنده	۱۰۴/۳۴	شکر
۱۰۲/۰۳*	کاکائو	۱۰۳/۱۱	نفت کوره
۱۰۱/۶۱*	ذرت	۱۰۲/۷۹	احشام
۱۰۱/۲۳*	کتان	۹۹/۵۹	گوشت خوک
۱۰۰/۵۹	گازوئیل	۹۹/۱۳	ذرت
۱۰۰/۴۰*	روغن سویا	۹۷/۷۱	قهوه
۱۰۰/۲۸*	نقره	۹۶/۸۱	گندم
۹۸/۲۹	نفت کوره	۹۵/۹۲	نقره
۹۸/۱۲	خوک زنده	۹۳/۹۱	روغن سویا
۹۷/۲۴	سویا	۹۱/۱۶	سویا
۹۶/۱۲	گندم	۹۰/۰۷	جو
۹۳/۳۵	جو	۸۹/۰۴	شیر سویا
۹۳/۰۴	گوشت	۸۸/۸۱	کتان
۹۰/۸۸*	مس	۸۷/۲۸	کاکائو
۸۹/۷۶	گوشت خوک	۸۲/۷۷	مس

در جدول قبل، دو ستون رتبه‌بندی قدرت نسبی نشان داده شده است. دومین ستون از سمت چپ، نسبت مقایسه‌ای (قیمت کالای بازار، تقسیم بر شاخص CRB) کالای مربوطه را طی ۲۵ روز نشان می‌دهد. در ستون چهارم نیز این نسبت برای بازه ۱۰۰ روزه محاسبه شده است. منطقی به نظر می‌رسد اگر بگوییم بازه زمانی بزرگ‌تر، برای مطالعات و تصمیمات بلند-مدت‌تر و بازه کوتاه‌مدت، برای معاملات کوتاه‌مدت‌تر مناسب باشد. در ستون چهارم، شش بازار کارا، طی دوره مورد بررسی عبارتند از عصاره پرتغال، نفت، بنزین، خوک، طلا و پلاتین. دنبال‌کنندگان روندهای بازار، ممکن است به دلیل اینکه این بازارها به نظر بازارهای قدرتمندتری هستند، بر این شش بازار تمرکز کنند. ناراضیان بازار نیز احتمالاً برای خروج، بازارهای انتهایی لیست را انتخاب خواهند کرد. این بازارها که عبارتند از مس، کاکائو، کتان، سویا و نقره، به نظر روندی نزولی دارند و از قدرت کمتری نسبت به کل بازارهای کالا برخوردارند.

کالاهایی که در ستون دوم با ستاره علامت‌گذاری شده‌اند، کالاهایی هستند که در بازه زمانی کوتاه‌تر اخیر (بازه ۲۵ روزه) وضعیت بهتری نسبت به بازه بلندمدت‌تر خود داشته‌اند. این بازارها شامل بازارهای الوار، پلاتین، شکر، قهوه، احشام زنده، کاکائو، ذرت، کتان، روغن سویا، نقره و مس می‌باشند. از آنجا که این بازارها در بازه زمانی کوتاه‌مدت اخیر، وضعیت بهتری داشته‌اند، معامله‌گری که قصد دارد لیست رتبه‌بندی بلندمدت را برای انتخاب بازارهای مناسب مورد بررسی قرار دهد، می‌تواند به این بازارها بیشترین توجه داشته باشد. این نوع نگرش، احتمالاً می‌تواند بازارهای مذکور را در لیست انتخاب نهایی معامله‌گر قرار دهد.

با استفاده از به کارگیری دو بازه زمانی (مانند دو بازه زمانی ۱۰۰ و ۲۵ روزه) تحلیلگر می‌تواند علاوه بر رتبه‌بندی صرف بازارهای مختلف، تغییرات رتبه‌بندی بازارها را نیز مشاهده کند. بررسی قدرت نسبی به تنهایی، منجر به از دست دادن اطلاعات مفیدی خواهد شد. ممکن است بازاری قدرت نسبی بالایی داشته باشد، اما این قدرت نسبی در حال ضعیف شدن باشد. بر عکس این حالت نیز محتمل است. یعنی ممکن است مقدار قدرت

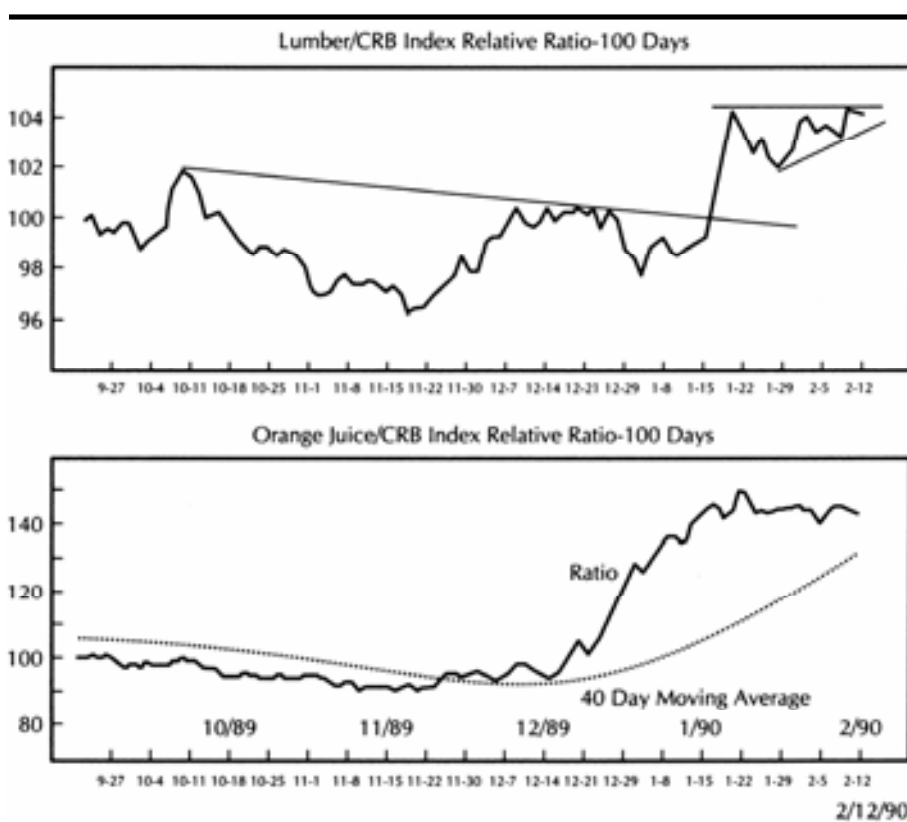
نسبی یک بازار عدد بالایی نباشد، اما این بازار در حال تقویت شدن باشد. در واقع با اینکه رتبه یک بازار از اهمیت زیادی برخوردار است، روند تغییر رتبه بازار مذکور از اهمیت به مراتب بیشتری برخوردار است. به عنوان یک اصل در تحلیل هر نموداری، معامله گر در بازاری دست به خرید خواهد زد که روند خط نسبت آن صعودی باشد. علامت‌های پایان یک الگوی صعودی (نظیر شکسته شدن خط روند) می‌تواند اخطاری برای فروش فوری کالای مربوطه تلقی شود. شکل‌های ۱۱.۱۳ تا ۱۱.۱۵ نسبت مقایسه‌ای شش بازار را طی دوره زمانی ۱۰۰ روزه، از سپتامبر ۱۹۸۹ تا میانه فوریه ۱۹۹۰ نشان می‌دهد.

کالاهای انتخاب شده

شکل ۱۱.۱۳، نمودار نسبت قیمت الوار به شاخص CRB را در نمودار بالا و نسبت قیمت آب پرتغال به شاخص CRB را در قسمت پایین نشان می‌دهد. این دو بازار به ترتیب بهترین رتبه‌ها را در دوره ۲۵ روزه به خود اختصاص داده‌اند (آب پرتغال در دوره ۱۰۰ روزه رتبه اول و الوار رتبه هفتم را کسب کرده است). شکل ۱۱.۱۴، در دو نمودار مجزا، نسبت‌های شکر و قهوه را نشان می‌دهد. گرچه شکر طی یک ماه گذشته از رتبه بالاتری برخوردار بوده، قهوه روند رو به رشد بهتری را به نمایش گذاشته است. شکل ۱۱.۱۵ نیز نشان‌دهنده دو بازار با عملکرد ضعیف است. البته نسبت‌های کتان (نمودار بالا) و روغن سویا (نمودار پایین) خط روند نزولی خود را شکسته‌اند و احتمالاً روندی صعودی را آغاز خواهند کرد. شکل ۱۱.۱۶ مثالی از یک بازار در حال احیا را ارائه می‌کند.

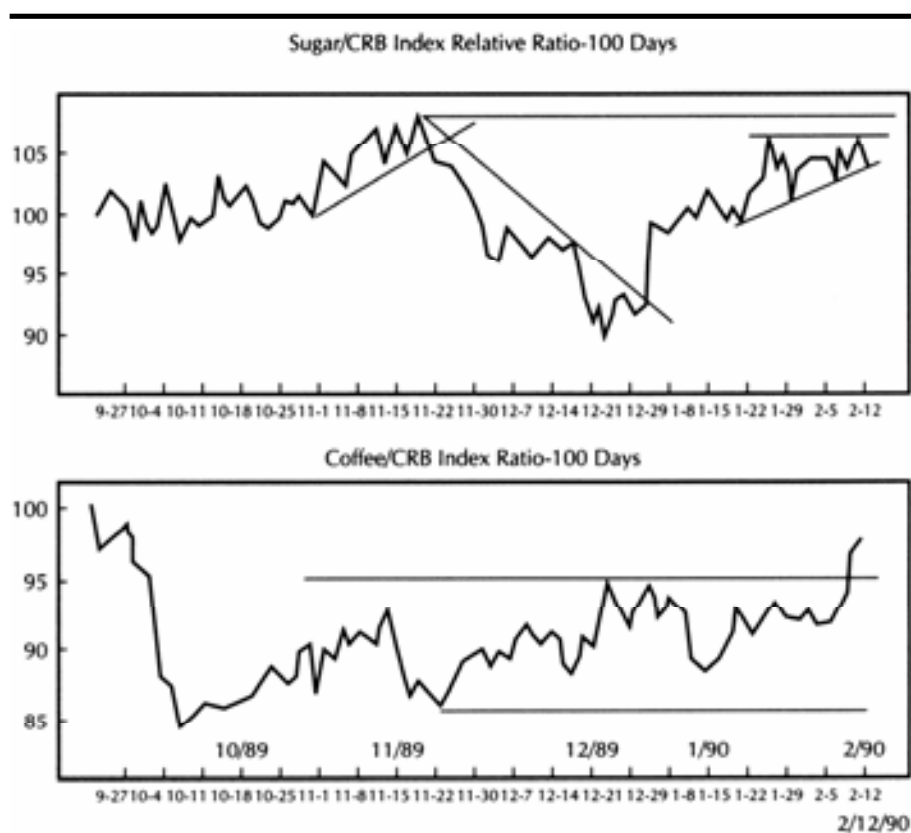
شکل ۱۱.۱۳

هر دو نمودار از روند قدرتمندی در اواخر سال ۱۹۸۹ و اوایل سال ۱۹۹۰ حکایت می‌کنند. نمودار بالایی، نسبت الوار به شاخص CRB را نشان می‌دهد. نمودار پایین نیز نسبت عصاره پرتغال به شاخص CRB را به همراه خطی که نشان‌دهنده میانگین متحرک ۴۰ روزه است به تصویر کشیده است. هر دو بازار به شدت تقویت شده‌اند. بازارهای با رتبه بالا در قدرت نسبی، گاهی در شرایط خریدهای هیجانی به سر می‌برند.



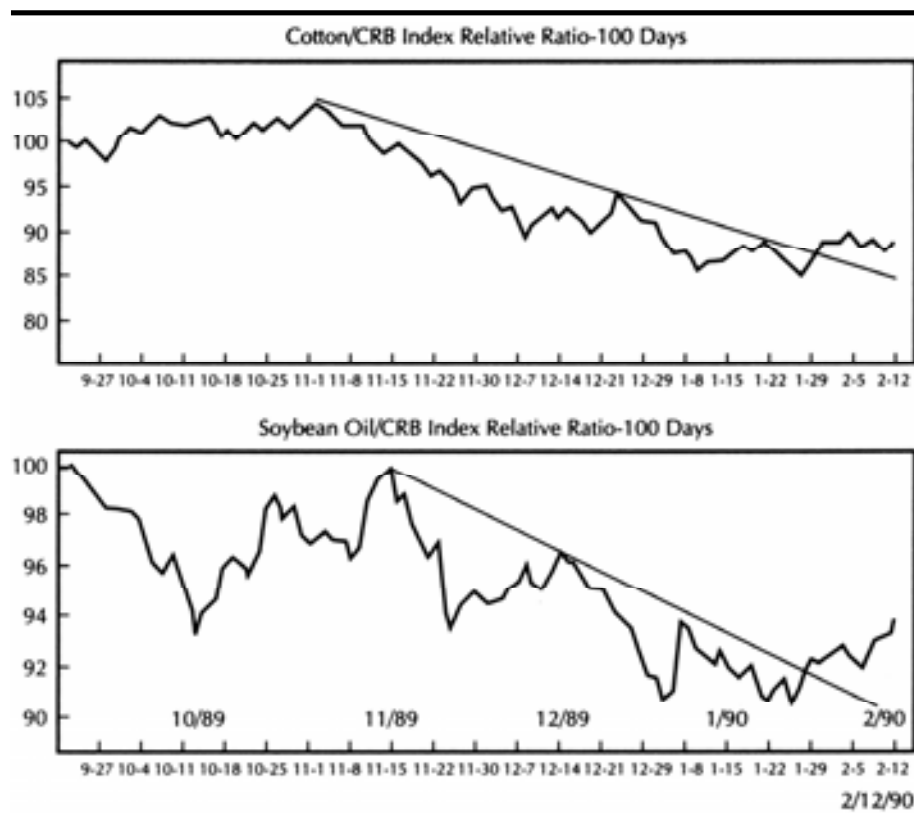
شکل ۱۱.۱۴

نسبت شکر به شاخص CRB (نمودار بالا)، ظاهراً روندی صعودی در پیش گرفته است، اما ادامه این روند نیاز به شکستن سطح مقاومت این نسبت دارد. نسبت قهوه به شاخص CRB (نمودار پایین)، اخطار قطعی برای آغاز روند صعودی خود را با شکستن خط مقاومت صادر کرده است. گرچه شکر از رتبه بالاتری نسبت به قهوه برخوردار است (مقدار نسبت برای شکر ۱۰۴ و برای قهوه ۹۷ می باشد)، قهوه از دید یک تحلیلگر تکنیکی، کالای مناسب تری برای خرید به حساب می آید. هر دو کالای مذکور جزو مهم ترین گروه های شاخص CRB بوده و روندی مشابه دارند.



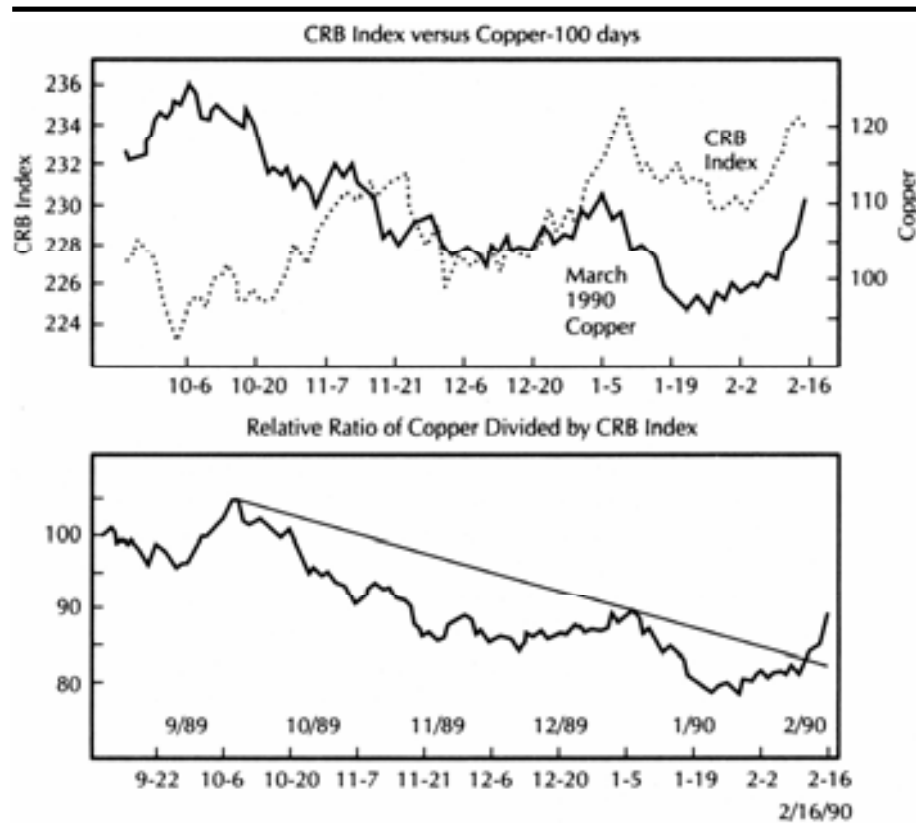
شکل ۱۱.۱۵

مثال‌هایی از دو نسبت که در اوایل سال ۱۹۹۰ روند صعودی خود را آغاز کرده‌اند. هر دو نسبت کتان به شاخص CRB (نمودار بالا) و روغن سویا به شاخص CRB (نمودار پایین)، خط روند نزولی خود را شکسته‌اند. روغن سویا الگوی بهتری ایجاد کرده و از نسبت بالاتری در مقایسه با کتان برخوردار است.



شکل ۱۱.۱۶

مثالی از بازاری که به شدت در شرایط فروش هیجانی قرار دارد. مس پایین ترین رتبه قدرت نسبی را طی ۱۰۰ روز مورد بررسی، به خود اختصاص داده است. رتبه پایین به همراه روند صعودی نسبت این کالا، از بازاری حکایت می کند که در حال گذار از حالت فروش هیجانی است و به زودی روند صعودی خود را از سر خواهد گرفت. این کالای در حال احیا که در کف قیمتی مناسب به سر می برد، می تواند گزینه ای مناسب برای سوداگران فرصت طلب باشد که آن را خریداری کنند و در عوض کالاهایی که در رتبه های بالایی از جهت قدرت نسبی قرار دارند و احتمالاً پیشرفت چشمگیری نخواهند داشت را بفروشند.



خلاصه

در این فصل کاربرد تحلیل قدرت نسبی را در بازارهای کالا، با استفاده از نسبت‌های جداگانه بازارهای کالا و گروه کالاها بر شاخص CRB مورد بررسی قرار دادیم. با استفاده از نسبت مقایسه‌ای، امکان مقایسه عددی قدرت‌های نسبی برای رتبه‌بندی گروه کالاها و بازارهای مختلف نیز فراهم می‌شود. هدف از تحلیل قدرت نسبی، تمرکز بر با ثبات‌ترین موقعیت‌ها در قوی‌ترین گروه بازارهای کالا و در مناسب‌ترین کالای آن گروه است. یک راه دستیابی به این هدف، یافتن قوی‌ترین گروه کالا در مرحله نخست و پس از آن شناخت قوی‌ترین بازار در این گروه است. راه دیگر، رتبه‌بندی جداگانه تمامی بازارهای کالا است. ضعیف‌ترین بازارها در ضعیف‌ترین گروه‌های بازار، گزینه‌های مناسبی برای فروش به حساب می‌آیند.

روند خط قدرت نسبی بسیار با اهمیت است. بهترین راه تشخیص این روند، استفاده از تحلیل نموداری سنتی بر روی این نسبت است. علاوه بر بررسی خود روند، باید آن را با گروه کالای متناظر با آن نیز مقایسه کرد و به همگرایی (تأیید) و واگرایی (عدم تأیید)های این دو نمودار توجه کرد. راه دوم، مقایسه رتبه‌بندی‌ها در بازه‌های زمانی مختلف است. با این کار می‌توان فهمید که آیا رتبه‌بندی بازار مورد نظر در طی زمان، در حال ضعیف شدن است یا روندی رو به رشد را تجربه می‌کند. در واقع روند نسبت یک بازار از رتبه آن بسیار مهم‌تر است. به عبارت دیگر نمی‌توان تنها به بالا بودن رتبه یک بازار به عنوان فاکتوری برای خرید و به پایین بودن رتبه یک بازار به عنوان نشانه‌ای برای فروش بسنده کرد.

تحلیل قدرت نسبی، امکان انتخاب یک بازار از میان چند بازار که به طور هم‌زمان اخطارهای خرید یا فروش صادر کرده‌اند، را فراهم می‌کند. در این اوضاع، معامله‌گر به هنگام رونق بازار، اقدام به خرید در قوی‌ترین بازار و در شرایط رکود، اقدام به فروش ضعیف‌ترین کالای خود می‌کند. به این ترتیب، تحلیل قدرت نسبی را می‌توان روش تکمیلی خوبی برای تحلیل تکنیکی مرسوم قلمداد کرد. همچنین از تحلیل قدرت نسبی،

می‌توان برای مقایسه بازارهای درون یک گروه (نظیر نسبت پلاتین به طلا یا طلا به نقره) یا بازارهای دو گروه مختلف (نظیر نسبت طلا به نفت خام) نیز استفاده کرد.

با به کارگیری تحلیل قدرت نسبی در بازارهای کالا، معامله‌گران تکنیکی، از اصول تحلیل بین بازاری به عنوان تکمیل‌کننده روش‌های متداول تحلیل تکنیکی استفاده می‌کنند. به علاوه در تحلیل نمودار یک بازار کالا، معامله‌گر از اطلاعات بازارهای مرتبط دیگر نیز برای انتخاب مکان و زمان معامله خود استفاده می‌کند. به این ترتیب بُعد دیگری به فرایند تحلیل یک معامله اضافه خواهد شد. در تمام تحلیل‌های بین بازاری، معامله‌گر تمرکز خود را از اطلاعات درون بازاری به سمت اطلاعات برون بازاری معطوف می‌کند. در این رویکرد، معامله‌گران یاد می‌گیرند که هیچ اتفاقی در بازار مستقلاً و بی‌ارتباط با اتفاقات دیگر رخ نخواهد داد و تمامی بازارهای کالا به گونه‌ای مختلف به یکدیگر ارتباط دارند. در حال حاضر بسیاری از معامله‌گران از این روابط بین بازاری به عنوان بخشی از استراتژی‌های معاملاتی خود استفاده می‌کنند.

با اینکه در این بخش به کاربرد تحلیل قدرت نسبی تنها در بازارهای کالا پرداختیم، این روش یکی از قوی‌ترین ابزارهای تحلیلی در تمامی بازارهای مالی اعم از اوراق قرضه و سهام به شمار می‌آید. از روش تحلیل نسبت‌ها حتی می‌توان برای مقایسه بازارهای مختلف مالی نیز استفاده کرد. در واقع از این روش می‌توان به عنوان ابزاری قدرتمند برای تخصیص سرمایه نام برد. در بخش ۱۲ به تحلیل نسبت بین بخش‌های مختلف بازارهای مالی (کالا، سهام، و اوراق قرضه) خواهیم پرداخت و نقش بازارهای کالا را به عنوان گزینه‌ای در فرایند تخصیص سرمایه مورد بررسی قرار خواهیم داد.

بازارهای کالا و تخصیص سرمایه

در بخش قبل، مفهوم قدرت نسبی را در بازارهای کالا به صورت کاربردی مورد بررسی قرار دادیم. در این بخش کاربرد این مفهوم را گسترش خواهیم داد و به تحلیل قدرت نسبی بین بازارهای کالا (شاخص CRB به عنوان نماینده این بازار)، اوراق قرضه و سهام خواهیم پرداخت. در واقع از انجام این کار دو هدف را دنبال می‌کنیم. هدف اول اضافه کردن شاخصی ساده به ابزارهای مرسوم تحلیل تکنیکی است؛ ابزارهایی که از آنها برای نشان دادن روابط نزدیک بین بازاری بخش‌های مهم بازارهای مالی (کالا، اوراق قرضه و سهام) استفاده خواهیم کرد. هدف دوم نیز نشان دادن این مسئله است که چگونه نسبت‌های بین بازاری (قدرت نسبی بازارهای مالی) می‌توانند اطلاعات مهمی در مورد جهت تغییرات بازارهای مالی در اختیار ما قرار دهند. «نمودارهای نسبت» به تعیین اینکه خطراتی چرخش بازار چقدر اعتبار دارند کمک زیادی می‌کنند. به عبارت دیگر، می‌توان آنها را به عنوان ابزارهایی جدید به روش‌های مرسوم تحلیل نمودارها اضافه کرد. برای مثال، افزایش نسبت شاخص CRB به اوراق قرضه معمولاً به عنوان خطاری برای افزایش فشارهای تورمی تعبیر می‌شود. در چنین شرایطی بازارهای کالا کاراتر از بازارهای

اوراق قرضه خواهند بود. همچنین می‌توان گفت که افزایش این نسبت، بر رکود بازارهای سهام نیز دلالت می‌کند.

یکی از مهم‌ترین اهداف این بخش، بررسی امکان به کارگیری بازارهای کالا به عنوان گزینه‌ای برای تخصیص سرمایه در مقابل بازارهای سهام و اوراق قرضه می‌باشد. در این رابطه، پیش‌تر دیدیم که روابط بین بازاری عمدتاً به صورت شاخص‌هایی تکنیکی برای تصمیم‌گیری در بازاری‌هایی مجزا مورد استفاده قرار می‌گیرند، در حالی که این روابط، دارای مفهوم بسیار عمیق‌تری هستند. یکی از این مفاهیم، پتانسیل بازارهای کالاها در فرایند تخصیص سرمایه است. برای مثال، همان‌طور که در بخش‌های قبل مشاهده کردید، «بازارهای کالا معمولاً وقتی اوراق قرضه و سهام در شرایط بدی به سر می‌برند بازدهی مناسبی دارند»، حال سؤال این است که چرا مدیران سبدهای سهام در این شرایط، سرمایه خود را به بازارهای آتی کالا انتقال نمی‌دهند تا از فشارهای تورمی ایجاد شده رهایی یابند؟ وقتی اوراق قرضه و بازار سهام توأماً در حال سقوط هستند، مخصوصاً وقتی تورم نیز در حال افزایش است، چگونه می‌توان با سرمایه‌گذاری در این دو بازار به سود رسید؟ چرا مقداری از سرمایه در بخش دیگری از بازار که در این شرایط بازدهی بهتری دارد و در واقع از تورم نیز سود می‌برد و نام آن بازارهای کالا است، سرمایه‌گذاری نمی‌شود؟

یکی از مطالبی که در این کتاب تأکید زیادی بر آن کرده‌ایم، نقش مهم و حیاتی بازارهای کالا در درک مفاهیم بین بازاری است؛ نقشی که هیچ معامله‌گری نمی‌تواند آن را نادیده بگیرد. ایجاد ارتباط بازارهای کالا به بازار اوراق قرضه و سهام (از طریق تأثیر بازارهای کالاها بر تورم و نرخ‌های بهره)، نقطه عطف و پیشرفت بسیار مهمی در راه شناخت ارتباطات بازارهای مالی به حساب می‌آید. مفهوم واقعی و کامل این موضوع، فراتر از به کارگیری بازارهای کالا، تنها به عنوان بازاری برای تحلیل بازار اوراق قرضه و سهام می‌باشد. در فرایند تخصیص سرمایه، شناخت پتانسیل‌های بازارهای کالا (که توسط شاخص CRB نمایندگی می‌شود)، در مقابل مکان‌های جایگزین دیگر نظیر اوراق قرضه، سهام و حتی پول نقد، بسیار مفید خواهد بود. به علاوه در راستای تنوع‌بخشی به سبدهای

سرمایه گذاری این مدیران، درباره کاربرد صندوق های کالای مدیریت شده^۱، به عنوان گزینه دیگری که در مقابل مدیران سبدهای سهام و اوراق قرضه وجود دارد، نیز بحث خواهیم کرد.

تحلیل نسبت شاخص CRB در مقابل اوراق قرضه

این بخش را با مقایسه شاخص CRB و اوراق قرضه خزانه آغاز می کنیم. همان طور که چندین بار پیش از این مطرح شد، رابطه معکوس قیمت های کالاها و اوراق قرضه در بیشتر موارد برقرار است و این رابطه پل ارتباطی بسیار مهمی در تحلیل بین بازاری به حساب می آید. تحلیل نسبت، راه مفید دیگری برای تحت نظر داشتن این رابطه است. نمودارهای مربوط به این نسبت ها، شاخص دیگری را برای تحلیل بازار فراهم می کنند، به طوری که می توان این نمودارها را به عنوان ابزار جدید ارزشمندی، به دیگر ابزارهای تحلیل تکنیکی اضافه کرد. روش تحلیل تکنیکی سنتی، شامل خطوط حمایت و مقاومت، خط روند، میانگین های متحرک و موارد مشابه، می تواند به همان صورت برای نمودارهای نسبت نیز مورد استفاده قرار گیرد. این خطوط نسبت، بیشتر اخطارهای زود هنگامی در مورد تغییر وضعیت روابط بین بازاری ایجاد می کنند.

شکل های ۱۲.۱ تا ۱۲.۳، امکان مقایسه شاخص CRB و اوراق قرضه خزانه را طی پنج سال، از اواخر سال ۱۹۸۵ تا میانه سال ۱۹۹۰ فراهم کرده اند. تمامی شکل ها شامل دو نمودار می باشند. نمودار بالا تغییرات مقدار واقعی هر دو شاخص را مورد مقایسه قرار داده است و نمودار پایین نسبت قیمت شاخص CRB بر قیمت آتی اوراق قرضه را نشان می دهد. همان طور که در بخش ۱۱ توضیح داده شد «نسبت مقایسه ای» عبارت است از نسبت دو مقدار در یک دوره زمانی که با عدد ۱۰۰ آغاز می شود. استفاده از عدد ۱۰۰ امکان اندازه گیری درصد کارایی نسبی دو شاخص را فراهم می کند.

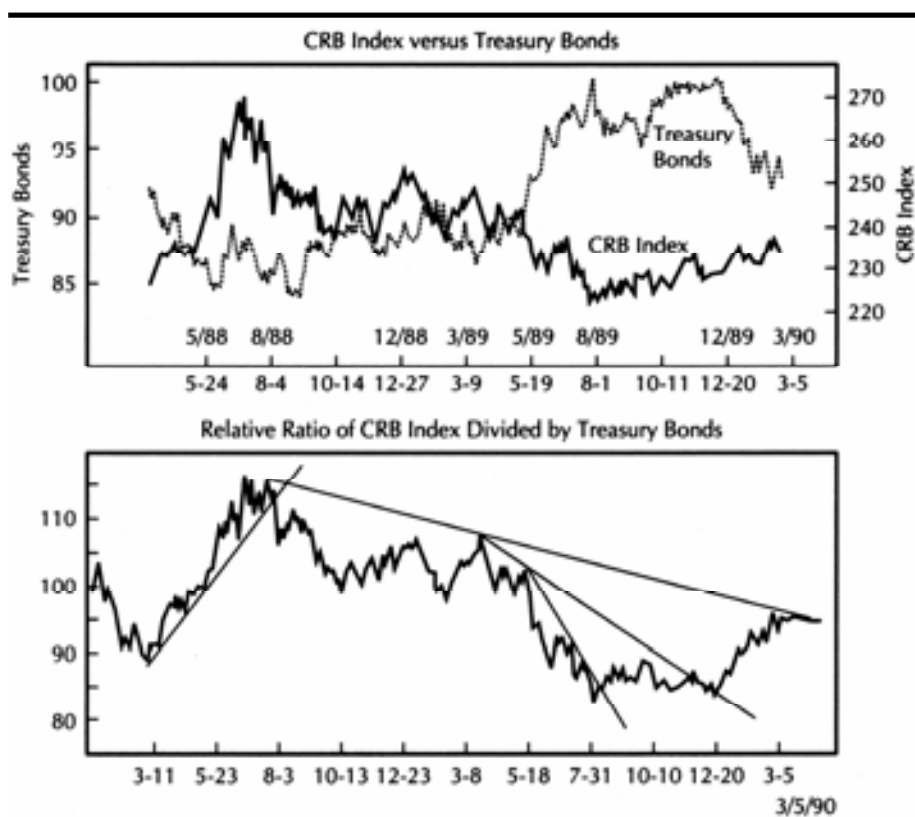
شکل ۱۲.۱

مقایسه شاخص CRB و اوراق قرضه خزانه از پایان سال ۱۹۸۵ تا اوایل سال ۱۹۹۰. نمودار بالا امکان مقایسه هر دو شاخص را با مقادیر واقعی میسر کرده است. نمودار پایین نیز نسبت شاخص CRB به اوراق قرضه خزانه را نشان می‌دهد. رشد این نسبت، به معنی مطلوبیت بازارهای کالا و کاهش آن، به معنی مطلوبیت بازارهای اوراق قرضه می‌باشد. از سال ۱۹۸۶ تا میانه سال ۱۹۸۸، بازارهای کالا در حدود ۳۰ درصد کاراتر از بازار اوراق قرضه عمل کرده‌اند. خطوط روند به شناسایی نقاط برگشت خط نسبت کمک زیادی می‌کنند.



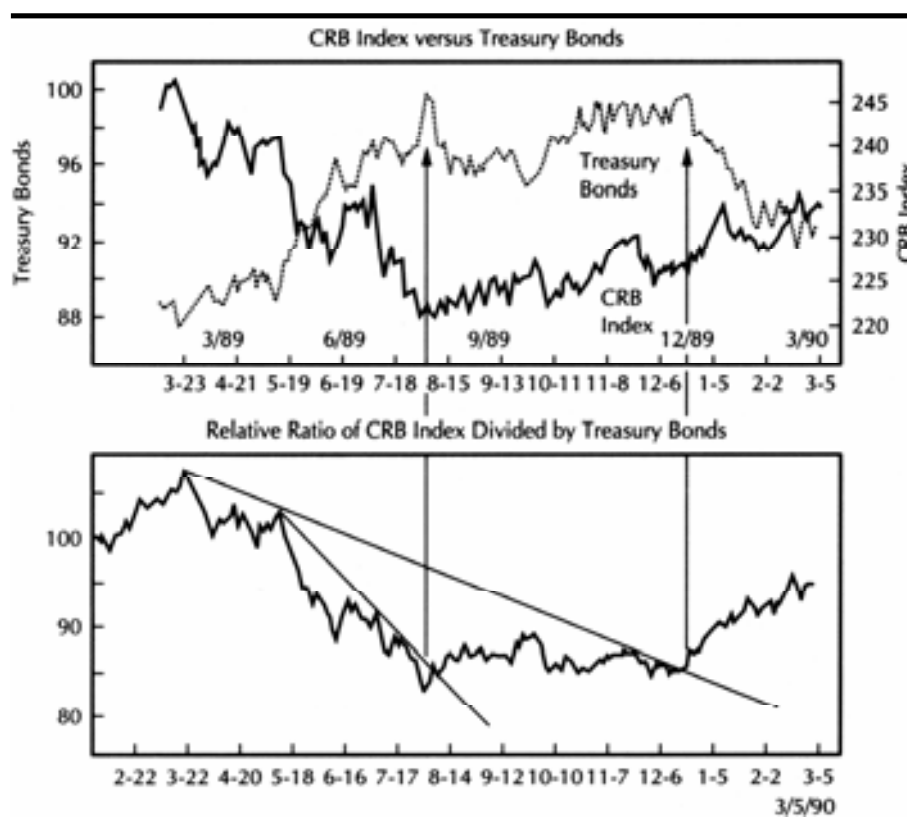
شکل ۱۲.۲

در این شکل، نمودار هم‌زمان دو شاخص CRB و اوراق قرضه (نمودار بالا) و نمودار نسبت این دو شاخص که از تقسیم شاخص CRB به اوراق قرضه از اوایل سال ۱۹۸۸ تا اوایل سال ۱۹۹۰ حاصل شده، نشان داده شده است. سقوط شاخص نسبت، از میانه سال ۱۹۸۸ تا میانه سال ۱۹۸۹، از رونق بازار اوراق قرضه حکایت می‌کند. در هفت ماه پس از اکتبر ۱۹۸۹، شاخص CRB حدود ۱۲ درصد کاراتر از قیمت‌های اوراق قرضه عمل کرده است.



شکل ۱۲.۳

شاخص CRB در مقابل اوراق قرضه خزانه از فوریه ۱۹۸۹ تا مارس ۱۹۹۰. در آگوست ۱۹۸۹، مقدار نسبت، به کف خود رسیده است. در دسامبر، نسبت شاخص CRB به اوراق قرضه روند صعودی خود را آغاز کرده است؛ روندی که نشان از قدرت گرفتن بازارهای کالا و ضعف بازارهای اوراق قرضه دارد. افزایش نسبت می تواند به معنی افزایش نرخ های بهره نیز باشد.



شکل ۱۲.۱ تغییرات دو شاخص را در طول پنج سال به طور کامل نشان می دهد. خط نسبت در نمودار پایین در اوایل سال ۱۹۸۶ به شدت سقوط کرده است. در آن زمان یعنی اوایل دهه ۱۹۸۰، شاهد یک دوره غیر تورمی بوده ایم. در چنین دوره هایی قیمت های کالاها کاهش و قیمت های اوراق قرضه افزایش می یابند. همین مسئله موجب کاهش و سقوط نسبت CRB به اوراق قرضه شده است. در تمام دوران هایی که این نسبت در حال سقوط

است، یعنی از ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۶ و میانه ۱۹۸۸ تا میانه ۱۹۸۹، تورم در سطح معقولی قرار داشته و بازار اوراق قرضه کاراتر از بازار کالا عمل کرده است. بر خلاف آن، در دوره‌هایی که این نسبت افزایش یافته است (از کف سال ۱۹۸۶ تا اوج سال ۱۹۸۸ و مجدداً تا اواخر سال ۱۹۸۸) فشارهای تورمی افزایش یافته و بازارهای کالا کاراتر از بازار اوراق قرضه عمل کرده‌اند. به عنوان یک قانون، افزایش نسبت CRB به اوراق قرضه را می‌توان به معنی افزایش نرخ بهره نیز تلقی کرد. خط روند کشیده شده در شکل ۱۲.۱، نشان می‌دهد که چگونه می‌توان این نوع نمودارها را همانند روش‌های مرسوم تحلیل تکنیکی، تحلیل کرد. از خطوط روند برای تحلیل روندهای بلندمدت استفاده می‌شود (خط روند نزولی، در کف سال ۱۹۸۶ و خط روند صعودی بعدی پس از دو سال در اوایل سال ۱۹۸۹ شکسته شده است). در تحلیل روند همچنین می‌توان از خطوط روند کوتاه مدت‌تر نیز استفاده کرد. همان‌طور که در شکل ۱۲.۱ نشان داده شده است، خط روند صعودی در سقوط سال ۱۹۸۷ و خط روند نزولی بعدی در بهار ۱۹۸۸ شکسته شده‌اند.

هدف اصلی این بخش، نشان دادن درک ساده این مسئله است که در دوره‌هایی از بازار، اوراق قرضه بهتر از کالاها عمل می‌کنند و در دوره‌هایی، بازار کالا گزینه مناسب‌تری برای سرمایه‌گذاری به حساب می‌آید. همان‌طور که در شکل ۱۲.۱ مشاهده می‌کنید، در پنج سال گذشته، بازار اوراق قرضه تقریباً ۳۰ درصد کاراتر از شاخص CRB بوده است؛ گرچه، طی سال‌های ۱۹۸۶ تا میانه ۱۹۸۸، این بازارهای کالا بوده‌اند که در حدود ۳۰ درصد کاراتر از اوراق قرضه عمل کرده‌اند (که این برتری نیز مربوط به عوامل بنیادین بوده است).

شکل ۱۲.۲ تغییرات نسبت مذکور را از میانه سال ۱۹۸۸ تا مارس سال ۱۹۹۰ به صورت دقیق‌تری نشان می‌دهد. در این یک سال و نیم، بازار کالا حدود ۲۰ درصد کاراتر از بازار اوراق قرضه عمل کرده است، هر چند در شش ماه پایانی این دوره، یعنی از آگوست ۱۹۸۹ تا مارس ۱۹۹۰، این برتری به ۱۲ درصد کاهش یافته است. نمودار فوق همچنین نشان‌دهنده شکسته شدن خط روند نزولی این نسبت در بهار ۱۹۸۹ است. این شکست

می تواند به عنوان نشانه ای بر آغاز روند صعودی بازار اوراق قرضه و سقوط بازارهای کالا تعبیر شود.

شکل ۱۲.۳ امکان نگاهی دقیق تر به روند صعودی نسبت CRB به اوراق قرضه در تابستان ۱۹۸۹ را فراهم می کند. این شکل نشان می دهد که به کف رسیدن خط نسبت، در آگوست ۱۹۸۹ (نمودار پایین)، همزمان با اوج بازارهای اوراق قرضه، و کف شاخص CRB (نمودار پایین) است. فشارهای تورمی که در سه ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ به اوج خود رسیدند از همین نقطه آغاز شده بودند. نقطه ای که کمتر تحلیلیگری در آن زمان به آن توجه کرده بود. شکسته شدن خط روند صعودی شکل ۱۲.۳ که در پایان دسامبر ۱۹۸۹ رخ داده است نشان دهنده جدی بودن فشارهای تورمی است. این فشارها در آن زمان منجر به بالا رفتن نرخ های بهره و افزایش رکود در بازار اوراق قرضه نیز شد.

از نمودارهای فوق دو نکته مهم می توان آموخت. نخست این که نقاط برگشت خط نسبت را می توان با خطوط روند و روش های مرسوم تحلیل نمودارها با دقت زیادی مورد بررسی قرار داد و دوم که معامله گران اکنون ابزار مفیدی در اختیار دارند که با آن قادرند سرمایه خود را بین دو بخش بازار جابه جا کنند. این مسئله به معنی این است که وقتی خط نسبت صعودی است، بازارهای کالا، و وقتی نزولی است، اوراق قرضه، گزینه مناسبی برای خرید به حساب می آیند. به علاوه، جهت نسبت شاخص CRB به اوراق قرضه، گویای اطلاعاتی در مورد وضعیت عمومی بازار سهام نیز می باشد.

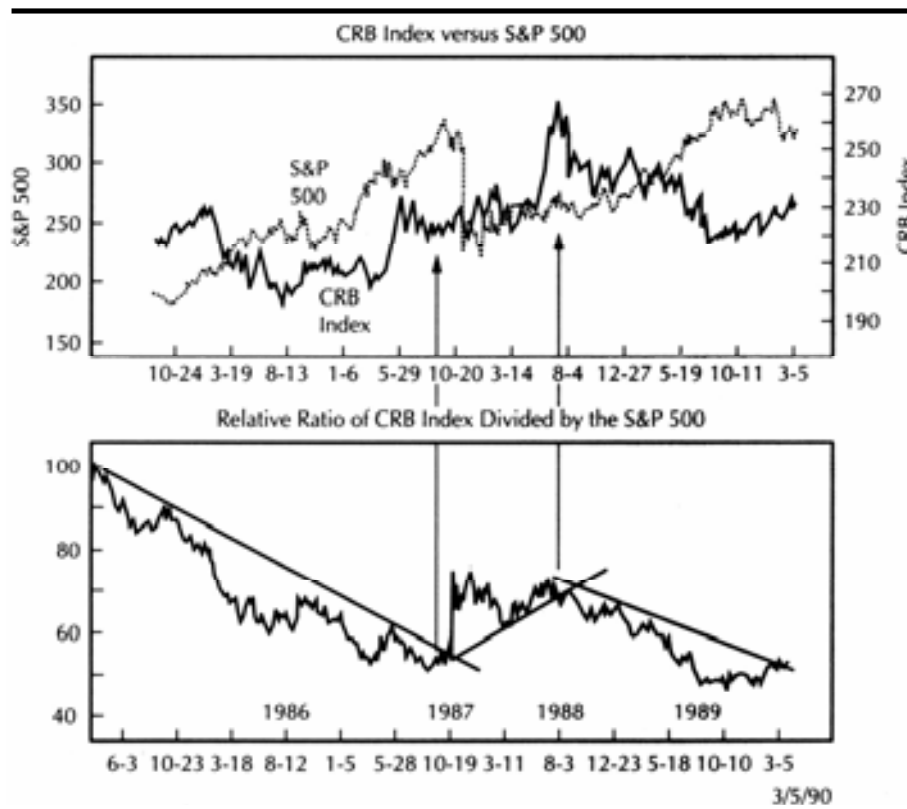
شاخص CRB در مقابل سهام

شکل های ۱۲.۴ تا ۱۲.۶ نیز مشابه نمودارهای بخش قبل می باشند، با این تفاوت که در این نمودارها، از نسبت شاخص CRB به شاخص سهام S&P 500 استفاده شده است. دوره زمانی این نمودارها نیز همان دوره پنج ساله نمودارهای قبلی است، یعنی از انتهای ۱۹۸۵ تا سه ماهه نخست ۱۹۹۰. نمودار پایین شکل ۱۲.۴ نشان می دهد که شاخص S&P 500 طی این دوره، تقریباً ۵۰ درصد کاراتر از شاخص CRB عمل کرده است. تنها دو دوره وجود

دارد که شاخص CRB توانسته است بر این بازار برتری پیدا کند. دوره اول، از تابستان ۱۹۸۷ آغاز و در تابستان ۱۹۸۸ به پایان رسیده است. طبیعی است در این دوران بازار سهام در نیمه دوم سال ۱۹۸۷ با سقوط مواجه شده است و قیمت کالاها نیز افزایش شدیدی را تجربه کرده‌اند. در این ۱۲ ماه، شاخص CRB تقریباً ۲۵ درصد کاراتر از شاخص S&P 500 عمل کرده است.

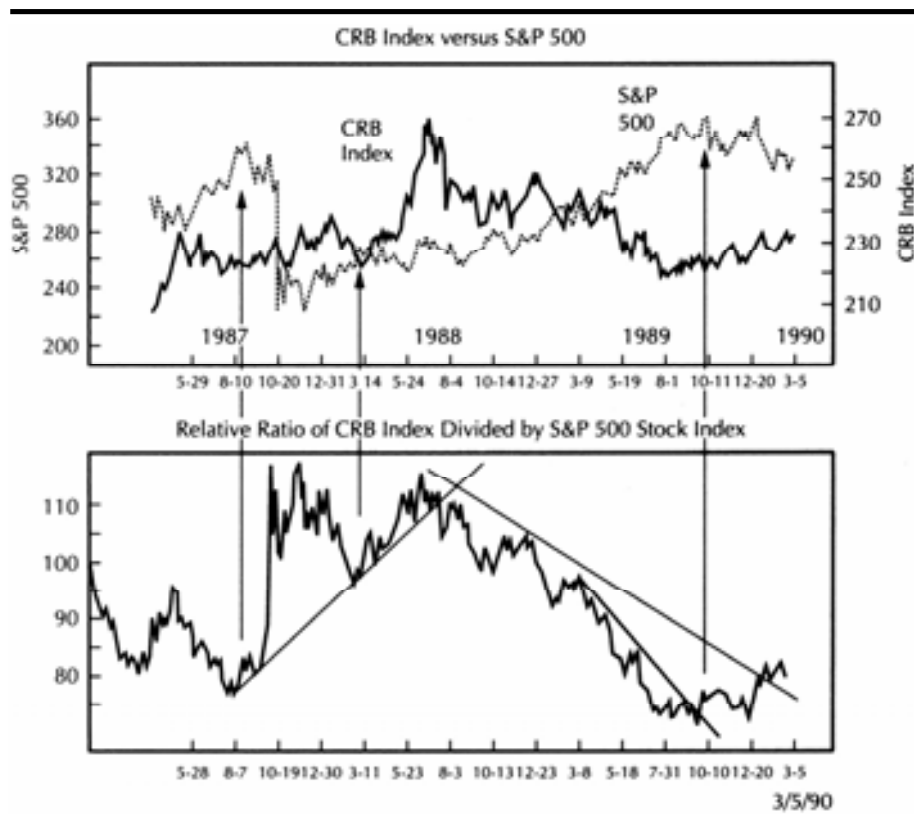
شکل ۱۲.۴

شاخص CRB در مقابل شاخص S&P 500 از اواخر سال ۱۹۸۵ تا اوایل سال ۱۹۹۰. نسبت شاخص CRB به سهام (نمودار پایین) نشان می‌دهد، گرچه بازار سهام به طور کلی در این دوران کاراتر از بازارهای کالا عمل کرده است ولی در دوره زمانی میانه ۱۹۸۷ تا میانه ۱۹۸۸ و مجدداً تا پایان سال ۱۹۸۹، این بازارهای کالا بوده‌اند که کارایی بیشتری از خود نشان داده‌اند. هنگامی که بازار سهام سقوط می‌کند، بازارهای کالا شرایط بهتری پیدا می‌کنند.



شکل ۱۲.۵

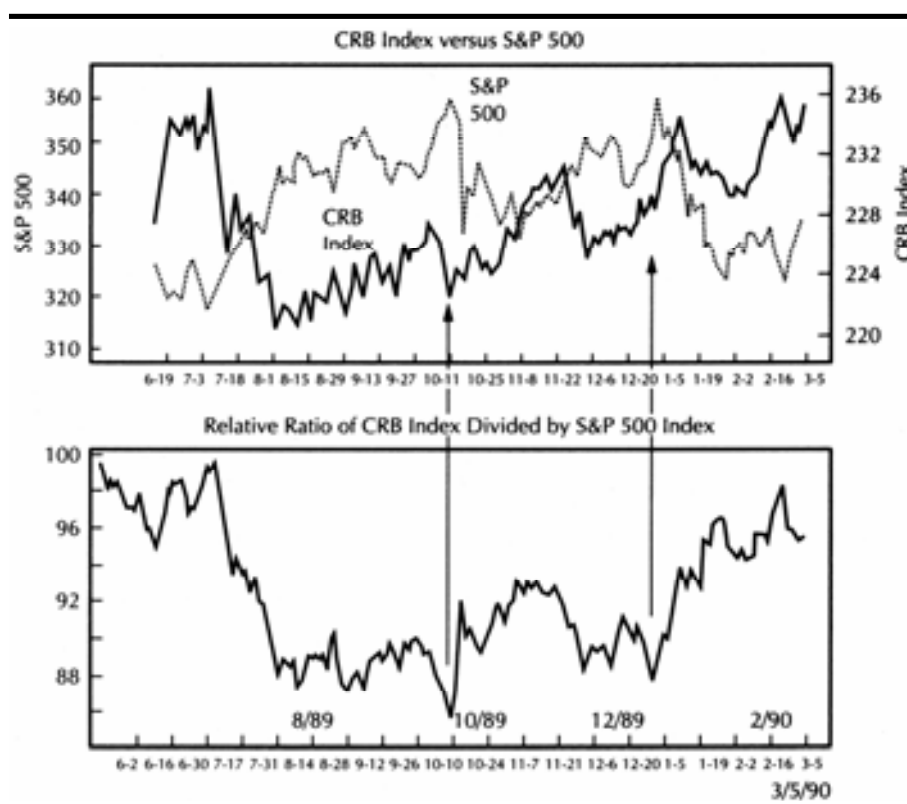
شاخص CRB در مقابل شاخص S&P 500 از سال ۱۹۸۷ تا اوایل سال ۱۹۹۰. تشکیل الگوی دو اوج در خط نسبت CRB به S&P (نمودار پایین) در نیمه دوم سال ۱۹۸۸ علامتی برای انتقال سرمایه از بازارهای کالا به سمت بازارهای سهام را صادر کرده است. در سه ماهه پایانی سال ۱۹۸۹، بازارهای کالا بهتر از بازار سهام عمل کرده‌اند.



همان‌طور که در شکل ۱۲.۵ مشاهده می‌کنید، در تابستان ۱۹۸۸ خط روند صعودی به طرز معنی‌داری شکسته شده و الگوی «دو اوج» این نمودار در سال ۱۹۸۹ تکمیل شده است. چرخش نزولی نسبت مذکور را می‌توان به معنی حرکت آونگ گونه رونق از بازارهای کالا به سمت بازار سهام تعبیر کرد، هر چند رونق مجدداً در اکتبر ۱۹۸۹ به بازارهای کالا برگشته است.

شکل ۱۲.۶

شاخص CRB در مقابل S&P 500 از میانه سال ۱۹۸۹ تا مارس ۱۹۹۰. نسبت CRB به S&P 500 (نمودار پایین) در اکتبر ۱۹۸۹ و ژانویه ۱۹۹۰ هم‌زمان با ضعف بازار سهام سقوط کرده است. از اکتبر این سال، به مدت ۵ ماه، شاخص CRB در حدود ۱۴ درصد کارتر از شاخص S&P عمل کرده است. معمولاً در زمان‌هایی که بازارهای سهام تضعیف می‌شوند، بازارهای کالا شرایط نسبتاً بهتری پیدا می‌کنند.



در میانه اکتبر ۱۹۸۹، بازار سهام آمریکا طی چند مرحله دچار فروش‌های هیجانی شدیدی شد که شاخص S&P 500 را به شدت تحت تأثیر قرار داد. اثر این اتفاق در نمودار بالایی شکل ۱۲.۶ قابل مشاهده است. قله دوم الگوی دو اوج در این نمودار نیز در ژانویه ۱۹۹۰ ایجاد شده است. از این زمان به بعد بازار سهام به شدت سقوط کرده است. در این نمودار هم‌زمانی افزایش قیمت کالاها با کاهش قیمت سهام کاملاً مشهود است. در نمودار پایین

شکل ۱۲.۶ دو کف مهم در نسبت CRB به S&P 500 در ماه‌های اکتبر و ژانویه ایجاد شده است. از ماه ژانویه نیز روند ملایم صعودی این نسبت آغاز شده است. از اکتبر ۱۹۸۹ تا پایان فوریه ۱۹۹۰، شاخص CRB حدود ۱۴ درصد کاراتر از شاخص S&P 500 عمل کرده است.

از مطالعه‌ی این نمودار پیام روشنی دریافت می‌شود. در حالی که بازارهای سهام در مجموع پنج سال، کارایی بیشتری از خود نشان داده‌اند روند قیمت بازارهای کالا وقتی بازار سهام شروع به افت کرده، صعودی بوده است. در واقع تردیدی راجع به این که در زمان رونق بازار، سهام بازارهای کالا دارای جذابیت کمتری هستند، وجود ندارد. به عبارت دیگر، دقیقاً در زمانی که بازارهای سهام دچار آشفتگی می‌شوند روند رو به رشد قیمت کالاها آغاز می‌شود. همین مسئله روشن می‌کند که چرا برخی از صندوق‌های سرمایه‌گذاری فعال در بازارهای کالا از تأثیر بازار سهام بر این بازار درس گرفته‌اند و می‌توانند از خود در برابر تغییرات تورم محافظت کنند.

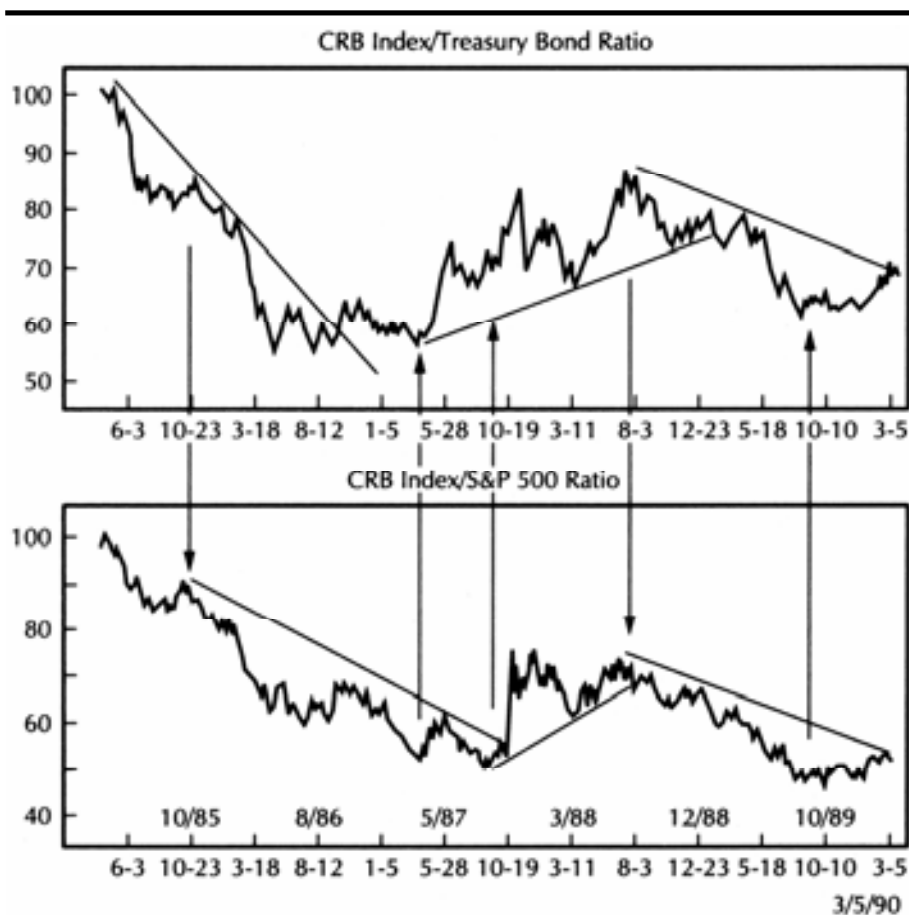
به زبان دیگر، بازارهای سهام و کالا همیشه در زمان‌های معکوس هم بسیار خوب عمل می‌کنند. بازارهای کالا در شرایط تورمی (مانند دهه ۱۹۷۰)، بازارهایی سودآوراند، در حالی که بازار سهام، در شرایطی که نرخ تورم پایین است و بازارهای کالا در رکود به سر می‌برند، می‌تواند محل مناسبی برای سرمایه‌گذاری به حساب آید. تحلیل قدرت نسبی بین بازارهای کالا و سهام می‌تواند اختارهایی برای معامله‌گران هر دو بازار ایجاد کند که نشان می‌دهد احتمالاً روندهای موجود به زودی تغییر خواهند کرد. سقوط این نسبت، یعنی بازار سهام در حال تقویت شدن بازارهای سهام و وارد شدن بازارهای کالا به دوران رکود. افزایش این نسبت نیز بر مفاهیمی به‌خلاف مفاهیم فوق دلالت می‌کند.

بازارهای اوراق قرضه و سهام به شدت با یکدیگر در ارتباطند. یکی از مهم‌ترین عواملی که بر روی اوراق قرضه اثر می‌گذارد تورم است. همان‌طور که در ادامه خواهد آمد، افزایش تورم (که افزایش قیمت کالاها را نیز در پی دارد) معمولاً منجر به رکود بازار اوراق قرضه می‌شود و با اختلاف زمانی اندکی به بازارهای سهام نیز سرایت می‌کند. بنابراین عجیب

نیست، اگر نتیجه بگیریم که همبستگی مثبتی بین نسبت شاخص CRB به اوراق قرضه و نسبت شاخص CRB به S&P 500 وجود دارد. شکل ۱۲.۷ هر دو نسبت را طی سالهای ۱۹۸۵ تا اوایل سال ۱۹۹۰ به تصویر کشیده است.

شکل ۱۲.۷

مقایسه نسبت CRB به اوراق قرضه (نمودار بالا) و نسبت CRB به S&P 500 (نمودار پایین)، از سال ۱۹۸۵ تا ۱۹۹۰. شباهت بسیار زیادی بین تغییرات این دو نسبت وجود دارد. افزایش قیمت‌های کالاها معمولاً تأثیر رکودی مشابهی بر بازارهای سهام و اوراق قرضه می‌گذارد. با این حال اثر تغییرات بازارهای کالا بر بازار اوراق قرضه بسیار سریع‌تر از بازار سهام است.



شکل ۱۲.۷ نشان‌دهنده روند مشابه هر دو شاخص است. روند هر دو نمودار را می‌توان به چهار دوره مجزا تقسیم کرد. بخش اول، شامل دوره‌ی کاهش هم‌زمان هر دو شاخص، از اوایل دهه ۱۹۸۰ تا حدود سال‌های ۱۹۸۶-۱۹۸۷ می‌باشد. بخش دوم، دوره افزایش هر دو شاخص، تا میانه سال ۱۹۸۸، بخش سوم، سقوط هر دو شاخص تا سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ و بخش چهارم، افزایش ناگهانی هر دو شاخص در اواخر دهه ۱۹۸۰ می‌باشد. با نگاهی به این نمودارها می‌توان دریافت که در دوره‌های رونق بازارهای کالا (افزایش تورم)، معمولاً هر دو بازار اوراق قرضه و سهام توأماً دچار رکود شده‌اند.

در دوره‌هایی که تورم بالاست (و با افزایش نسبت شاخص‌های CRB به اوراق قرضه یا سهام مواجه هستیم)، بازارهای کالا معمولاً کاراتر از دو بازار سهام و اوراق قرضه عمل می‌کنند. با توجه به این مسئله، می‌توان چنین استدلال کرد که نگهداری سرمایه در یکی از این دو بازار، در این زمان‌ها، نمی‌تواند استراتژی مناسبی برای حفظ ارزش سرمایه در مقابل افزایش تورم قلمداد شود. همچنین اصل تنوع‌سازی^۱ نیز در این استراتژی رعایت نشده است. تنوع‌سازی وقتی حاصل می‌شود که سرمایه‌گذار، سرمایه خود را در بازارهای مختلفی که با یکدیگر همبستگی کم و یا منفی دارند سرمایه‌گذاری کند تا به این ترتیب ریسک سرمایه‌گذاری خود را کاهش دهد. در زمان‌هایی که شاهد تورم بالا در اقتصاد هستیم، بازارهای کالا هر دو مفهوم فوق را برای بازارهای سهام و اوراق قرضه دارا می‌باشند.

شکل ۱۲.۸ نسبت کالا به اوراق قرضه (نمودار بالا) و کالا به سهام (نمودار پایین)، از سال ۱۹۸۸ تا اوایل سال ۱۹۹۰ را نشان می‌دهد. همان‌طور که در هر دو نمودار مشاهده می‌کنید، هر دو نسبت، تقریباً به طور هم‌زمان در تابستان سال ۱۹۸۸ روند نزولی خود را آغاز کرده‌اند. این روندهای نزولی در بهار ۱۹۸۹ سرعت بیشتری نیز گرفته‌اند. تنها چند ماه بعد، هر دو نسبت در تابستان به همراه یکدیگر به کف رسیده و روندی رو به رشد را در پیش

گرفتند. این روند تا مارس سال ۱۹۹۰ نیز ادامه یافته است. با بررسی این دو نمودار باز هم شاهد عملکرد یکسان هر دو نسبت هستیم. این مسئله بار دیگر رابطه بسیار قوی مثبت بین این دو بازار و رابطه معکوس این بازارها با بازارهای کالا را نشان می‌دهد. معامله‌گرانی که تلاش می‌کنند با تنوع‌سازی در سبد سرمایه‌گذاری خود، ریسک سرمایه‌گذاری را کاهش دهند و از طرفی برای حفظ ارزش سرمایه خود در مقابل تورم، سرمایه خود را بین دو بازار سهام و اوراق قرضه جابه‌جا کنند، در واقع سود کمی از هر کدام از این بازارها به دست می‌آورند. درحالی‌که در زمان ضعف دو بازار سهام و اوراق قرضه، تنها جایی که نه تنها می‌تواند از ارزش سرمایه محافظت کند، بلکه پتانسیل سود دهی بالایی نیز دارد، بازارهای کالا می‌باشد. بازاری که توسط شاخص CRB نمایندگی می‌شود.

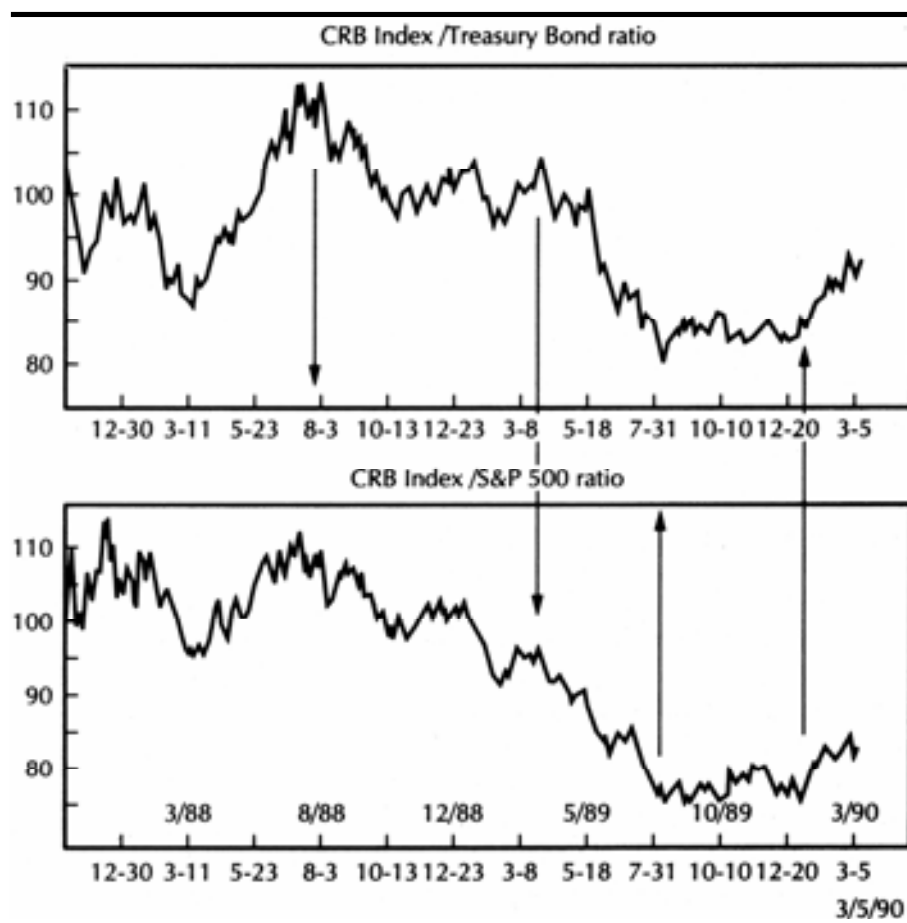
پیشرو بودن نسبت CRB به اوراق قرضه در مقابل نسبت CRB به سهام

نتیجه‌ی دیگری که از بررسی شکل‌های ۱۲.۷ و ۱۲.۸ می‌توان گرفت این است که نسبت CRB به اوراق قرضه معمولاً پیشروتر از نسبت CRB به S&P500 است. این امر به سادگی قابل توجیه است. بازار اوراق قرضه از حساسیت بیشتری نسبت به فشارهای تورمی برخوردار است و بنابراین سریع‌تر تحت تأثیر تغییرات شاخص CRB قرار می‌گیرد. تأثیر منفی افزایش تورم بر بازار سهام در مقایسه با بازار اوراق قرضه، علاوه بر این که با تأخیر همراه است از شدت کمتری نیز برخوردار است، بنابراین منطقی به نظر می‌رسد که شاهد چرخش‌های سریع‌تر این نسبت باشیم. به این ترتیب، نسبت CRB به اوراق قرضه می‌تواند به عنوان شاخصی پیشرو برای تغییرات سهام مورد استفاده قرار گیرد. برای مثال، نسبت CRB به اوراق قرضه در بهار ۱۹۸۷ در حالی صعود قدرتمند خود را آغاز کرده که نسبت CRB به سهام، همچنان به روند نزولی خود ادامه داده است (شکل ۱۲.۷). همان‌طور که در این شکل مشاهده می‌کنید سقوط بازار سهام در اکتبر ۱۹۸۸ رخ داده است (سقوطی که موجب افزایش شدید نسبت CRB به سهام شده است). همچنین نسبت CRB به اوراق قرضه در حالی در ماه آگوست به کف رسیده که نسبت مرتبط با بازار سهام، دو ماه بعد یعنی در

ماه اکتبر روند رو به رشد خود را آغاز کرده‌است. در هر دو مورد چرخش نسبت CRB به اوراق قرضه زودتر از نسبت CRB به بازار سهام رخ داده‌است. شکل ۱۲.۹ روش دیگری برای مطالعه تأثیر نسبت «کالا به اوراق قرضه» بر نسبت «کالا به سهام» ارائه می‌کند.

شکل ۱۲.۸

مقایسه‌ی نسبت CRB به اوراق قرضه (نمودار بالا) و نسبت CRB به S&P500 (نمودار پایین) از اوایل سال ۱۹۸۸ تا اوایل سال ۱۹۹۰. هر دو نسبت در اواسط سال ۱۹۸۸ تقریباً در یک زمان به اوج رسیده‌اند. همچنین به کف رسیدن هر دو شاخص در نیمه‌ی دوم سال ۱۹۸۹ نیز تقریباً همزمان رخ داده‌است. از آنجایی که هر دو نسبت اغلب در یک زمان روندهای صعودی و نزولی خود را آغاز می‌کنند، هیچ کدام از این دو بازار نمی‌توانند بازار مناسبی برای حفظ سرمایه‌ی شما در مقابل تورم (در شرایط تورمی) تلقی شوند.



شکل ۱۲.۹

مقایسه‌ای بین شاخص سهام S&P 500 و نسبت CRB به اوراق قرضه از سال ۱۹۸۶ (نمودار پایین). افزایش نسبت CRB به اوراق قرضه، معمولاً تأثیری رکودی بر بازار سهام دارد. سقوط این نسبت نیز منجر به رونق بازار سهام می‌شود. صعود این نسبت در سال ۱۹۸۷ اختطار سقوط قریب‌الوقوع بازار سهام را صادر کرده است. سقوط این نسبت در میانه سال ۱۹۸۸ و میانه سال ۱۹۸۹ نیز به روند صعودی و پر قدرت شاخص S&P 500 کمک بسیار زیادی کرده است.



شکل ۱۲.۹ امکان مقایسه نسبت کالا به اوراق قرضه (نمودار پایین) و شاخص S&P 500، طی سال‌های ۱۹۸۶ تا ۱۹۹۰ را فراهم کرده است. با نگاهی به پیکان‌های رسم‌شده بر روی این نمودار، می‌توان مشاهده کرد که افزایش نسبت شاخص CRB به اوراق قرضه معمولاً هم‌زمان یا اندکی زودتر از ضعف قیمت‌های سهام اتفاق افتاده است. دو مورد قابل توجه برای این موضوع در سال ۱۹۸۷ و اواخر سال ۱۹۸۹ رخ داده است. افزایش نسبت مذکور

در نیمه اول سال ۱۹۸۸ با اینکه منجر به کاهش قیمت سهام نشده، اما از ادامه رشد آن جلوگیری کرده است. صعود بعدی S&P500 تا زمان سقوط نسبت CRB به اوراق قرضه که در تابستان رخ داده، آغاز نشده است.

سقوط این نسبت معمولاً هم‌زمان با ثبات (تغییرات ناچیز) یا افزایش قیمت سهام رخ می‌دهد. دو مثال قابل توجه از تأثیر مثبت سقوط این نسبت بر بازار سهام در شکل ۱۲.۹ نشان داده شده است. دو دوره زمانی سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۶ تا سه‌ماهه اول سال ۱۹۸۷ و تابستان ۱۹۸۸ تا تابستان ۱۹۸۹ دوره‌هایی هستند که نشان می‌دهد سقوط این نسبت تأثیر مثبتی بر قیمت سهام داشته است. به علاوه، سقوط نسبت مذکور در اوایل دهه ۱۹۸۰، محیط مناسبی برای رونق بازار سهام ایجاد کرده است (این موضوع در این شکل نشان داده نشده است). مطالعه نسبت CRB به اوراق قرضه اطلاعات زیادی درباره‌ی زمان و شدت وزش بادهای تورمی در اختیار ما قرار می‌دهد. به عبارت دیگر، این کار مشخص می‌کند که در حال حاضر کدام بازار مزیت بیشتری نسبت به بازارهای دیگر دارد. همچنین این مسئله منجر به افزایش آگاهی ما از وضعیت آینده بازار سهام می‌شود. سقوط نسبت CRB به اوراق قرضه، منجر به رونق بازار سهام و افزایش شدید آن، خطاری برای رکود این بازار به حساب می‌آید.

آیا بازارهای آتی می‌توانند نقشی در فرایند تخصیص دارایی داشته باشند؟

با گسترش روزافزون بازارهای آتی طی بیست سال گذشته، معامله‌گران آتی اکنون می‌توانند در تمامی بخش‌های بازارهای جهانی مشارکت کنند. بازارهای مجزای کالا که عنوان قدیمی‌ترین بازارهای آتی جهان را نیز یدک می‌کشند، می‌توانند محل مبادله کالاهای مختلفی در بورس‌های گوناگون باشند. معاملات فلزات و گروه انرژی در بازار نیویورک انجام می‌شود، در حالی که کالاهای کشاورزی بیشتر در بورس شیکاگو داد و ستد می‌شوند. شاخص آتی CRB را می‌توان به عنوان سبدی جامع برای بازارهای کالا در نظر گرفت.

نرخ‌های بهره آتی، وضعیت اوراق قرضه مختلف (کوتاه‌مدت، میان‌مدت و بلندمدت) و نرخ بهره کوتاه مدت یورو دلار را مشخص می‌کنند. شاخص‌های آتی سهام، مجموعه‌ای از پیشنهادات را برای انجام معاملات در روندهای کلی بازار سهام ایجاد می‌کنند. بازارهای آتی ارزهای خارجی و شاخص دلار آمریکا نیز معیاری برای شناخت روند بورس‌های خارجی در اختیار ما قرار می‌دهند. تمامی این چهار بخش، در بازارهای آتی کالا، ارز، نرخ‌های بهره و سهام وجود دارند. قراردادهای آتی بازارهای اوراق قرضه و سهام در بورس‌های ژاپن و انگلستان نیز به نوبه خود بر دیگر بازارهای مالی اثرات متقابلی دارند. بنابراین معامله‌گران آتی، بازارهای مختلفی برای انتخاب دارند. در بسیاری از اوقات، بازارهای آتی بهترین شرایط را برای تخصیص مناسب سرمایه فراهم می‌کنند. معامله‌گران آتی می‌توانند به راحتی از بازاری با مزیت کمتر به بازاری با مزیت بیشتر که دارای روند کوتاه‌مدت یا بلندمدت مناسب‌تری است، حرکت کنند. آنها همچنین می‌توانند وقتی بازارهای مالی، کاراتر از بازارهای کالا عمل می‌کنند، سرمایه خود را به بازارهای اوراق قرضه و سهام منتقل کنند، و وقتی بازارهای مالی روندهای نزولی خود را آغاز کردند مجدداً به بازارهای کالا باز گردند. به عبارت دیگر، در دوره‌هایی که تورم در حال افزایش است، معامله‌گران آتی می‌توانند سرمایه خود را به بازارهای کالایا بازارهای ارز خارجی انتقال دهند. توجه کنید که در زمان افزایش تورم، با کاهش قدرت دلار در برابر ارزهای دیگر روبه‌رو می‌شویم.

نگاهی اجمالی به چهار بازار آتی

شکل ۱۲.۱۰، امکان بررسی اجمالی چهار بخش بازارهای آتی در یک دوره ۱۰۰ روزه، از نوامبر ۱۹۸۹ تا هفته اول مارس سال ۱۹۹۰، را فراهم کرده است. دو نمودار سمت چپ (مارک آلمان در بالا و شاخص CRB در پایین)، در این دوره، روند افزایشی را تجربه کرده‌اند. هر دو بازار از سقوط ارزش دلار (نمودار دلار آورده نشده است) در این دوره زمانی سود برده‌اند. در این دوره اقتصادی، ایالات متحده در شرایط تورمی به سر

می‌برد. در این شرایط معامله‌گران می‌توانستند با ورود به بازارهای مختلف کالا نظیر طلا و نفت یا خرید شاخص CRB، سرمایه خود را در برابر افزایش تورم محافظت کنند. همچنین می‌توانستند به خرید آتی ارزهای خارجی که در مقابل دلار ضعیف شده‌ی آمریکا، دچار افزایش ارزش شده‌اند، دست بزنند.

شکل ۱۲.۱۰

مقایسه چهار بخش بازارهای آتی مالی در سال‌های ۱۹۸۹ و اوایل ۱۹۹۰. بازار ارز (بالا سمت چپ)، کالاها (پایین سمت چپ)، اوراق قرضه (پایین سمت راست) و سهام (بالا سمت راست) در این نمودار آورده شده است. با در نظر گرفتن مجموع این بازارها، بازارهای مالی می‌توانند شرایط را برای تخصیص مناسب سرمایه فراهم کنند. ارزهای خارجی و کالاها، معمولاً به همراه هم در زمان سقوط بازارهای اوراق قرضه و سهام آمریکا روندی رو به رشد را تجربه می‌کنند.



دو نمودار سمت راست شکل ۱۲.۱۰ (شاخص سهام آتی نیویورک در بالا و اوراق قرضه آتی در پایین)، طی این مدت با سقوط شدیدی مواجه شده‌اند. علت این سقوط، کاهش ارزش دلار و وجود فشارهای تورمی است که منجر به رونق بازارهای کالا و ارزهای خارجی شده است. در این شرایط بدیهی است که بهترین کار، خروج از بازارهای اوراق قرضه و سهام، و تمرکز بر بازارهای کالا و ارزهای خارجی است. راه دیگری که می‌توان از آن برای حفظ سرمایه استفاده کرد، بهره‌گیری از افزایش احتمالی نرخ‌های بهره و یا سرمایه‌گذاری در بازارهای آتی سهام است. با این حال باید توجه کرد سرمایه‌گذاری در بازار آتی سهام در شرایطی مناسب است که دید بهبود شرایط این بازار در آینده وجود داشته باشد.

در واقع یک معامله‌گر، با خروج از بازار که روبه سقوط، در حال کسب سود است. ویژگی ذاتی بازارهای آتی به گونه‌ای است که فروش در این بازار به همان راحتی خرید از این بازار است. در نتیجه برای حرفه‌ای‌های این بازار، دوران رونق یا رکود معنای خاصی ندارد. این افراد در بازارهایی که در حال افزایش است دست به خرید می‌زنند و سرمایه‌های خود را از بازارهای در حال سقوط خارج می‌کنند. به این ترتیب، بازارهای آتی به طرز فوق‌العاده‌ای دست معامله‌گر را برای انتخاب بازاری مناسب باز می‌گذارند. معامله‌گران آتی می‌توانند در تمامی بازارها حضور داشته باشند و همواره سرمایه‌های خود را از بازارهای ضعیف به بازارهای قوی انتقال دهند. به این ترتیب، این افراد می‌توانند هم در شرایط تورمی و هم در شرایط غیر تورمی، به سود برسند. در مجموع می‌توان گفت، بازارهای آتی محیطی بسیار خوب برای به کارگیری تکنیک‌های تخصیص سرمایه ایجاد کرده‌اند. با استفاده از این تکنیک‌ها می‌توان در زمان مناسب، از بازاری نامناسب به سمت بازار مناسب و در حال رشد حرکت کرد. به این ترتیب می‌توان گفت، معاملات آتی که تنها ده درصد حاشیه سود دارند، هنوز هم معاملاتی ارزان‌تر و سریع‌تر از معاملات مشابه در دیگر بازارها به حساب می‌آیند. با توجه به این واقعیت، صندوق‌های آتی سرمایه‌گذاری

حرفه‌ای، گزینه ایده‌آلی برای مدیران سبدهای سهام به حساب می‌آیند، تا با تنوع در سبد سرمایه‌گذاری، در زمان‌های تورمی سرمایه‌های خود را حفظ کنند.

اهمیت حساب‌های آتی مدیریت‌شده (صندوق‌های سرمایه‌گذاری آتی)

طی سال‌های اخیر، مدیران مالی با تخصیص بخشی از دارایی‌های خود به سرمایه‌گذاری در بازارهای آتی، از پتانسیل این بازارها به خوبی استفاده کرده‌اند. این کار علاوه بر کاهش ریسک به دلیل متنوع‌تر شدن سبد سرمایه‌گذاری، در شرایط تورمی می‌تواند ارزش سرمایه این مؤسسات را تا حد زیادی حفظ کند. پروفیسور جان لیتنر^۱ از دانشگاه هاروارد، نخستین کسی بود که به این موضوع توجه کرد. در بهار سال ۱۹۸۳، لیتنر طی مقاله‌ای در کنفرانس سالانه اتحادیه تحلیلگران مالی^۲ در تورنتو کانادا، به این نکته اشاره کرد.

این مقاله با عنوان «ارائه نقش صندوق‌های (یا حساب‌های) سرمایه‌گذاری آتی مدیریت‌شده کالا-مالی در سبدهای سهام و اوراق قرضه»^۳ ارائه شد و ایده استفاده از حساب‌های آتی مدیریت‌شده را به عنوان بخشی از روش سنتی سبدگردانی صندوق‌های سرمایه‌گذاری مطرح کرد؛ سبدهایی که در روش سنتی، همه سرمایه خود را تنها در سهام یا اوراق قرضه سرمایه‌گذاری می‌کردند. پس از این مقاله، محققان دیگری نیز با به روز کردن داده‌های مقاله لیتنر به نتایج مشابهی دست یافتند. این نتایج نشان می‌داد که سبدهای آتی، دارای بازده و ریسک بالاتری نسبت به سبدهای سنتی هستند. البته از آنجایی که روند ارزش سبدهای سرمایه‌گذاری آتی، همبستگی بسیار ضعیفی با روند بازارهای سهام و اوراق قرضه دارد، انتظار بهبودی معنی‌دار در نسبت‌های بازده به ریسک، در این سبدها نسبت به سبدهای سنتی دور از انتظار نخواهد بود. لیتنر خود در این مقاله این گونه به این نکته اشاره می‌کند:

1- John Lintner

2- Annual Conference of the Financial Analysts Federation

3- The Proposed role of Managed Commodity Financial Future Accounts (and/or Funds) In Portfolios of Stocks and Bonds

در واقع، بهبود ایجادشده در استفاده از سبدهای آتی در مقابل سبدهای سنتی بسیار زیاد است - همچنین همبستگی بازده سبدهای آتی و بازده سبدهای سهام و اوراق قرضه به طرز شگفت‌آوری پایین (و حتی در بعضی مواقع منفی) است - میزان تغییر در نسبت بازدهی به ریسک، قبل و بعد از اضافه کردن بازارهای آتی به سبدهای سهام، بسیار قابل توجه است. این تغییر از یک طرف با تخصیص مناسب سرمایه بین بازارهای آتی و از طرف دیگر با سرمایه‌گذاری در بازارهای سنتی نظیر سهام یا اوراق قرضه و یا هر دو صورت می‌گیرد. برتری واضح این نوع تخصیص سرمایه و سبد سهام ترکیبی ایجادشده، نسبت به سبدهایی که تنها شامل سهام یا اوراق قرضه یا حتی ترکیبی از این دو بازار می‌باشند، بسیار مشهود است. سبدهای سرمایه‌گذاری سهام (یا سهام و اوراق قرضه) بعد از اضافه شدن درصد مناسبی از بازارهای آتی و ایجاد یک سبد ترکیبی، سطح پایین‌تری از ریسک را در هر سطح از بازده، در مقایسه با سبدهای سنتی ایجاد کرده‌اند.

چرا سبدهای سرمایه‌گذاری آتی همبستگی ضعیفی با سبدهای سهام و اوراق قرضه دارند؟

دو دلیل عمده برای همبستگی ضعیف صندوق‌های سرمایه‌گذاری آتی با سبدهای تشکیل‌شده از اوراق قرضه و سهام وجود دارد. دلیل نخست، در تنوع بالای بازارهای آتی نهفته است. مدیران صندوق‌های سرمایه‌گذاری آتی با تمامی بخش‌های بازارهای مالی آتی ارتباط دارند. بنابراین معاملات آنها تنها وابسته به بازارهای اوراق قرضه و سهام نیست. بیشتر این مدیران تنها روندها را دنبال می‌کنند و هنگامی که بازارهای مالی در رونق به سر می‌برند، در بازارهای آتی سهام و نرخ‌های بهره، سرمایه‌گذاری می‌کنند و از شرایط موجود سود می‌برند. در زمان رکود بازارهای سهام و اوراق قرضه نیز، ضرر ایجادشده در سبد سرمایه‌گذاری خود را، با سود حاصل از افزایش قیمت کالاها و ارزش‌های خارجی جبران می‌کنند. این افراد با تخصیص مناسب سرمایه به هر چهار بخش بازار که معمولاً همبستگی منفی با یکدیگر دارند، سبد سرمایه‌گذاری متنوع و کم‌ریسکی را ایجاد می‌کنند.

دومین دلیل با فروش سریع در ارتباط است. مدیران آتی، هیچ‌گاه به صورت بلندمدت در یک بازار نمی‌مانند. آنها با فروش سهام‌های خود در زمان رکود بازارهای سهام و اوراق قرضه به سود می‌رسند. در این شرایط، آنها از بازاری که در رکود به سر می‌برد موقتاً خارج و به بازارهایی مانند کالا که در رونق به سر می‌برند وارد می‌شوند. به این ترتیب، می‌توانند عملکرد بسیار خوبی در دوره‌های رکود بازارهای مالی داشته باشند، خصوصاً اگر این رکود به دلیل افزایش شدید تورم رخ داده باشد. دوره‌های افزایش تورم، دقیقاً زمانی است که مدیران سنتی سبدهای سرمایه‌گذاری سهام و اوراق قرضه، به دلیل مواجه شدن با ضررهای فراوان در سبدهای خود، به کمک زیادی احتیاج دارند.

تحقیق اخیر دکتر لینتزر و دیگر محققان، به شدت مورد توجه انجمن مشاوران معاملات کالا^۱ و صندوق‌های مالی آتی معاملاتی عمومی^۲ قرار گرفت و در نشریه گزارش‌های حساب‌های مدیریت شده^۳ به چاپ رسید. هدف از اشاره به این گزارش‌ها بیان اهمیت به کارگیری بازارهای آتی برای کسب منافع فوق می‌باشد. با این حال باید توجه کرد که استفاده از بازارهای آتی به دلیل ریسک بالا، نیاز به کار و تمرین زیاد در شناخت کامل ساز و کار این بازارها دارد. به عبارت دیگر، معامله‌گر باید درک جامعی از روابط بین بازاری این بازارها داشته باشد تا در به کارگیری از این فرصت دچار اشتباه نشود. با تمرین و گسترش دانش خود می‌توانید در تحلیل درست این بازارها به سطح بالایی از این توانایی دست یابید.

اجازه دهید بیشتر بر یکی از بخش‌های سبدهای آتی، یعنی بازارهای سنتی کالا تمرکز کنیم. در این کتاب به طور مرتب بر اهمیت این بخش مهم از بازار در مواجهه با اثرات تورمی و درک رابطه این بازار با سه بخش دیگر، یعنی بازارهای ارز، اوراق قرضه و سهام تأکید کرده‌ایم. قابلیت استفاده از شاخص جامع قیمت آتی مرکز تحقیقات کالا (CRB) و

1- Commodity Trading Advisors

2- Publicly traded futures mutual funds

3- Managed Account Reports

امکان انجام معاملات آتی بر روی این شاخص، شرایط استفاده از آن را برای مقایسه‌های بین بازاری فراهم کرده است.

استفاده از یک شاخص به عنوان نماینده تمامی بازارهای کالا، این امکان را به وجود آورده است که به جای بررسی تمامی بازارهای کوچک و نامرتبط کالا، توجه خود را تنها معطوف به یک شاخص واحد کنیم. در واقع ایجاد شاخص آتی CRB در سال ۱۹۸۶ و مطالعه روزانه و دقیق این شاخص، نقطه عطفی در بلوغ تحلیل بین بازاری به حساب می‌آید.

آیا می‌توان از شاخص CRB به عنوان ابزاری برای تصمیم‌گیری سرمایه‌گذاران نام برد؟ آیا گروه‌های تشکیل‌دهنده این شاخص را می‌توان به عنوان مکان‌های جدیدی برای سرمایه‌گذاری به حساب آورد؟ اگر جواب مثبت است، آیا می‌توان با استفاده از سرمایه‌گذاری در بازارهای کالا، سودی بیش از سود متعارف سرمایه‌گذاران به دست آورد؟ برای پاسخ به این سؤال، از مجموع مطالعات آماری انجمن تحقیقات پاورز که با عنوان «بازارهای آتی کالا، محلی برای سرمایه‌گذاری» در ژوئن ۱۹۹۰ توسط بورس آتی نیویورک به چاپ رسیده است، استفاده می‌کنیم.

بازارهای آتی کالا، محلی برای سرمایه‌گذاری

در این مطالعه، ابتدا بازده چهار بخش بازارهای مالی (اوراق قرضه دولتی، اوراق قرضه شرکت‌ها، بازار سهام ایالات متحده و شاخص CRB) طی سال‌های ۱۹۶۱ تا ۱۹۸۸ مقایسه شده است. بازار سهام با شاخص S&P 500، اوراق قرضه شرکت‌های سهامی با شاخص اوراق قرضه شرکت برداران سالامون^۱، اوراق قرضه دولتی با اوراق قرضه با سر رسید ۲۰ ساله، و بخش کالاها نیز به وسیله بازده شاخص CRB به اضافه ۹۰ درصد بازده

اوراق قرضه خزانه (شاخص CRB آتی، فقط نیاز به ۱۰ درصد حاشیه اندوخته دارد) نمایندگی می‌شود. در جدول ۱۲.۱ خلاصه نتایج آورده شده است.

نمودار ۱۲.۱

بازده اوراق قرضه، سهام و بازارهای کالا (فرض شده است در ابتدای دوره، ۱۰۰ دلار در هر کدام از گروه‌ها سرمایه‌گذاری شده است).

اوراق قرضه دولتی	اوراق قرضه شرکتی	سهام بورس آمریکا	CRB شاخص	
442/52	580/21	1428/41	1175/26	۱۹۶۰ - ۱۹۸۸
423/21	481/04	766/78	974/70	۱۹۶۵ - ۱۹۸۸
423/58	452/70	650/69	787/97	۱۹۷۰ - ۱۹۸۸
314/16	338/23	555/69	336/47	۱۹۷۵ - ۱۹۸۸
288/87	300/58	289/27	153/68	۱۹۸۰ - ۱۹۸۸
132/79	132/32	145/62	128/13	۱۹۸۵ - ۱۹۸۸

طی دوره ۳۰ ساله مورد بررسی، بازار سهام آمریکا در مجموع بیشترین سوددهی را داشته است (۱۴۲۸/۴۱)، در حالیکه شاخص CRB در رده دوم قرار دارد (۱۱۷۵/۲۶). در دو دوره سال‌های ۱۹۶۱ تا ۱۹۶۵ و ۱۹۷۰ تا ۱۹۸۸، شاخص CRB بهترین کارایی را داشته است (به ترتیب با مقدار ۹۷۴/۷۰ و ۷۸۷/۹۷)، در حالی که سهام آمریکا در رده دوم قرار دارد (۷۶۶/۷۸ و ۶۵۰/۶۹). این دو دوره، دوره‌های تورمی دهه ۱۹۷۰ را شامل می‌شوند، یعنی زمانی که بازارهای کالا رونق فوق‌العاده‌ای را تجربه می‌کردند. در دوره ۱۳ ساله ۱۹۷۵ تا ۱۹۸۸، بازارهای سهام، بهترین بازدهی را داشته‌اند (۵۵۵/۶۹)، در حالی که اوراق قرضه در رده دوم قرار دارد (۳۳۸/۲۳). شاخص CRB طی این سال‌ها به رده سوم سقوط کرده است (۳۳۶/۴۷). از سال ۱۹۸۰، اوراق قرضه شرکتی، بهترین بازدهی را ایجاد کرده است (۳۰۰/۵۸). سهام و اوراق قرضه دولتی نیز در رده‌های بعدی قرار داشته‌اند. شاخص

CRB به دلیل شرایط غیرتورمی دهه ۱۹۸۰ در رده آخر این دوره قرار دارد. در آخرین دوره، یعنی سالهای ۱۹۸۵ تا ۱۹۸۸، سهام در رده اول و اوراقهای قرضه در ردههای بعدی و کالاها با کمترین بازدهی در آخرین رده قرار داشته‌اند. اگرچه سرمایه‌های مبتنی بر بازارهای مالی (سهام و اوراق قرضه) در دهه ۱۹۸۰، مطلوب‌ترین نوع سرمایه‌گذاری به حساب می‌آمدند، بازارهای کالا طی یک دوره ۳۰ ساله کاراتر از اوراق قرضه عمل کرده‌اند و بهترین کارایی را نسبت به سه گروه دیگر، طی دوره‌های ۲۰ و ۲۵ ساله اخیر داشته‌اند. جابه‌جایی گروه‌های مختلف، در جایگاه بهترین کارایی طی دوره‌های مختلف به این معنی است که هر گروه دارای دوره رونق مخصوص به خود است.

نقش ریسک در تخصیص سرمایه

بازده کل تنها بخشی از داستان است. عامل مهم دیگری که باید در نظر گرفته شود، ریسک است. معمولاً بازده بالا در کنار ریسک بالاتر حاصل می‌شود. مطالعات نیز این مسئله را تأیید می‌کنند. در دوره ۳۰ ساله مطالعه‌ی فوق، انحراف استاندارد بازده بازار سهام ۳/۹۳ بوده است. این مقدار بیشترین انحراف معیار، در بین چهار گروه بررسی شده می‌باشد. (ریسک بازده یک سبد سرمایه‌گذاری را، با محاسبه انحراف استاندارد بازده اندازه‌گیری می‌کنند، هر چه این عدد بالاتر باشد، ریسک نیز بالاتر است). شاخص CRB با انحراف استاندارد ۲/۸۳، دومین درجه بالای ریسک را به خود اختصاص داده است. اوراق قرضه دولتی و شرکتی نیز دارای کمترین ریسک، به ترتیب با انحراف استانداردهای ۲/۴۴ و ۲/۴۲ می‌باشند. شاید به نظر تعجب‌آور بیاید که سبدهی متشکل از شرکت‌های تشکیل‌دهنده شاخص S&P 500 دارای ریسک بیشتری نسبت به سبد غیر اهرمی^۱ کالاها (که تنها شامل کالاهای موجود در شاخص CRB است) باشد.

آمارهای دیگر ارائه شده در این مطالعه نشان می‌دهد که بازارهای کالا، انتخابی مناسب برای متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری به حساب می‌آیند و می‌توانند در شرایط تورمی بسیار کارا عمل کنند. در دوره ۳۰ ساله مطالعه فوق، شاخص CRB به ترتیب با اوراق قرضه دولتی و شرکتی دارای همبستگی منفی به مقدار ۰/۱۲۳۷- و ۰/۱۲۰۶- می‌باشد. همچنین همبستگی این شاخص با شاخص S&P 500 بسیار کوچک و قابل چشم‌پوشی است (۰/۰۱۵۶). در واقع این مسئله نشان می‌دهد که بازارهای کالا بهترین انتخاب برای کاهش ریسک یک سبد سرمایه‌گذاری، در فرایند متنوع‌سازی سبد سرمایه‌گذاری به حساب می‌آید.

مقایسه شاخص CRB و سه شاخص مهم تورم (شاخص قیمت مصرف‌کننده (CPI)، شاخص قیمت تولیدکننده (PPI) و نرخ تورم بر پایه تولید ناخالص داخلی)^۱ (عامل تعدیل-کننده تولید ناخالص داخلی)، طی ۳۰ سال گذشته، نشان می‌دهد که قیمت کالاها همبستگی مثبت بالایی با این سه معیار دارند. این همبستگی برای هر سه معیار، بالای ۹۰ درصد است. همبستگی مثبت قوی شاخص CRB و سه معیار سنجش تورم، ارزش به-کارگیری بازارهای کالا را برای مقابله با کاهش ارزش ناشی از تورم بیش از پیش نشان می‌دهد.

جابه‌جایی منحنی مرز کارایی^۲

مرز کارایی نشان‌دهنده بیشترین میزان بازده انتظاری در سطح مشخصی از ریسک انتظاری، یا کمترین ریسک انتظاری در سطح مشخصی از بازده انتظاری است. بر روی نمودار، ریسک سبد سرمایه‌گذاری (انحراف استاندارد) در محور افقی و بازده انتظاری در محور عمودی نشان داده شده است. شیب این منحنی به سمت بالا و راست است، مفهوم این شیب به این معنی است که هر چه ریسک بیشتر باشد، بازده نیز بیشتر خواهد بود. در

1- GNP deflator

2- Efficient Frontier

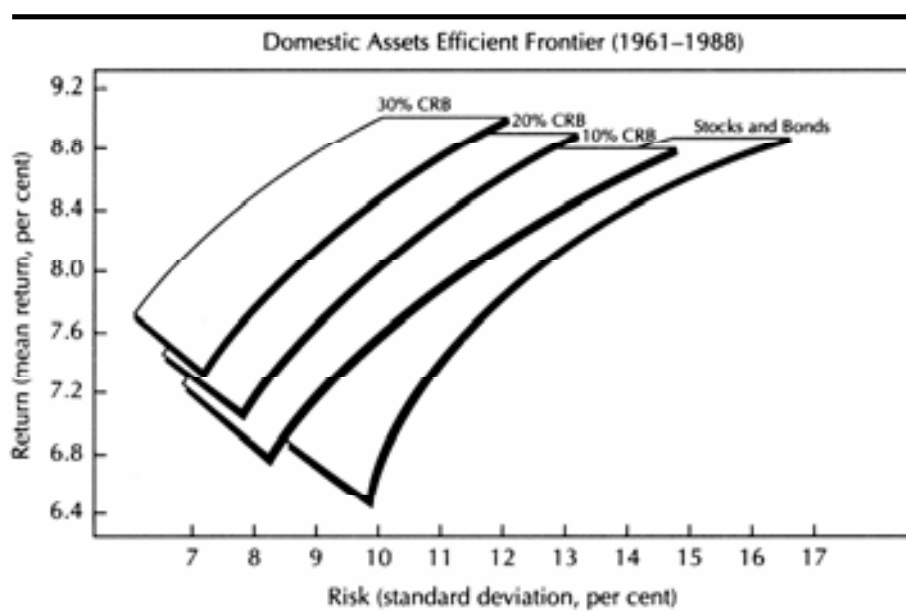
مطالعه مذکور، محققان پاورز ابتدا یک مجموعه سبد سرمایه گذاری بهینه متشکل از اوراق قرضه و سهام ایجاد کرده‌اند. سپس با محاسبه بازده‌های انتظاری برای هر سطح معین از ریسک، یک منحنی مرز کارایی رسم کرده‌اند. این محاسبات تا رسیدن به بالاترین بازده انتظاری سبد مربوطه ادامه یافته است. بعد از تشخیص وضعیت ریسک و بازده این سبد سهام بهینه که فقط از اوراق قرضه و سهام تشکیل شده است، بازارهای آتی کالا نیز در سه سطح مختلف به این سبد اضافه شده است. به این ترتیب، چهار سبد سرمایه گذاری متفاوت (بدون بازارهای کالا، با ۱۰ درصد سهم بازار کالا، ۲۰ درصد سهم بازار کالا و ۳۰ درصد سهم بازار کالا) ایجاد شده است. شکل ۱۲.۱۱، نشان‌دهنده تأثیر اضافه کردن بازارهای کالا در سه سطح مختلف به سبد سهام اولیه است.

چهار منحنی در شکل ۱۲.۱۱ نشان داده شده‌اند. آخرین منحنی از سمت راست، مرز کارایی سبد سهامی است که تنها از اوراق قرضه و سهام تشکیل شده است. همان‌طور که به سمت چپ حرکت می‌کنیم، منحنی سبدهای دارای ۱۰ درصد CRB، ۲۰ درصد CRB و ۳۰ درصد CRB کشیده شده است. نمودار نشان می‌دهد که با افزایش نسبت CRB در سبدهای سرمایه گذاری، منحنی‌های مرز کارایی به سمت چپ و بالا حرکت کرده‌اند. این حرکت به این معنی است که مدیران سبدهای سرمایه گذاری، با اضافه کردن کالاها به سبدهای سهام خود، ریسک کمتر و بازدهی بیشتری به دست آورده‌اند. آمارهای دیگر نیز نشان‌دهنده تغییر نسبت‌های سود به ریسک است. تغییری که در اثر اضافه کردن کالاها به سبد سرمایه گذاری اولیه (شامل اوراق قرضه و سهام) ایجاد شده است. مطلب صفحه ۸ گزارش مذکور مستقیماً در زیر آورده شده است:

توجه کنید که در تمامی موارد، اضافه کردن کالاهای آتی در سبدهای سرمایه گذاری، موجب افزایش نسبت‌ها شده است. این افزایش به معنی کاهش ریسک و افزایش بازده است. هر چه سهم کالاهای آتی در تشکیل سبد افزایش یافته است، بازده بخش سبد مربوط به آن نیز بیشتر بوده است (تا ۳۰ درصد).

شکل ۱۲.۱۱

در این شکل مرز کارایی برای چهار سبد سرمایه‌گذاری نشان داده شده است. منحنی واقع در منتهی‌الیه سمت راست، سبد سرمایه‌گذاری است که تنها از سهام و اوراق قرضه تشکیل شده است. هرچه به سمت چپ حرکت می‌کنیم سهم بازارهای کالا در این سبد افزایش می‌یابد. سهم بازارهای کالا در سبد سرمایه‌گذاری به ترتیب، ۱۰، ۲۰ و در آخرین سبد ۳۰ درصد است. در این نمودار محور عمودی نشان‌دهنده بازدهی و محور افقی میزان ریسک را مشخص می‌کند. (نمودار برگرفته از مقاله مؤسسه پاورز است)



خلاصه

در این بخش با استفاده از به کارگیری تحلیل نسبت، نشان دادیم که می‌توان پایش بیشتری بر روابط بین بازارهای کالا، اوراق قرضه و سهام اعمال کرد. تحلیل نسبت، ابزار تکنیکی مفیدی برای تشخیص نقاط تغییر روند این بازارها به حساب می‌آید. تحلیل خط روند می‌تواند مستقیماً بر روی نمودارهای نسبت نیز انجام گیرد. افزایش نسبت CRB به اوراق قرضه به این معنی است که کالاها عملکرد بهتری در مقایسه با اوراق قرضه از خود نشان می‌دهند. سقوط این نسبت نیز به معنی آن است که شرایط بازار اوراق قرضه مناسب‌تر از بازارهای کالا است. به علاوه، افزایش نسبت CRB به اوراق قرضه می‌تواند به معنی رکود

بازار سهام نیز تلقی شود. در واقع افزایش قیمت کالاها، تأثیری منفی بر روی هر دو بازار اوراق قرضه و سهام می‌گذارد. با این حال نسبت CRB به اوراق قرضه معمولاً پیشروتر از نسبت CRB به شاخص S&P 500 است و این شاخص می‌تواند به عنوان شاخصی پیشرو برای بازار سهام نیز در نظر گرفته شود.

بازارهای کالای تشکیل‌دهنده شاخص CRB، می‌توانند به جای بازارهای اوراق قرضه و سهام، جایگزینی برای تخصیص سرمایه به حساب آیند. علت این امر، همبستگی منفی این بازارها با بازارهای اوراق قرضه و همبستگی بسیار کم آنها با بازارهای سهام است. یک سبد کالای غیر اهرمی (محافظه‌کارانه) (با ۱۰ درصد سپرده برای خرید قرارداد آتی در بازار کالا و ۹۰ درصد سپرده‌گذاری در اوراق قرضه خزانه) می‌تواند برای متنوع‌سازی یک سبد سرمایه‌گذاری، شامل «اوراق قرضه و سهام» مورد استفاده قرار گیرد. ریسک‌های مربوط به معاملات بازارهای کالا، نتیجه درخواست حاشیه سود کم است (در حدود ۱۰ درصد)، این مسئله منجر به افزایش خاصیت اهرمی می‌شود. با اتخاذ رویکردی محافظه‌کارانه (غیر اهرمی) و با تخصیص ۹۰ درصد از سهم سرمایه به اوراق قرضه خزانه، بخش زیادی از ریسک مرتبط با معاملات کالاها کاهش می‌یابد و این کار، سبد سرمایه‌گذاری را قابل اطمینان‌تر می‌کند. همبستگی بالای شاخص CRB و شاخص‌های تورمی را می‌توان دلیلی بر کارایی کالاها در حفظ ارزش سبد در مقابل فشارهای تورمی به حساب آورد.

بازارهای آتی (شامل کالاها، ارزها، اوراق قرضه و سهام‌های آتی) محیطی مناسب برای تخصیص بهینه سرمایه فراهم می‌کنند. از آنجا که بازده این بازارها همبستگی کمی با بازده‌های اوراق قرضه و سهام دارد، صندوق‌های حرفه‌ای مدیریت سرمایه، معمولاً از این بازارها برای افزایش تنوع و کاهش ریسک سبد خود استفاده می‌کنند. به طور کلی دو رویکرد برای استفاده از بازارهای آتی در کاهش ریسک سبدهای سرمایه‌گذاری وجود

دارد. راه اول، استفاده از حساب آتی مدیریت شده حرفه‌ای^۱ است. در این روش باید در هر چهار بخش بازارهای آتی (کالا، ارز، اوراق قرضه و سهام) سرمایه‌گذاری کرد. سبدهای سرمایه‌گذاری مذکور، کاملاً جدا عمل می‌کنند و به صورت جداگانه نیز مدیریت می‌شوند. کلمه‌ی آتی به هر چهار بازار آتی، اشاره دارد که بازارهای کالا تنها یکی از آنها است. رویکرد دوم نیز به این صورت است که سهمی به صورت جداگانه برای سرمایه‌گذاری در بازارهای کالای آتی اختصاص می‌یابد. این بخش صندوق، با استفاده از مجموعه رویکردهایی که انجام معاملات بر روی ۲۱ کالای شاخص CRB را مشخص می‌کنند، مدیریت می‌شود.

1- Professionally managed futures accounts

۱۳

تحلیل بین بازاری و چرخه‌ی کسب و کار^۱

در ۲۰۰ سال گذشته، فراز و نشیب‌های اقتصاد آمریکا به طور مرتب تکرار شده است. برخی از این دوره‌ها مانند رکود بزرگ دهه ۱۹۳۰ و تورم شدید دهه ۱۹۷۰، بسیار شدید بوده‌اند. برخی نیز آنقدر کوچک بوده‌اند که اثر آنها به سرعت از بین رفته است. به طور معمول دوره‌های رونق و رکود بازار، تقریباً چهار سال به طول می‌انجامد. به عبارت دیگر، اقتصاد تقریباً هر چهار سال یک بار، یک دوره توسعه و شکوفایی، و یک دوره کساد و کندی را تجربه می‌کند.

دوره کساد بیشتر منجر به رکود و رشد منفی اقتصادی می‌شود و کساد و کندی اقتصاد، نهایتاً به توسعه و شکوفایی دوره بعدی منتهی می‌شود. در یک دوره طولانی و غیر معمول رشد اقتصادی (نظیر دوره ۸ ساله‌ای که از سال ۱۹۸۲ آغاز شد)، زمانی که رکودی رخ نمی‌دهد، اقتصاد نهایتاً دستخوش کندی رشد می‌شود تا بتواند قبل از شروع دوره رشد جدید «نفسی تازه کند». از سال ۱۹۴۸، اقتصاد آمریکا هشت دوره رکود را تجربه کرده

1- The Business Cycle

است که آخرین آن از جولای ۱۹۸۱ آغاز و تا نوامبر ۱۹۸۲ به طول انجامیده است. به طور میانگین دوران‌های رشد و کساد اقتصادی آمریکا به ترتیب ۴۵ و ۱۱ ماه به درازا کشیده‌اند. چرخه‌های کسب و کار، رفتارهای بسیار مهمی برای بازارهای مالی به حساب می‌آیند؛ درک چهارچوب دوره‌های رونق و رکود، به درک ارتباط موجود بین اوراق قرضه، سهام و بازارهای کالا کمک زیادی می‌کند. علاوه بر این، دوره‌های کسب و کار، توالی زمانی رونق و رکود، این سه بخش از بازارهای مالی را به خوبی توضیح می‌دهند. جذابیت دوره‌های کسب کار برای معامله‌گران نه از جهت پیش‌بینی وضعیت اقتصادی، بلکه بیشتر از این جهت است که به آنها کمک می‌کند بفهمند چرا و چگونه سه بخش بازارهای مالی بر یکدیگر اثر می‌گذارند.

برای مثال، در مراحل اولیه آغاز یک دوره رونق اقتصادی (یعنی زمانی که دوره رکود یا کاهش رشد اقتصادی هنوز کاملاً پایان نیافته است)، اوراق قرضه زودتر از دو بازار سهام و کالاها روند صعودی خود را آغاز می‌کند. در پایان یک دوره رونق نیز، معمولاً بازارهای کالا آخرین بازاری هستند که تحت تأثیر این اتفاق، روندی نزولی به خود می‌گیرند. با درک بهتر یک دوره کسب و کار، نکات ظریف فرایندهای بین بازاری روشن‌تر می‌شود و آنچه بر روی نمودارها نمایان می‌شود با درک این تصویر جامع، قابل درک‌تر می‌شود. گرچه هدف اصلی از تحلیل‌های بین بازاری این نیست، ولی تحلیل‌های بین بازاری می‌توانند به شناخت این مسئله که در حال حاضر در کدام مرحله از چرخه کسب و کار قرار داریم نیز کمک نمایند.

بسیاری از مفاهیم موجود در یک چرخه کسب و کار (به همراه تحلیل‌های بین بازاری اوراق قرضه، سهام و کالاها) بر فرایند تخصیص سرمایه، که در بخش ۱۲ در مورد آن صحبت کردیم اثر می‌گذارند. شناخت فازهای مختلف یک چرخه کسب و کار، به درک فرایند تخصیص سرمایه کمک زیادی می‌کند. همان‌طور که گفتیم در ابتدای یک دوره رونق اقتصادی بازارهای سرمایه (اوراق قرضه و سهام) با رشد قابل توجهی روبه‌رو می‌شوند. اواخر دوره رونق نیز بازارهای کالا (یا سهام‌های مرتبط با بازارهای کالا مانند

سهام شرکت‌های نفتی و معدنی طلا) رشد مناسبی را تجربه می‌کنند. به علاوه می‌توان گفت، دوره‌های رونق اقتصادی، رشد بازار سهام و دوره‌های رکود، رونق اوراق قرضه را در پی دارند.

در این بخش، برای درک بهتر فرایند تخصیص سرمایه و چرایی حرکت سرمایه‌گذاران از بازاری به بازار دیگر، از مفاهیم دوره کسب و کار بهره خواهیم برد. گرچه در این بخش هم از شاخص قیمت آتی CRB به عنوان نماینده بازارهای کالا استفاده خواهیم کرد، مطالبی نیز در مورد دو شاخص مهم صنعتی دیگر به نام‌های شاخص «قیمت مواد خام صنعتی» و «شاخص JOC» بیان خواهیم کرد. همچنین به دلیل توجه فراوان فعالان صنعتی به تغییرات قیمتی مس، در مورد قابلیت پیش‌بینی این فلز و ارتباط آن با بازار سهام مباحثی خواهیم گفت. به علاوه، از آنجایی که بسیاری از مدیران سرمایه‌گذاری در تحلیل‌های خود از طلا به عنوان نماینده بازارهای کالا استفاده می‌کنند، در مورد فواید شناخت بازار طلا در فرایند تخصیص سرمایه نیز مطالبی بیان خواهیم کرد. در آخر نیز به دلیل اهمیت بسیار زیاد بازارهای اوراق قرضه در چرخه کسب و کار و مکانیزم‌های تأثیرات بازارهای مختلف بر یکدیگر، وضعیت بازار اوراق قرضه، به عنوان شاخصی پیشرو برای درک شرایط اقتصادی مورد بررسی قرار خواهد گرفت.

توالی زمانی بازارهای اوراق قرضه، سهام و کالاها

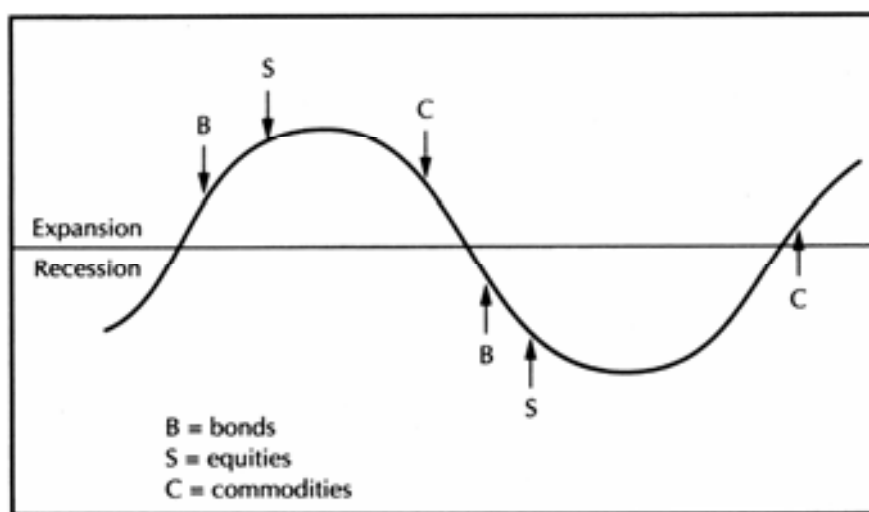
در شکل ۱۳.۱ شمایی ایده‌آل از یک چرخه کسب و کار و چگونگی ارتباط سه بخش بازارهای مالی آورده شده است. خط منحنی، مسیر حرکت اقتصاد را در بازه رونق تا رکود نشان می‌دهد. صعود این خط به معنی رونق و نزول آن، به معنی رکود اقتصادی می‌باشد. خط افقی رسم‌شده نیز سطح تعادل و مرز جداسازی رشد اقتصادی مثبت و منفی است. به عبارت دیگر در بالای این خط رشد اقتصادی مثبت و در پایین آن رشد اقتصادی منفی می‌باشد. وقتی منحنی در بالای این خط قرار دارد اما نزولی است، رشد اقتصادی در حال کاهش و پس از عبور از این خط منفی می‌شود. در واقع پس از عبور منحنی از محور صفر،

اقتصاد وارد دوران رکود می‌شود. پیکان‌های روی نمودار نیز، نشان‌دهنده تغییرات بازارهای مختلف می‌باشند. جهت پایین پیکان‌ها به معنی رکود بازار و جهت بالا به معنی رونق بازار است. همچنین B به معنی بازار اوراق قرضه، S به معنی بازار سهام و C نشان‌دهنده بازارهای کالا است. همان‌طور که در نمودار مشاهده می‌کنید، زمانی که رونق اقتصادی به بلوغ خود نزدیک می‌شود، اوراق قرضه اولین بازاری است که با روند نزولی مواجه می‌شود. این نزول تحت تأثیر فشارهای تورمی ناشی از افزایش تقاضا ایجاد می‌شود. فشارهایی که برای مهار آنها ناگزیر باید نرخ‌های بهره را افزایش داد. در این زمان، نرخ‌های بهره بالا بر بازار سهام فشار می‌آورند و منجر به سقوط آن می‌شوند. از آنجا که فشارهای تورمی در اواخر دوران رشد بالای اقتصادی به اوج خود می‌رسند، بازارهای کالا آخرین بازارهایی هستند که سقوط می‌کنند. معمولاً در این زمان، میزان رشد اقتصادی کمتر و کمتر شده و اقتصاد اندک اندک به دوران رکود نزدیک می‌شود. کاهش رشد اقتصادی، موجب کاهش تقاضای کالاها و پول می‌شود. این مسئله از فشارهای تورمی کاسته و موجب آغاز روند نزولی قیمت کالاها می‌شود (روندی که معمولاً با پیشروی بازار طلا آغاز می‌شود). در این زمان تمامی بازارها برای مدتی کوتاه، روندی نزولی در پیش می‌گیرند.

همان‌طور که میزان نرخ‌های بهره ملایم‌تر می‌شوند (معمولاً در اوایل دوران رکود) اوراق قرضه روند افزایشی خود را آغاز می‌کنند. پس از چند ماه، بازار سهام نیز روندی صعودی در پیش می‌گیرد (این اتفاق معمولاً پس از طی شدن نیمی از دوران رکود اتفاق می‌افتد). تنها اندکی پس از آنکه بازارهای اوراق قرضه و سهام، بازسازی خود را آغاز کردند و اقتصاد، مقدمات شروع دوران رونق جدیدی را فراهم کرد، افزایش تورم به دلیل افزایش تقاضا، منجر به صعود قیمت کالاها می‌شود (صعودی که باز هم با تقدم طلا آغاز می‌شود). در این زمان هر سه بازار، باز هم برای مدتی کوتاه روند صعودی هم‌زمانی را تجربه می‌کنند. در میان سه بازار مالی، به نظر می‌رسد که اوراق قرضه محور این روند صعودی است.

شکل ۱۳.۱

یک نمودار ایده‌آل برای نشان دادن چگونگی تعامل سه بازار اوراق قرضه (B)، سهام (S)، و کالاها (C) در یک دوره رونق و رکود اقتصادی.



معمولاً اوراق قرضه در میانه دوران رونق، به اوج و در میانه دوران رکود به کف می‌رسد. به اوج رسیدن (و آغاز روند نزولی) بازارهای اوراق قرضه در دوران رونق، اخطار پایان دوره رشد سالم غیرتورمی و آغاز دوره رشد ناسالم تورمی را صادر می‌کند. این دوره معمولاً مقارن با زمانی است که روند صعودی بازارهای کالا آغاز شده است. در این زمان بازارهای پر رونق سهام روزهای آخر عمر خود را سپری می‌کنند.

طلا بازاری پیشرو برای دیگر کالاها

با اینکه بیشتر طلا به عنوان نماینده بازارهای کالا مورد توجه فعالان اقتصادی است، نباید فراموش کرد که این فلز همواره زودتر از دیگر کالاها اوج و کف خود را تجربه می‌کند. در بخش ۷ در مورد پیشرو بودن بازار طلا در مقایسه با شاخص CRB شواهد تاریخی زیادی ارائه کردیم. در مراحل اولیه دوران رونق اقتصادی، این امکان وجود دارد

که به طور هم‌زمان شاهد روند صعودی هر سه بازار سهام، اوراق قرضه و طلا باشیم. این دقیقاً همان چیزی است که در سال‌های ۱۹۸۲ و ۱۹۸۵ اتفاق افتاده است. در آن دوران و در سال ۱۹۸۴، دوران رونق بازارهای اوراق قرضه و سهام به پایان رسید. طلا نیز همچنان به روند نزولی خود که از مدت‌ها قبل در سال ۱۹۸۳ آغاز شده بود، ادامه می‌داد. چرخش بازار اوراق قرضه در جولای ۱۹۸۴ اتفاق افتاد. بازار سهام نیز یک ماه بعد به پیروی از این بازار تغییر جهت داد. اما طلا تقریباً شش ماه بعد یعنی در فوریه ۱۹۸۵، به کف قیمتی خود رسید. از این زمان به بعد، به مدت ۱۲ ماه (تا میانه سه‌ماهه اول سال ۱۹۸۶) هر سه بازار به همراه هم، روندی صعودی را تجربه کردند؛ در آن زمان با اینکه طلا روند رو به رشد خود را آغاز کرده بود مقدار شاخص CRB تا تابستان ۱۹۸۶ همچنان کاهش می‌یافت.

تفاوت سطوح قیمت طلا و کالاهای می‌تواند به درک بهتر تعاملات بازارهای کالا و اوراق قرضه کمک کند. در بخش‌های قبل، رابطه معکوس شاخص CRB و بازار اوراق قرضه را توضیح دادیم. اوج اوراق قرضه در میانه سال ۱۹۸۶ با کف شاخص CRB هم‌زمان شده است. در بهار ۱۹۸۷، شروع حرکت صعودی شاخص CRB، سقوط بازار اوراق قرضه را در پی داشته است. همان‌طور که مشاهده می‌کنید افزایش قیمت طلا می‌تواند با افزایش قیمت اوراق قرضه همراه باشد اما در واقع این مسئله به معنی اختلال زود هنگامی برای شروع فشارهای تورمی است. آغاز روند صعودی شاخص CRB، معمولاً به معنی پایان دوران رونق بازارهای اوراق قرضه است. خلاف این مطلب نیز صحیح است. یعنی سقوط شاخص CRB در مراحل اولیه دوران رکود اقتصادی (یا کاهش رشد اقتصادی) معمولاً هم‌زمان با کف قیمت‌های اوراق قرضه رخ می‌دهد. به عبارت دیگر، اگر به جای بازار طلا از همان شاخص CRB استفاده کنیم می‌توان گفت که این سه گروه هیچ‌گاه نمی‌توانند به مدتی طولانی روندی مشابه داشته باشند.

کدام بازار جلوتر از دیگر بازارها تغییر جهت می‌دهد؟

شکل ۱۳.۱ نشان می‌دهد که اوراق قرضه اولین بازاری است که تغییر جهت می‌دهد. بر اساس این شکل، بازار سهام در جایگاه دوم و بازارهای کالا در جایگاه سوم قرار دارند. اما به واقع، تعیین اینکه کدام بازار ابتدا تغییر جهت می‌دهد بسیار مشکل است، چرا که هر سه بازار در یک چرخه بی پایان قرار دارند. اوراق قرضه بعد از چرخش بازارهای کالا به سمت پایین، روند صعودی خود را آغاز می‌کند. اگر از سویی دیگر به موضوع نگاه کنیم، می‌توان گفت روند صعودی قیمت‌های کالا قبل از به اوج رسیدن و آغاز روند نزولی قیمت‌های اوراق قرضه آغاز می‌شود. وقتی از این زاویه نگاه می‌کنیم به نظر می‌رسد که بازارهای کالاها اولین بازارهایی هستند که تغییر جهت می‌دهند.

اگر به خاطر بیاورید، بازار سهام در سال ۱۹۸۷ به اوج خود رسید و روند نزولی خود را آغاز کرد. اوراق قرضه نیز در سال ۱۹۸۶ اوج خود را تجربه کرد. بازار طلا نیز در سال ۱۹۸۵، روند رو به رشد خود را آغاز کرد. روند صعودی شاخص CRB نیز در سال ۱۹۸۶ آغاز شد. بنابراین می‌توان گفت صعود طلا (و شاخص CRB) اختطاری برای شروع دوران تورمی جدید است. دورانی که منجر به پایان روند صعودی اوراق قرضه و آغاز روند نزولی آن می‌شود. زمان زیادی طول نخواهد کشید که همین اتفاق برای بازار سهام نیز رخ می‌دهد. در واقع اینکه کدام بازار اول دچار تغییر می‌شود تنها به این بستگی دارد که از چه جایگاهی به این موضوع نگاه کنیم.

شش مرحله چرخه کسب و کار

مارتین پرینگ^۱ در کتاب خود به نام مروری بر تخصیص سرمایه^۲، چرخه کسب و کار را به شش دوره تقسیم کرده است (شکل ۱۳.۲). مرحله اول زمانی است که اقتصاد در حال ورود به دوران رکود است و آخرین مرحله جایی است که اقتصاد در دوره تکمیل دوره

1- Martin Pring

2- Asset Allocation Review

روتن خود قرار دارد. در هر مرحله، یکی از این سه بازار (اوراق قرضه، سهام، کالاها) دچار چرخش می‌شوند. جمع‌بندی پرینگ به صورت خلاصه در زیر آورده شده است:

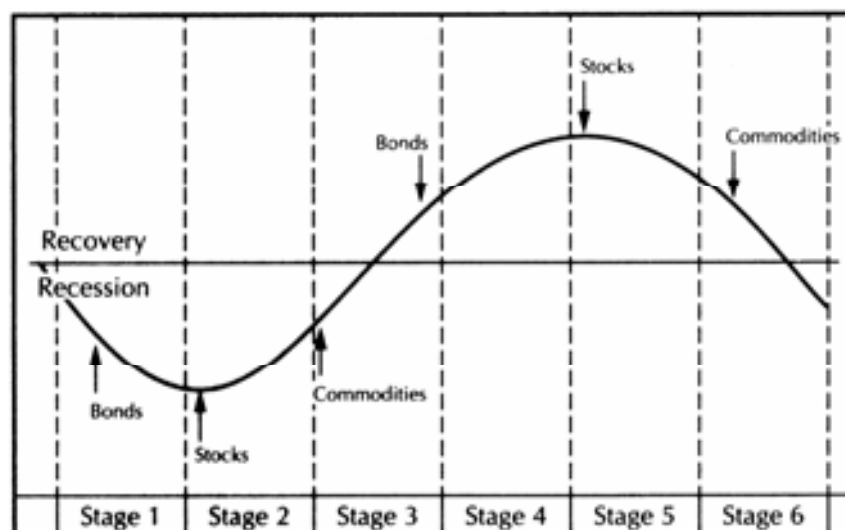
- مرحله ۱.....چرخش صعودی اوراق قرضه (کالاها و سهام در حال سقوط)
- مرحله ۲.....چرخش صعودی سهام (اوراق قرضه در حال صعود، کالاها در حال سقوط)
- مرحله ۳.....چرخش صعودی کالاها (هر سه بازار در حال صعود)
- مرحله ۴.....چرخش نزولی اوراق قرضه (سهام و کالاها در حال صعود)
- مرحله ۵.....چرخش نزولی سهام (اوراق قرضه در حال نزول، کالاها در حال صعود)
- مرحله ۶.....چرخش نزولی کالاها (هر سه بازار در حال سقوط)

مفاهیم توالی فوق، باید برای مدیران تخصیص سرمایه، کاملاً روشن باشد. در حالی که در دوره رکود اقتصادی، تورم و نرخ بهره، روندی نزولی دارند (مرحله ۱)، اوراق قرضه به کف قیمتی خود نزدیک می‌شود (علاوه بر اوراق قرضه، سهام‌هایی که به نرخ بهره حساس هستند نیز چرخش خود را آغاز می‌کنند). پس از آغاز روند صعودی اوراق قرضه و در زمانی که رکود اقتصادی به اوج خود می‌رسد (مرحله ۲)، بازار سهام به دلیل رسیدن قیمت‌های سهام به کف قیمتی، به مرور از جذابیت زیادی برخوردار می‌شود. پس از این مرحله، یعنی زمانی که اقتصاد به مرور در مسیر رونق قرار گرفته است (مرحله ۳)، قیمت طلا و سرمایه‌های مرتبط با طلا مورد توجه سرمایه‌گذارانی قرار می‌گیرد که با شروع دوران تورمی، قصد دارند خود را از آسیب‌های تورم دور نگه دارند. با شروع فشارهای تورمی، قیمت کالاها و نرخ‌های بهره افزایش می‌یابد (مرحله ۴). اوراق قرضه و سهام‌های حساس به نرخ بهره جذابیت خود را از دست می‌دهند و قیمت‌های سهام دیگر رشد نمی‌کنند (مرحله ۵). نقدینگی، بیشتر به سمت بازارهایی نظیر کالا که در برابر تورم مقاوم‌اند یا سهام شرکت‌های مرتبط با طلا و نفت سوق پیدا می‌کند. در این زمان، یعنی وقتی هر سه بازار در حال سقوط هستند (مرحله ۶)، پادشاه، پول نقد است.

توالی اتفاقاتی که در بند قبل توضیح داده شد همیشه برقرار نیست. در واقع زندگی به این سادگی هم نیست. زمان‌هایی وجود دارد که فراز و نشیب بازارها خارج از این توالی رخ می‌دهد. در واقع شکل ۱۳.۲ روندی ایده‌آل از توالی رخدادهایی است که معمولاً بین این سه بازار روی می‌دهد. این شکل تنها «نقشه راه» مفیدی برای پیگیری اتفاقات این سه بازار در اختیار ما قرار می‌دهد. وقتی بازارها مطابق با این روند ایده‌آل حرکت می‌کنند، تحلیلگران می‌دانند که به زودی باید منتظر چه اتفاقی باشند. اما وقتی بازار از این روند منحرف می‌شود، تحلیلگران ممکن است با چیزی بر خلاف انتظارشان مواجه شوند. تحلیلگران در این زمان باید در تحلیل رخدادهای بازار بیشتر دقت کنند. با اینکه توالی مذکور ممکن است همیشه درست کار نکند، قطعاً دانستن اینکه احتمالاً چه اتفاقی در بازار رخ خواهد داد بسیار مفید خواهد بود. شکل ۱۳.۳ رفتار بازارهای کالا را در چهار دوره رکود سال‌های ۱۹۷۰ تا ۱۹۸۲ نشان می‌دهد.

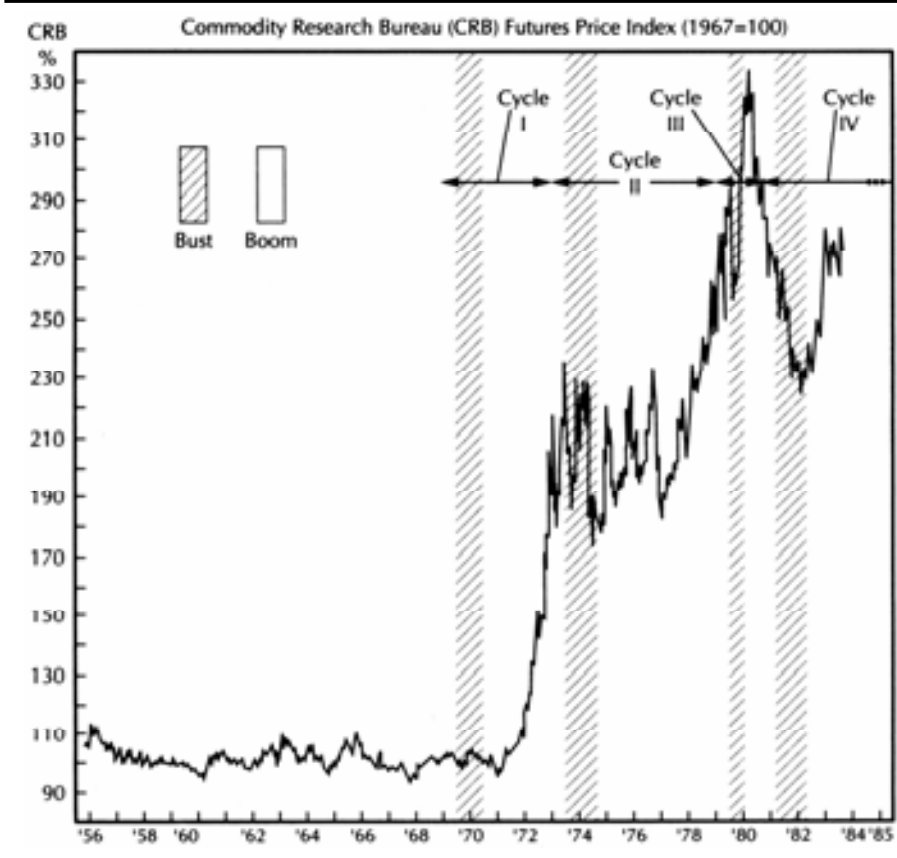
شکل ۱۳.۲

شش مرحله یک چرخه کسب و کار معمول، از رکود تا رونق. در هر کدام از این شش مرحله شاهد چرخش یکی از بازارهای سهام، اوراق قرضه و کالاها هستیم.



شکل ۱۳.۳

نمودار ماهانه شاخص قیمت آتی CRB، در چهار دوره آخر رکود اقتصادی. دوره‌های رکود به صورت سایه‌دار مشخص شده‌اند. قیمت کالاها همیشه در دوره رکود تضعیف می‌شوند. با پایان یافتن دوره رکود، این ضعف برطرف می‌شود. اوج سال ۱۹۸۰ شاخص CRB پس از پایان رکود سال ۱۹۸۰ و قبل از رکود سال ۱۹۸۱-۱۹۸۲ رخ داده است.



نقش اوراق قرضه در پیش‌بینی‌های اقتصادی

بازار اوراق قرضه نقشی کلیدی در تحلیل‌های بین بازاری بر عهده دارد. می‌توان گفت که این بازار، نقطه اتصال دو بازار سهام و کالاها به یکدیگر است. جهت نرخ بهره، اطلاعات زیادی در مورد اینکه در حال حاضر در چه مرحله‌ای از چرخه کسب و کار قرار

داریم و وضعیت قدرت و ضعف اقتصاد چگونه است، در اختیار ما قرار می‌دهد. در زمانی - که به پایان دوران رونق اقتصادی نزدیک می‌شویم، تقاضا برای پول افزایش می‌یابد، در نتیجه نرخ‌های بهره دچار افزایش شده و بانک‌های مرکزی از سطح بالاتری از نرخ‌های بهره برای مهار تورم استفاده می‌کنند. تورمی که معمولاً در این زمان در حال افزایش است. گاهی اوقات جهش نرخ‌های بهره، موجب محدود شدن رشد اقتصادی می‌شود و همین مسئله مهم‌ترین دلیل برای حرکت اقتصاد به سمت دوران رکود است. تشکیل یک اوج قابل توجه در بازار اوراق قرضه، اتفاقی است که اخطار پایان این دوران را صادر می‌کند. این اتفاق معمولاً به معنی ورود اقتصاد به دوران خطرناک تورمی تعبیر می‌شود. دورانی که معمولاً در میانه دوره رشد اقتصادی قرار دارد. پس از آغاز روند نزولی بازار اوراق قرضه، معمولاً بازارهای سهام و کالاها همچنان به روند صعودی خود ادامه می‌دهند، اما معامله‌گران باید بدانند این دوران خصوصاً برای بازار سهام چندان به درازا نخواهد انجامید. در این میان اقتصاددانان نیز باید دقت زیادی به خرج دهند.

در دوران رکود اقتصادی، تقاضا برای پول کاهش می‌یابد. هم‌زمان با این اتفاق، از میزان فشارهای تورمی کاسته شده و قیمت کالاها به همراه نرخ‌های تورم سقوط می‌کنند. سقوط توأم نرخ‌های بهره و قیمت کالاها، موجب ایجاد کف قیمتی و اوجگیری قیمت اوراق قرضه می‌شود. این اتفاق معمولاً در مراحل اولیه دوره کاهش رشد اقتصادی (یا رکود) رخ می‌دهد. بازارهای سهام و کالاها می‌توانند برای مدتی کوتاه به طور هم‌زمان روندی نزولی داشته باشند اما سرمایه‌گذاران بازار سهام به زودی اخطارهایی مبنی بر آغاز دوران شکوفایی این بازار دریافت خواهند کرد. در این زمان، اقتصاددانان نیز نشانه‌هایی زود هنگام از پایان رکود اقتصادی مشاهده می‌کنند. با کمی دقت می‌توان فهمید که بازار اوراق قرضه دارای دو ویژگی مهم است. دو ویژگی که به سختی می‌توان آن‌ها را از هم تفکیک کرد؛ نخست، پیشرو بودن این بازار نسبت به بازار سهام (و کالاها) و دوم، شاخص وضعیت اقتصادی بودن.

طی سال‌های گذشته، بازار اوراق قرضه با چرخش‌های مهم خود، نقش شاخصی پیشرو را برای وضعیت اقتصادی بازی کرده است، هرچند که زمان تأخیر اوج‌ها و فرودها گاه بسیار طولانی بوده است. جفری مور^۱ در کتاب شاخص‌های پیشروی دهه ۱۹۹۰^۲، از قیمت‌های تاریخی اوراق قرضه به عنوان شاخصی بلندمدت برای پیش‌بینی فراز و نشیب‌های چرخه کسب و کار استفاده کرده است. جفری مور یکی از بزرگ‌ترین صاحب‌نظران چرخه‌های کسب و کار در آمریکا به حساب می‌آید. از سال ۱۹۴۸، اقتصاد ایالات متحده هشت چرخه کسب و کار را تجربه کرده است. شاخص میانگین ۲۰ اوراق قرضه داو جونز، با میانگین ۲۷ ماه، زودتر از تمامی این هشت دوره، به اوج رسیده و روند نزولی خود را آغاز کرده است. همچنین کف‌های تمامی این هشت چرخه کسب و کار به‌طور متوسط ۷ ماه پس از چرخش‌های این شاخص ایجاد شده است. به‌طور کلی می‌توان گفت از سال ۱۹۴۸ چرخش قیمت‌های اوراق قرضه نسبت به بدترین زمان چرخه‌های کسب و کار به‌طور میانگین، هفده ماه، جلوتر بوده است.

شاخص‌های پیشروی کوتاه‌مدت و بلندمدت

دکتر مور، رئیس مرکز بین‌المللی تحقیقات چرخه کسب و کار دانشگاه کلمبیا در شهر نیویورک، از قیمت‌های اوراق قرضه به عنوان یکی از مقادیر تشکیل‌دهنده «شاخص پیشرو بلندمدت» خود استفاده می‌کند. این شاخص برای دریافت اخطارهای زود هنگام فراز و فرودهای چرخه کسب و کار طراحی شده است. این شاخص به همراه دوازده شاخص پیشروی دیگر به‌طور ماهیانه، توسط وزارت بازرگانی به عنوان جمع‌بندی شرایط کسب و کار^۳ منتشر می‌شود. شاخص پیشروی بلندمدت دیگر، شامل چهار شاخص میانگین ۲۰ اوراق قرضه داو جونز، نسبت قیمت به هزینه واحد کار در بخش تولید، جوازهای ساخت

1- Geoffrey Moore

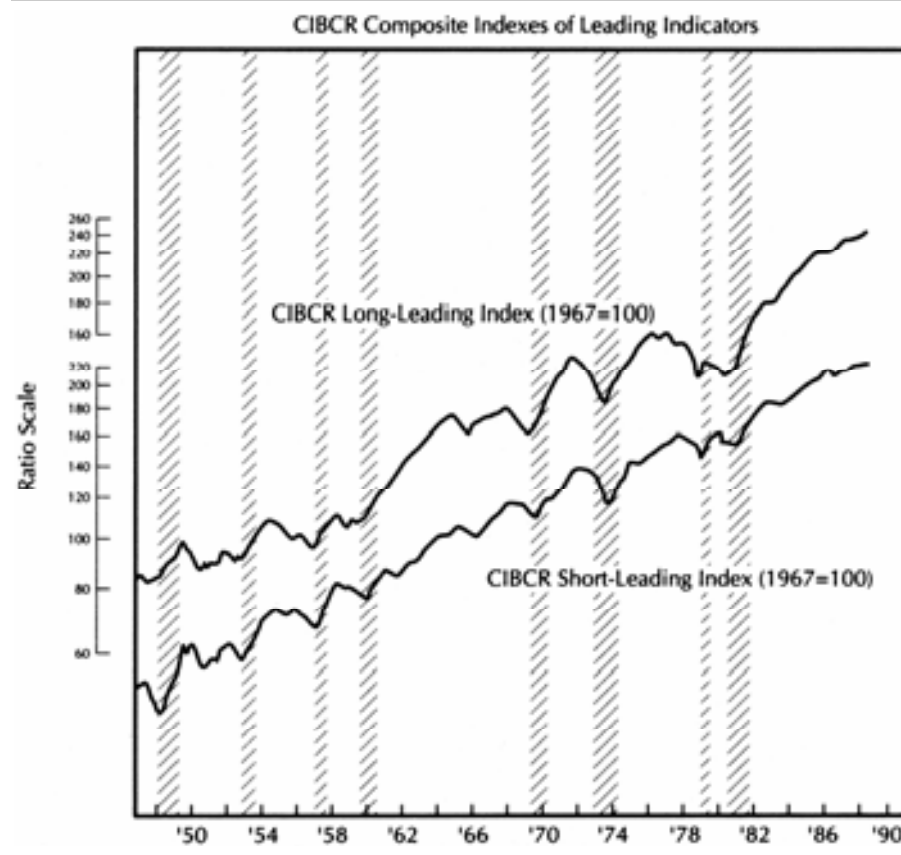
2- Leading Indicators for the 1990s

3- Business Conditions Digest

خانه‌های جدید، و میزان عرضه پول می‌باشد. این شاخص نیز به طور میانگین ۱۱ ماه زودتر از تغییرات چرخه کسب و کار تغییر جهت می‌دهد.

شکل ۱۳.۴

شاخص‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت جفری مور و مرکز بین‌المللی تحقیقات چرخه اقتصادی دانشگاه کلمبیا (CIBCR). قیمت‌های اوراق قرضه (شاخص میانگین اوراق قرضه داوجونز) یکی از شاخص‌های تشکیل‌دهنده شاخص پیشروی بلندمدت به حساب می‌آید. شاخص بازار سهام (S&P 500) و شاخص بازارهای کالا (شاخص مجله تجارت) نیز از شاخص‌های تشکیل‌دهنده شاخص پیشروی کوتاه‌مدت محسوب می‌شوند.



علاوه بر این شاخص، دکتر مور شاخص تطبیقی دیگری به نام «شاخص پیشروی کوتاه‌مدت» که متشکل از ۱۱ شاخص است، ارائه کرده است. این شاخص تقریباً به طور میانگین، پنج ماه جلوتر از چرخه کسب و کار حرکت می‌کند؛ یعنی شش ماه دیرتر از شاخص بلند مدت، تغییرات بازار را پیش‌بینی می‌کند. شکل ۱۳.۴ نشان دهنده‌ی شاخص‌های بلندمدت و کوتاه‌مدت مذکور، طی هشت دوره رکود اقتصادی ایالات متحده از سال ۱۹۴۸ می‌باشد. با توجه به موارد فوق، دکتر مور پیشنهاد می‌کند، تعداد شاخص‌های پیشرو از ۱۱ شاخص فعلی به ۱۵ شاخص افزایش یابد. همچنین به جای به کارگیری شاخص‌های فعلی از شاخص‌های ابداعی کوتاه‌مدت و بلندمدت او استفاده شود. برای درک علت این پیشنهاد، لازم است توضیحاتی در مورد ساختار این شاخص‌ها داده شود. شاخص‌های موجود و شاخص کوتاه‌مدت پیشنهادی مور از دو بخش مهم تشکیل شده‌اند: بخش قیمت سهام و بخش قیمت کالاها.

بازارهای سهام و کالاها؛ شاخص‌هایی پیشرو

از قیمت‌های سهام و کالاها می‌توان به عنوان شاخص‌هایی پیشرو برای پیش‌بینی چرخه کسب و کار استفاده کرد. با این حال باید توجه کرد که این دو شاخص، هنوز هم کندتر از اوراق قرضه عمل می‌کنند. دکتر مور در تحقیقی (با همکاری ویکتور زارنویچ^۱ و جان کالیتی^۲) که در بخش قبل به آن اشاره شد (شاخص‌های پیشروی دهه ۱۹۹۰)، تقدم و تأخر فراز و فرودهای این سه بخش (اوراق قرضه، سهام و کالاها) را با تغییرات چرخه کسب و کار بیان کرده است. چرخه‌ای که در توالی شکل ۱۳.۱ به آن اشاره کردیم. در هشت چرخه‌ی کسب و کاری که از سال ۱۹۸۴ تا کنون رخ داده، شاخص سهام S&P 500 به طور میانگین هفت ماه جلوتر از چرخه کسب و کار حرکت کرده است. این شاخص در نقاط اوج، نه ماه و در رسیدن به کف، پنج ماه جلوتر از چرخه کسب و کار

1- Victor Zarnowitz

2- John P. Cullity

بوده است. قیمت کالاها (در اینجا منظور شاخص JOC است) نیز به طور متوسط شش ماه جلوتر از این چرخه تغییر کرده است، یعنی هشت ماه در اوج‌ها و دو ماه در رسیدن به کف‌ها از چرخه کسب و کار جلوتر بوده است. از مطالب فوق می‌توان چند نتیجه مهم استنباط کرد.

نخست اینکه تحلیل تکنیکی اوراق قرضه، سهام و کالاها می‌تواند نقش مهمی در تحلیل وضعیت اقتصادی ایفا کند. نکته دیگر اینکه توالی‌های طبیعی این سه بازار، به صورتی که در شکل ۱۳.۱ نشان داده شده با واقعیت همخوانی دارد. یعنی اوراق قرضه، اولین بازاری است که (هفده ماه زودتر) چرخش خود را آغاز می‌کند. بازار سهام، دومین بازار (هفت ماه) و بازار کالاها، سومین بازاری هستند که تغییر جهت می‌دهند (شش ماه). توالی اوراق قرضه، سهام و کالاها با اوج و فرود اوراق قرضه ادامه پیدا می‌کند. در هر سه بازار، مدت زمان تقدم به اوج رسیدن این بازارها، بیشتر از مدت زمان تقدم به کف رسیدن آنهاست. مدت زمان تقدم بازار اوراق قرضه به طور قابل توجهی بزرگ است (۲۷ ماه به طور میانگین)، در حالی که این میزان برای کالاها مخصوصاً در زمانی که این بازار به کف خود می‌رسد بسیار کوچک است (۲ ماه به طور میانگین). زمان تقدم و تأخر بازارهای کالا بسته به اینکه از قیمت‌های یک کالای خاص استفاده کنیم یا از یکی از شاخص‌های این بازار، متفاوت خواهد بود. دکتر مور استفاده از شاخص JOC را برای این کار بسیار مناسب می‌داند. شکل ۱۳.۵ تا ۱۳.۸ نشان‌دهنده گردش طبیعی اوراق قرضه، سهام و کالاها از سال ۱۹۸۶ تا اوایل سال ۱۹۹۰ می‌باشد.

در بخش ۷ در مورد شاخص‌های مختلف بازارهای کالا نظیر شاخص قیمت آتی CRB، شاخص نقدی CRB، شاخص نقدی مواد خام صنعتی CRB، شاخص مواد خوراکی نقدی CRB و شاخص JOC که از ۱۸ ماده خام صنعتی تشکیل شده است، مطالبی بیان کردیم. خوانندگانی که این فصل را مطالعه نکرده‌اند، لازم است برای آگاهی از ساختار این شاخص‌ها به این بخش مراجعه کنند. مور و برخی دیگر از اقتصاددانان، شاخص‌های کالایی که تنها شامل قیمت‌های صنعتی است را برای بررسی وضعیت اقتصادی ترجیح

می دهند چراکه اعتقاد دارند این شاخص ها بهتر می توانند تورم را پیش بینی کنند و نسبت به تغییرات عوامل اقتصادی حساس ترند.

شکل ۱۳.۵

مقایسه میانگین اوراق قرضه داو جونز، میانگین صنعت داو جونز و قیمت طلا در سال ۱۹۸۷. هر سه شاخص در این سال به ترتیب به اوج رسیده اند. همان طور که مشاهده می کنید ابتدا شاخص اوراق قرضه (در بهار)، سپس شاخص سهام (در تابستان) و در آخر نیز قیمت طلا (در دسامبر) روند نزولی خود را آغاز کرده اند. طلا (به عنوان نماینده بازارهای کالا) می تواند برای مدتی به همراه اوراق قرضه و سهام، روندی صعودی داشته باشد. هم جبهتی روند طلا و این دو بازار، خطاری زودهنگام برای آغاز فشارهای تورمی محسوب می شود.



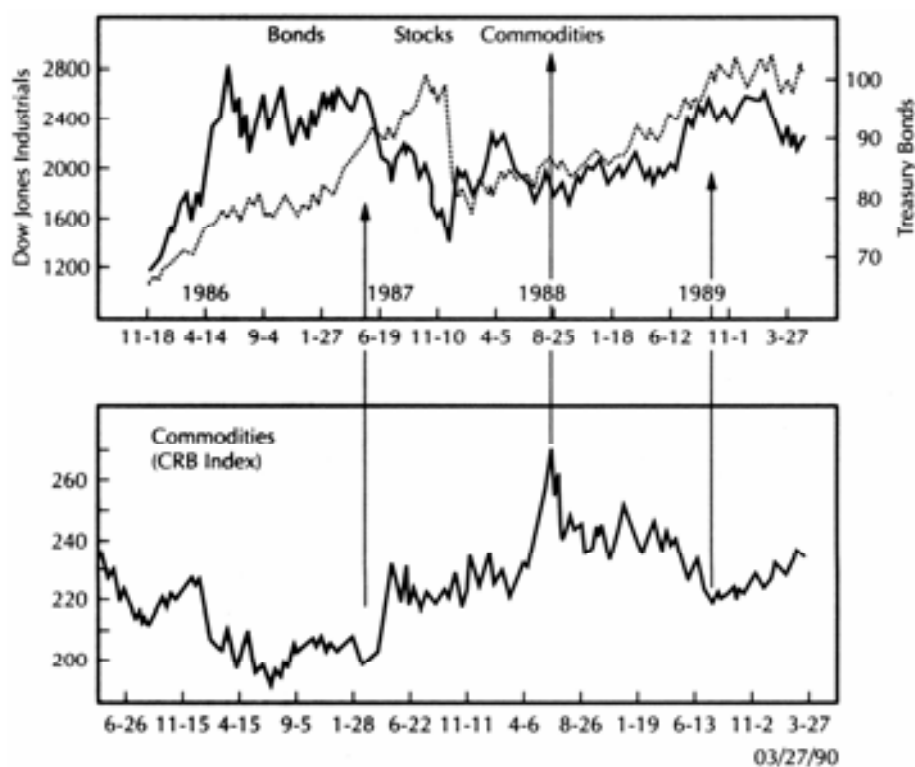
شکل ۱۳.۶

مقایسه میانگین اوراق قرضه داو جونز، میانگین صنعت داو جونز و شاخص CRB، طی سال‌های ۱۹۸۷ و ۱۹۸۸. هر سه شاخص به ترتیب و طبق توالی عادی خود به اوج رسیده‌اند. ابتدا شاخص اوراق قرضه، سپس شاخص بازار سهام و در آخر نیز بازارهای کالا اوج خود را تجربه کرده‌اند. گرچه شاخص CRB تا میانه سال ۱۹۸۸ همچنان به روند صعودی خود ادامه می‌دهد، طلا به عنوان شاخصی پیشرو شش ماه زودتر روند نزولی خود را آغاز کرده است.



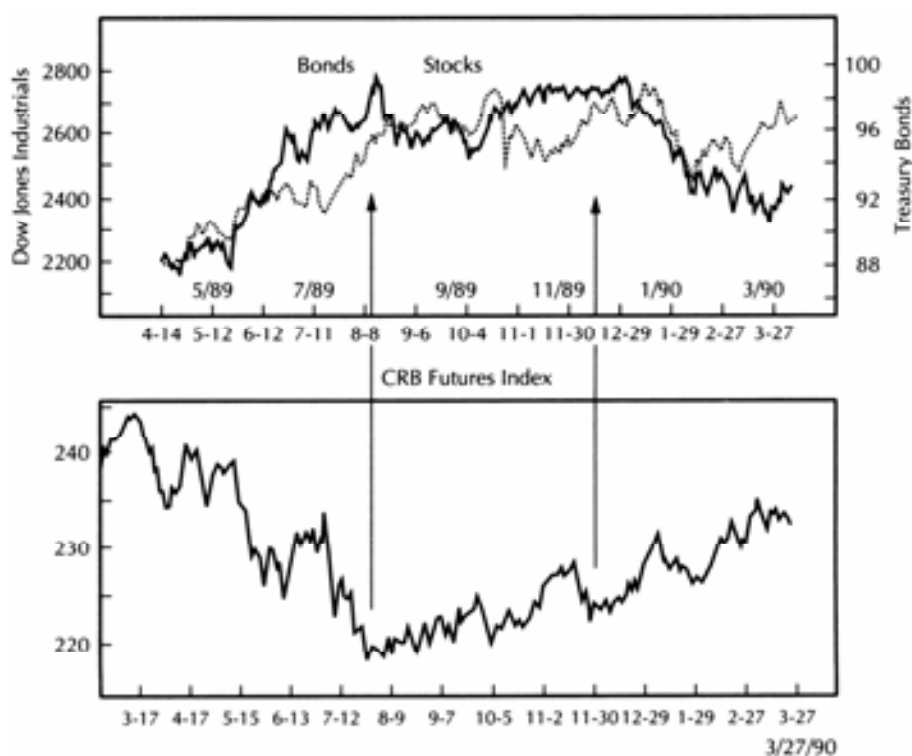
شکل ۱۳.۷

نمودار بالا تغییرات قیمت آتی اوراق قرضه خزانه و میانگین صنعت داو جونز را از سال ۱۹۸۶ تا سه ماهه اول سال ۱۹۹۰ نشان می‌دهد. نمودار پایین نیز، وضعیت شاخص CRB را در همین دوره زمانی به تصویر کشیده است. شاخص CRB در اوایل سال ۱۹۸۷، هم‌زمان با اوج اوراق قرضه و قبل از اوج بازار سهام، روند صعودی خود را آغاز کرده است. اوج این شاخص در میانه سال ۱۹۸۸ روندی صعودی را برای بازارهای مالی رقم زده است. در اواخر سال ۱۹۸۹ نیز، روند صعودی بازارهای کالا موجب سقوط بازارهای اوراق قرضه و سهام شده است. به توالی قله‌های سه بازار در سال‌های ۱۹۸۶ (اوراق قرضه)، ۱۹۸۷ (سهام) و ۱۹۸۸ (بازارهای کالا) توجه کنید.



شکل ۱۳.۸

نمودار بالا مقایسه قیمت آتی اوراق قرضه خزانه را با میانگین صنعت داو جونز، از نیمه‌ی دوم سال ۱۹۸۹ تا سه‌ماهه اول سال ۱۹۹۰ به تصویر کشیده است. نمودار پایین نیز وضعیت شاخص آتی CRB را در همین بازه زمانی نشان می‌دهد. توالی طبیعی بین این سه بازار به وضوح قابل رؤیت است. کف بازارهای کالا در تابستان ۱۹۸۹ منجر به روند نزولی اوراق قرضه شده است. روندی که سرانجام بازارهای سهام را نیز به زیر کشیده است.



مارتین پیرینگ نیز در تحقیقی که با عنوان «مروری بر تخصیص سرمایه^۱» انجام داده است، برای پیش‌بینی وضعیت تورم، شاخص نقدی مواد خام صنعتی CRB را ترجیح داده است. پیرینگ و بسیاری از اقتصاددانان عقیده دارند که شاخص قیمت آتی CRB که هم‌زمان قیمت‌های مواد غذایی و خوراکی را در بر می‌گیرد، بیش از آنکه تحت تأثیر فاکتورهای

اقتصادی باشد، تحت تأثیر شرایط آب و هوایی (به دلیل وزن بالای محصولات کشاورزی) قرار دارد. با این حال همان‌طور که قبلاً نیز توضیح داده شد، ما همچنان استفاده از شاخص قیمت آتی CRB را توصیه می‌کنیم، چرا که قیمت‌های مواد غذایی نقش انکارناپذیری در تغییرات تورم ایفا می‌کنند و نمی‌توان تغییرات قیمتی آنها را نادیده گرفت. در هر حال انتخاب شاخصی مناسب از بین شاخص‌های مختلف این بازار بر عهده خواننده است. از آنجا که هیچ کدام از شاخص‌های کالا نشان‌دهنده تصویر جامعی از بازار نیستند، توجه به تمامی شاخص‌های بازار، ضروری به نظر می‌رسد.

مس در نقش شاخصی اقتصادی

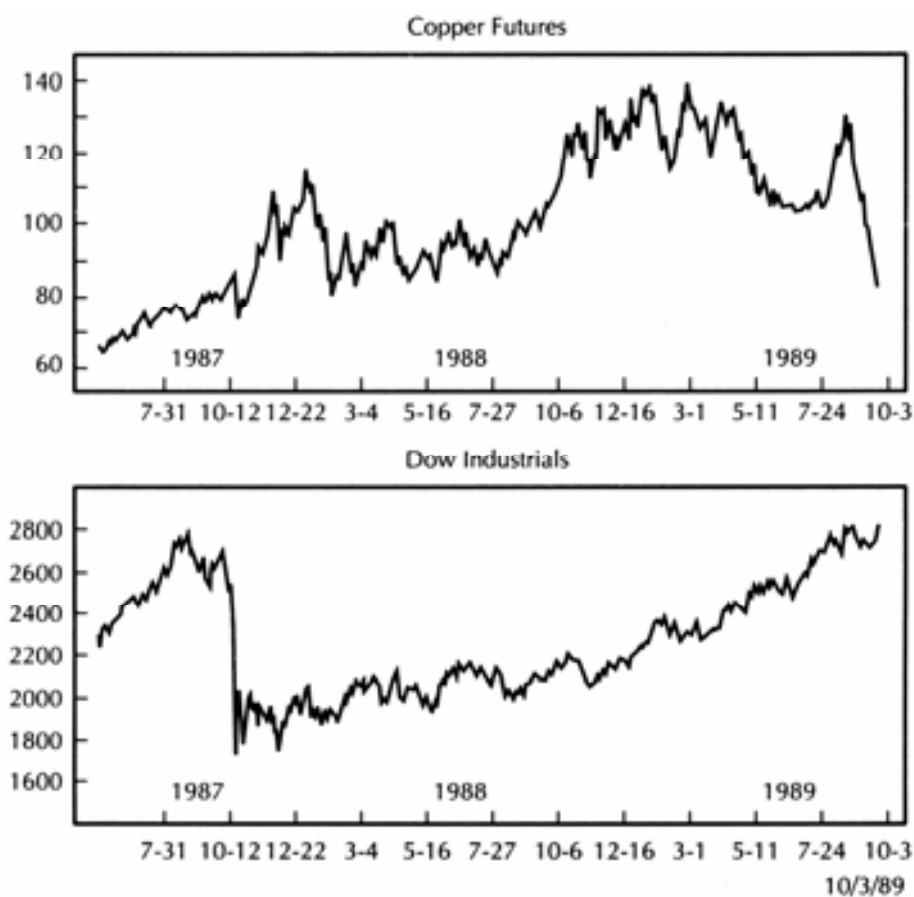
مس یکی از کلیدی‌ترین کالاهای صنعتی بازارهای کالا به شمار می‌رود. برای درک اهمیت این فلز کافی است بدانیم که قیمت این فلز در محاسبه تمامی شاخص‌های مهم این بازار مورد استفاده قرار می‌گیرد. البته این به معنی بی‌اهمیت بودن دیگر کالاهای نیست. برای درک بهتر این موضوع کافی است به این نکته توجه کنید که هیچ کدام از فلزات گران‌بها در محاسبه شاخص JOC یا شاخص نقدی مواد خام صنعتی استفاده نمی‌شوند. نفت خام در لیست کالاهای شاخص JOC وجود دارد، درحالی که در شاخص صنعتی مواد خام وجود ندارد. به این ترتیب به جز مس، تنها کالای صنعتی دیگری که در تمامی شاخص‌های مهم وجود دارد، کتان است. (توجه کنید که تمامی کالاهایی که از آنها نام برده شد، در محاسبه شاخص آتی CRB مورد استفاده قرار می‌گیرند.)

از آنجایی که مس در صنایع اتومبیل‌سازی، مسکن و صنایع الکترونیکی کاربرد دارد، با بررسی وضعیت بازار مس می‌توان اطلاعات مفیدی در مورد وضعیت کلی اقتصاد به دست آورد. در دوره‌هایی که اقتصاد در اوج به سر می‌برد، تقاضای بالای این سه صنعت موجب افزایش قیمت مس می‌شود. از طرفی، هنگامی که نشانه‌های ضعف وضعیت اقتصادی نمایان می‌شود، تقاضای مس از طرف این سه صنعت کاهش و در نتیجه قیمت این فلز روندی نزولی به خود می‌گیرد. در چهار دوره رکودی که از سال ۱۹۷۰ رخ داده‌است، فراز و

فروندهای وضعیت اقتصادی، هم‌زمانی بسیار نزدیکی با اوج‌ها و کف‌های بازار مس داشته‌اند.

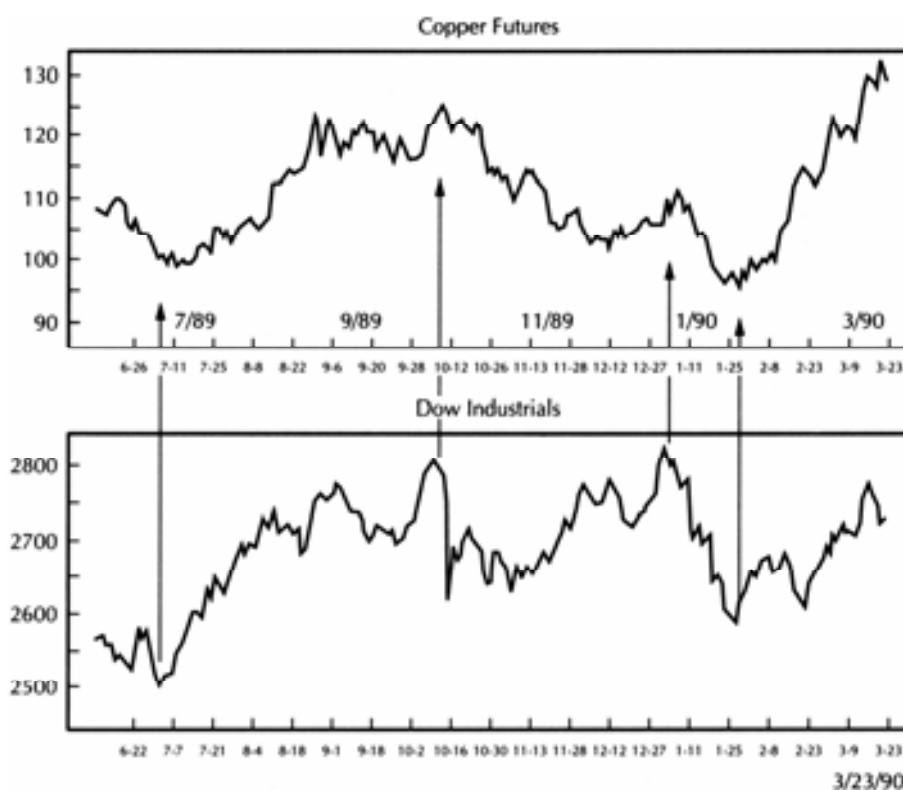
شکل ۱۳.۹

مقایسه قیمت آتی مس (نمودار بالا) و شاخص صنعت داو جونز (نمودار پایین)، از سال ۱۹۸۷ تا سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۹. مس پس از اوج بازار سهام در اواخر سال ۱۹۸۷ به اوج رسیده است. اوجی که اندکی قبل از روند صعودی هم‌زمان دو شاخص رخ داده است. سقوط قیمت مس در سال ۱۹۸۹ ترس از وقوع رکود اقتصادی را افزایش داده و منجر به رکود بازارهای سهام شده است. مس دماسنج بسیار خوبی برای تعیین وضعیت قدرت اقتصادی به حساب می‌آید.



شکل ۱۳.۱۰

قیمت آتی مس در مقایسه با شاخص صنعت داجونز، از میانه سال ۱۹۸۹ تا سه ماهه اول سال ۱۹۹۰. هر دو شاخص طی این دوره زمانی، همبستگی مثبت قوی از خود نشان می‌دهند. علت این امر آن است که هر دو شاخص به نشانه‌های ضعف و قدرت اقتصادی به سرعت واکنش نشان می‌دهند. هر دو شاخص در اکتبر ۱۹۸۹ به اوج رسیده‌اند و سپس از اوایل سال ۱۹۹۰ روند صعودی خود را آغاز کرده‌اند.



مس در پایان سال ۱۹۸۸، اوج مهمی را در روند قیمتی خود تجربه کرده است. پس از این اوج، روند نزولی شدید قیمت این فلز، در تمامی سال ۱۹۸۹ ادامه یافته است (شکل ۱۳.۹). در آن زمان ضعف بازار آتی مس نشان می‌داد که رشد اقتصادی در حال کند شدن است و این مسئله یعنی ترس از ورود به دوران رکود، در حال افزایش است. در ابتدای سال ۱۹۹۰ که قیمت مس با تثبیت خود، روند صعودی پر قدرتی را آغاز کرد، بسیاری از ناظران با

اطمینان از قدرت یافتن اقتصاد، نفس راحتی کشیدند. افزایش قیمت مس، افزایش سایر کالاهای صنعتی را در پی داشت. مسئله‌ای که به معنی دوری اقتصاد از وضعیت رکود تلقی می‌شود (شکل ۱۳.۱۰).

مس و بازار سهام

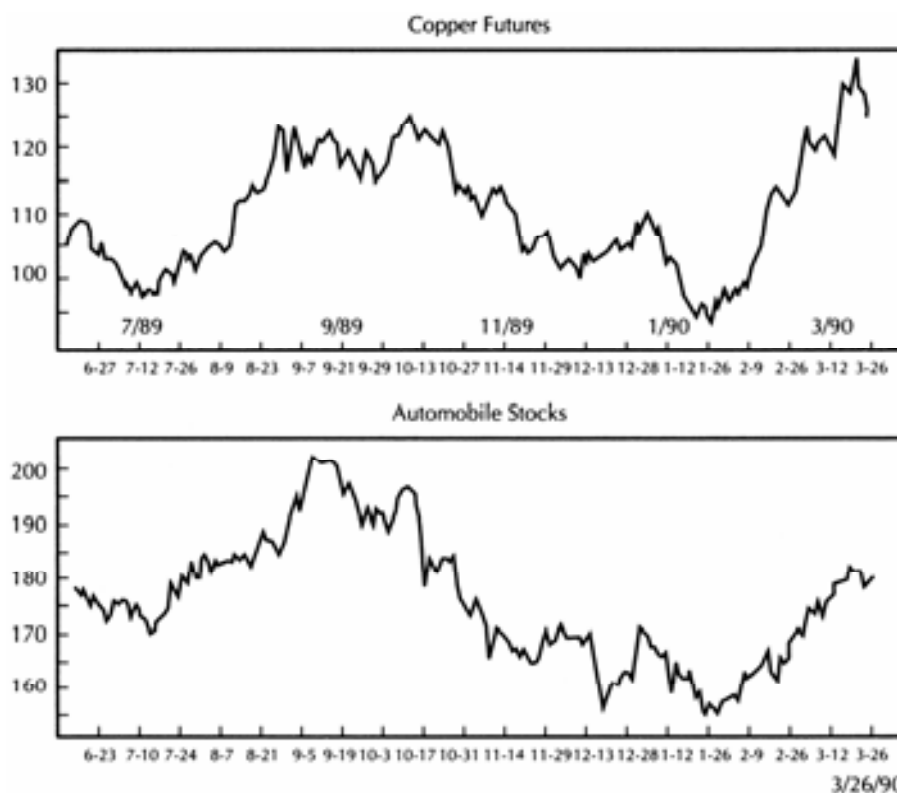
با پایان سال ۱۹۸۹ ترس از رکود اقتصادی، تمام فعالان بازار را فرا گرفت. طی دوره نه ماهه جولای ۱۹۸۹ تا مارس ۱۹۹۰، همبستگی بازار مس و سهام، به طور غیر طبیعی، قوی بود (شکل ۱۳.۱۰). چنین به نظر می‌رسید که دو بازار، موجب تقویت یکدیگر می‌شوند. در اکتبر ۱۹۸۹ که بازار سهام با عرضه‌های زیادی مواجه شد، بازار مس نیز به اوج رسید و روند نزولی خود را آغاز کرد. صعود قدرتمند بازار سهام در هفته اول فوریه ۱۹۹۰ موجب شد تا مس در هفته بعد از آن به کف خود برسد و روند صعودی جدیدی را آغاز کند. هرچند رابطه بین بازار سهام و مس، همیشه هم این قدر قوی و با تأخیر زمانی روزانه نیست، زمان‌هایی نیز وجود دارد (نظیر آنچه در بالا ذکر شد) که سرنوشت دو بازار به شدت به هم گره می‌خورد. در مقایسه با بازار مس، می‌توان بازار سهام را به عنوان شاخصی پیشروتر برای پیش‌بینی وضعیت اقتصادی در نظر گرفت. ولی مس بهتر می‌تواند شدت این تغییر را توصیف کند. با این حال چرخش‌های بازار سهام معمولاً زودتر از چرخش‌های بازار مس رخ می‌دهد. می‌توان گفت تغییرات هر دو بازار واکنشی به وضعیت اقتصادی است. در نتیجه تقدیر این دو بازار به یکدیگر گره خورده است (شکل ۱۳.۱۱ مقایسه‌ای است بین قیمت مس و سهام شرکت‌های خودرویی).

افزایش قدرت بازار مس نشانه‌ای از بهبود شرایط اقتصادی است و تأثیر مثبتی بر بازار سهام دارد. سقوط قیمت مس نیز از کاهش رشد اقتصادی (یا رکود اقتصادی) حکایت می‌کند و اثری منفی بر این بازار می‌گذارد. یکی از مزیت‌های استفاده از مس به عنوان دماسنجی برای سنجش وضعیت اقتصادی (و بازار سهام) این است که قیمت مس به صورت روزانه در بورس کالای نیویورک (و البته در بورس فلزات لندن) قابل پیگیری است. به علاوه

رفتار این بازار به خوبی با روش‌های تحلیل تکنیکی قابل پیش‌بینی است و این روش‌ها کارایی بسیار خوبی برای پیش‌بینی این بازار دارند (شکل ۱۳.۱۲ نشان می‌دهد که قیمت مس و دیگر کالاهای صنعتی روند صعودی خود را پس از سقوط سال قبل و از اوایل سال ۱۹۹۰ آغاز کرده‌اند).

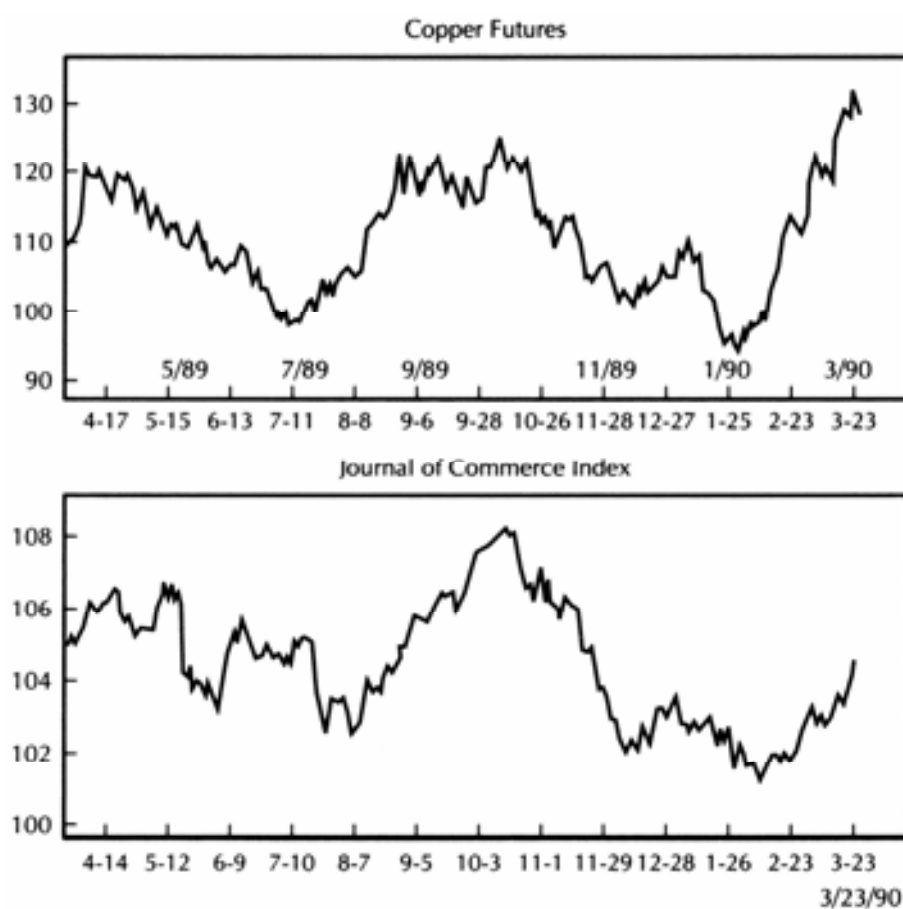
شکل ۱۳.۱۱

قیمت آتی مس (نمودار بالا) طی دوره ۹ ماهه میانه سال ۱۹۸۹ تا سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۹۰، همبستگی بالایی با شاخص قیمت سهام شرکت‌های خودروسازی (نمودار پایین) نشان می‌دهد. صنعت خودروسازی یکی از بزرگ‌ترین مصرف‌کنندگان مس است و رونق این دو بازار در بیشتر مواقع در یک زمان رخ می‌دهد.



شکل ۱۳.۱۲

تضعیف قیمت مس (نمودار بالا) و شاخص مجله تجارت (JOC) که شامل ۱۸ ماده صنعتی است (نمودار پایین)، طی سال ۱۹۸۹ ترس از آغاز دوران رکود را افزایش داده است. با این حال قیمت مواد صنعتی در اوایل سال ۱۹۹۰ بهبود یافته و بسیاری این اتفاق را به معنی پشت سر گذاشتن خطر رکود اقتصادی می‌دانند. اقتصاددانان همواره توجه ویژه‌ای به کالاهای صنعتی دارند.



خلاصه

چرخه اقتصادی چهار ساله، چهارچوبی اقتصادی برای تحلیل بین بازاری فراهم می‌کند که با استفاده از آنها می‌توان توالی زمانی که معمولاً بین بخش‌های مختلف بازارهای مالی نظیر اوراق قرضه، سهام و کالاها وجود دارد را توضیح داد. گرچه برای این توالی، رابطه سفت و سختی وجود ندارد اما می‌توان گفت که فراز و فرودهایی که در این سه بازار دیده می‌شود، از یک الگوی تکرارشونده تبعیت می‌کنند؛ به این ترتیب که اوراق قرضه، اولین بازاری است که چرخش خود را آغاز می‌کند. بازار سهام دومین و کالاها نیز به آخرین بازاری هستند که جهت خود را تغییر می‌دهند. چرخش بازار اوراق قرضه معمولاً با چرخش بازارهای کالا در جهت معکوس فعال می‌شود. به عبارت دیگر، قبل از تغییر جهت بازار اوراق قرضه، بازارهای کالا، تغییری در جهت مخالف را تجربه می‌کنند. در این میان، طلا معمولاً زودتر از دیگر کالاها بازار کالا، دچار تغییر می‌شود. به همین دلیل می‌توان چرخش‌های بازار طلا را خطاری زود هنگام برای افزایش یا کاهش فشارهای تورمی در نظر گرفت.

توالی زمانی تغییرات این سه بازار و تکرار این توالی در دوره‌های مختلف، مفاهیم ارزشمندی را درباره فرایند تخصیص سرمایه ارائه می‌کند. در مراحل اولیه بهبود اوضاع اقتصادی (زمانی که هنوز به محدوده رونق اقتصادی وارد نشده‌ایم)، بازار مطلوب برای سرمایه‌گذاری، با توجه به افزایش قیمت‌ها و فشارهای تورمی، بازارهای کالا یا دیگر بازارهای مقاوم در برابر تورم است. پس از آن، اوراق قرضه و بعد بازار سهام، بازارهای مناسب به حساب می‌آیند. تغییرات بازار مس نیز می‌تواند راهنمای خوبی برای پیش‌بینی قدرت اقتصادی باشد. این بازار در برخی اوقات بازار سهام را با فاصله نزدیکی تعقیب می‌کند.

افسانه‌ی برنامه معاملات

صبح یک روز جمعه، یکی از روزنامه‌های معتبر نیویورک با ترکیبی از تیترهای مختلف، وقایع روز گذشته‌ی بازارهای مالی را این گونه توضیح داده بود:

قیمت آتی کاکائو به بالاترین حد خود طی هفت ماه گذشته رسید...
دلار به شدت سقوط کرد...

قیمت اوراق قرضه خزانه با کاهش روبه‌رو شد...

بازار سهام توکیو به شدت تضعیف شد...

برنامه‌های فروش منجر به سقوط ۱۵/۹۹ واحدی سهام داو جونز شدند...

(نیویورک تایمز ۱۹۹۰/۳/۳۰)

با اینکه اتفاقات هر چهار عنوان اول بر رکود بازار سهام دلالت داشتند، نیویورک تایمز «برنامه‌های فروش» را به عنوان علت اصلی افت شاخص داو معرفی کرده است. فردای همان روز، در همان صفحه، این دو عنوان به چاپ رسیده بود:

قیمت اوراق قرضه همچنان در حال سقوط است...

به دلیل نبود برنامه‌های خرید (سفارشات خرید) شاخص داو، ۲۰/۴۹ واحد از ارزش

خود را از دست داد... نیویورک تایمز، ۱۹۹۰/۳/۳۱

این بار گناه سقوط بازار، نه به گردن برنامه‌های «فروش» بلکه به گردن نبود برنامه‌های «خرید» انداخته شده بود. نویسنده مقاله، آن روز به علت اصلی (سقوط قیمت اوراق قرضه) سقوط بازار، تنها در پاراگراف پنجم اشاره کوچکی کرده بود. یک هفته قبل از انتشار این اخبار نیز دو روزنامه مالی دیگر، اخبار روند صعودی بازار سهام را با عناوین زیر منتشر کرده بودند:

شاخص داو با انفجار برنامه‌های خرید ۲۹ واحد افزایش یافت...

اینوستور دیلی^۱، ۱۹۹۰/۳/۲۸

شاخص صنعت با انجام معاملات آربیتراژی^۲، ۲۹/۲۸ واحد رشد کرد...

وال استریت ژورنال^۳ ۱۹۹۰/۳/۲۸

1- Investor's Daily

2- Arbitrage

معمولاً به خرید و فروش هم‌زمان یک سهام (کالا، ارز و...) در دو بازار مختلف و با دو قیمت متفاوت، آربیتراژ گفته می‌شود. در واقع این نوع معاملات موجب تعادل قیمت کالاها یا سهام‌های یکسان در دو بازار مختلف می‌شوند، به این ترتیب که در صورت ایجاد اختلاف قیمت، فشارهای عرضه و تقاضایی که از طرف معامله‌گران دوبازاری ایجاد می‌شود، موجب افزایش تقاضا (و افزایش قیمت) در بازار با قیمت پایین‌تر و افزایش عرضه در بازار با قیمت بالاتر می‌شود و این امر تعادل قیمت را به بازارها باز می‌گرداند. آنچه باید به آن توجه کرد اینست که به دلیل اختلاف قیمت بسیار کم دو بازار، کسب سود از این طریق بسیار ناچیز است و تنها در صورت داشتن سرمایه‌ای قابل توجه و انجام معامله‌ای هم‌زمان، می‌توان سود قابل ملاحظه‌ای از این روش کسب کرد. یکی از ابزارهای انجام معاملات آربیتراژی، برنامه‌های معاملات است. با اینکه به نظر می‌رسد باید تمامی معاملات آربیتراژی کاملاً بدون ریسک باشند، تنها نوع هم‌زمان آن که در بالا توضیح داده شد، بدون ریسک است و بیشتر معاملات آربیتراژی با ریسک همراه هستند. سابقه این نوع معاملات به اوایل دهه ۱۹۸۰ بر می‌گردد. در آن زمان برخی به مرور و بدون جلب توجه، اقدام به خرید سهام مدیریتی شرکت‌هایی می‌کردند که می‌دانستند ارزش ذاتی آنها (با توجه به اطلاعات درونی شرکت یا هر نوع اطلاعات مخفیانه دیگر) بیشتر از ارزش بازاری آنها است. پس از خرید سهام مدیریتی شرکت، معامله‌گران آربیتراژی با انتشار اطلاعاتی که قبلاً به آن دست یافته بودند، موجب افزایش قیمت بازاری سهام می‌شدند. در این حالت با تغییراتی که معمولاً در مدیریت شرکت ایجاد می‌کردند، سهام مدیریتی خود را به مزایده می‌گذاشتند و آن را حتی بالاتر از قیمت افزایش یافته می‌فروختند. با این حال همیشه شرایط به این خوبی نیز پیش نمی‌رفت و ممکن بود معامله‌گر آربیتراژی به هر دلیلی نتواند سهام خود را بالاتر از قیمت خرید بفروشد و متضرر شود. لازم به ذکر است که در صورت اثبات دسترسی هر معامله‌گری به اطلاعات درونی شرکت (Insider Information) یا هر نوع اطلاعات مخفیانه دیگر، معامله‌گر طبق قوانین مجرم شناخته شده و مجازات خواهد شد. برای دسترسی به اطلاعات بیشتر در مورد معاملات دو بازاری می‌توانید به این مرجع مراجعه کنید:

Greider, William (1997). *One World, Ready or Not*. Penguin Press

3- Wall Street Journal

بازارهای بین‌المللی نیز از این گونه گزارش‌ها در امان نبودند. دو هفته قبل از چاپ این گزارش‌ها در مورد بازار آمریکا، یکی از روزنامه‌های معتبر در عرصه بازارهای بین‌المللی، مطلبی را با این عنوان به چاپ رساند:

بازار سهام توکیو تحت تأثیر فروش‌های هم‌زمان (معاملات آربیتراژی)
کارگزاران خارجی به شدت سقوط کرد...

وال استریت ژورنال ۱۹۹۰/۳/۸

مطلب مشابهی نیز در مورد انجام معاملات آربیتراژی در بازار لندن با عنوان زیر به چاپ رسیده بود:

شاخص بازار سهام لندن تحت تأثیر افزایش قیمت‌های آتی و نظر
مساعده خریداران در مورد رونق بازار با افزایش مواجه شد...

وال استریت ژورنال، ۱۹۹۰/۳/۸

توجه کنید که تا چه اندازه از «برنامه معاملات» برای توضیح حرکت بازار سهام استفاده می‌شود. حتی برای توضیحات تغییرات میان روز نیز از این روش استفاده می‌شود. برای مثال به این جمله توجه کنید: «فت صبح بازار که به علت «برنامه فروش» رخ داد با «برنامه‌های خرید» بعد از ظهر جبران شد و بازار روندی صعودی پیدا کرد. در این گونه تحلیل‌ها برای «برنامه‌ها معاملات» موجودیتی مجزا و رفتاری مستقل از نیروهای بازار در نظر گرفته می‌شود. با انتشار این عناوین، خوانندگان این مطالب نباید به خاطر درک غلط خود از بازار، مورد سرزنش قرار گیرند. این خوانندگان احتمالاً تصور خواهند کرد، نیروهای عرضه و تقاضای «برنامه معاملات» نیروهای غالب بازار هستند. در این بخش، افسانه برنامه معاملات را به عنوان یکی از نیروهای تأثیرگذار بر تغییرات بازار مورد بررسی قرار خواهیم داد. تلاش خواهیم کرد تا نشان دهیم نیروهایی که معمولاً به اسم نیروهای «برنامه معاملات» از آنها یاد می‌شود در واقع همان فشارهایی هستند که در اثر روابط بین بازاری بر بازارهای مختلف وارد می‌شوند.

برنامه معاملات، معلول است نه علت

درک این مسئله که چرا بیشتر ناظران به اشتباه از برنامه معاملات به عنوان دلیل تغییرات بازار یاد می‌کنند بسیار ساده است. با برنامه معاملات، توضیح این مسئله بسیار آسان است و نیازی به بحث‌های عمیق و ارائه دلایل موجه نیست. برای درک این موضوع تنها باید به این نکته توجه کرد که ناظر بازار با چه دیدی به برنامه معاملات می‌نگرد. وقتی شاخص‌های آتی سهام با شیبی زیاد افزایش می‌یابند، معامله‌گران به طور هم‌زمان به خرید سبدهای سهام و فروش شاخص‌های (یا سهام‌های) آتی بازار سهام روی می‌آورند تا بتوانند توازن بر هم-خورده قیمت‌های آتی و نقدی را به حالت تعادل برگردانند. به این ترتیب روند صعودی آتی شاخص‌های سهام، موجب افزایش «برنامه‌های خریدی» می‌شود. بدیهی است این افزایش تقاضا، رونق بازار را در پی دارد. سقوط بازار نیز نتیجه عکس حالت فوق است. وقتی شاخص‌های آتی بازار سهام سقوط می‌کنند معامله‌گران نقدی بازار، سهام خود را می‌فروشند و اقدام به خرید سبدهای آتی سهام می‌کنند. نتیجه این کار، افزایش «برنامه‌های فروشی» است که منجر به کاهش قیمت‌های سهام و رکود این بازارها می‌شود.

بنابراین این استدلال که بازار سهام به دلیل برنامه خرید (فروش)، افزایش (کاهش)، می‌یابد (و معمولاً هم همین استدلال گزارش می‌شود) بسیار سطحی است. هرچند این اتفاق عملاً در بسیاری موارد رخ می‌دهد اما جواب ساده و کم‌عمق فوق به ندرت پاسخ درستی برای علت اصلی این تغییرات است. متأسفانه ناظران بازار «برنامه معاملات» را بر بازار سهام مؤثر می‌دانند و رفتار آن را مستقل از نیروهای دیگر بازار تحلیل می‌کنند. آنچه که آنها را در درک این مسئله به اشتباه می‌اندازد، این است که حرکت شاخص‌های آتی بازار سهام که علت اصلی تحریک برنامه‌های معاملات هستند را در نظر نمی‌گیرند و این دقیقاً همانجایی است که داستان واقعی تحریف می‌شود.

چه عاملی بر برنامه معاملات اثر می‌گذارد؟

به جای تلقی برنامه‌های معاملات به عنوان عامل تغییرات بازار سهام و برای پایان دادن به داستان آن، پرسش مناسب این است که «چه عاملی در قدم اول بر «برنامه معاملات» اثر می‌گذارد؟» فرض کنید شاخص آتی S&P 500 در ساعت ۱۰ صبح یک روز معاملاتی، روندی صعودی به خود بگیرد. صعود شاخص آتی مذکور، فشار لازم برای افزایش قیمت‌های آتی سهام، به سطحی بالاتر از ارزش نقدی آن را وارد می‌کند و «برنامه‌های خرید» فعال می‌شوند. این داستان را چگونه ارزیابی می‌کنید؟ در بیشتر موارد، صعود بازار سهام، افزایش «برنامه خرید» را در پی دارد. اما چرا «برنامه خرید»؟ چه عاملی در ابتدا باعث افزایش قیمت‌های آتی سهام شده است؟

برنامه خرید تا زمانی که روند صعودی شاخص آتی سهام S&P به اندازه کافی این شاخص را بالاتر از شاخص نقدی S&P قرار ندهد و به اصلاح «عدم تناسب ناپایداری» ایجاد نشود، فعال نمی‌شود. برنامه معاملات هم منجر به صعود شاخص آتی سهام نمی‌شوند، بلکه «برنامه‌های خرید» عکس‌العملی به صعود شاخص آتی سهام به حساب می‌آیند. چه عاملی منجر به آغاز روند صعودی شاخص آتی سهام و متعاقب آن فعال شدن برنامه خرید می‌شود؟ اگر ناظران بازار پاسخ این پرسش را بخواهند باید ابتدا درک کنند که بیشتر صعود و سقوط‌های شدید شاخص آتی بازار سهام، نتیجه مستقیم صعود و سقوط‌های متناظر در بازار اوراق قرضه، کالا و شاید بازار نفت است.

اگر از این زاویه به این موضوع بنگریم، می‌توان گفت علت اصلی تغییرات ناگهانی بازار سهام در بیشتر موارد، تغییرات شدید بازار اوراق قرضه یا نفت خام است. هرچند که اثر موج‌وار این بازارهای مرتبط (نظیر بازار اوراق قرضه) مستقیماً به بازار سهام منتقل نمی‌شود. در بخش‌های قبلی شرح دادیم که این اثر، ابتدا بر شاخص آتی بازار سهام و پس از آن بر بازار سهام اثر می‌گذارد. به عبارت دیگر، پدیده برنامه معاملات (که چیزی بیش از تعدیل شاخص آتی سهام و شاخص نقدی مرتبط با آن نیست) آخرین حلقه زنجیره بین بازاری

است. زنجیره‌ای که معمولاً آغاز آن دیگر بازارهای مرتبط با بازار سهام است. پس به نظر می‌رسد برنامه معاملات نه یک عامل که تنها یک نتیجه است.

قربانی کردن برنامه معاملات

مشکل به کارگیری برنامه معاملات به عنوان متهم اصلی، خصوصاً در سقوط‌های بازار سهام، آن است که با این کار برنامه معاملات به عنوان علت اصلی این اتفاق بیان و به راحتی عدم درک درست از تغییرات بازار توجیه می‌شود. اعتراض‌های شدیدی بر علیه انجام معاملات آربیتراژی شاخص‌ها، بعد از سقوط بازار سهام در سال ۱۹۸۷ و سقوط نسبی دو سال بعد بازار، در سال ۱۹۸۹ آغاز شد. منتقدان معتقد بودند که معاملات آربیتراژی شاخص‌ها، اثری ناپایدارکننده بر بازار دارند و باید ممنوع شوند. واقعیت این است که این منتقدان برخی واقعیت‌های مرتبط با این موضوع را نادیده می‌گرفتند. اگر به خاطر بیاورید آغاز انتشار شاخص آتی سهام در سال ۱۹۸۲ با شروع رونق بزرگ تاریخی ایالات متحده مقارن شده بود. اگر شاخص‌های آتی سهام، علت بی‌ثباتی بازار هستند، سود عظیم دهه ۱۹۸۰ بازار سهام را چگونه می‌توان توضیح داد؟

عاملی که در سقوط سال ۱۹۸۷ نادیده گرفته می‌شود این است که در آن سال، سقوط بازار سهام در مقیاسی جهانی روی داده بود. هیچ کدام از بازارهای جهانی نتوانستند از صدمات این سقوط فرار کنند. برخی از بازارهای جهانی حتی سقوطی شدیدتر از بازار ایالات متحده را تجربه کردند. این اتفاق در حالی رخ داد که هنوز امکان انجام معاملات آربیتراژی شاخص‌ها در دیگر بازارها وجود نداشت. بنابراین چگونه می‌توان سقوط این بازارها را بدون وجود سیستم «معاملات آربیتراژی» توضیح داد؟ اگر این معاملات منجر به سقوط بازار نیویورک شده‌اند، چه عاملی منجر به سقوط دیگر بازارهای جهان شده بود؟

یک مثال جالب برای درک خطر این گونه تحلیل‌ها به سقوط بازار ژاپن در سه‌ماهه اول سال ۱۹۹۰ بر می‌گردد. در آن زمان در همان مراحل اولیه سقوط بازار ژاپن، تحلیلگران مکرراً معاملات آربیتراژی شاخص این بورس را به عنوان متهم اصلی این اتفاق معرفی

می کردند. در ابتدا سقوط بازار آن قدرها هم جدی به نظر نمی رسید. در حالی که با دیدی بین بازاری اوضاع خطرناک بازار از همان ابتدا نیز قابل شناسایی بود (همان طور که در بخش ۸ شرح داده شد). در آن زمان ارزش این ژاپن به طرز چشمگیری سقوط کرده بود و تورم به شدت افزایش یافته بود. همچنین قیمت اوراق قرضه ژاپن سقوط شدیدی را تجربه می کرد. حداقل در ابتدای سقوط، به رغم احترام به نظر منتقدان و مخالفان معاملات آربیتراژی، عوامل مذکور از طرف آنها نادیده گرفته شده بود.

در پایان سه ماهه اول سال ۱۹۹۰، بازار سهام ژاپن ۳۲ درصد از ارزش خود را از دست داد. دو عاملی که به سقوط بیشتر بورس ژاپن دامن زد، کاهش ۹ درصدی ارزش این در مقابل دلار آمریکا و کاهش ۱۳ درصدی قیمت اوراق قرضه این کشور بود. چشم انداز بین بازاری بازار سهام ژاپن در آغاز سال ۱۹۹۰ بسیار ناامیدکننده بود (این چشم انداز به شرایط ایالات متحده در سال ۱۹۸۷ که در آن اوراق قرضه و دلار در حال سقوط و قیمت کالاها در حال افزایش بودند، شباهت زیادی داشت). گرچه قبل از آنکه شدت سقوط بازار ژاپن بیش از حد جدی شود، ناظران این سقوط را ناشی از تصور باطل «برنامه معاملات» می دانستند.

در بخش ۲ اتفاقاتی که در سال ۱۹۸۷ منجر به سقوط بازار سهام آمریکا شدند، توضیح داده شد. قبل از سقوط بازار سهام، دلار به شدت سقوط کرده بود، قیمت های کالاها الگوی های قبلی خود را شکسته و روندی رو به رشد در پیش گرفته بودند و بازار اوراق قرضه با کاهش مواجه شده بود. ادبیات تحلیل بین بازاری این تصویر را به معنی رکود بازار سهام شناسایی می کند. بعد از این سقوط، بازار سهام در تابستان و پائیز سال ۱۹۸۷ روندی صعودی در پیش گرفت. وقتی حباب بازار در اکتبر ۱۹۸۷ ترکید، برنامه معاملات بیشتر به عنوان دلیل سقوط بازار معرفی می شد. بسیاری از ناظران بازار در آن زمان ادعا می کردند که هیچ دلیل دیگری نمی تواند فروپاشی ناگهانی بازار سهام را توضیح دهد. آنها در مورد اتفاقات سال ۱۹۹۰ ژاپن نیز چنین می گفتند.

اتفاقات سال ۱۹۸۷ ایالات متحده و ۱۹۹۰ ژاپن نشان می‌دهد که رخدادهایی که قبل از برنامه معاملات اتفاق می‌افتند چه پیامدهای مهمی در پی دارند. برنامه معاملات تنها مجرای است که از طریق آن، اثرات رکودی (یا رونقی) نیروهای بین بازاری از این طریق به بازار سهام منتقل می‌شود. بازار سهام همیشه آخرین بخشی است که واکنش نشان می‌دهد. با آگاهی از ارتباطات بین بازاری که در بخش‌های قبلی شرح داده شد، ناظران بازار باید نسبت به اثرات موج‌واری که در تمامی بازارها (حتی در معاملاتی در طول روز) وجود دارد آگاهی بیشتری داشته باشند.

بنابراین همان‌طور که گفته شد، برنامه معاملات هیچ اثر رکودی یا رونقی خاصی ندارد. در واقع این برنامه ذاتاً خنثی است. برنامه‌ی معاملات در واقع تنها به نیروهای بیرونی واکنش نشان می‌دهد. با این حال متأسفانه سرعت این پاسخ‌گویی بسیار بالا است و همیشه اثر این نیروها را بیش از اندازه بزرگ می‌کند. برنامه معاملات بیشتر پیام‌آور اخبار بد (یا خوب) است و دلیل این رخدادهای را بیان نمی‌کند. همان‌طور که می‌بینید تا به حال، تمرکز بیشتر تحلیلگران و روزنامه‌نگاران به جای پیام، بر پیام‌رسان معطوف بوده است.

مثالی از معاملات روزانه بازار

یکی از راه‌های اثبات تأثیر برق‌آسا و سریع روابط بین بازاری و نقش آنها در برنامه معاملات، مطالعه اتفاقاتی است که در یک روز معاملاتی رخ می‌دهد. روزی که در اینجا به آن خواهیم پرداخت، جمعه ۶ آوریل ۱۹۹۰ است. قصد داریم فعالیت بین روزی بازارهای مالی در صبح این روز و تغییری که بعد از انتشار گزارش بیکاری در این بازارها رخ داد، همچنین چگونگی گزارش این خبر توسط سرویس‌های معتبر خبری را، مورد بررسی قرار دهیم.

در ساعت ۸:۳۰ دقیقه صبح (به وقت نیویورک) گزارش بیکاری ماه مارس منتشر شد. گزارش بدتر از آن چیزی بود که ناظران بازار انتظار آن را داشتند. گزارش بیان می‌کرد که بیکاری در ماه مارس به بیش از ۲۶۰۰۰ نفر رسیده‌است، مقداری که از انتظار فعالان

اقتصادی بیشتر بود. از آنجایی که این گزارش هشدار برای ضعف اقتصادی به شمار می‌رفت، بازار اوراق قرضه هم‌زمان با سقوط دلار، به شدت تقویت شد. سقوط دلار، قیمت طلا را افزایش داد. بازار سهام نیز در پی افزایش قیمت اوراق قرضه افزایش یافت. برخی از عناوین خبری صبح خبرگزاری مالی KRFN^۱ به شرح زیر است:

دولار در پی ضعف غیرمنتظره بازار کار سقوط کرد.	۰۸:۵۷ صبح
اوراق قرضه بر اثر اطلاعات ماه مارس بازار کار ۱۶/۳۲ افزایش یافت.	۰۹:۰۸ صبح
قیمت طلا ۳/۲ دلار افزایش یافت.	۱۰:۲۶ صبح
شاخص بازار سهام در پی افزایش قیمت اوراق قرضه رشد کرد.	۱۰:۲۷ صبح
سقوط اوراق قرضه ماه جوئن به ۱۸/۳۲.	۱۱:۰۷ صبح
شاخص آتی سهام آمریکا در پی کاهش قیمت اوراق قرضه سقوط کرد.	۱۱:۰۷ صبح
شاخص داو جونز به کمک برنامه‌های فروش با سقوطی ۱۹ واحدی به ۲۷۰۱ رسید، ضرر بازار افزایش یافت.	۱۱:۱۰ صبح
گزارش دابلیو جرمن کردیت ^۲ : اوراق قرضه (آلمان) سقوط کرد.	۱۱:۳۲ صبح
سقوط اوراق قرضه آمریکا در پی گزارش بانک آلمان.	۱۱:۳۳ صبح
نیویورک استاکس ^۳ : داو جونز ۱۵ واحد کاهش یافت، ضرر بازار در پی برنامه‌های فروش افزایش یافت.	۱۱:۴۴ صبح

ارتباطات بین بازاری چهار بخش بازار را می‌توان در معاملات صبح این روز مشاهده کرد. دلار ضعیف شد و طلا صعود کرد. اوراق قرضه ابتدا صعود کرد و تحت تأثیر این بازار، سهام نیز افزایش یافت. اوراق قرضه بعد از آن سقوط کرد و شاخص آتی سهام نیز تحت

1- Knight-Ridder Financial News

2- W. German Credit

3- NY Stocks

فشار این بازار، سقوطی مشابه را تجربه کرد. نتیجه فروش‌های گسترده در شاخص آتی سهام، برنامه‌های معاملات را فعال کرد و همین امر به فشار بیشتر برای کاهش شاخص داو کمک کرد. همان‌طور که عناوین خبری ساعات ۱۱:۳۲ و ۱۱:۳۳ نشان می‌دهند، یکی از دلایل سقوط بازار اوراق قرضه در میانه روز، سقوط بازار اوراق قرضه آلمان بود. سقوط بازار سهام در نتیجه سقوط بازار اوراق قرضه رخ داد. بازاری که تا اندازه‌ای تحت تأثیر فروش‌های گسترده در بازار اوراق قرضه آلمان قرار دارد. سقوط دلار نیز در میانه روز عاملی رکودی محسوب می‌شود.

دو عنوان خبری ۱۱:۱۰ و ۱۱:۴۴ از «برنامه‌های فروش» به عنوان علت سقوط شاخص داو نام می‌برند. این دو عنوان، اگر بدون عناوین دیگر خوانده شوند گمراه کننده‌اند. چرا که نشان می‌دهند برنامه‌های فروش، عامل فروش‌های گسترده در بازار اوراق قرضه و سقوط این بازار بوده‌اند؛ سقوطی که دلیل اصلی سقوط بازار سهام نیز بوده است. خوشبختانه KRFN مجموعه‌ای از اطلاعات دیگر را نیز فراهم کرده است تا خواننده بتواند درک کند که واقعاً چه اتفاقی در حال وقوع است و دلیل رخ دادن این اتفاقات چیست. متأسفانه، همه گزارش‌های مالی اینگونه جامع نیستند.

گاهی اوقات رسانه‌های مالی، تحت فشار مخاطبان خود که به پاسخ‌هایی سریع نیاز دارند، برنامه فروش را برای علت سقوط‌ها یا رشدهای بازار انتخاب می‌کنند و از دلایل اصلی این مسئله غافل می‌شوند. به راحتی می‌توان فهمید چطور شخصی با مرور عناوین خبری می‌تواند بر برنامه‌های فروش تمرکز کند و نفهمد که چه اتفاقاتی در بازار در حال رخ دادن است. در این میان جالب است که برخی رسانه‌های مالی در زمان سقوط شاخص داو، از برنامه‌های فروش به عنوان علت سقوط یاد می‌کنند ولی در زمانی که این شاخص افزایش می‌یابد از برنامه‌های خرید حرفی به میان نمی‌آورند!

بررسی دیداری معاملات صبح

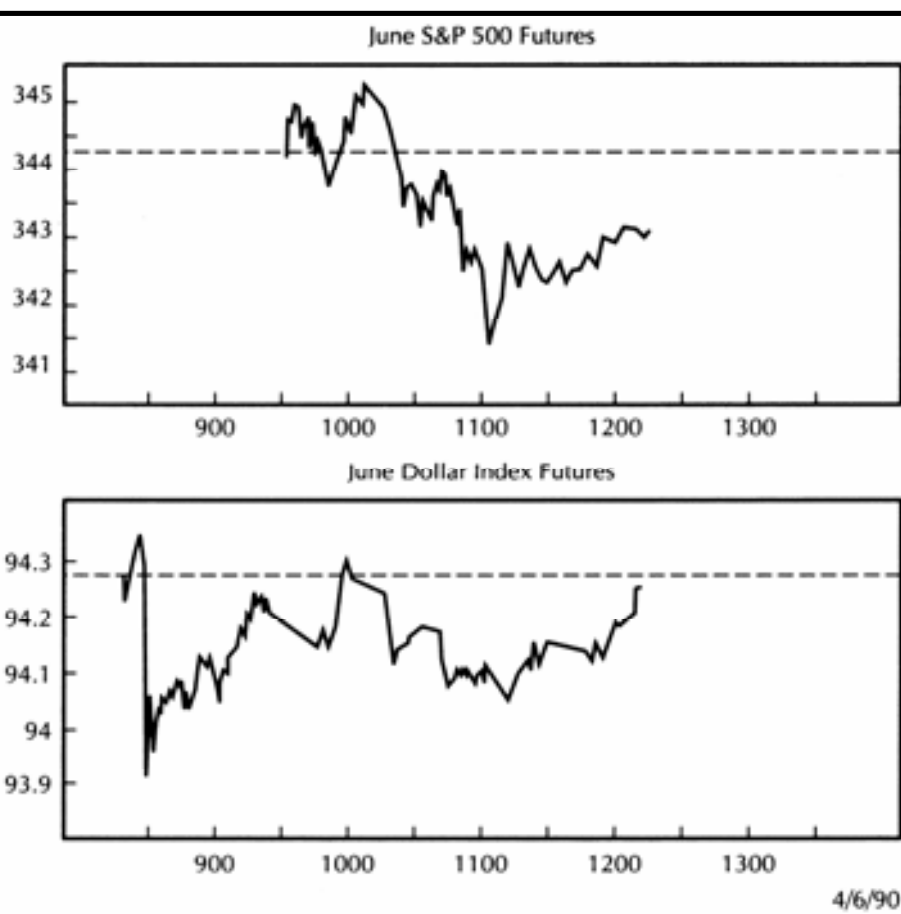
شکل‌های ۱۴.۱ و ۱۴.۲ فعالیت بازارهای دلار، اوراق قرضه و سهام را در صبح روز مورد بررسی، نشان می‌دهند. شکل ۱۴.۱، تغییرات شاخص دلار (نمودار پایین) را در مقایسه با شاخص آتی S&P 500 از ۸:۳۰ صبح (به وقت نیویورک) تا بعد از ظهر نشان می‌دهد. توجه کنید که چگونه هر دو شاخص مسیری مشابه را طی می‌کنند. پس از فروش‌های گسترده اولیه، روند صعودی دلار تا ساعت ۱۰:۰۰ ادامه یافته و پس آن روند نزولی این ارز آغاز شده است. شاخص S&P 500 در همان زمان تضعیف شده است. هر دو بازار به همراه هم در ساعت ۱۱:۰۰ به کف رسیده‌اند.

شکل ۱۴.۲ اوراق قرضه (نمودار بالا) را با شاخص S&P 500 (نمودار پایین) مقایسه کرده است. اوراق قرضه قبل از آغاز معاملات بازار سهام (۹:۳۰ به وقت نیویورک) به اوج رسیده و مجدداً روند صعودی خود را از حدود ساعت ۹:۳۰ آغاز و تا ۱۰:۰۰ به این روند ادامه داده است. هر دو شاخص آتی اوراق قرضه و سهام، در حدود ۱۰:۱۵ تضعیف شده‌اند. همچنین هر دو بازار به همراه هم، کمی پس از ۱۱:۰۰ (هم‌زمان با دلار) به کف رسیده‌اند. تا حدی لغزش بازار اوراق قرضه که در حوالی ساعت ۱۱:۰۰ رخ داده است، به دلیل سقوط بازار اوراق قرضه آلمان، ارزیابی می‌شود (در اینجا نشان داده نشده است).

مطالب فوق نشان می‌دهند که چگونه بازارهای مالی لحظه به لحظه بر یکدیگر اثر می‌گذارند. بازار سهام به شدت تحت تأثیر اتفاقات بازارهای دیگر، خصوصاً دلار و اوراق قرضه قرار دارد. تحلیلگران برای درک کامل اینکه چرا بازار سهام ناگهان در ساعت ۱۰:۰۰ صبح ۶ آوریل سقوط کرده و در ۱۱:۰۰ به کف رسیده است، باید به اتفاقاتی که در بازارهای اوراق قرضه و دلار رخ می‌دهد آگاهی داشته باشند (بازار طلا و دیگر بازارهای کالا در اینجا ذکر نشده‌اند). کسانی که زحمت پایش شاخص‌های آتی دلار و اوراق قرضه را در آن روز به خود ندادند، نمی‌توانستند درک کنند که چه اتفاقی در حال رخ دادن است. (شکل‌های ۱۴.۳ و ۱۴.۴ شاخص بازار سهام را در ۶ آوریل نشان می‌دهند. شکل ۱۴.۵ نیز تغییرات این شاخص را در طول یک هفته نمایش می‌دهد).

شکل ۱۴.۱

مقایسه بین روزی شاخص آتی S&P 500 (نمودار بالا) و شاخص آتی دلار آمریکا (نمودار پایین)، در صبح روز ۶ آوریل ۱۹۹۰. هر دو بازار به همراه هم از ساعت ۱۰:۰۰ سقوط کرده و یک ساعت بعد به کف رسیده‌اند. تغییرات لحظه به لحظه بازار سهام را می‌توان با مشاهده تغییرات دلار توضیح داد.

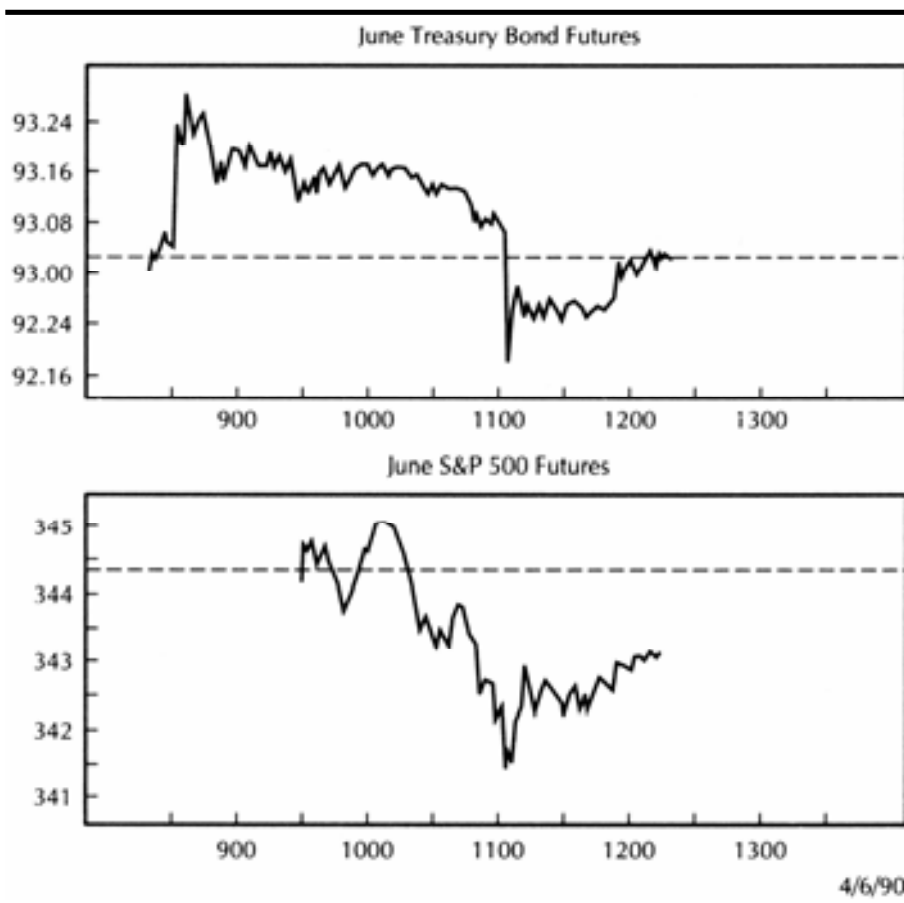


کسانی که خود را مقید به فراگیری ارتباطات روشن بین بازاری نکرده‌اند، به جای دلایل واقعی و آگاهی از اینکه در بازارهای دیگر چه اتفاقاتی در حال رخ دادن است، در دام دلایل غیر واقعی، نظیر برنامه‌های فروش و برنامه‌های معاملات می‌افتند. کسانی که شغلشان ارائه گزارش‌های روزانه از فعالیت‌های بازارهای مالی است، موظفند به مشتریان خود

دلایل عمیق و واقعی از اینکه چرا بازار سهام افزایش یا کاهش یافت ارائه کنند. این افراد شدیداً باید از ارائه پاسخ‌های سریع و سطحی پرهیز کنند (شکل‌های ۱۴.۶ تا ۱۴.۸ را ببینید).

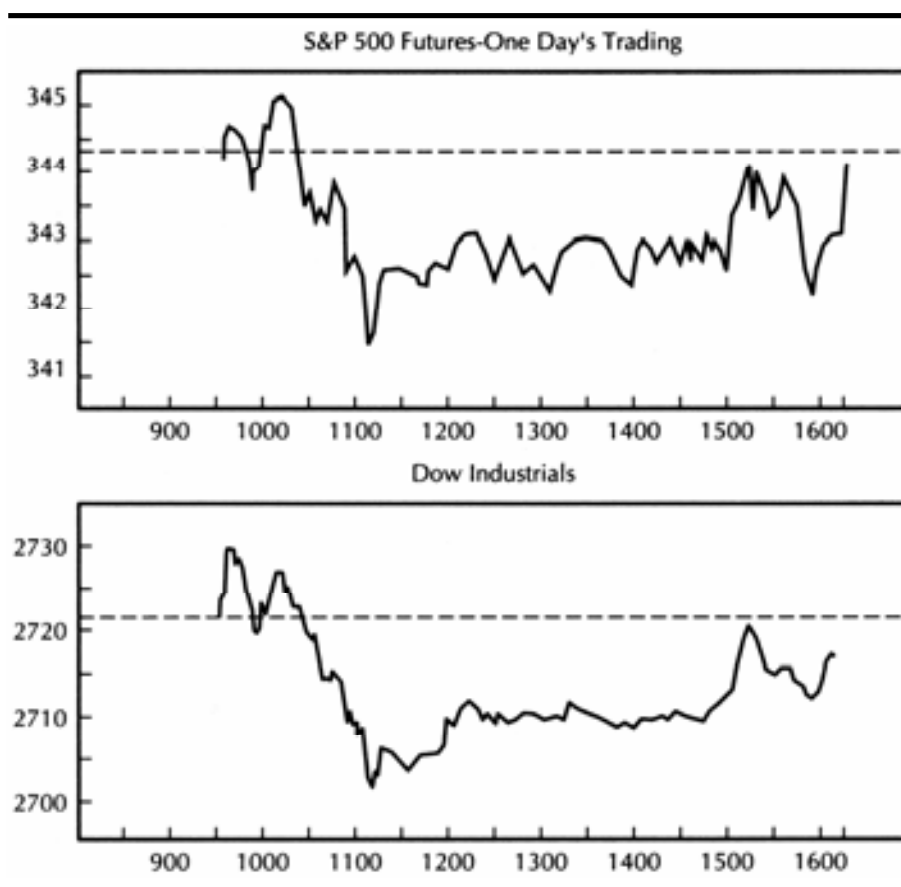
شکل ۱۴.۲

مقایسه بین روزی شاخص آتی S&P 500 (نمودار پایین) و شاخص آتی اوراق قرضه (نمودار بالا)، در صبح روز ۶ آوریل. تغییرات لحظه‌ای شاخص آتی بازار سهام (که بر بازار سهام اثر می‌گذارد) به شدت تحت تأثیر فعالیت بازار اوراق قرضه قرار دارد. به سقوط هم‌زمان هر دو بازار در ساعت ۱۱:۰۰ توجه کنید. گناه سقوط ناگهانی بازار سهام که به برنامه‌های معاملات نسبت داده شده است را همواره می‌توان با روابط بین بازاری توضیح داد.



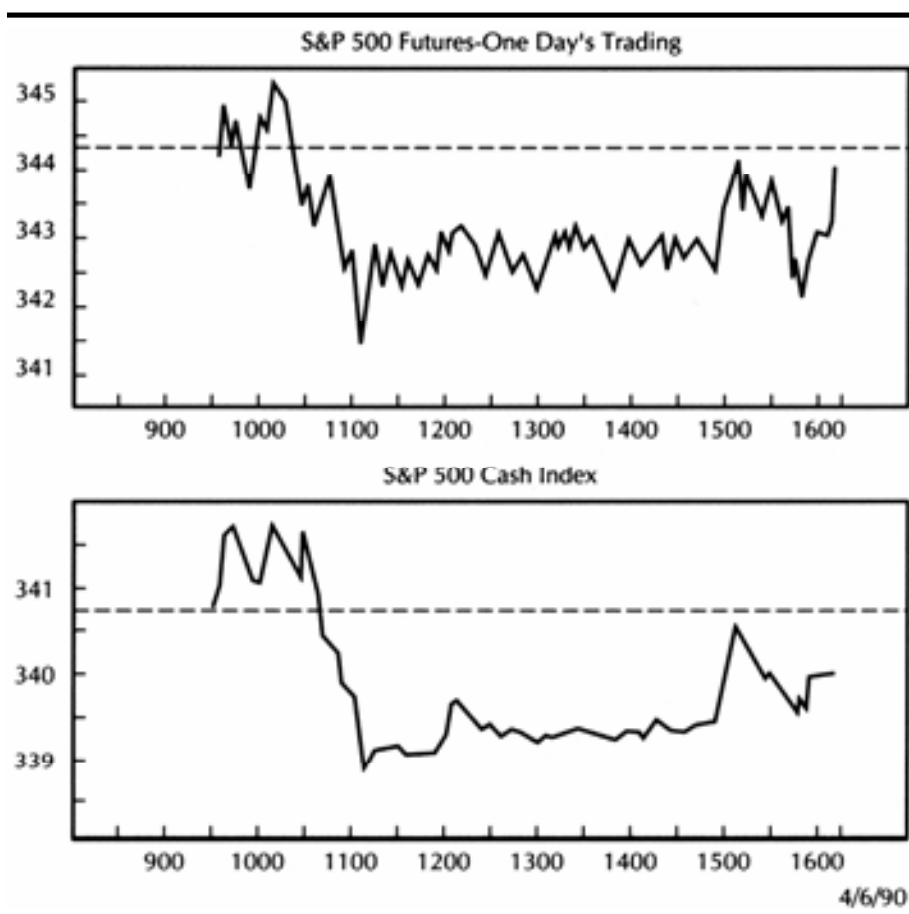
شکل ۱۴.۳

مقایسه شاخص آتی S&P 500 (نمودار بالا) و شاخص صنعت داو در ۶ آوریل ۱۹۹۰. هر دو شاخص در ساعت ۱۱:۰۰ (همراه بازار اوراق قرضه) به کف رسیده‌اند و روند صعودی خود را تا مقدار ابتدای روز ادامه داده‌اند. گرچه هر دو شاخص، روندی یکسان را دنبال می‌کنند، شاخص آتی بازار سهام، همواره چند دقیقه جلوتر از شاخص داو حرکت می‌کند و به نیروهای بین بازاری سریع‌تر واکنش نشان می‌دهد.



شکل ۱۴.۴

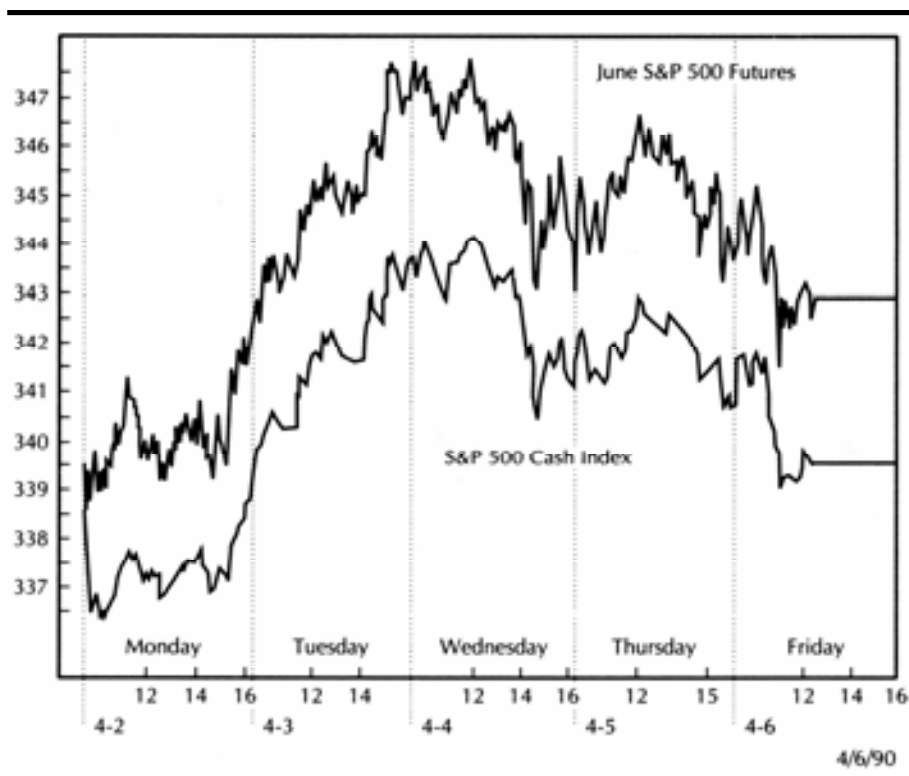
مقایسه شاخص آتی S&P 500 (نمودار بالا) و شاخص نقدی S&P 500 (نمودار پایین) در ۶ آوریل. گرچه قراردادهای آتی از ریسک^۱ (ناپایداری) بیشتری برخوردارند، اوج‌ها و کف‌های هر دو شاخص، در یک زمان رخ می‌دهند. برنامه معاملات وقتی فعال می‌شود که اختلاف این دو شاخص بیش از حد زیاد شود (زمان معاملات شاخص آتی سهام ۱۵ دقیقه بیشتر از معاملات بازار نقدی است).



۱- Volatility معیاری است برای اندازه‌گیری ریسک یک دارایی که بر اساس انحراف استاندارد بازده آن محاسبه می‌شود. (مترجم)

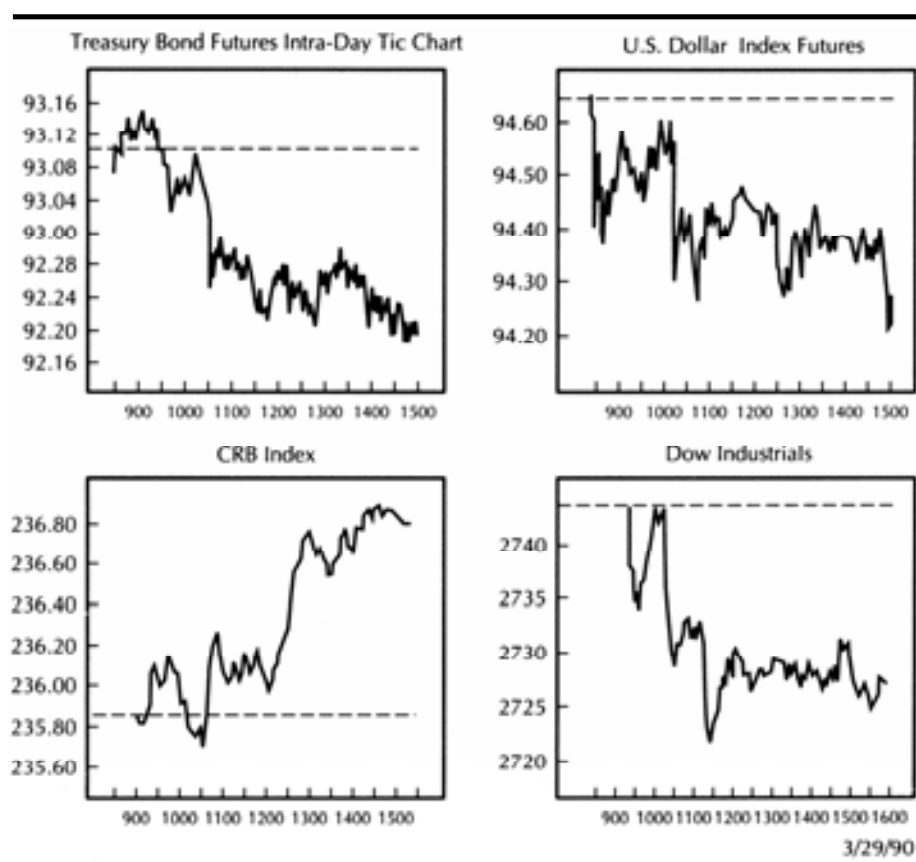
شکل ۱۴.۵

مقایسه شاخص آتی S&P 500 و شاخص نقدی S&P 500 (نمودار پایین) در هفته ابتدایی آوریل ۱۹۹۰. به تشابه روند هر دو شاخص توجه کنید. معاملات دویزاری (که با استفاده از برنامه معاملات انجام می شود) اجازه نمی دهد دو خط فاصله زیادی از هم پیدا کنند. برنامه معاملات موجب تغییر روند موجود نمی شود ولی ممکن است منجر به تشدید تغییرات روند شود.



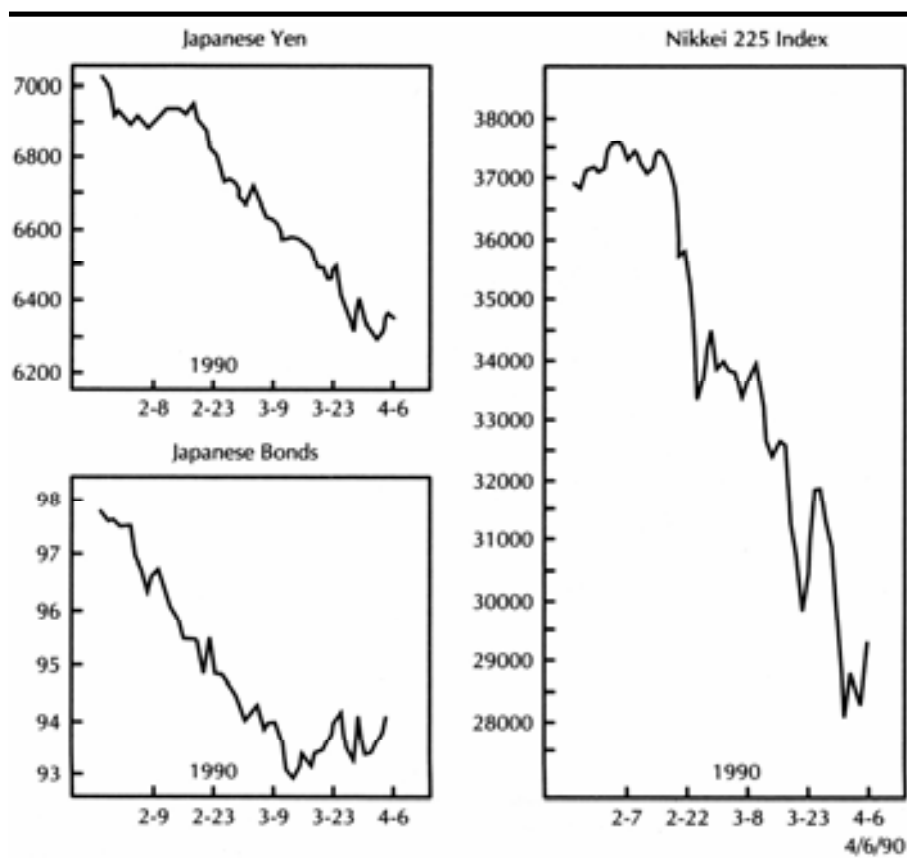
شکل ۱۴.۶

مقایسه چهار بخش بازار، شاخص CRB (نمودار پایین سمت چپ)، اوراق قرضه (بالا سمت چپ)، دلار آمریکا (بالا سمت راست) و شاخص صنعت داو جونز (پایین سمت راست)، در روز ۲۹ مارس ۱۹۹۰. یکی از روزنامه‌های معتبر، فروش گسترده بازار سهام را به برنامه معاملات نسبت داده است، در حالی که دلایل زیادی نظیر فروش‌های گسترده‌ی دلار و اوراق قرضه، و صعود شاخص‌های کالا برای این اتفاق وجود دارد. روابط بین بازاری را می‌توان حتی در نمودارهای بین روزی نیز مشاهده کرد.



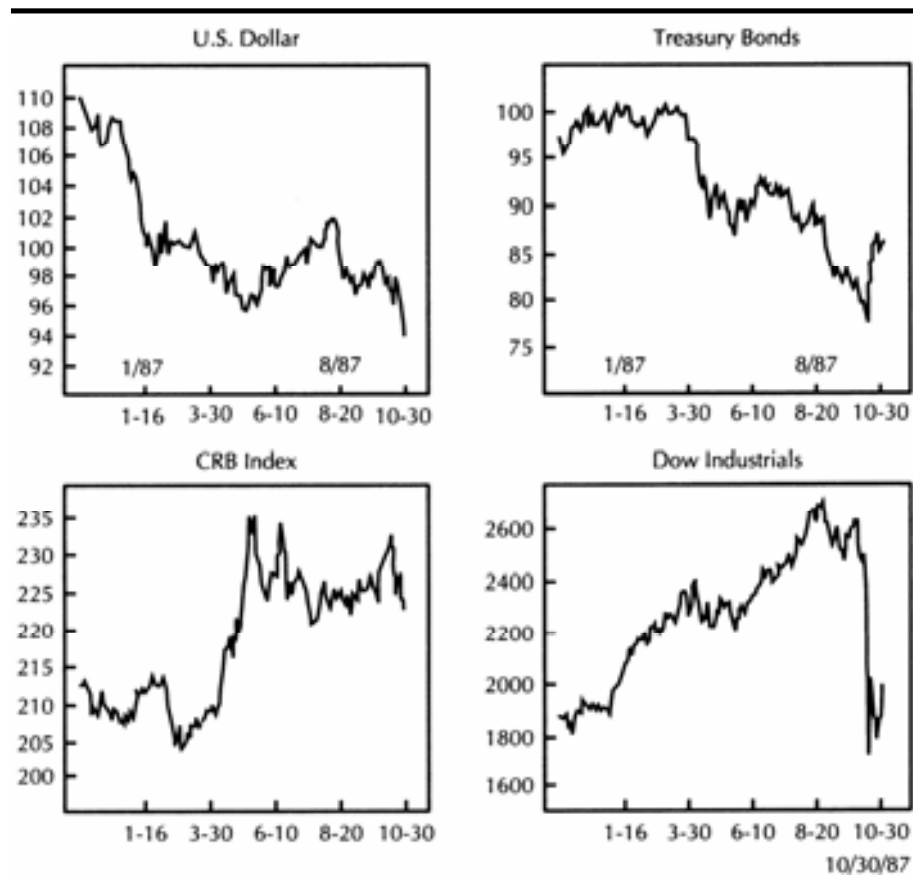
شکل ۱۴.۷

سقوط شاخص بازار سهام ژاپن در سه ماهه اول سال ۱۹۹۰، در همان ابتدا به برنامه‌های فروش نسبت داده شد، در حالی که دلایل منطقی‌تر، سقوط بازار سهام، ین و بازار اوراق قرضه این کشور بود. متهم کردن برنامه معاملات به کاهش بازار سهام، همیشه دلایل واقعی را مخفی می‌کند.



شکل ۱۴.۸

چهار بخش بازار آمریکا در سال ۱۹۸۷. تصویر بین بازاری که از نیمه دوم سال ۱۹۸۷ وجود دارد، بر رکود بازارهای سهام دلالت می‌کند (سقوط دلار، افزایش قیمت‌های کالاها و سقوط بازار اوراق قرضه). بسیاری از ناظران بازار به اشتباه سقوط بازار سهام در این زمان را به برنامه معاملات نسبت دادند.



خلاصه

در این بخش در مورد افسانه برنامه معاملات به عنوان دلیل اولیه روند بازار سهام در معاملات روزانه و لحظه به لحظه بحث کردیم و نشان دادیم که آنچه اغلب به برنامه معاملات نسبت داده می‌شود، در واقع تبلور روابط بین بازاری است. این بحث به معنی دفاع از برنامه معاملات و نادیده گرفتن نقش برنامه معاملات در تشدید سقوط بازار سهام در آغاز این گونه روندها نیست. نگرانی‌های به حق زیادی در مورد عملکرد برنامه معاملات وجود دارد که باید بررسی و در صورت لزوم اصلاح شود. با این حال سوء تفاهمات زیادی در مورد نقش برنامه معاملات در تغییرات روزانه بازارها وجود دارد. در مواقعی که بازار سهام، روندی صعودی در پیش می‌گیرد این اطمینان وجود دارد که برنامه خرید وجود داشته است. همین اطمینان در مورد وجود برنامه‌های فروش در زمانی که بازار با فروش‌های گسترده مواجه می‌شود وجود دارد. بیان اینکه برنامه معاملات در چنین زمان‌هایی وجود دارد شبیه این است که بگوییم در زمان صعود، خریده‌ها بیشتر از فروش‌ها و در زمان سقوط، فروش‌ها بیشتر از خریده‌ها هستند. به عبارت دیگر، اینکه گفته می‌شود برنامه‌های معاملات وجود دارد آن‌قدر بدیهی است که گویی چیزی گفته نشده است.

بدتر از همه گزارش برنامه معاملات به عنوان نیروی اولیه تغییرات بازار است که موجب نادیده گرفتن دلایل اصلی روند بازار می‌شود. این گونه گزارش‌ها، این تصور غلط را به وجود می‌آورند که برنامه معاملات، علت اصلی تغییرات بازار است، در حالی که برنامه معاملات همیشه واکنشی به فشارهای بین بازاری است. درک بهتر اینکه چطور بازارهای مالی به طور مرتب بر یکدیگر اثر می‌کنند به برطرف کردن سوءظنی که به برنامه معاملات وجود دارد نیز کمک می‌کند.

یک رویکرد نوین

در فصل‌های قبل، روابط مختلف بین بازاری را به صورت کاملاً جدا از دیگر پارامترهای اقتصادی مورد بررسی قرار دادیم. اجازه دهید یک بار دیگر این روابط را با هم ترکیب کنیم. این بخش برخی از اصول عمومی و خطوط راهنمای تحلیل‌های بین بازاری را بیان می‌کند. گرچه تحلیلگری در حوزه بین بازاری و انجام مقایسه‌های بازارهای مختلف در برخی زمان‌ها کاری سخت و ترسناک به نظر می‌رسد، اما اطلاع داشتن از برخی اصول ساده می‌تواند به درک عوامل بسیاری که اتفاقاً در تعاملات بین بازاری نقش مهمی بر عهده دارند، کمک کند. در این بخش قصد داریم تعریفی خلاصه از تحلیل بین بازاری ارائه دهیم و نشان دهیم چرا این تحلیل، رویکردی جدید و ضروری در تحلیل تکنیکی ارائه کرده است.

تحلیل تکنیکی بین بازاری - تمرکز بیشتر بر عوامل بیرونی

همان‌طور که در ابتدای کتاب نیز بیان شد، تحلیلگران تکنیکی، همواره بر رخدادهای درونی بازار تمرکز داشته‌اند. در واقع تأکید اصلی همواره بر بازاری است که در آن

تجارت می‌کنیم، جایی مثل بازار سهام، اوراق قرضه یا بازار طلا. بنابراین تحلیل‌های تحلیلگران تکنیکی تحت تأثیر اتفاقات خارج از بازار قرار ندارند و به همین دلیل در تفسیر نمودارهای خود از آنها استفاده نمی‌کنند. خوشبختانه، بخش‌های قبل نشان دادند که چرا اطلاعات داخلی بازار برای تحلیل تغییرات آن کافی به نظر نمی‌رسد.

هیچ بازاری به تنهایی عمل نمی‌کند. برای مثال، بازار سهام به شدت تحت تأثیر بازار اوراق قرضه قرار دارد. در دنیای واقعی، بازار اوراق قرضه به عنوان شاخصی پیشرو برای بازار سهام عمل می‌کند. تصور اینکه معامله‌گران سهام اتفاقات بازار اوراق قرضه را در تحلیل تکنیکی خود مدنظر قرار ندهند، بسیار نگران‌کننده است. تحلیل بین بازاری از تغییرات قیمت یک بازار، مانند اوراق قرضه خزانه، به عنوان شاخصی برای بررسی روند قیمت بازاری مرتبط مثل بازار سهام، استفاده می‌کند؛ شاخصی که به دلیل تشابه حرکت قیمت آن با بازار هدف، می‌تواند معیار خوبی برای تأیید حرکت قیمت آن باشد. این رویکرد تعریفی جدید از مفهوم شاخص‌های تکنیکی ارائه می‌کند. در واقع به جای اینکه تنها شاخص‌های تکنیکی داخلی یک بازار مورد بررسی قرار گیرد، تحلیلگران تکنیکی با نگاهی به تغییرات بازارهای مرتبط، اطلاعات مفیدی از بازار خود به دست می‌آورند. به عبارت دیگر، تحلیل بین بازاری مرزهای تحلیل تکنیکی را گسترش داده و برای عوامل خارجی اهمیت بیشتری قائل شده‌است.

بازار اوراق قرضه به شدت تحت تأثیر بازارهای کالا قرار دارد. این مسئله نشان می‌دهد که چرا تحلیل بازار اوراق قرضه بدون در نظر داشتن تغییرات بازارهای کالا بسیار خطرناک است. در اواخر سال ۱۹۸۹ و اوایل سال ۱۹۹۰، بسیاری از معامله‌گران گمان می‌کردند نرخ‌های بهره پایین‌تر خواهند رفت. اشتباه این معامله‌گران این بود که روند صعودی شاخص CRB را مورد توجه قرار نداده بودند. در واقع آنها باید این صعود را اختطاری برای افزایش نرخ‌های بهره و کاهش قیمت اوراق قرضه در نظر می‌گرفتند. سقوط قیمت اوراق قرضه در نیمه اول سال ۱۹۹۰ تنها کسانی را متعجب کرد که از بازارهای کالا خبر نداشتند. به علاوه، افت ناگهانی قیمت اوراق قرضه در بهار این سال، فشار رکودی شدیدی بر بازار

سهام وارد کرد. از آنجا که بازارهای کالا و اوراق قرضه به شدت به یکدیگر مرتبط‌اند، تحلیل بازارهای کالا تقریباً یکی از ضروریات تحلیل جامع بازار اوراق قرضه می‌باشد. نقطه آخر، بازار دلار آمریکا است. مشکل تورمی که در سال ۱۹۹۰ با افزایش قیمت کالاها خود را نشان داد، نتیجه مستقیم سقوط ارزش دلار در سه‌ماهه پایانی سال ۱۹۸۹ بود. ضعیف شدن دلار آمریکا، موجب ایجاد فشار تورمی غیرطبیعی در اواخر سال ۱۹۸۹ و صعودی شدن روند قیمت کالاها شد. با افزایش قیمت کالاها، نرخ‌های بهره نیز افزایش یافت و این امر اوراق قرضه را به سمت قیمت‌های پایین‌تری سوق داد. سقوط قیمت اوراق قرضه نیز منجر به رکود بازار سهام آمریکا شد. تحلیل تکنیکی دلار آمریکا (بازار ارز)، شاخص CRB (بازارهای کالا)، اوراق قرضه (نرخ‌های بهره) و سهام، باید همواره توأماً انجام گیرد.

اثر روندهای جهانی

با شروع دهه اخیر، نیروهای جهانی اقتصاد نیز وارد میدان شدند. افزایش نرخ‌های بهره جهانی، اوراق قرضه جهانی را تحت فشار قرار می‌دهد. در سقوط اخیر بازارهای جهانی، سقوط بازارهای اوراق قرضه با سقوط بازارهای اوراق قرضه ژاپن و انگلستان آغاز شد. در سه‌ماهه ابتدایی سال ۱۹۹۰، بازار سهام ژاپن تقریباً یک‌سوم از ارزش خود را از دست داد. این اتفاق در پی سقوط ارزش ین و سقوط قیمت‌های اوراق قرضه رخ داد. این مثال، نمونه‌ای کلاسیک از یک تحلیل بین‌بازاری است. سقوط قیمت اوراق قرضه (تحت تأثیر ترس از افزایش تورم)، قیمت‌های سهام بازار انگلستان را نیز کاهش داد. فشار رکودی بازارهای سهام ژاپن و انگلستان، در نهایت در بهار ۱۹۹۰ بر بازار سهام آمریکا نیز اثر گذاشت. رشد شدید قیمت نفت نیز در نیمه دوم سال ۱۹۹۰، روند نزولی بازارهای سهام و اوراق قرضه را تشدید کرد.

تحلیل تکنیکی و نیروهای بین بازاری

معنی تمام این‌ها آنست که تحلیلگران تکنیکی باید بدانند که ارتباطات بین بازاری چگونه کار می‌کنند. برای مثال معنی سقوط ارزش دلار برای بازارهای کالا چیست؟ افزایش ارزش دلار آمریکا برای بازارهای سهام و اوراق قرضه چه مفهومی دارد؟ اثر تغییرات دلار در بازار طلا چیست؟ معنی افزایش یا کاهش بازار طلا در تحلیل شاخص CRB و تغییرات تورم چیست؟ معنی افزایش یا کاهش قیمت‌های کالاها برای بازار اوراق قرضه و سهام به چه معنی است؟ و اینکه افزایش یا کاهش بازار سهام و اوراق قرضه‌ی ژاپن و انگلستان چه تأثیری بر بازارهای سهام و اوراق قرضه‌ی آمریکا دارد؟ این‌ها سؤالاتی است که یک تحلیل‌گر تکنیکی باید به آن پاسخ دهد.

در نظر نگرفتن هر کدام از این روابط موجب از دست رفتن اطلاعات بسیار با ارزشی در مورد قیمت‌های بازارهای مختلف خواهد شد. بدتر آن است که یک تحلیل‌گر تکنیکی اساساً توجهی به اثر نیروهای تکنیکی خارجی بازار هدف خود نداشته‌باشد. پیگیری تغییرات روزانه یک بازار به تنهایی، موجب گمراهی ما خواهد شد. تحلیل‌گران تکنیکی باید بدانند در بخش‌های دیگر بازار چه اتفاقاتی در حال رخ دادن است و باید تأثیر روندهای بازارهای جهانی مرتبط با بازار هدف خود را بدانند. برای رسیدن به این هدف، تنها روشی که توانایی این کار را دارد تحلیل تکنیکی است زیرا در این روش تنها بر قیمت تکیه شده است. به دلیل مشابه، به نظر می‌رسد تحلیل تکنیکی باید پیش از تحلیل بین‌بازاری انجام شود.

اصول کلیدی تحلیل و روابط بین بازاری

برخی اصول کلیدی و روابط بین بازاری که در بخش‌های قبل به آن‌ها اشاره کردیم به شرح زیر است:

- تمامی بازارها به یکدیگر وابسته‌اند.
- هیچ بازاری مستقل از بازارهای دیگر عمل نمی‌کند.

- فعالیت بازارهای مرتبط باید در نظر گرفته شود.
- تحلیل تکنیکی می‌بایست قبل از تحلیل بین بازاری انجام شود.
- تحلیل بین بازاری، بعد جدیدی به تحلیل تکنیکی اضافه می‌کند.
- چهار بخش اصلی بازار عبارتند از: ارز، کالاها، اوراق قرضه و سهام.
- روند ارزش دلار آمریکا معمولاً بر خلاف روند قیمت طلا است.
- روند ارزش دلار آمریکا معمولاً بر خلاف روند شاخص CRB است.
- بازار طلا زودتر از شاخص CRB تغییر جهت می‌دهد.
- شاخص CRB معمولاً بر خلاف بازار اوراق قرضه حرکت می‌کند.
- اوراق قرضه معمولاً هم‌جهت با بازار سهام حرکت می‌کند.
- اوراق قرضه معمولاً زودتر از بازار سهام تغییر جهت داده و آنرا هدایت می‌کند.
- شاخص خدمات عمومی داو، پشت سر اوراق قرضه و جلوتر از بازار سهام حرکت می‌کند.
- بازار اوراق قرضه و سهام آمریکا به بازارهای جهانی مرتبط‌اند.
- برخی از گروه‌های سهام (نظیر نفت، معادن طلا، مس و سهام‌های حساس به نرخ بهره) تحت تأثیر بازارهای آتی مربوطه قرار دارند.

تحلیل بین بازاری و بازارهای آتی

در خلال مطالب این کتاب، تأکید زیادی بر بازارهای آتی شده است، به این دلیل که طی دهه‌های ۱۹۷۰ و ۱۹۸۰ تحولات بازارهای آتی، نقش بسیار مهمی در ایجاد آگاهی بین بازاری داشته‌اند. در حالی که بازارهای جهانی سهام، طی دو دهه گذشته به نسبت وضعیت ثابتی داشته‌اند، بازارهای آتی در تمامی بخش‌های بازارهای مالی (ارز، کالاها، نرخ‌های بهره و سهام) گسترش یافته‌اند. در واقع بازارهای آتی در سطح جهانی با سرعت خیره‌کننده‌ای رشد کرده‌اند. ساز و کار کشف قیمت بازارهای آتی که با امکان ارائه

پیشنهادهای قیمت به صورت آنی و همزمان، در سراسر جهان ایجاد و موجب تعامل تمامی بازارها در سراسر جهان شده است، زمینه بسیار مناسبی برای تحلیل‌های بین بازاری فراهم کرده است.

با این حال جای هیچ نگرانی برای آن دسته خوانندگانی که با جزئیات کار در بازارهای آتی آشنایی ندارند، وجود ندارد. در این کتاب برای تمامی بخش‌ها که مورد مطالعه قرار گرفته‌اند، بازارهای نقدی نیز وجود دارد. برای روشن شدن این مطلب توجه کنید که بازارهای آتی اوراق قرضه و شاخص‌های آتی سهام، همانند بازارهای نقدی خود، روندی مشابه دارند (اغلب با تأخیر زمانی جزئی). بازارهای آتی که در این کتاب مورد مطالعه قرار گرفته‌اند را می‌توان به راحتی به جای بازارهای نقدی متناظر در نظر گرفت. استفاده از بازارهای آتی در مثال‌های ارائه‌شده، به هیچ وجه به این معنی نیست که با جایگزینی این بازارها با بازارهای نقدی، روابط و تحلیل‌های بین بازاری دچار اشکال می‌شوند.

بازارهای کالا؛ حلقه گم‌شده تحلیل‌های بین بازاری

یکی دیگر از مواردی که در این کتاب تأکید زیادی بر آن شده است، نقش بسیار مهم بازارهای کالا در روابط بین بازاری است. این تأکید به این دلیل است که معمولاً به بررسی و شناخت این بازار نسبت به چهار بخش دیگر بسیار کمتر پرداخته می‌شود، در حالی که یکی از بزرگ‌ترین گام‌های تحلیل بین بازاری در فهم ارتباط بازارهای کالا با قیمت اوراق قرضه و نرخ‌های بهره نهفته است. بازاری که معمولاً با شاخص *CRB* نمایندگی می‌شود با برقراری این ارتباط، قیمت‌های بازارهای کالا با بازارهای سهام و ارز نیز مرتبط می‌شود. در واقع امکان تحلیل سه بخش دیگر بازارهای مالی برای انجام یک تحلیل بین بازاری، بدون در نظر گرفتن نقش کلیدی بازارهای کالا، امکان‌پذیر نیست، زیرا قیمت‌های کالا به شدت با تورم مرتبط‌اند. اهمیت بیشتر این بازار در ارتباط منفی این بازار با سه بخش دیگر بازار نهفته است. به عبارت دیگر، می‌توان گفت این همبستگی منفی موجب می‌شود تا بتوانیم این بازار را به عنوان مکانی برای سرمایه‌گذاری در فرایند تخصیص سرمایه در نظر

گیریم. یعنی در شرایطی که بازارهای دیگر در رکود به سر می برند و تورم در حال افزایش است، این بازار مکان بسیار مناسبی برای سرمایه گذاری به حساب می آید. طبیعتاً، در این کتاب بیشترین تمرکز بر رخدادهای دو دهه گذشته بوده است. این امر موجب طرح این سؤال اجتناب ناپذیر می شود که آیا این دوره زمانی برای اثبات درست-نمایی این روابط کافی است؟ همچنین باید به این سوال پاسخ داد که آیا ارتباط این بازارها پدیده جدیدی است و آیا در آینده نیز این ارتباطات به همین صورت برقرار خواهند ماند یا خیر. همچنین باید پاسخ دهیم که چقدر باید به عقب برگردیم و دوره بررسی را چه اندازه می توانیم (یا باید) طولانی کنیم تا مقایسه های بین بازاری مناسبی انجام داده باشیم. در این کتاب بر رخدادهای دو دهه گذشته تمرکز کرده ایم^۱، و در بیشتر مثال های مطرح شده نیز از بازارهای آتی استفاده کردیم. با توجه به این دو عامل به بررسی بازارهای جهانی پرداختیم و فرض کردیم تغییرات زیادی طی این دوره در بازارهای جهانی رخ نداده که استنباط های ما را مورد شک قرار دهد. حالا اجازه دهید این فرضیه ها را کمی تغییر دهیم. پیش از سال ۱۹۷۰، در جهان از نرخ بهره ثابت استفاده می شد. روندهای دلار آمریکا و دیگر ارزهای خارجی به راحتی در دسترس نبود. با توجه به اینکه امروز نقش مهم بازارهای ارز را می دانیم، امکان بررسی تأثیر تغییرات بازارهای مالی قبل از سال ۱۹۷۰ عملاً ممکن نبود. قبل از سال ۱۹۷۰، قیمت طلا عملاً ثابت در نظر گرفته می شد و تا قبل از میانه دهه ی ۱۹۷۰، امکان مالکیت معادن طلا در آمریکا وجود نداشت. به دلیل ثبات و عدم نوسان قیمت طلا، امکان بررسی ارتباط دلار و طلا، تأثیر آن بر قیمت طلا و نقش این قیمت به عنوان شاخصی پیشرو برای تورم نیز عملاً وجود نداشت. قیمت نفت تقریباً ثابت بود و قیمت این کالای مهم، عملاً تحت کنترل قرار داشت. به این ترتیب قبل از سال ۱۹۷۰ هیچ کدام از قطعات پازل روابط بین بازاری وجود نداشتند.

۱- توجه کنید که کتاب در سال ۱۹۹۱ به چاپ رسیده است.

بازارهای آتی طلا و نفت به ترتیب در سال‌های ۱۹۷۴ و ۱۹۸۳ ایجاد شدند. بازار آتی ارز نیز در سال ۱۹۷۲ شروع به کار کرد. اندازه‌گیری تأثیر این بازارها بر یکدیگر تنها از زمان راه‌اندازی این بازارها امکان‌پذیر است. قراردادهای آتی اوراق قرضه خزانه، اسناد خزانه و نرخ یورو دلار^۱ بعدها در اواخر دهه‌ی ۱۹۷۰ توسعه پیدا کردند. شاخص‌های آتی سهام، دلار آمریکا و شاخص CRB، تا قبل از دهه ۱۹۸۰ مطرح نبودند. وقتی اهمیت هر کدام از این عوامل را در تحلیل بین بازاری در نظر بگیریم، می‌توان درک کرد که چرا انجام تحلیل بین بازاری تا قبل از سال ۱۹۷۰ عملاً امکان‌پذیر نبود. در واقع در بسیاری موارد اطلاعات این بازارها به راحتی در دسترس نبود و در صورت وجود نیز اطلاعات در مکان‌های بسیار محدود و در مقیاسی بسیار ناچیز یافت می‌شد.

جهانی شدن و گسترش سیستم‌های رایانه‌ای

روند رو به رشد و سرعت بالای جهانی شدن و گسترش سیستم‌های رایانه‌ای طی دو دهه اخیر، کمک بسیار زیادی به بسط و شکل‌گیری تصویر کنونی جهان کرده است. در سایه این دو پدیده، جهان امروز، جهانی کوچک‌تر و وابسته‌تر به نظر می‌رسد. ده سال پیش، بیشتر مردم توجهی به اتفاقات بورس‌های دیگر نقاط جهان نداشتند در حالی که امروزه بسیار از مردم به صورت روزانه قیمت شرکت‌های مختلف را در بورس‌های توکیو و لندن دنبال می‌کنند. ورود معامله‌گرانی که امکان معامله در بازارهای مختلف از طریق شبکه‌های امن و بر اساس اطلاعات لحظه‌ای دارند، به این مسئله بسیار کمک کرده است. امروزه دیگر قراردادهای آتی مالی در تمامی جهان انجام می‌گیرد و تغییرات قیمت این قراردادها به صورت هم‌زمان در سیستم‌های معاملاتی و شبکه‌های ویدئویی برای تمامی افراد در سراسر جهان ارسال می‌گردد. گسترش این فرایند طی دو دهه گذشته منجر به تغییر

۱- نرخ سود سپرده دلار آمریکا در بانک‌های خارجی، خصوصاً بانک‌های اروپایی (دلار اروپایی)

بازارهای مالی و افزایش توانایی ناظران بازار در تسلط به اطلاعات بازارهای مختلف شده است.

احتمالاً رؤیای پیشگویی و غیبگویی با کمک تحلیل بین بازاری به توانایی تحلیلگران اضافه شده است. سال‌ها پیش، معامله‌گران از ارتباطی که بین بازارهای مختلف وجود دارد آگاهی نداشتند. امروزه با توجه به اینکه امکان انجام معامله در این بازارها کاملاً آزاد است و امکان ارائه پیشنهاد قیمت و انجام معامله در سراسر جهان فراهم است، معامله‌گران می‌توانند به سرعت نسبت به اتفاقات بازارهای مختلف واکنش نشان دهند. فروش گسترده در بازار سهم توکیو می‌تواند منجر به فروش‌های گسترده مشابهی در بازار لندن شود. سقوط بازار توکیو قطعاً بر قیمت باز شدن سهام وال‌استریت اثر خواهد گذاشت. فروش ناگهانی بازار اوراق قرضه آلمان نیز می‌تواند در عرض چند ثانیه اثر مشابهی بر بازار آتی اوراق قرضه شیکاگو بگذارد (و احتمالاً چند ثانیه بعد نیز بر بازار نیویورک اثر خواهد گذاشت). طنین فعالیت‌های تجاری در ایالات متحده در تمام مدت شب در بازارهای کشورهای دیگر به گوش می‌رسد. به این ترتیب امروز برای ما غیر قابل تصور است که بشنوم بازار سهام انگلستان تقریباً یک سال قبل از بازار سهام آمریکا در سال ۱۹۲۹ سقوط خود را آغاز کرد و هیچ‌کس در هیچ‌کدام از این دو بازار به این موضوع توجهی نکرد. در آن زمان به سختی می‌شد کسی را یافت که مراقب اتفاقات بازارهای دیگر باشد.

به هر حال همچنان کسانی پیدا خواهند شد که بخواهند ارتباطات بین بازاری را در عمق بیشتری از زمان بررسی کنند. با این حال به عقیده من، رشد شواهد ارتباطات بین بازاری به همراه تکامل بازارهای آتی و افزایش توانایی ما در ردیابی این بازارها، بعد از دهه ۱۹۷۰ رخ داده است. به نظر می‌رسد با اطمینان می‌توان گفت، با ایجاد بازارهای جدید و ارتباطاتی که در اثر تشکیل این بازارها به وجود آمده است، بازارهای جهانی واقعاً متحول شده‌اند. به این تحول باید افزایش توانایی ما در عکس‌العمل نشان دادن به این تغییرات را نیز اضافه کرد. با توجه به این دلایل، انجام مقایسه‌های بین بازاری قبل از این زمان، احتمالاً فایده زیادی نخواهد داشت. اینکه آیا ارتباطات بین بازاری، چهل سال پیش هم مشهود

بوده است یا خیر، از اهمیت زیادی برخوردار نیست، بلکه مسئله مهم آن است که آیا این ارتباطها در چهل سال آینده نیز همچنان وجود خواهد داشت؟ من گمان می‌کنم این چنین است.

تحلیل بین بازاری - رویکردی جدید

به نظر می‌رسد تحلیل تکنیکی در حال گذار از مرحله‌ای تکاملی است. همان‌طور که مقبولیت عمومی این روش در حال افزایش است، به همان مقدار درک این مسئله که تحلیل تکنیکی کاربردی، فراتر از مطالعه مستقل یک نمودار و به کارگیری صرف شاخص‌های تکنیکی داخلی است نیز در حال افزایش است. تحلیل بین بازاری، گامی دیگر در تکامل تئوری تحلیل تکنیکی است. با افزایش آگاهی از این که تمامی بازارها به یکدیگر مرتبطاند (بازارهای مالی و غیر مالی، داخلی و بین‌المللی) معامله‌گران بیش از پیش از این ارتباطات در تحلیل‌های خود استفاده خواهند کرد. به دلیل انعطاف‌پذیری و کاربرد وسیع تحلیل تکنیکی در تمامی بازارها، تحلیل تکنیکی، تنها روش اجرای این نوع تحلیل به حساب می‌آید.

تحلیل بین بازاری گام ساده دیگری به فرایند تحلیل تکنیکی اضافه کرده است. به علاوه این روش چهارچوب مفیدی برای درک تحلیل بخش‌های مستقل بازارهای مالی در اختیار ما قرار داده است. در یک قرن گذشته، تحلیل تکنیکی صرفاً بر مسائل درونی بازارها متمرکز بوده است. من گمان می‌کنم قرن بعد شاهد کاربرد گسترده اصول تکنیکی در حوزه‌های مالی و پیش‌بینی‌های اقتصادی خواهیم بود. حتی اعضای هیئت مدیره فدرال رزرو نیز نیم‌نگاهی به اوج و فرود نمودارهای بازارهای مالی خواهند داشت. اصول ارائه شده در این کتاب مسلماً تنها اولین قدم در این رویکرد جدید به حساب می‌آید. با این حال معتقدم که با افزایش مقبولیت و محبوبیت تحلیل تکنیکی، تحلیل بین بازاری در آینده نقش فزاینده و پراهمیتی پیدا خواهد کرد.

ضمیمه

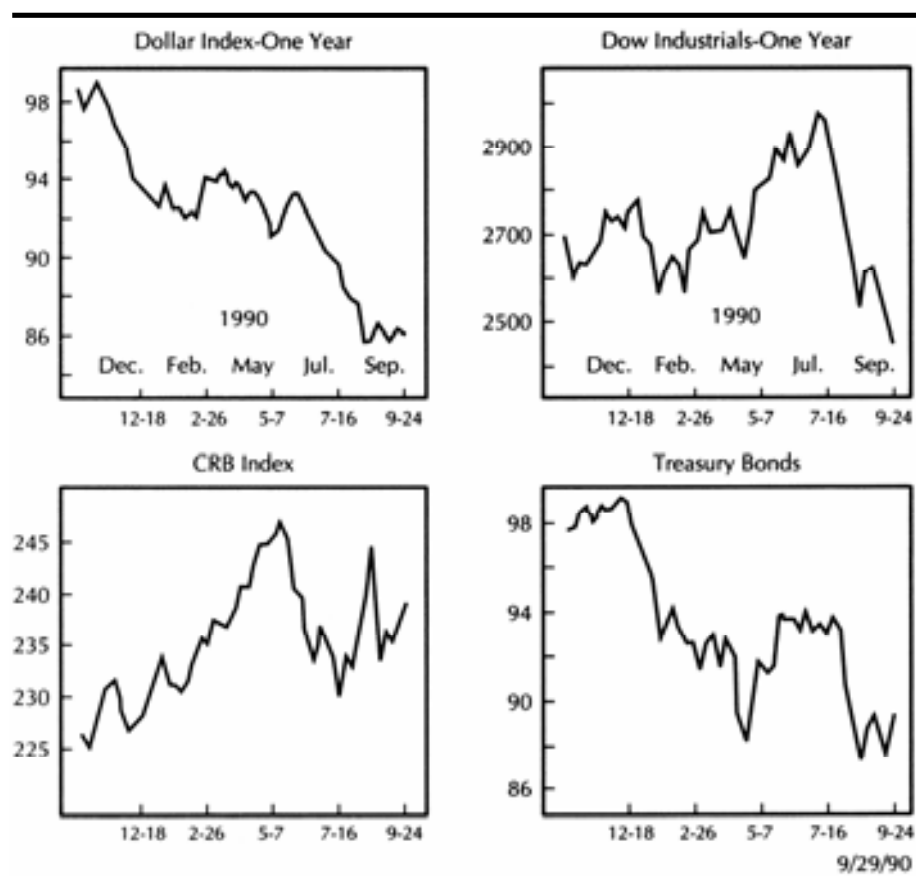
همانطور که خوانندگان احتمالاً از نمودارهای پیشین متوجه شده‌اند، این کتاب در یک بازه‌ی زمانی چندین ماهه نوشته شده‌است. در هر بخش از کتاب سعی شده‌است از آخرین اطلاعات بازار مورد بررسی استفاده شود. طبیعتاً در بخش‌های نزدیک به انتهای کتاب از اطلاعات قیمتی جدیدتری استفاده شده‌است. تصمیم بر این شد تا بجای بازگشت به عقب و ویرایش و بروزرسانی نمودارها، کلیه اطلاعات در انتهای نگارش کتاب بروزرسانی شوند.

هدف این ضمیمه بروزرسانی مهم‌ترین روابط بین‌بازاری در طول سه‌ماهه‌ی سوم سال ۱۹۹۰ است. همان‌طور که در ادامه مشاهده خواهید کرد در طول یک سال گذشته برخی روابط، عملکردی بهتر از سایرین داشته‌اند. امیدواریم با بررسی آن‌ها شما هم همین نظر را داشته باشید. اینکه بازارهای مالی جهان حتی در دوران بی‌ثباتی و بحران تابستان ۱۹۹۰ که بازارهای مالی جهانی را تحت فشار شدید قرار داده، این اندازه خوب از اصول بین‌بازاری، تبعیت نموده‌اند باعث خشنودی است. نکته مهمی که می‌بایست به خاطر داشت آنست که هر چند داده‌های نمودارها بطور پیوسته در حال تغییراند اما اصول بنیادین تحلیل تکنیکی بین‌بازاری بدون تغییر باقی مانده‌اند.^۱

۱- گرچه چاپ این بخش و انتشار آن بیست سال پس از چاپ اولیه، هدف اصلی نویسنده از اضافه کردن این بخش را تامین نمی‌کند اما نگاهی به شکل‌های این بخش علاوه بر مرور کل کتاب، آزمونی خوبی برای سنجش کارایی قوانین بین‌بازاری مطرح شده در طول کتاب می‌باشد. به هر حال مسلماً بررسی نمودارهای بیشتر، برای هر دوره‌ای که باشد، به درک عمیق‌تر روابط بین‌بازاری کمک خواهد کرد (مترجم).

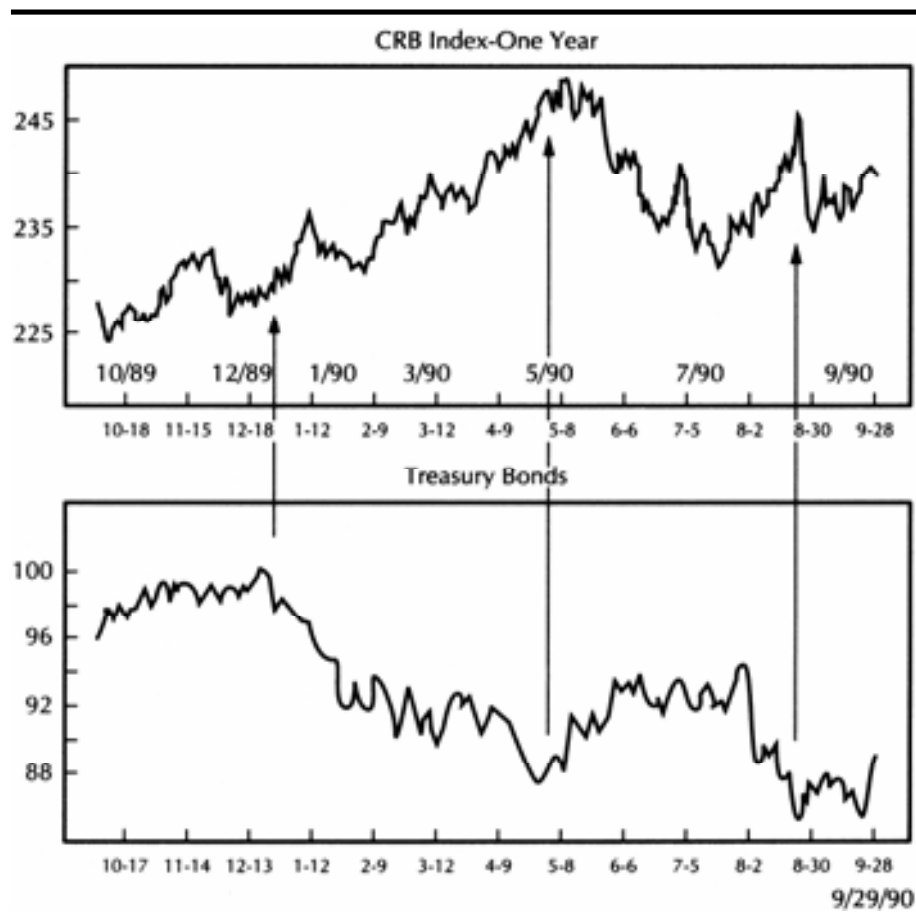
شکل پیوست ۱.

نمودارهای چهاربخش دلار، شاخص CRB، سهام و اوراق قرضه در سه فصل اول سال ۱۹۹۰. ضعف دلار در اکثر روزهای سال ۱۹۹۰ به تقویت قیمت‌های کالاها کمک و فشاری رکودی بر بازارهای اوراق قرضه و سهام وارد کرده‌است.



شکل پیوست ۲.

مقایسه‌ی شاخص CRB و اوراق قرضه‌ی خزانه از اواخر سال ۱۹۸۹ تا سه ماهه‌ی سوم سال ۱۹۹۰. در نیمه‌ی اول سال ۱۹۹۰ قیمت کالاها در حالی رشد کرده‌اند که اوراق قرضه در ضعف به سر می‌برد. کف اوراق قرضه در می و اواخر آگوست (به پیکان توجه کنید) به همراه اوج قیمت‌های کالاها رخ داده‌است.



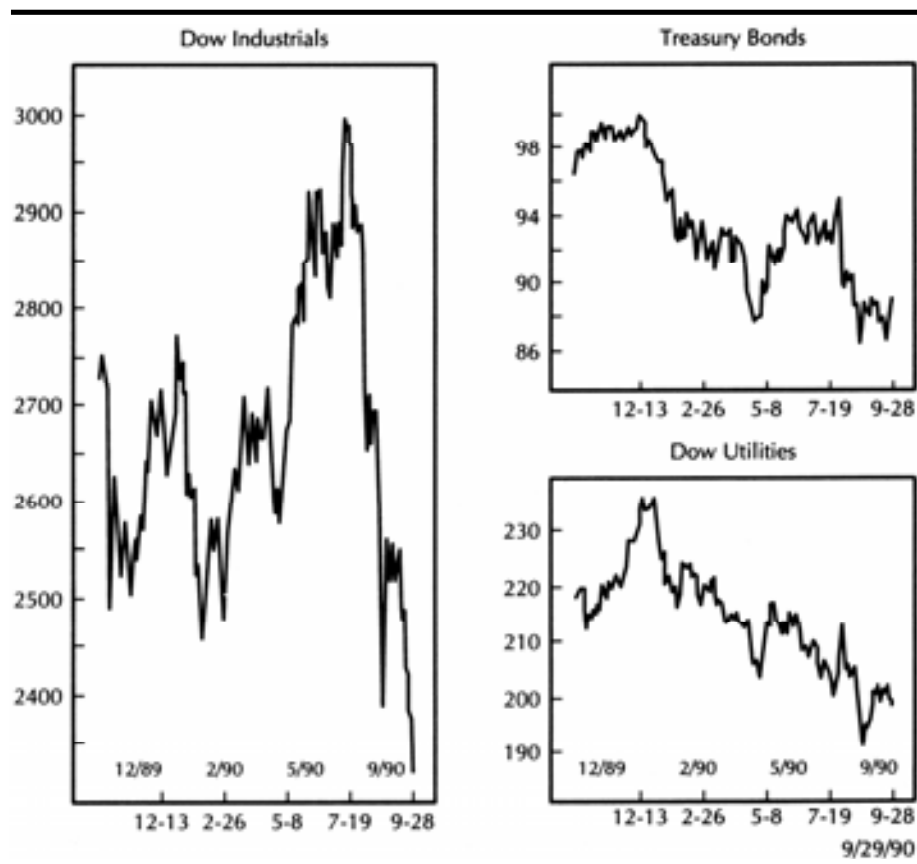
شکل پیوست ۳.

بازار سهام در مقابل اوراق قرضه از اواخر سال ۱۹۸۹ تا سپتامبر ۱۹۹۰. پس از سقوط سراسری اوایل سال ۱۹۹۰، کف اوراق قرضه در اوایل می به تقویت روند صعودی بازار سهام کمک کرده است. سقوط اوراق قرضه در تابستان اوج شاخص داو را تأیید کرده است. بعد از این هر دو بازار به همراه هم سقوط کرده اند.



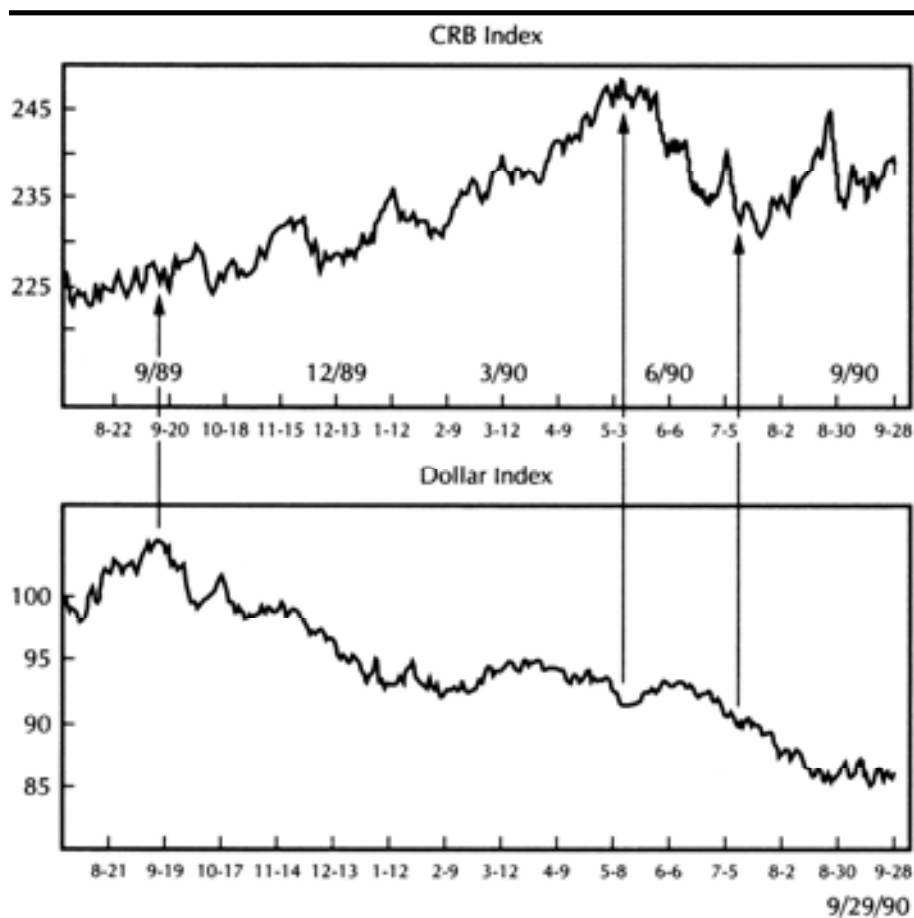
شکل پیوست ۴.

مقایسه‌ای بین شاخص صنعت داو، شاخص خدمات داو و اوراق قرضه از پاییز ۱۹۸۹ تا سه ماهه‌ی سوم سال ۱۹۹۰. ضعف نسبی شاخص خدمات داو از اوایل سال ۱۹۹۰ اختار رکودی زود هنگامی برای شاخص صنعت داو به حساب می‌آمد. به همبستگی شدید شاخص خدمات داو و اوراق قرضه توجه کنید.



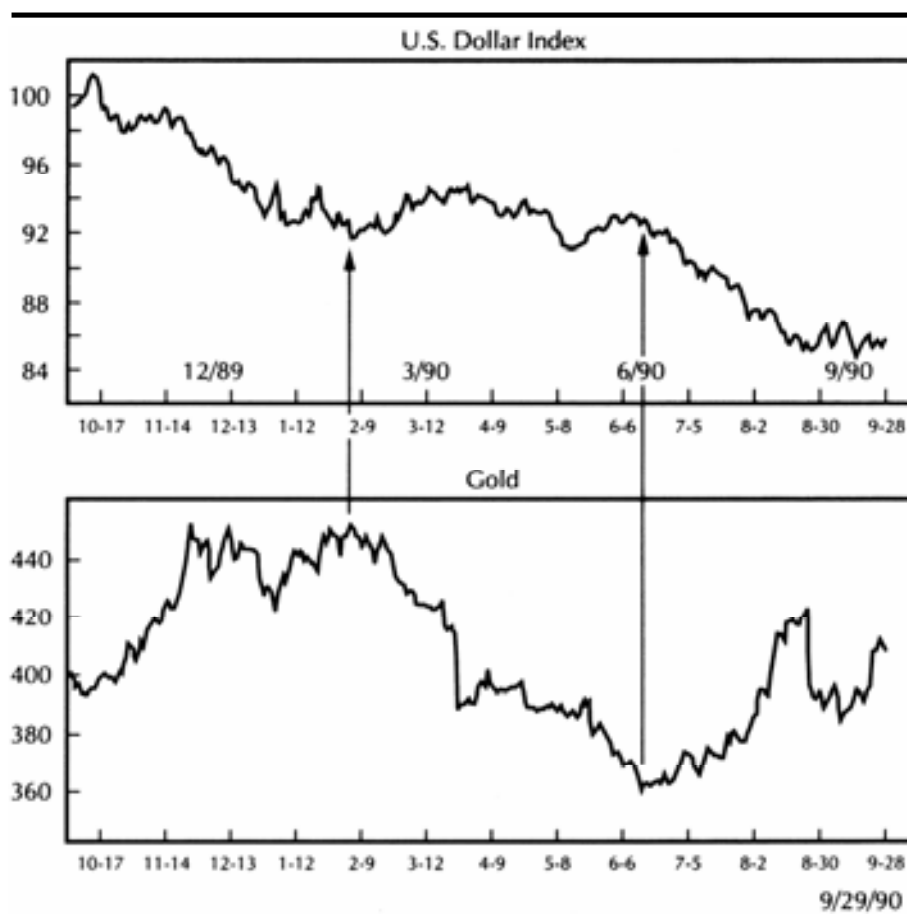
شکل پیوست ۵.

مقایسه‌ی شاخص CRB و دلار آمریکا از اواخر سال ۱۹۸۹ تا سپتامبر ۱۹۹۰. سقوط دلار، که پدیده‌ای تورمی است، به افزایش قیمت‌های کالاها در اواخر سال ۱۹۹۰ کمک زیادی کرده‌است. برگشت ماه می دلار باعث به اوج رسیدن شاخص CRB در آن ماه گردیده و قیمت‌های کالاها مجدداً در تابستان با سقوط دلار تقویت شده‌اند.



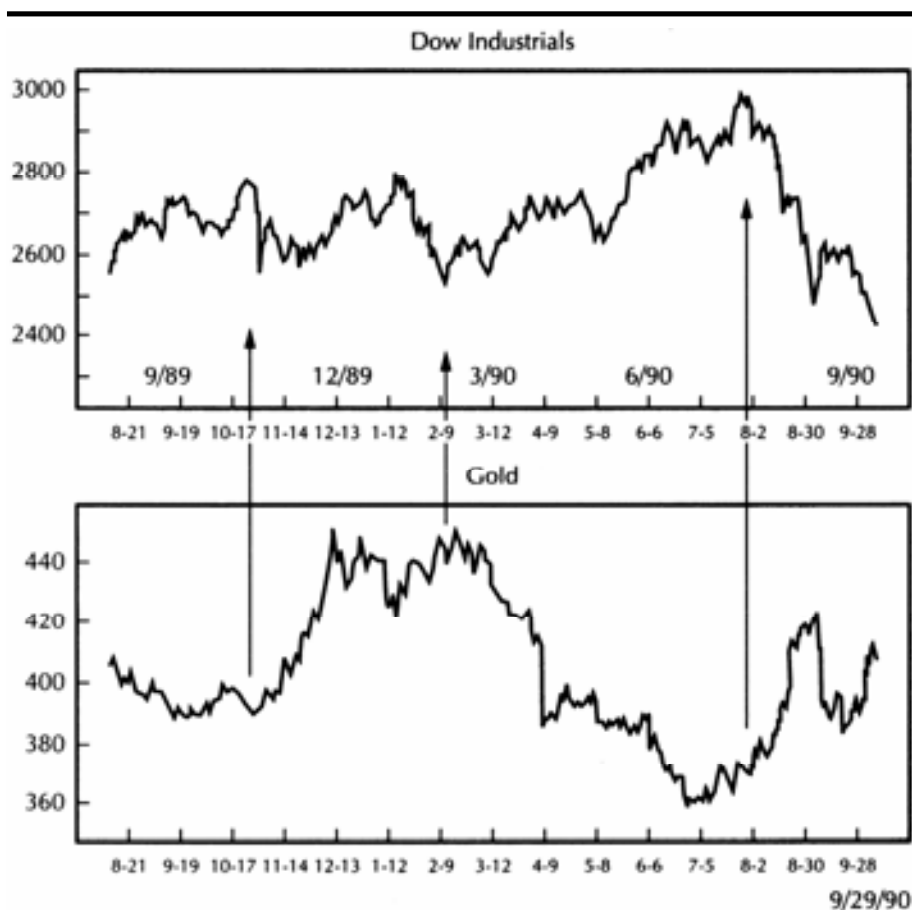
شکل پیوست ۶.

دلار آمریکا در مقابل طلا از اواخر سال ۱۹۸۹ تا سپتامبر ۱۹۹۰، کاهش ارزش دلار در بسیاری از روزهای سال ۱۹۹۰ هم برای برگشت روند صعودی دلار کافی نبوده است. با این حال بازهم رابطه‌ی معکوس این دو بازار خصوصا در سقوط شدید دلار در اواخر سال ۱۹۸۹ و ژوئن ۱۹۹۰ که طلا به اوج رسیده، مشهود است. کف موقتی دلار در فوریه ۱۹۹۰ فشار کافی برای کاهش قیمت طلا را ایجاد کرد.



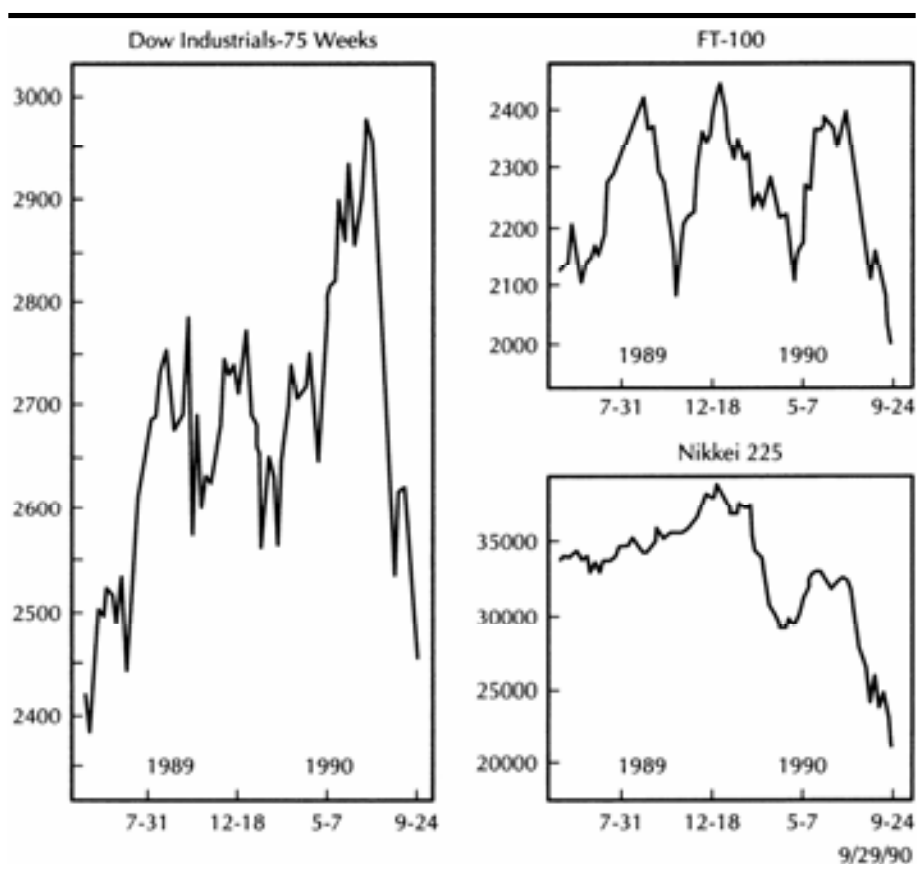
شکل پیوست ۷.

طلا در مقابل شاخص صنعت داو از تابستان ۱۹۸۹ تا پاییز ۱۹۹۰. صعود طلا در پاییز ۱۹۸۹ همزمان با ضعف بازار سهام رخ داده است. اوج طلا در فوریه ۱۹۹۰ نیز با صعود بازار سهام همراه شده است. طلا در تابستان ۱۹۹۰ در حالی روندی صعودی دارد که بازار سهام در حال ضعیف شدن است. در سرتاسر این دوره طلا در زمان‌های لغزش بازار سهام شرایط خوبی داشته است.



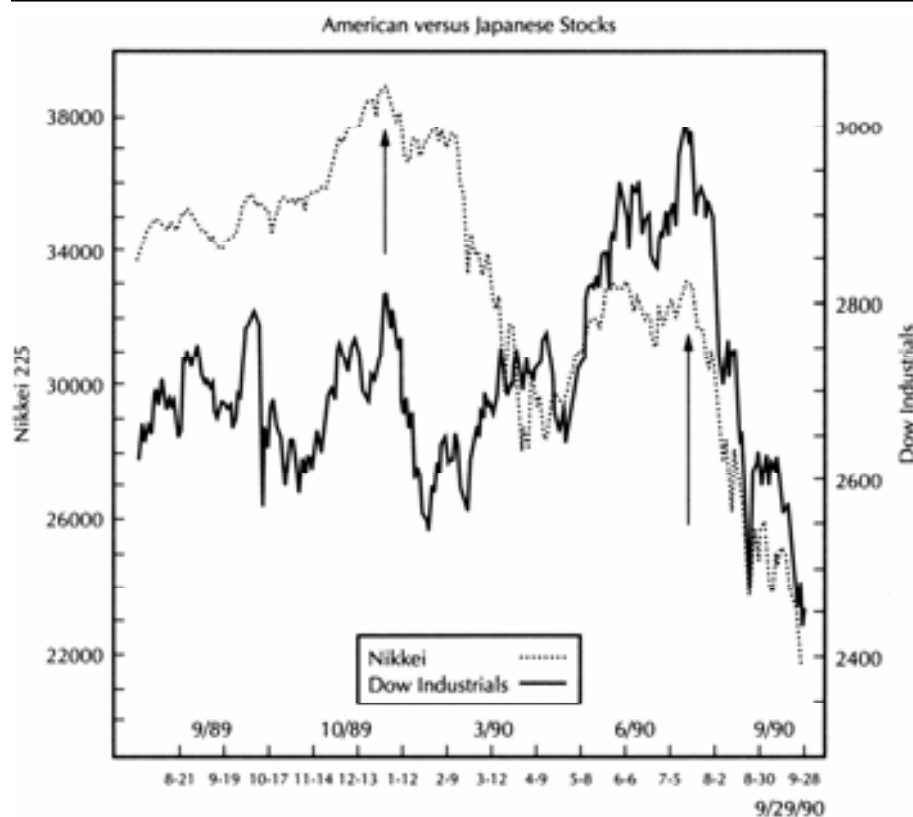
شکل پیوست ۸.

مقایسه‌ی بازارهای سهام آمریکا، انگلستان و ژاپن در دوره‌ی ۱۸ ماهه‌ی قبل از پاییز ۱۹۹۰. هر سه بازار در اوایل سال ۱۹۹۰ به شدت سقوط کرده‌اند و سپس در بهار روندی صعودی در پیش گرفته‌اند. هیچ‌کدام از دو بازار خارجی، حرکت صعودی بازار آمریکا برای ثبت اوجی جدید در تابستان را تأیید نکرده‌اند. تکمیل الگوی «سه اوج» در بازار انگلستان و سقوط بازار ژاپن به رکود بازار سهام آمریکا کمک کرده‌است. در این زمان بازارهای جهانی به همراه هم سقوط کرده‌اند.



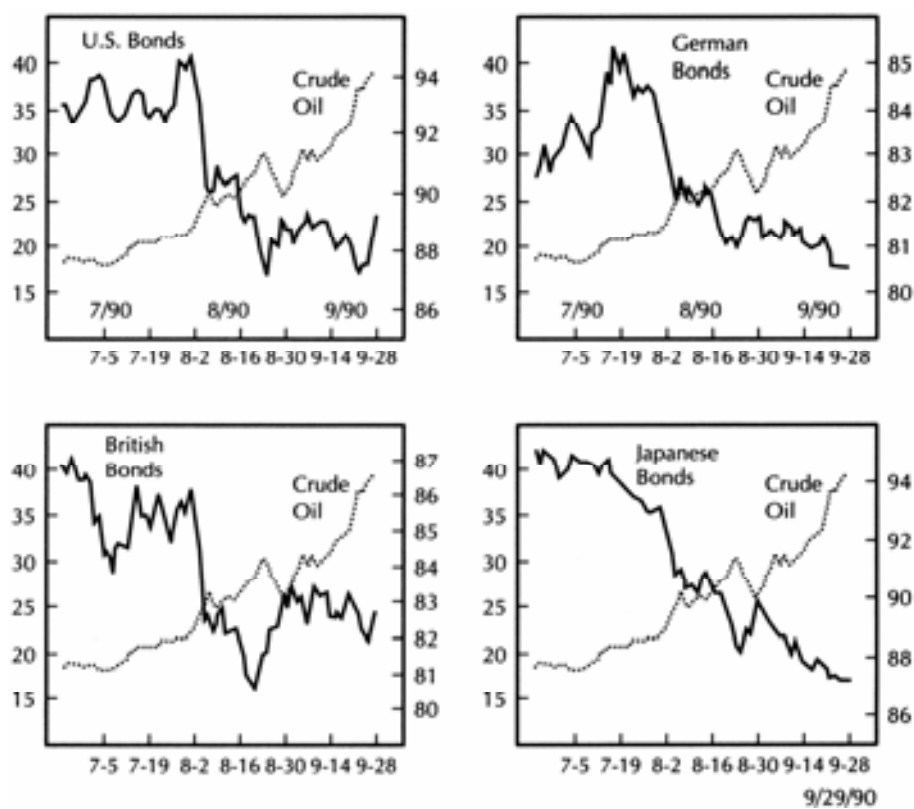
شکل پیوست ۹.

بازار سهام آمریکا در مقابل بازار سهام ژاپن از سپتامبر ۱۹۸۹ تا سپتامبر ۱۹۹۰. هر دو بازار در ژانویه برگشتی نزولی را تجربه کرده‌اند. گرچه بازار سهام آمریکا بی‌اعتنا به سقوط بازار ژاپن در سه ماهه‌ی اول سال ۱۹۹۰ به روند خود ادامه داده‌است، ضربه‌ی سقوط دوم بازار ژاپن در تابستان تمامی بازارهای جهانی را به زیر کشیده‌است. روند صعودی بازار ژاپن از می تا جولای به تثبیت بازار آمریکا انجامیده است. گرچه حرکت صعودی بازار آمریکا برای ثبت اوجی جدید توسط بازار ژاپن تأیید نشده و بازار ژاپن تنها نیمی از زیان قبلی خود را جبران کرده‌است.



شکل پیوست ۱۰.

مقایسه‌ی بازارهای اوراق قرضه‌ی آمریکا، انگلستان، آلمان و ژاپن در تابستان سال ۱۹۹۰. بازارهای جهانی اوراق قرضه با اوج‌گیری قیمت نفت در پی تهاجم عراق به کویت در دوم آگوست ۱۹۹۰ سقوط کرده‌اند. وضعیت اوراق قرضه‌ی ژاپن به دلیل وابستگی کامل این کشور به نفت وارداتی از همه وخیم‌تر است. سقوط این بازار نه تنها به عنوان شاخصی پیشرو برای دیگر بازارهای اوراق قرضه آن‌ها را به پایین سوق داده که منجر به سقوط بازار سهام این کشور نیز شده‌است.



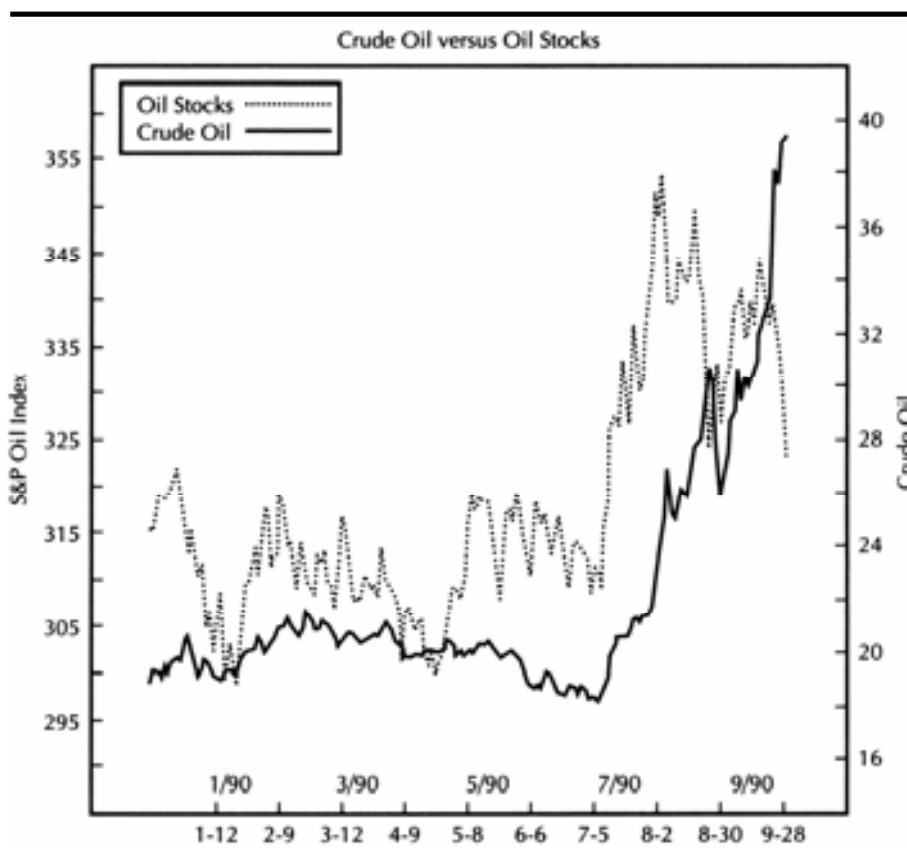
شکل پیوست ۱۱.

شاخص صنعت داو در مقابل قیمت نفت خام در تابستان ۱۹۹۰. تأثیر تورمی افزایش قیمت نفت در تابستان این سال در تمامی بازارهای جهانی ضربه‌ای رکودی به قیمت‌های سهام وارد کرده‌است. بازار نفت در سال ۱۹۹۰ بازار غالب بازارهای کالا شده‌است. اتفاقات این زمان حساسیت بازارهای اوراق قرضه و سهام را به تغییرات این کالا نشان می‌دهد.



شکل پیوست ۱۲.

نفت خام در مقابل سهام شرکت‌های نفتی در سال ۱۹۹۰. سهام‌های نفتی الگوی حرکتی خود را علی‌رغم تضعیف قیمت نفت در نیمه‌ی اول این سال حفظ کرده‌اند. قیمت سهام‌های نفتی در اوایل جولای با به کف رسیدن (و صعود شدید) قیمت نفت منفجر شده‌است. در اواخر سه ماهه‌ی پایانی سال ۱۹۹۰ سقوط سهام‌های نفتی با توجه به ادامه‌ی روند افزایشی قیمت نفت که به بالاترین حد تاریخی خود (۴۰ دلار) رسیده از «واگرایی منفی» این دو شاخص حکایت دارد.



تحلیل تکنیکی بین‌بازاری

...بازارهای مختلف در محیطی جدا از هم عمل نمی‌کنند. امروز دیگر باید این روابط در تحلیل‌های تحلیل‌گران تکنیکی در نظر گرفته شود. در واقع همین مسئله، یعنی به کارگیری روش‌های تحلیل تکنیکی سستی در تحلیل روابط بین بازارهای مختلف، تعریف (تحلیل تکنیکی بین‌بازاری) است. بزرگترین کمک تحلیل بین‌بازاری، بهبود دید جامع معاملاتی به یک تحلیل‌گر تکنیکی است. معامله در یک بازار بدون توجه به بازارهای دیگر مشابه رانندگی بدون نگاه کردن به اطراف و آئینه عقب است. بدیهی است خطرات ناشی از این اقدام بسیار خطرناک خواهد بود.

تحلیل بین‌بازاری در تمامی بازارها و در تمامی نقاط جهان قابل استفاده است. با استفاده از تحلیل بین‌بازاری در کنار تحلیل تکنیکی سستی می‌توان درک عقلانی‌تری از نیروهای تکنیکال بازار به دست آورد. با این کار دید جامع‌تری نسبت به رفتار بازارهای جهانی به دست خواهیم آورد. تحلیل بین‌بازاری با همان ابزاری که تحلیل‌گران تکنیکی به مطالعه بازار هدف خود می‌پردازند، به مطالعه اتفاقاتی که در حاشیه بازار رخ می‌دهد می‌پردازد و از این آگاهی برای ایجاد عملکردی بهتر استفاده می‌کند. نکته‌ای که باید به آن توجه کرد این است که تحلیل بین‌بازاری به هیچ وجه جایگزین روش‌های دیگر تحلیل تکنیکی نیست. در واقع می‌بایست این روش را به عنوان بعد جدیدی به دیگر ابعاد تحلیل تکنیکی اضافه کرد.

www.irOlympiad.com

ISBN: 978-600-5230-39-0



9 786005 230390

INTERMARKET TECHNICAL ANALYSIS

TRADING STRATEGIES FOR THE GLOBAL
STOCK, BOND, COMMODITY AND CURRENCY MARKETS

John J. Murphy

Translated By:
Amir Abbas Emami
Hosein Parsa

Center for Technology Studies,
Sharif University of Technology