بيتر سي أوبنهايمر

صفقة رابحة طويلة الأجل

تحليل دورات الأسواق

ترجمة أسماء عزب

صفقة رابحة طويلة الأجل

تحليل دورات الأسواق

تأليف
بيتر سي أوبنهايمر

ترجمة
أسماء عزب

مراجعة
محمد حامد درويش

هنـــداوي

صفقة رابحة طويلة الأجل

بيتر سي أوبنهايمر

The Long Good Buy

Peter C. Oppenheimer

الناشر مؤسسة هنداوي
المشهرة برقم ١٠٥٨٥٩٧٠ بتاريخ ٢٦ / ١ / ٢٠١٧

يورك هاوس، شييت ستريت، ونديسور، SL4 1DD، المملكة المتحدة
تليفون: ٨٣٢٥٢٢ ١٧٥٣ (٠) ٤٤ +
البريد الإلكتروني: hindawi@hindawi.org
الموقع الإلكتروني: https://www.hindawi.org

إنَّ مؤسسة هنداوي غير مسئولة عن آراء المؤلف وأفكاره، وإنما يعبِّر الكتاب عن آراء مؤلفه.

تصميم الغلاف: ولاء الشاهد

الترقيم الدولي: ٧ ٣٧٩٤ ٥٢٧٣ ١ ٩٧٨

صدر الكتاب الأصلي باللغة الإنجليزية عام ٢٠٢٠.
صدرت هذه الترجمة عن مؤسسة هنداوي عام ٢٠٢٥.

جميع حقوق النشر الخاصة بتصميم هذا الكتاب وتصميم الغلاف محفوظة لمؤسسة هنداوي.
جميع حقوق النشر الخاصة بالترجمة العربية لنص هذا الكتاب محفوظة لمؤسسة هنداوي.
جميع حقوق النشر الخاصة بنص العمل الأصلي محفوظة لجون وايلي أند صنز، إنك.

Copyright © 2020 John Wiley & Sons Ltd. All Rights Reserved. Authorised translation from the English language edition published by John Wiley & Sons, Ltd. Responsibility for the accuracy of the translation rests solely with Hindawi Foundation. and is not the responsibility of Wiley. No part of this book may be reproduced in any form without the written permission of the original copyright holder, John Wiley & Sons Inc.

المحتويات

إهداء	٧
شكر وتقدير	٩
تمهيد	١١
مقدمة	١٥
الجزء الأول: دروس من الماضي: أشكال الدورات ومحركاتها	٢١
١- إدارة الدورة في ظل ظروف شديدة الاختلاف	٢٣
٢- العوائد الطويلة الأجل	٣٧
٣- دورة الأسهم: تحديد المراحل	٥٧
٤- عوائد الأصول على مدار الدورة	٧٣
٥- أنماط الاستثمار على مدار الدورة	٩٥
الجزء الثاني: طبيعة أسواق الثيران الصاعدة والدببة الهابطة وأسبابها: العوامل المؤدية إليها والإشارات الدالة عليها	١١١
٦- ضروريات أسواق الدببة الهابطة: طبيعتها وشكلها	١١٣
٧- طبيعة أسواق الثيران الصاعدة وشكلها	١٤٥
٨- ظهور الفقاعات: العلامات التحذيرية على حدوث فقاعة	١٦٣
الجزء الثالث: دروس من أجل المستقبل: التركيز على حقبة ما بعد الأزمة المالية؛ ماذا تغيَّر؟ وماذا تعني هذه الحقبة للمستثمرين؟	١٨٣
٩- كيف تغيَّرت الدورة بعد الأزمة المالية؟	١٨٥

١٠- تحت الصفر: تأثير انخفاض عوائد السندات ٢٢١
١١- تأثير التكنولوجيا على الدورة ٢٤٣
الملخص والاستنتاجات ٢٦٣
ملاحظات ٢٧١
مقترحات للقراءة ٢٨٩
المراجع ٢٩٧

إهداء

إلى جوانا وجيك ومايا

شكر وتقدير

يتناول هذا الكتاب الدورات الاقتصادية والمالية للأسواق والعوامل التي تؤثر فيها.

ويستعرض الكتاب جزءًا كبيرًا من العمل الذي طوَّرته، بمساعدة فريقي، منذ منتصف ثمانينيات القرن العشرين. لقد حالفني الحظ بالعمل مع العديد من الزملاء الرائعين منذ ذلك الحين، واستفدت من محادثات لا حصر لها مع العملاء، وقد ساعد كل ذلك في تطوير فهمي للأنظمة الاقتصادية والأسواق والعوامل التي تُشكلها وتُحركها. وقد أسهم تأثير هؤلاء بقدر كبير في تشكيل الأفكار والآراء الواردة في هذا الكتاب.

أُعرب عن امتناني الشديد لجميع العاملين في مجموعة جولدمان ساكس الذين عملوا معي من كثبٍ ضمن فريق أبحاث الاقتصاد الكلي. وأود أن أشكر على وجه الخصوص شارون بيل، زميلتي المقرَّبة منذ ٢٥ عامًا؛ فقد لعبت دورًا أساسيًّا في كثير من الأعمال التي ينعكس صداها في هذا الكتاب، ولم يكن من الممكن خروج هذا الكتاب للنور من دونها. وقد ساهم كريستيان مولر-جليسمان أيضًا مساهمةً كبيرة في تطوير العديد من الأفكار والنماذج التي انعكست في الكتاب وفي تحليل الأبحاث الاستراتيجية لمجموعة جولدمان ساكس على مدار العقد الماضي. ومثَّل كلاهما مصدرًا دائمًا للأفكار المبتكرة والدعم الشخصي.

عمل عدد من الزملاء الآخرين في فريقي في جولدمان ساكس على العديد من الأفكار الواردة في الكتاب، وساعدوا في تطويرها. وشارك آندرز نيلسن وجيسيكا بايندر جراهام في تأليف إطار عملِنا بشأن علاوات مخاطر الأسهم ونموذج خصم الأرباح المذكور في الكتاب، والمُناقَش في مقال في مجلة «جورنال أوف بورتفوليو مانيجمنت»،[1] وأود أيضًا أن أشكر الأعضاء الحاليين في فريقي — ليليا بيتافين، وجيوم جيسون، وأليسيو ريتسي — على

مساهماتهم في الكتاب، وعلى أفكارهم وتفانيهم الدائم وعملهم الجاد؛ كما أود أن أعبر عن امتناني الشديد لجيوم جيسون لإعداد وتطوير الأشكال الواردة في الكتاب.

أتوجَّه بالشكر للزملاء الذين قرءُوا وعلقوا على مسودات الكتاب، وهم: جيسيكا بايندر جراهام وبول سميث وبراين روني. ولطالما كان زملائي القدامى في فريق تطوير الاستراتيجيات في جولدمان ساكس — ديفيد كوستين في نيويورك، وتيم مو في هونج كونج، وكاثي ماتسوي في طوكيو — مصدرًا دائمًا للأفكار والحماسة، كما هو الحال مع ستيف سترونجين، الرئيس العالمي لقسم الأبحاث في مجموعة جولدمان ساكس، الذي تفضَّل بدعمي وتشجيعي أثناء تأليف هذا الكتاب، وكان له تأثير كبير على تفكيري.

إنني ممتن بشدة للوريتا صنوكس من مجموعة جولدمان ساكس لتحريرها مسودة الكتاب، ولتَحلِّيها بالصبر الدءُوب، ولاقتراحاتها ومساهماتها التي لا تُقدَّر بثمنٍ طوال فترة تأليف هذا الكتاب. وأود أن أشكر زملائي السابقين الذين قرءُوا المسودات وأبدوا ملاحظاتهم عليها. كان لرؤساء قسم الأبحاث السابقين — لورد جيم أونيل، كبير الاقتصاديين السابق في جولدمان ساكس ورئيس مجلس إدارة جولدمان ساكس لإدارة الاستثمار، وكيث سكيوتش، الرئيس التنفيذي لشركة ستاندرد لايف — تأثير كبير عليَّ، وكانوا مصدرًا للأفكار. أود كذلك أن أشكر هيو بيل، محاضر أول في كلية هارفارد للأعمال، وإلياس بابايوانو، أستاذ الاقتصاد في كلية لندن للأعمال، ولورد براين جريفيث، رئيس مركز المؤسسات والأسواق والأخلاقيات، على آرائهم. وأقدِّم شكري الخاص لستيفن كينج، مستشار أول ببنك إتش إس بي سي، على اقتراحاته التي لا تُقدَّر بثمن، ودعمه وتوجيهاته المفصلة.

وأخيرًا، أود أن أشكر زوجتي الرائعة جوانا، وطفلَيَّ، جيك ومايا، الذين يشكِّلون لي مصدر إلهام وفرح دائم.

تمهيد

يتناول هذا الكتاب دورات الأسواق الاقتصادية والمالية والعوامل التي تؤثر فيها. وينبع الدافع وراء كتابة هذا الكتاب من افتتاني منذ زمن طويل بكيفية وجود أنماط متكررة من السلوك ودورات الأسواق على الرغم من التغيرات الهائلة التي حدثت في الأنظمة الاقتصادية والمجتمع والتكنولوجيا على مر الزمن.

على مدى الخمسة والثلاثين عامًا الماضية من مسيرتي المهنية، انهارت توقعات التضخم، وشهدنا أطول دورة اقتصادية في الولايات المتحدة منذ ١٥٠ عامًا، وكان نحو ربع السندات الحكومية على مستوى العالم لها عائد سالب القيمة. وخلال الفترة نفسها، حدثت تطورات هائلة في التكنولوجيا وتغيرات في الظروف السياسية. وإلى جانب ذلك، كانت هناك ثلاث فترات ركود كبرى (في معظم الأنظمة الاقتصادية) والعديد من الأزمات المالية.

على الرغم من كل التغيرات السياسية والاقتصادية والاجتماعية التي حدثت منذ منتصف ثمانينيات القرن العشرين، فقد شهدت الأنظمة الاقتصادية والأسواق المالية أنماطًا متكررة. تعود هذه الأنماط إلى أكثر من ١٠٠ عام من أداء السوق، حيث تتفاعل دورات السوق المالية مع الدورات الاقتصادية وتتوقعها. لكنها أيضًا تتأثر إلى حد ما بالتغيرات في مشاعر الأفراد وسيكولوجيتهم. ولذا يمكن أن يساعد فهم كيفية معالجة البشر للمعلومات والتعامل مع كلٍّ من المخاطر والفرص في تفسير ظهور الدورات في الأسواق المالية.

ورغم صعوبة تحديد موقعنا في دورة معينة وقت حدوثها، وتعقيد التنبؤ بالعوائد القصيرة الأجل، فهناك معلومات مفيدة يمكن للمستثمرين استخدامها لمساعدتهم على تقييم المخاطر وفهم احتمالات النتائج المختلفة.

لا تكمن فكرة هذا الكتاب في تقديم نماذج تتنبأ بالمستقبل، بل في تحديد الإشارات والعلاقات بين الدورات الاقتصادية والمالية الموجودة. فأنا أسعى لتطوير بعض الأدوات

والأُطر العملية لتقييم المخاطر والمكاسب المحتملة مع تطور دورة الاستثمار، ولتسليط الضوء على بعض المؤشرات والعلامات التحذيرية التي قد تشير إلى تزايد احتمالية وجود نقطة تحوُّل وشيكة في اتجاه السوق، إما صعودًا وإما هبوطًا.

وأخيرًا، أحاول تحديد الطرق التي تغيَّرت بها بعض العلاقات «النمطية» بين المتغيرات الاقتصادية والمالية مع مرور الوقت، وخاصة منذ الأزمة المالية.

إن إدراك هذه الظروف المتغيرة وفهمها وكيفية تأثيرها على فرص الاستثمار يمكن أن يساعد المستثمرين على تعزيز عوائدهم، والاستمتاع بتحقيق «صفقة رابحة طويلة الأجل» في أسواق الأسهم على وجه الخصوص.

ينقسم الكتاب إلى ثلاثة أجزاء:

(١) **دروس من الماضي**: أشكال الدورات ومحركاتها

(٢) **طبيعة أسواق الثيران الصاعدة والدببة الهابطة وأسبابها**: العوامل المؤدية إليها والإشارات الدالة عليها

(٣) **دروس من أجل المستقبل**: التركيز على حقبة ما بعد الأزمة المالية؛ ماذا تغيَّر؟ وماذا تعني هذه الحقبة للمستثمرين؟

يبدأ الجزء الأول بوصف بعض التغيرات الكبرى التي حدثت في الظروف الاقتصادية والسياسة والتكنولوجيا منذ ثمانينيات القرن العشرين.

يتناول الفصل الأول كيفية تكرار ظهور واختفاء أسواق الدببة الهابطة والأزمات والانهيارات المالية وأسواق الثيران الصاعدة والفقاعات على الرغم من هذه التغييرات، وكيفية تكرار الأنماط المألوفة على الرغم من الظروف المتباينة تباينًا كبيرًا. ويناقش الفصل أسباب حدوث هذه الدورات، بما في ذلك تأثير المشاعر الإنسانية وسيكولوجية الأفراد.

يوثِّق الفصل الثاني العوائد الطويلة الأجل التي تحققت في فئات أصول مختلفة وخلال فترات حيازة محددة، ويقيِّم المكسب من وراء خوض المخاطر. ويصف مدى قوة الأرباح في إجمالي عوائد الأسهم، وكذلك العوامل الرئيسية التي تميل إلى التأثير في عوائد المستثمرين.

يركِّز الفصل الثالث على ميل أسواق الأسهم الصاعدة والهابطة إلى الانقسام إلى أربع مراحل — اليأس، والأمل، والنمو، والتفاؤل — ويبين أن هناك عوامل مختلفة ذات عوائد متباينة تدفع كل مرحلة.

يُلقي الفصل الرابع نظرةً على نمط العوائد في فئات الأصول المتنافسة خلال دورة استثمار نمطية.

يركز الفصل الخامس على كيفية تطور أنماط أو عوامل الاستثمار في الأسهم على مدار الدورة.

يتعمق الجزء الثاني في طبيعة وأسباب وآثار كلٍّ من أسواق الثيران الصاعدة والدببة الهابطة في الأسهم.

يشرح الفصل السادس الأنواع المختلفة لأسواق الدببة الهابطة: الدورية، والمسيَّرة بالأحداث، والهيكلية، بالإضافة إلى العوامل التي يمكن استخدامها لتحديد مخاطر سوق الدب الهابطة.

يسرد الفصل السابع الأنواع المختلفة لأسواق الثيران الصاعدة، وعلى وجه الخصوص، الفرق بين أسواق الثيران الصاعدة الطويلة الأجل وتلك التي تكون أكثر دورية بطبيعتها، وسبب اختلافهما.

يركز الفصل الثامن بوجه خاص على الفقاعات وخصائصها، بالإضافة إلى تحديد العلامات التحذيرية الشائعة التي تكشف عن وجود فقاعة مضاربة متنامية.

يوضح الجزء الثالث العوامل والخصائص الأساسية للدورة التي تغيرت منذ الأزمة المالية لعامَي ٢٠٠٨–٢٠٠٩.

يركز الفصل التاسع على التباطؤ الطويل الأجل في الربحية، وكذلك على التضخم وأسعار الفائدة. ويناقش بعض الدروس المستفادة من اليابان وتجربتها مع الفقاعة التي أعقبت حقبة الثمانينيات.

يفسر الفصل العاشر تأثير عوائد السندات الصفرية وعواقبها، أو حتى السالبة القيمة، على العوائد والدورات.

يناقش الفصل الحادي عشر التحول الاستثنائي الذي شهدته التكنولوجيا في السنوات الأخيرة، وأوجه الشبه التاريخية، وتأثير ذلك على أسواق الأسهم والدورات.

مقدمة

بدأت وظيفتي الأولى محللَ أبحاث متدربًا في نهاية عام ١٩٨٥. ومنذ ذلك الحين، تغيرت أشياء كثيرة تفوق الاستيعاب في الأنظمة الاقتصادية والمجتمع. لقد أصبح العالم أكثر ترابطًا؛ إذ انتهت الحرب الباردة وتفككت الإمبراطورية السوفيتية، مُبشرةً بعصرٍ تسوده «العولمة». عندما بدأت مسيرتي المهنية، كانت المملكة المتحدة قد أزالت منذ عهد قريب، في عام ١٩٧٩، القيود الخاصة بضوابط النقد الأجنبي (لأول مرة منذ ٩٠ عامًا)، في حين كانت فرنسا وإيطاليا لا تزالان تطبقان هذه القيود، ولم تلغياها إلا في عام ١٩٩٠.[1] تغيَّرت كذلك الظروف الاقتصادية، وتبدَّل العديد من المحركات الكلية الأساسية تبدلًا كبيرًا: فعلى مدى العقود الثلاثة الماضية استمر تراجع معدل التضخم وانهارت أسعار الفائدة؛ وانخفضت عوائد السندات الحكومية لأجل ١٠ سنوات في الولايات المتحدة من أكثر من ١١٪ إلى ٢٪، وانخفضت أسعار الفائدة على الأموال الفيدرالية من أكثر من ٨٪ إلى ١,٥٪، وحاليًّا يتمتع ربع السندات الحكومية على مستوى العالم بعائد سالب القيمة. واستقرت توقعات التضخم، وتراجع معدل التقلبات الاقتصادية.

في الوقت نفسه، غيَّرت الابتكارات التكنولوجية كذلك من الطريقة التي نعمل ونتواصل بها، وأحدثت القدرة الحاسوبية ثورة في القدرة على معالجة البيانات وتحليلها. فمثلًا، كان لأقوى كمبيوتر عملاق (كراي–٢) في عام ١٩٨٥ قدرة معالجة تُماثل قدرة معالجة جهاز آيفون ٤.[2] ولم يكن من الممكن في ذلك الوقت تصوُّر حجم الثورة الرقمية وكمية البيانات المتاحة منذ ذلك الحين، ويبدو أن الأمر لم يتوقف عند هذا الحد. فقد أشار رئيس شركة مايكروسوفت، براد سميث، مؤخرًا إلى أن «هذا العقد سينتهي ببيانات رقمية تزيد بنحو ٢٥ مرة عن التي كانت موجودة في بدايته».[3]

خلال الفترة نفسها، كانت هناك ثلاث فترات ركود كبرى (في معظم الأنظمة الاقتصادية) والعديد من الأزمات المالية، بما في ذلك أزمة المدخرات والقروض الأمريكية عام ١٩٨٦، وانهيار سوق الأوراق المالية في يوم الاثنين الأسود عام ١٩٨٧، وفقاعة الأصول اليابانية وانهيارها بين عامَي ١٩٨٦ و١٩٩٢، والأزمة المكسيكية عام ١٩٨٤، وأزمات الأسواق الناشئة في تسعينيات القرن الماضي (آسيا عام ١٩٩٧، وروسيا عام ١٩٩٨، والأرجنتين من ١٩٩٨ إلى ٢٠٠٢)، وأزمة العملة الخاصة بآلية سعر الصرف الأوروبية عام ١٩٩٢، وانهيار فقاعة التكنولوجيا عام ٢٠٠٠، وبالطبع الأزمة المالية العالمية الأخيرة، بدءًا بأزمة الرهن العقاري العالي المخاطر وتراجع سوق العقارات في الولايات المتحدة في عام ٢٠٠٧، وأزمة الديون السيادية الأوروبية في ٢٠١٠ / ٢٠١١.

على الرغم من التغيرات الهائلة التي طرأت على الظروف الاقتصادية والتكنولوجيا على مدى العقود الثلاثة الماضية، والأزمات المالية والاقتصادية العرضية، أبدت الأسواق المالية ميلًا لتكرار أنماط متشابهة، ولظهور دورات، وإن كانت بأشكال مختلفة قليلًا. ففي بحث أُجري عام ٢٠١٩، أشار الباحثون فيلاردو ولومباردي وراكزو إلى أنه على مدى الـ ١٢٠ عامًا الماضية، مرَّت الولايات المتحدة بفترة «قاعدة الذهب»، عندما كان التضخم منخفضًا، وفترة السبعينيات، عندما كان التضخم مرتفعًا ومتقلبًا، وأنه خلال هذه الفترة التاريخية الطويلة، تغيَّرت فاعلية البنوك المركزية في الحفاظ على استقرار الأسعار، وتباينت السياسات المالية والتنظيمية تباينًا كبيرًا، ولكن «على الرغم من كل هذا، ظلت ديناميكيات الدورة المالية سمةً ثابتة للاقتصاد».[4]

يستكشف هذا الكتاب هذه الدورات والعوامل التي تؤثر فيها. والهدف منه إظهار أنه على الرغم من التغيرات الكبيرة في الظروف والبيئات، لا تزال هناك أنماط متكررة من الأداء والسلوك في الأنظمة الاقتصادية والأسواق المالية على مر الزمن.

ولكن على الرغم من الإقرار بالتغيرات، ومحاولة تقييم مقدار التغيير الملحوظ الذي يمكن اعتباره دوريًّا، ومقدار التغيير الذي يمكن اعتباره هيكليًّا، فإن الجزء الرئيسي من هذا الكتاب يهدف إلى دراسة ما يمكن التنبؤ به في الأسواق المالية، أو على الأقل ما يمكن أن يكون محتملًا.

إن الاهتمام بالدورات الاقتصادية وتأثيرها على الأسواق المالية والأسعار له تاريخ طويل، وهناك العديد من النظريات حول كيفية عملها. تستند دورة كيتشين، التي سُميت نسبةً إلى جوزيف كيتشين (١٨٦١–١٩٣٢)، إلى مدة ٤٠ شهرًا، وتتأثر بالسلع والمخزونات. وتُستخدم دورة يوجلار للتنبؤ باستثمار رأس المال (كليمنت يوجلار، ١٨١٩–١٩٠٥)،

وتتراوح مدتها بين ٧ أعوام و١١ عامًا، في حين أن دورة كوزنتس للتنبؤ بالدخل (سايمون كوزنتس، ١٩٠١–١٩٨٥) تبلغ مدتها من ١٥ إلى ٢٥ عامًا، وتتراوح مدة دورة كوندراتيف (نيكولاي كوندراتيف، ١٨٩٢–١٩٣٨) من ٥٠ إلى ٦٠ عامًا، حيث تؤثر فيها الابتكارات التكنولوجية الكبيرة. من الواضح أن هناك مشكلات في كل هذه الدورات، وحقيقة أن هناك العديد من الأوصاف المختلفة للدورات تشير إلى وجود العديد من الدوافع المختلفة. ويصعب اختبار العديد منها إحصائيًّا، على سبيل المثال دورة كوندراتيف الطويلة جدًّا؛ نظرًا لوجود عدد قليل جدًّا من الملاحظات.

على الرغم من أن التركيز التقليدي على الدورات يرتبط أساسًا بالاقتصاد، ينصبُّ تركيز هذا الكتاب على الدورات المالية ودوافعها ومراحلها المختلفة؛ ويناقش الفصل الثالث هذا الموضوع بالتفصيل. لقد رافقَتنا منذ وقت طويل فكرةُ وجود دورات في الأسواق المالية عمومًا، وفي أسواق الأسهم خصوصًا. وقد درس كلٌّ من فيشر (١٩٣٣) وكينيز (١٩٣٦) التفاعل بين الاقتصاد الحقيقي والقطاع المالي في فترة الكساد العظيم. وعثر بيرنز وميتشل على دليل على وجود دورة أعمال في عام ١٩٤٦، ولاحقًا جادل الأكاديميون بأن الدورة المالية كانت جزءًا من دورة الأعمال، وأن الظروف المالية وصحة الميزانيات العمومية للقطاع الخاص تُمثلان عاملين مهمين لتحفيز الدورة ومضاعفة آثارها (إكستاين وسيناي ١٩٨٦). وقد أظهرت أبحاث أخرى أن موجات السيولة العالمية يمكن أن تتفاعل مع الدورات المالية المحلية؛ مما يوفر بيئات مالية محفوفة بالمخاطر في بعض الحالات (برونو وشين ٢٠١٥).[5]

تشير دراساتٌ أحدث إلى أن مقاييس الركود في الاقتصاد (أو فجوات الناتج؛ معدل النمو مقابل الناتج المحتمل) يمكن تفسيرها جزئيًّا باستخدام العوامل المالية (بوريا وبيتي وجوسيليوس ٢٠١٣) التي تلعب دورًا كبيرًا في تفسير التقلبات في الناتج الاقتصادي والنمو المحتمل، إلى جانب «تحديد مسارات الناتج المستدامة وغير المستدامة»،[6] مما يعني ضمنًا وجود صلة وثيقة وحلقة مغلقة من الملاحظات بين الدورات المالية والاقتصادية.

ومع ذلك، على الرغم من أن الاهتمام بالدورات الاقتصادية والمالية له تاريخ طويل، فإن الآراء حول ما إذا كان من الممكن التنبؤ بهما موضع خلاف واسع النطاق. تنبع واحدة من مجموعات الأفكار حول عدم القدرة على توقع تحركات الأسعار المستقبلية في الأسواق من فرضية كفاءة السوق (فاما ١٩٧٠)، التي ترى أن سعر السهم، أو قيمة السوق، تعكس جميع المعلومات المتاحة عن هذا السهم أو السوق في أي وقت من الأوقات؛ فالسوق يعكس الأسعار بكفاءة؛ ومن ثَم تكون الأسعار دقيقة دائمًا ما لم يتغير شيء ما، أو إلى أن يتغير

شيء ما. وانطلاقًا من هذه الفكرة تأتي الحجة القائلة بأن المستثمر لا يمكنه حقًّا التنبؤ بالسوق، أو التنبؤ بأداء شركة ما. وذلك لأنه لن يكون لدى أي فرد معلومات أكثر مما ينعكس بالفعل في السوق في أي وقت؛ لأن السوق يعكس الأسعار بكفاءة، والأسعار تتغير استنادًا إلى عوامل أساسية (مثل الأحداث الاقتصادية) على الفور.

لكن النظرية تختلف عن التطبيق. على سبيل المثال، أظهر روبرت شيلر الحائز جائزة نوبل أنه في حين أن أسعار الأسهم شديدة التقلب على المدى القصير، فإن تقييمها، أو نسبة السعر إلى الأرباح، يوفر معلومات تجعلها قابلة للتنبؤ إلى حد ما على مدى فترات طويلة (شيلر ١٩٨٠)، مشيرًا إلى أن التقييم يوفر على الأقل مؤشرًا مبدئيًّا للعوائد المستقبلية. وقد جادل آخرون بأن العوائد التي يمكن للمرء أن يتوقعها من الأصول المالية ترتبط بالظروف الاقتصادية؛ ولذلك يمكن تقييم احتمالية الحصول على نتائج معينة حتى لو لم تكن التوقعات الدقيقة موثوقًا بها بما فيه الكفاية.

على الرغم من وجود علاقات بين الدورات المالية والدورات الاقتصادية — يرجع ذلك أساسًا إلى تأثُّر السندات بتوقعات التضخم وتأثر الأسهم بالنمو — فهناك بعض أنماط السلوك البشري التي تعكس الظروف الاقتصادية المتوقعة وتضخم آثارها أحيانًا. يكمن المزيج الحاسم في الطريقة التي ينظر بها المستثمرون إلى الأساسيات الاقتصادية والمؤسسية (على سبيل المثال، النمو المتوقع والأرباح والتضخم وأسعار الفائدة). لقد أظهر البحث الأكاديمي على نحو متزايد أن الرغبة في المخاطرة كانت وسيلة رئيسية يمكن من خلالها أن تؤثر السياسات الداعمة (على سبيل المثال، تخفيض أسعار الفائدة) على الدورات (بوريو ٢٠١٣).[7] ويعتبر الاستعداد لتحمُّل المخاطر وفترات الحذر المفرط (غالبًا بعد فترة من العوائد الضعيفة) من العوامل التي تميل إلى تضخيم تأثير الأساسيات الاقتصادية على الأسواق المالية والمساهمة في الدورات والأنماط المتكررة.

إن مشاعر الخوف والجشع، والتفاؤل واليأس، وقوة سلوك الجماهير وتوافق الآراء، من الممكن ألا تسود في فترات زمنية أو أحداث محددة؛ مما يدعم الميل إلى تكرار الأنماط في الأسواق المالية حتى في ظل ظروف وأوضاع في غاية الاختلاف. وهناك أيضًا ميل إلى تكرار الأخطاء عندما لا ينتبه المستثمرون لبعض الإشارات المهمة التي تُحذر من حدوث فورة وفائض في النشاط الاقتصادي، يمكن أن يتطورا عندما تكون الظروف مواتية ويكون هناك إيمان قوي يدفع الاستثمارات. سأناقش هذا الموضوع في الفصل الثامن، الذي يبحث دور المشاعر في تنمية المضاربات الزائدة والفقاعات المالية.

بالطبع، على الرغم من وجود أنماط متكررة في الأسواق مع مرور الوقت، هناك أيضًا أحداث وأوضاع اقتصادية فريدة لكل دورة أو ظرف. في الواقع، لا توجد فترتان متماثلتان تمامًا؛ وحتى عند مواجهة ظروف متشابهة إلى حد ما، فمن غير المرجَّح أن تتكرر التباديل الدقيقة للعوامل بالطريقة نفسها. يمكن للتغيرات الهيكلية في الصناعات والعوامل الاقتصادية، مثل التضخم وتكلفة رأس المال، أن تُغير العلاقات بين المتغيرات مع مرور الوقت. على سبيل المثال، قد يكون سلوك وأداء دورة سوق الأوراق المالية في حقبة تتسم بارتفاع معدلات التضخم وأسعار الفائدة مختلفين إلى حد ما عن دورة في فترة تتسم بانخفاض معدلات التضخم وأسعار الفائدة، وقد تتغير الطريقة التي تتعامل بها الشركات والمستثمرون وصنَّاع السياسات تجاه دافع معين بمرور الوقت في حين يتأقلمون مع تجارب الماضي.

من المهم أيضًا إدراك أننا عندما نحلل الأحداث التاريخية ونبحث عن علاقات بين العوامل والمتغيرات المختلفة، فإننا نستفيد من ميزة معرفة النتائج، وهذا يجعل من السهل تحديد الروابط بين العوامل والمتغيرات المختلفة التي قد لا تكون واضحة في الوقت الفعلي. إذ يمكننا تحديد الأنماط بعد حدوثها، بينما في الوقت الفعلي لحدوثها يمكن أن يكون هذا أصعب بكثير. وهذا، جزئيًّا، هو ما يجعل توافق الآراء وسلوك الجماهير على قدر كبير من الأهمية في دفع التقلبات في أسعار الأصول. على سبيل المثال، عندما يكون من المتوقع أن تتباطأ البيانات الاقتصادية وتضعف أسعار الأسهم، فمن غير المرجَّح أن يكون واضحًا في ذلك الوقت ما إذا كان هذا يمثل تصحيحًا وتباطؤًا في «منتصف الدورة»، أو ما إذا كان هذا بداية لحدوث هبوط حاد في السوق وركود؛ فلا يمكن معرفة هذا على وجه اليقين إلا عند استعراض الأمور في وقت لاحق. ومن الشائع، بالتأكيد، أن «تبالغ» الأسواق المالية في تقدير التحول المتوقع في الظروف الاقتصادية المستقبلية، وهذا أحد الأسباب التي تجعل دورات السوق ونقاط التحول على وجه الخصوص حادة للغاية. لكن التقلبات الهائلة التي تحدث في الأسواق المالية، مقارنةً بالتغيرات التدريجية التي تحدث في الأنظمة الاقتصادية، لا تضعف العلاقات بينهما. فحقيقة وجود روابط بين عوائد الأسهم والنمو المتوقع يمكن أن تساعدنا على الأقل في فهم التقديمات والتأخيرات النمطية، والقوة المتفاوتة في العلاقات بين المتغيرات، والإشارات التي يجب البحث عنها.

إن فهم ديناميكيات الدورات، والمتغيرات التي ربما تكون قد تغيَّرت، قد يساعدنا على اتخاذ قرارات استثمارية أكثر استنارة، وجعلِ إدارة المخاطر أكثر فعالية. وكما أشار

هوارد ماركس، الرئيس المشارك والمؤسس المشارك لشركة أوكتري كابيتال مانيجمنت، في كتابه «التمكن من دورات السوق»:[8] «لم يتحرك كلٌّ من الاقتصاد والأسواق في خط مستقيم قط في الماضي، ولن يفعلا ذلك في المستقبل. وهذا يعني أن المستثمرين الذين لديهم القدرة على فهم الدورات سيجدون فرصًا لتحقيق الربح.»

على المدى الطويل يمكن أن يكون الاستثمار مربحًا للغاية، حتى مع قبول التقلبات الناجمة عن الدورات. تميل الأصول المختلفة إلى تحقيق أفضل أداء في أوقات مختلفة، وستعتمد العوائد على قدرة المستثمر على تحمُّل المخاطر. لكن في حالة مستثمري الأسهم على وجه الخصوص، يشير التاريخ إلى أنهم إذا تمكنوا من الاحتفاظ باستثماراتهم لمدة خمس سنوات على الأقل، ولا سيما إذا تمكنوا من إدراك دلائل الفقاعات ونقاط التحول في الدورة، فيمكنهم الاستفادة من تحقيق «صفقة رابحة طويلة الأجل».

الجزء الأول

دروس من الماضي:
أشكال الدورات ومحركاتها

الفصل الأول

إدارة الدورة في ظل ظروف شديدة الاختلاف

في عام ١٩٨٥، عندما بدأت العمل كخريج متدرب في شركة جرينويلز آند كو، وهي شركة سمسرة في الأوراق المالية في حي السيتي بلندن، قضيت فترة قصيرة في قاعة بورصة لندن، جنبًا إلى جنب مع الخريجين الجدد الآخرين. في ذلك الوقت، لم تكن العديد من الممارسات قد حظيت بأي تغيير منذ عقود عديدة. كان سماسرة السندات الحكومية لا يزالون يرتدون قبعات عالية، ولم يكن قد مر سوى ١٢ عامًا فقط منذ انتخاب أول امرأة كعضو في البورصة. تعرَّض أحد زملائي للسخرية لارتدائه حذاءً بني اللون وأُرسل إلى المنزل لتغييره. كان الموظفون الصغار أو الكتبة — الذين يُطلَق عليهم اسم «أصحاب الأزرار الزرقاء» — يتجولون حول أكشاك «المضاربين» (صناع القرار بالسوق) المختلفة، ويطلبون عروض الأسعار الخاصة بالأسهم، ويُسجلون الأسعار على أوراق، ثم يأخذونها إلى المكتب الخلفي خلف قاعة التداول، حيث تُكتب على لوحة كبيرة. وعندما يتلقى مندوب المبيعات في مكتب السمسرة طلبًا، سيتمكن «أصحاب الأزرار الزرقاء» الموجودون في القاعة من تقديم تقدير محدَّث إلى حد ما لسعر الشراء أو البيع.

بعد التدريب التأهيلي، انضممتُ إلى فريق الاقتصاد في قسم الأبحاث في جرينويلز. كانت إحدى مهام الموظفين المبتدئين هي جمع أحدث إصدارات البيانات بعد نشرها. وكان ذلك يتضمن الذهاب شخصيًّا إلى البنك المركزي البريطاني في شارع ثريدنيدل، على بعد بضعة مربعات سكنية من مكتبنا. وبمجرد استلام البيان من البنك، يُهرع المحللون إلى الهواتف العمومية خارج البورصة (الموجودة في المربع السكني المجاور) لنقل التفاصيل إلى خبراء الاقتصاد، الذين يفسرونها ويدونون الملاحظات، التي تُنسخ وتُوزع على فريق المبيعات.

كان هذا النظام المعقَّد على وشْك التغيير. وقرَّر شريكنا وخبير الاقتصاد الرئيسي لدينا الاستثمار في تقنية جديدة لتوفير الوقت؛ كانت هذه التقنية هي استخدام هاتف محمول (وهو هاتف كبير إلى حد ما موجود في صندوق)؛ وقد مكَّن هذا الأمر موظفي الاقتصاد المبتدئين من نقل المعلومات للمكتب مباشرةً بمجرد إصدارها؛ مما وفَّر الوقت والجهد اللازمين لوضع العملات المعدنية في الهاتف العمومي. وحتى في ذلك الحين، كان من الممكن أن تنطوي التحسينات الطفيفة في الوقت على أهمية حاسمة في الحصول على صفقات مربحة (وبحلول الألفية الجديدة، حدثت تغييرات كبيرة في السرعات، حيث انتقل متوسط أوقات تنفيذ الصفقات من عدة ثوانٍ إلى أجزاء من المليون من الثانية).[1]

ولكن لم يكن هذا سوى مجرد ابتكار صغير في بيئة أكبر تتسم بالتغير والاضطراب السريع الذي يوشك على إحداث ثورة في الأسواق المالية. وكان حي السيتي بلندن على شفا تنفيذ «رفع القيود الأعظم» لعام ١٩٨٦. ولأول مرة، حلت أجهزة الكمبيوتر والهواتف محل المعاملات المباشرة؛ مما أدى إلى حدوث زيادة كبيرة في حجم التداول. وأصبحت الطريقة القديمة لممارسة العمل مهددة. وتحطمت الحواجز وأفسحت المجال أمام موجة جديدة من الوافدين، الذين أتى العديد منهم من خارج البلاد.

كان التقدم التكنولوجي يغير بسرعة مشهدَ الأعمال والمجتمع عمومًا. وشهدت الحاسبات الشخصية أيضًا ابتكارات كبيرة في هذا الوقت. ففي عام ١٩٨٥، أصدرت شركة مايكروسوفت نظام التشغيل ويندوز ١,٠، وهو الإصدار الأول من نظام تشغيل الكمبيوتر الذي سيُهيمن بعد ذلك على سوق أجهزة الكمبيوتر الشخصية. وفي عام ١٩٨٥ سجَّلت كذلك شركة سيمبوليكس أول اسم لنطاق الدوت كوم، symbolics.com، مما أضاف نطاقًا تجاريًّا لنطاق edu. الذي كان مهيمنًا آنذاك ومستخدَمًا من قِبل المؤسسات التعليمية. وبالطبع لم يكن هذا الأمر معروفًا في ذلك الوقت، ولا الآثار والتغيرات البعيدة المدى التي ستنجم عن الاستخدام التجاري للإنترنت وفقاعة المضاربة التي ظهرت بسبب الشركات الموجودة على الإنترنت (شركات الدوت كوم) في أواخر التسعينيات.

في عام ١٩٨٦، قدمت شركة «آي بي إم» أول كمبيوتر محمول، وأطلقت شركة «إنتل» سلسلة المعالج الدقيق ٣٨٦. كان هذا أيضًا هو العام الذي طُوِّر فيه بروتوكول الوصول إلى الرسائل عبر الإنترنت، الذي أصبح أول بروتوكول قياسي يُستخدم لتمكين الأشخاص من استخراج البريد الإلكتروني من وحدة خدمة البريد الإلكتروني وإدارة صندوق البريد الإلكتروني.

بدأت تتكشف أيضًا ابتكارات أخرى واسعة الأثر، ربما بدت أقل أهمية في ذلك الوقت، ولكنها ستُمثل بداية لتغيرات كبيرة قادمة. ففي عام ١٩٨٦، على سبيل المثال، اكتشفت مجموعة من العلماء البريطانيين ثقبًا في طبقة الأوزون التي تحمي كوكب الأرض من أشعة الشمس الضارَّة، وبعد عامين فقط أدى هذا الاكتشاف إلى تطبيق بروتوكول مونتريال، وهو أول اتفاقية دولية لحماية طبقة الأوزون وأول معاهدة للأمم المتحدة تحظى بالتصديق العالمي. رفع هذا الاكتشاف مستوى الوعي بالمخاطر البيئية،[2] وأصبح تغير المناخ مسألةً سياسية مهمة لأول مرة. ومنذ ذلك الحين اكتسبت هذه المسألة مكانة أكبر بكثير، وأصبحت محورية عند النظر في السياسات والأمور السياسية، خاصةً في أوروبا، حيث قد تعمل الالتزامات القانونية بتقليل الانبعاثات الكربونية على تغيير طبيعة أنظمتنا الاقتصادية وتغيير بنيتها جزئيًّا في السنوات المقبلة.

عند دخولي سوق العمل في منتصف الثمانينيات، سهَّلت موجة التقنيات الحديثة في هذه الفترة حدوث العديد من التغيرات الاجتماعية الأخرى. ففي يوليو ١٩٨٥، قبل أن أبدأ وظيفتي الأولى مباشرة، أُقيم الحفل الخيري «لايف إيد»، في استاد ويمبلي بلندن واستاد جيه إف كيه في فيلادلفيا. وساعدت تكنولوجيا الاتصالات الجديدة في بث الحفل الموسيقي لأول مرة حول العالم أثناء حدوثه. وباستخدام ١٣ قمرًا صناعيًّا، تمكَّن ما يزيد عن مليار شخص في ١١٠ دول من مشاهدة الحفل المباشر؛ لقد كان هذا انتصارًا لمجالَي التنظيم والتكنولوجيا.[3]

شارَك في الحفل، بالطبع، فنانون عظماء من الماضي: عندما غنَّى بوب ديلان أغنية «في مهب الريح» (بلوينج إن ذا ويند) مع عضوَي فرقة «رولينج ستونز» كيث ريتشاردز وروني وود، كان الأمر يشبه مهرجان وودستوك الموسيقي الذي أُقيم قبل ١٦ عامًا من ذلك التاريخ، ولكن تدخُّل التكنولوجيا الحديثة في نقل هذا الحدث كان إيذانًا بالدخول في عهد جديد؛ ربما كانت أغنية ديلان «الزمن يتغير» (ذا تايمز ذاي آر إيه تشانجينج) ملائمةً أكثر لهذا الحدث.

كانت هذه التغييرات ملموسة في عالم السياسة أيضًا، حيث كانت هناك بوادر لإجراء إصلاحات كبرى من شأنها أن تُغير شكل النظام السياسي والاقتصادي العالمي في السنوات المقبلة. وكانت الإصلاحات في جانب العرض التي أقرَّتها رئيسة وزراء المملكة المتحدة مارجريت تاتشر والرئيس الأمريكي رونالد ريجان تجري على قدم وساق، وكان إضراب عمال المناجم المثير للانقسام في المملكة المتحدة قد انتهى للتو بإغلاق أغلب مناجم الفحم

في البلاد. وأصدرت الولايات المتحدة قانون الإصلاح الضريبي في عام ١٩٨٦، الذي صُمِّم لتبسيط قانون ضريبة الدخل الفيدرالية وتوسيع القاعدة الضريبية. وفي الوقت نفسه، كانت الأحداث الدولية في حالة تغيُّر مستمر أيضًا. فقد أصبح ميخائيل جورباتشوف (في مارس ١٩٨٥) زعيمًا للاتحاد السوفيتي بعد وفاة الزعيم السابق قسطنطين تشيرنينكو. وأثناء خطاب ألقاه في لينينجراد في مايو ١٩٨٥، اعترف الرئيس جورباتشوف بالمشكلات الاقتصادية وتَدنِّي مستوى المعيشة؛ وكان أول زعيم سوفيتي يفعل ذلك. أعقبت ذلك سلسلة من المبادرات السياسية، شملت الجلاسنوست — وتعني السماح بمزيد من حرية الحصول على المعلومات — والبيريسترويكا — أي الإصلاح السياسي والاقتصادي — أثبتت هاتان المبادرتان أنهما جوهريَّتان وتتمتعان بتأثير أكبر مما بدا واضحًا في ذلك الوقت. وقد مهَّد التحول في النهج الذي اتبعه الاتحاد السوفيتي الطريق لاستئناف المحادثات مع الولايات المتحدة وتوقيع ثلاث معاهدات مهمة في الأعوام ١٩٨٧ و١٩٩٠ و١٩٩١، مما أدى إلى حدوث انخفاض كبير في الإنفاق العسكري، وفي نهاية المطاف، تخفيض كلا الطرفين للأسلحة النووية الاستراتيجية.

على الرغم من أن هذه الإصلاحات كانت تهدف إلى عكس الهيكل البيروقراطي الذي كان قد أصبح عائقًا رئيسيًّا أمام التقدم الاقتصادي، فغالبًا ما يُنظر إليها الآن على أنها عوامل ساعدت بشدة في الانهيار النهائي للاتحاد السوفيتي في عام ١٩٨٩؛ ومن ثَم نهاية الحرب الباردة وبداية عصر العولمة الحديث. في صيف عام ١٩٨٩، قبل بضعة أشهر فقط من سقوط جدار برلين، ومع تصاعد الضغوط على الدول الشيوعية في أوروبا الشرقية، كتب فرانسيس فوكوياما، وهو مسئول في وزارة الخارجية الأمريكية، ورقةً بحثية بعنوان «نهاية التاريخ»، حيث قال: «ما من المحتمل أننا نشهده الآن ليس مجرد نهاية الحرب الباردة، أو مرور فترة معينة من تاريخ ما بعد الحرب، بل نهاية التاريخ في حد ذاته: أي نقطة النهاية للتطور الأيديولوجي للبشرية وبداية عولمة الديمقراطية الليبرالية الغربية كشكل نهائي للحكم البشري.»[4] بدا أن هذه الورقة البحثية كانت تجسيدًا لروح العصر.

في الوقت نفسه، كانت الصين أيضًا بصدد البدء في الانفتاح اقتصاديًّا والمضي قدمًا في الإصلاحات. وفي أعقاب الإصلاحات الصينية البارزة عام ١٩٧٨ التي تسبَّبت في ظهور «نظام المسئولية الأسرية» في الريف، ومنحت بعض المزارعين ملكية منتجاتهم لأول مرة، شُكِّلَت أول «منطقة اقتصادية خاصة» في شينجن في عام ١٩٨٠. وسمح هذا المفهوم باستحداث وتجريب سياسات سوق أكثر مرونة. ورغم أن الإصلاحات كانت بطيئة ولم تخلُ من الجدل، فبحلول عام ١٩٨٤ أصبح من المسموح به تشكيل مؤسسات فردية

تضم أقل من ثمانية أشخاص، وبحلول عام ١٩٩٠، بعد عام من سقوط جدار برلين، افتُتحت أول سوق للأوراق المالية في شينجن وشانغهاي. وبدا أن اتساع نطاق رأسمالية السوق أمرٌ مؤكد.

جلبت تغيرات العصر معها العديد من الفرص الاستثمارية وعالمًا أكثر ترابطًا؛ مما أثار شعورًا بالتفاؤل انتقل إلى أسواق الأوراق المالية. في عام ١٩٨٥، أثناء عامي الأول في العمل، ارتفع مؤشر داو جونز للأسهم في الولايات المتحدة بنسبة تزيد قليلًا عن ٢٧٪؛ وكان هذا أقوى عام منفرد منذ عام ١٩٧٥ (عام التعافي من الانهيار الذي أعقب أزمة النفط والركود الحاد عام ١٩٧٣ / ١٩٧٤). وقد عكس ارتفاع الأسعار تحسُّن الأساسيات وتراجع الشعور بعدم اليقين وهبوط للمخاطر الجيوسياسية. وأدى انخفاض معدلات التضخم وأسعار الفائدة إلى تزايد الاعتقاد بأن الأنظمة الاقتصادية الكبرى قادرة، بعد فترة من النمو القوي، على تحقيق «هبوط سلس»، يتميز بتجنب الركود ويتمتع بتوسع اقتصادي ممتد. فقد أدى سقوط الشيوعية وما أعقب ذلك من «مكاسب السلام»، جنبًا إلى جنب مع توسع الرأسمالية الليبرالية، إلى انخفاض علاوات المخاطرة.

استمر هذا التفاؤل واستمرت معه الارتفاعات القوية في السوق طوال عام ١٩٨٦، وفي الأشهر العشرة الأولى من عام ١٩٨٧، ارتفع مؤشر داو جونز بنسبة مذهلة بلغت ٤٤٪. ثم فجأة، في الثامن عشر من أكتوبر، تغيَّر كل شيء. وانهار مؤشر داو جونز بنسبة ٢٢,٦٪ في يوم واحد. أصبح ذلك اليوم معروفًا باسم يوم الاثنين الأسود، في إشارة إلى أيام الاثنين والثلاثاء والخميس السوداء في عام ١٩٢٩، أي قبل ٥٨ عامًا تقريبًا، عندما انخفضت سوق الأسهم بنسبة ١٣٪ (وتبع ذلك انخفاضات أكثر حدة). وعلى الرغم من كل التغييرات التي حدثت، وعلى مدى فترة زمنية تُقارب ٦٠ عامًا، عمَّ الذعر، وكان هناك شعور بأننا قد مررنا بكل ذلك من قبل. وفجأة، ساد قلق مؤرق من أن التفاؤل الناجم عن انخفاض أسعار الفائدة وانخفاض معدلات التضخم لم يكن مُبرَّرًا.

وبالفعل كانت أوجه التشابه مع انهيار عام ١٩٢٩ واضحة أيضًا لواضعي السياسات. وفي محاولة لتجنب تكرار أخطاء الماضي، استجابوا بسرعة وحسم. وتحرَّك بنك الاحتياطي الفيدرالي في الولايات المتحدة على الفور لتوفير السيولة للنظام المالي، وأصدر رئيسه، آلان جرينسبان، بيانًا في اليوم التالي أكد فيه «استعداد البنك للعمل كمصدر للسيولة لدعم النظام الاقتصادي والمالي.» وفي اليوم التالي، خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة على الأموال إلى نحو ٧٪، بعدما كانت أكثر من ٧,٥٪ يوم الاثنين قبل الانهيار. ونجح الأمر. ورغم أن سوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة استغرقت ما يقرب من ٢٥ عامًا

للتعافي على نحو كامل من الخسائر الناجمة عن انهيار عام ١٩٢٩، فقد استغرق التعافي بعد انهيار عام ١٩٨٧ أقل من عامين.

لم يمضِ وقتٌ طويل قبل أن تحدث أزمة أخرى. ففي عام ١٩٩٢، توليتُ منصب خبير استراتيجي في الأسواق الأوروبية في قسم الشئون الاقتصادية في شركة جيمس كابل وشركاه، وهي شركة رائدة في مجال سمسرة الأوراق المالية في المملكة المتحدة. كان هذا هو عام ما يُسمى بالأربعاء الأسود، عندما انهار الجنيه الإسترليني خارج آلية سعر الصرف بعد إخفاقه في البقاء مستقرًّا ضمن الحدود الدنيا للنطاق الذي يفرضه النظام.[5] كانت الضغوط على العملات الأضعف في النظام (حيث كانت كلٌّ من المملكة المتحدة وإيطاليا تعانيان من عجز كبير) تتزايد تدريجيًّا في أعقاب رفض معاهدة ماستريخت في الاستفتاء[6] الذي أُجري في الدنمارك في ربيع عام ١٩٩٢ والإعلان عن اعتزام فرنسا أيضًا إجراء استفتاء. حدث انهيار الجنيه الإسترليني قبل ثلاثة أيام فقط من الاستفتاء الفرنسي، الذي أُقِرَّ بأغلبية ضئيلة بلغت ٥١٪. وأجبرت الأزمة البنك المركزي البريطاني على الاستمرار في رفع أسعار الفائدة من أجل حماية قيمة الجنيه الإسترليني. وفي السادس عشر من سبتمبر، رفع البنك أسعار الفائدة في البداية من ١٠٪ إلى ١٢٪، ثم مع استمرار هبوط الجنيه الإسترليني، إلى ١٥٪. كنتُ قد حصلت مؤخرًا، مثل العديد من أصدقائي، على رهن عقاري من أجل شقتي الأولى؛ وكنا مرتعبين نظرًا لأن معظم الرهون العقارية كانت ذات فائدة متغيرة في ذلك الوقت في المملكة المتحدة. وجاء القرار بالتخفيف السريع لهذه السياسة عن طريق خفض أسعار الفائدة مرة أخرى.

لقد استُخدمَت قوة البنوك المركزية عدة مرات منذ ذلك الحين، لا سيما في الدورة الحالية، مع تطبيق التيسير الكمي، وفي بعض الأحيان، تطبيق توجيهات تتمتع بالقدر نفسه من القوة لغرس الثقة. وقد تجسَّد ذلك تجسدًا بارزًا في عام ٢٠١٢ في خضم أزمة الديون السيادية الأوروبية، عندما قال رئيس البنك المركزي الأوروبي ماريو دراجي: «البنك المركزي الأوروبي مستعد لفعل كل ما يلزم للحفاظ على اليورو. وصدقوني، سيكون هذا كافيًا.»

ومن ثَم، حدثت، منذ ثمانينيات القرن العشرين، العديد من الصدمات والأزمات التي أدت في أغلب الأحيان إلى خروج الأنظمة الاقتصادية عن مسارها وإشعال شرارة اتخاذ إجراءات تصحيحية صارمة في الأسواق. ولكن على الرغم من ذلك، هناك أنماط متكررة من الدورات في الأنظمة الاقتصادية والأسواق المالية.

وعلى الرغم من أن الدورات تتواجد في ظروف اقتصادية مختلفة جدًّا، فقد يكون من الصعب جدًّا التنبؤ بالعديد منها. وكما قال المستثمر الشهير وارن بافيت: «لقد شعرنا منذ فترة طويلة بأن القيمة الوحيدة للمتنبئين بأسعار الأسهم هي إظهار العرَّافين بمظهرٍ جيد. وحتى الآن، لا نزال أنا وتشارلي [مَنجر] نعتقد أن توقعات السوق القصيرة الأجل مؤذية ولا بد من الاحتفاظ بها في مكان آمن، بعيدًا عن متناول الأطفال، وكذلك البالغون الذين يتصرفون في السوق مثل الأطفال» (خطاب للمساهمين، ١٩٩٢).

وبطبيعة الحال، لا تعني صعوبة التنبؤ التقليل من قيمة محاولة فهم المخاطر المحتملة وتقييم الفرص المتاحة. ورغم أن التوقعات الدقيقة للنقاط قد لا تكون خالية من الأخطاء عندما يتعلق الأمر بالأسواق الاقتصادية والمالية، فمن الأسهل، والأهم من نواحٍ كثيرة، إدراك الدلائل التي تشير إلى زيادة احتمالية حدوث نقطة تحوُّل مهمة في الأسواق المالية. وتتَّسم نقاط التحول هذه بأهمية بالغة وذلك، كما سنرى في الفصول اللاحقة، لأن تجنُّب اتخاذ إجراءات تصحيحية صارمة والمشاركة في المراحل الأولى من انتعاش السوق أمران يُمثلان أوقاتًا حاسمة يمكن أن تُحدِث فارقًا كبيرًا في عوائد المستثمر. وفي كثير من الأحيان، غالبًا ما يُتغاضى عن سلوك المستثمرين وميولهم المتقلبة في نماذج التوقعات التقليدية، وهذا يُفسِّر جزئيًّا السبب وراء عدم توقع نقاط التحول في الدورات الاقتصادية والمالية على نحو جيد.

لا تقتصر صعوبة التنبؤ على العلوم الاجتماعية؛ فحتى التنبؤ بالطقس، استنادًا إلى العلوم الفيزيائية، قد يكون أمرًا صعبًا نظرًا لأن التأثيرات والمتغيرات التي تعتمد عليها النماذج يمكن أن تتغير بسرعة. وقد شكَّل هذا الأمر تحديًا كبيرًا قبل بدء استخدام أحدث النماذج المعتمدة على الكمبيوتر. ومن عجيب المفارقات أن أحد أبرز الأمثلة للإخفاق في التنبؤ بحدث مناخي كبير تزامَن مع انهيار مماثل غير متوقع في أسواق الأوراق المالية في عام ١٩٨٧، بعد عامين من تولي وظيفتي الأولى. ففي الليلة التي سبقت هذا الانهيار، ضربت عاصفة عنيفة إنجلترا؛ مما تسبَّب في حدوث أضرار جسيمة. ووفقًا للعديد من التقديرات، كانت هذه أقوى عاصفة تضرب المناطق الحضرية في المملكة المتحدة منذ عام ١٧٠٦. وسقط أكثر من ١٥ مليون شجرة في السابع عشر من أكتوبر، وفي ذلك ستة من أشجار البلوط السبعة القديمة الشهيرة في مدينة سفن أوكس في كينت، وهي منطقة تقع ضمن نطاق ضواحي لندن حيث كان يعيش العديد من كبار سماسرة البورصة في ذلك الوقت.

تعطلت حركة النقل على نطاق واسع لدرجة أن غالبية أولئك الذين تمكنوا من الوصول إلى المكاتب في وسط لندن كانوا من الموظفين المبتدئين، بمن فيهم أنا، الذين كانوا يقطنون في المناطق القريبة (قبل موجة التحسين واتجاه العائلات للعودة إلى المواقع الأكثر محورية في المدينة) الأقل تكلفة (آنذاك). ونظرًا لعدم وجود إنترنت في ذلك الوقت، أو حتى أجهزة كمبيوتر مزوَّدة بأنظمة تسعير فورية على كل مكتب، كانت المعلومات أبطأ في الوصول وأقل موثوقية مما هي عليه في الوقت الحاضر. وعندما بدأت التقارير عن انهيار سوق الأسهم الأمريكية بالظهور مع افتتاح سوق نيويورك، كنا في حيرة من أمرنا، ولم نكن متأكدين في البداية مما إذا كان هذا حقيقيًّا أم مجرد خطأ ناجم عن العاصفة التي أصابت نظام التسعير الإلكتروني الوحيد الذي كنا نستخدمه.

لكن تركيز الناس انصب على التوقعات المتوفرة، أو غير المتوفرة. وفي الخامس عشر من أكتوبر ١٩٨٧، ذكر مايكل فيش، كبير خبراء الأرصاد الجوية في هيئة الإذاعة البريطانية (بي بي سي)، أنه «على ما يبدو أن هناك امرأة اتصلت بهيئة الإذاعة البريطانية (بي بي سي) في وقت سابق من اليوم وقالت إنها سمعت أن هناك إعصارًا في الطريق. حسنًا، إذا كنت تشاهدنا الآن، فلا داعي للقلق،[7] فلا يوجد شيء من هذا القبيل.» يمكن القول إن جزءًا من صعوبة التنبؤ يرجع إلى عدم توفر البيانات والتقنيات المستخدمة لتحليلها. ومن المفترض أن تكون أجهزة الكمبيوتر الحديثة قادرة على التعامل مع المدخلات المتعددة للنموذج بطريقة أكثر فعالية مما كانت عليه في الماضي.

هذا صحيح فيما يبدو في حالة التنبؤ بالطقس، حيث تكون التنبؤات القصيرة الأجل التي تمتد خمسة أيام على القدر نفسه من الدقة التي كانت عليها التوقعات التي كانت تستمر يومين في عام ١٩٨٠.[8] متوسط الخطأ في توقعات الأعاصير اليوم ١٦١ كيلومترًا (١٠٠ ميل)، بعدما كانت ٥٦٣ كيلومترًا (٣٥٠ ميلًا) قبل ٢٥ عامًا.[9] ولكن لا يبدو أن الأمر نفسه ينطبق على التوقعات الاقتصادية أو توقعات السوق. أثناء حديثه أمام جمهور في معهد الحكومة في لندن، شبَّه كبير الاقتصاديين في البنك المركزي البريطاني، آندي هالدين، إخفاق الاقتصاديين في توقع حدوث أزمة مالية بزلة «مايكل فيش».[10]

أدت الأحداث التي أحاطت بالأزمة المالية لعام ٢٠٠٨ والإخفاق في التنبؤ بها إلى تفكير واسع النطاق حول قدرة النماذج على توقع الأحداث الاقتصادية والمالية والتنبؤ بها. وفي اجتماع للأكاديميين في نوفمبر ٢٠٠٨ في كلية لندن للاقتصاد، طرحت الملكة سؤالها الشهير: لماذا لم يتوقع أحدٌ حدوث الأزمة؟ يا له من سؤال جيد! أظهرت دراسة أجراها صندوق النقد الدولي حول أكثر من ٦٠ حالة ركود في مختلف أنحاء العالم بين ٢٠٠٨

و٢٠٠٩ أن غالبية خبراء الاقتصاد المحترفين لم يتنبئوا بأيٍّ منها. علاوة على ذلك، من بين حالات الركود الـ ٨٨ التي حدثت بين ٢٠٠٨ و٢٠١٢، توقَّع خبراء الاقتصاد حدوث ١١ حالة فقط. دفع سؤال الملكة الأكاديميةَ البريطانية إلى تشكيل فريق من كبار الأكاديميين والسياسيين والصحفيين وموظفي الخدمة المدنية والعاملين بالاقتصاد لمناقشة هذا السؤال ومعالجته وتقديم رد مكتوب إلى الملكة. وأوضحت الرسالة، التي كتبها تيم بيزلي، الأستاذ بكلية لندن للاقتصاد وعضو لجنة السياسة النقدية بالبنك المركزي البريطاني، والأستاذ بيتر هينيسي، المؤرخ السياسي، أنه «... ينتج عن سيكولوجية القطيع وشعارات خبراء المالية والسياسة، وصفة خطيرة. ربما كان من الممكن اعتبار المخاطر الفردية صغيرة، لكن المخاطر التي تُهدد النظام ككلٍّ كانت هائلة. باختصار، جلالة الملكة، هناك أسباب عديدة للإخفاق في توقع توقيت الأزمة وحجمها وشدتها وفي تجنبها، لكن السبب الأساسي هو إخفاق مخيِّلة العديد من الأشخاص الأذكياء، سواء في هذا البلد أو على مستوى العالم، في استيعاب المخاطر التي يتعرض لها النظام كله.»[11]

غالبًا ما يصبح الإخفاق في توقع نقاط التحول في الدورات بارزًا، عندما تفوق المخاطر الأوسع نطاقًا في الاقتصاد وتقييمات الأسواق المالية الحد. ولكن حتى في ظل الظروف العادية، غالبًا ما تخفق النماذج في تقدير حجم التغيرات عند نقاط التحول. ففي دراسة فحصت دقة توقعات إجمالي الناتج المحلي التي تغطي ٦٣ دولة للفترة بين ١٩٩٢ و٢٠١٤، وُجد أنه «بينما يدرك المتوقعون عمومًا أن سنوات الركود ستكون مختلفة عن السنوات الأخرى، فإنهم يُخفقون في تقدير حجم الركود بفارق كبير حتى قرب انتهاء العام».[12] وعلى حد تعبير الباحث في صندوق النقد الدولي، براكاش لونجاني، إن «لدى الاقتصاديين سجلًّا حافلًا بالإخفاق في التنبؤ بدقة بالركود.»

تتمثل المشكلة التي يواجهها المستثمرون في أن التنبؤ بالأسواق، والمتغيرات الاقتصادية التي تؤثر فيها، لا يُعتبر علمًا دقيقًا، ولم ترقَ العديد من الأساليب والنماذج التقليدية إلى المستوى المطلوب بسبب الاعتماد المفرط على النماذج وعدم توفُّر فهم كافٍ للمخاطر النظامية الأوسع نطاقًا وتأثير الجوانب النفسية للبشر على السلوك.

ومع ذلك، ينبغي لنا التأكيد على أنه كان هناك بعض الأشخاص الذين أدركوا المخاطر وحذروا منها، خاصةً فيما يتعلق بالإفراط في المخاطرة والمبالغة في التقييمات. وقد ركَّز هؤلاء الأشخاص على عواقب ارتفاع نسبة المخاطرة والتوقعات على النظام أكثر من تركيزهم على النماذج الاقتصادية القياسية.[13]

إن إدراك القصور الذي تعاني منه نماذج التنبؤات الاقتصادية فيما يتعلق بفهم المشاعر الإنسانية أو أخذها في الاعتبار، وخاصةً في فترات التفاؤل أو التشاؤم الشديد، ليس بالأمر الجديد. ففي كتابه الصادر عام ١٨٤١ بعنوان «أوهام شعبية استثنائية وجنون الجماهير»، يقول تشارلز ماكاي إن «الناس ... يتبعون في تفكيرهم سلوك القطيع؛ وقد ثبت أنهم يصابون بالجنون على نحو جماعي، لكنهم يستعيدون رشدهم ببطء، واحدًا تلو الآخر.»

وحتى خارج فترات الفقاعات، أو في أعماق الأزمات، لا يتصرف الأفراد دائمًا، كما تشير النظريات الاقتصادية التقليدية، بطرق «عقلانية» قابلة للتوقع. وكما يشير الخبير الاقتصادي وعالم النفس البارز جورج لوينستين: «في حين يميل علماء النفس إلى النظر إلى البشر على أنهم غير معصومين من الخطأ، بل مدمرون للذات في بعض الأحيان، يميل خبراء الاقتصاد إلى النظر إلى الأشخاص على أنهم يبالغون بكفاءة في تحقيق المصلحة الذاتية، ولا يرتكبون الأخطاء إلا عندما لا يكونون على دراية كاملة بعواقب أفعالهم.» إن فهم كيفية معالجة البشر للمعلومات وتعاملهم مع المخاطر والفرص هو الذي يساعد جزئيًّا في تفسير وجود الدورات في الأسواق المالية.[14]

في الواقع، لم تكن الفكرة القائلة بأن الأفراد عقلانيون، ودائمًا ما يستخدمون المعلومات المتاحة بكفاءة، هي السائدة في الاقتصاد. وقد أكد كينيز أن عدم الاستقرار في الأسواق المالية ناجم عن القوى النفسية التي يمكن أن تصبح مهيمنة في أوقات الشك. ووفقًا لكينيز، تؤثر موجات التفاؤل والتشاؤم على الأسواق بينما يكمن الدافع وراء الرغبة في المجازفة في الغرائز الحيوانية.[15] وقد حلل اقتصاديون آخرون، مثل مينسكي (١٩٧٥)، هذه التأثيرات.[16]

لقد ظهر أيضًا هذا التعقيد «البشري» في التنبؤ في عمل تشارلز بي كيندلبيرجر حول الدورات،[17] الذي ناقش فيه أن ثَمة ميلًا إلى اتباع سلوك القطيع في الأسواق عندما يقرر المستثمرون جميعًا شراء الأصول حتى عندما لا يكون ذلك منطقيًّا، وينجم عن ذلك في النهاية خطر حدوث فقاعات مالية (وهو موضوع يتناوله الفصل الثامن). وقد طرح هو وغيره من خبراء الاقتصاد أفكارًا مفادها أن السلوك النفسي والاجتماعي يثيران مشاعر انفعالية ونشوةً يمكن أن تنتشر مثل العدوى بين الحشود أثناء فترات الانتعاش، وفي الوقت نفسه ينقلان التشاؤم والعزوف عن المخاطرة مما يتسبب في حدوث كساد ويزيد من تفاقمه.[18]

كان لاثنين من علماء النفس، وهما كانمان وتفيرسكي، تأثير كبير على فهم علم النفس في العلوم الاجتماعية؛ وقد «كانت شراكتهما غير عادية من حيث التأثير العلمي، فهما يعتبران لينون ومكارتني العلوم الاجتماعية» (مجلة «ذا نيويوركر»)؛[19] بمعنى أنهما شكَّلا ثنائيًّا شهيرًا مؤثرًا في العلوم الاجتماعية. تصف أعمالهما حول نظرية الاحتمالات (التي عرضاها لأول مرة في عام ١٩٧٩ وطوَّراها في عام ١٩٩٢) كيف يتصرف المستثمرون عند مواجهة خيارات تنطوي على احتمالات. وهما يقولان إن الأفراد يتخذون قراراتهم استنادًا إلى توقعات المكسب أو الخسارة بناءً على وضعهم الحالي. لذا، إذا توافر خيار متساوي الاحتمالات، فإن أغلب المستثمرين سوف يختارون حماية ثرواتهم الحالية بدلًا من المخاطرة لزيادة ثرواتهم.[20] ولكن يبدو أن هذا الميل لحماية ما لديك بدلًا من المخاطرة بكثير من أجل تحقيق مكاسب مستقبلية يختفي في الحالات القصوى عندما تشهد الأسواق ارتفاعات كبيرة في الأسعار، ويصبح الخوف من تفويت الفرصة هو المحرك المهيمن على السلوك.

منذ الأزمة المالية، زاد الاهتمام بالتفسيرات السلوكية وسيكولوجية الأسواق، وتساعد هذه المعلومات في تحقيق فهم أفضل لكيفية وأسباب تطور الدورات المالية، وكيف أنها في كثير من الأحيان يمكن أن تبالغ مبالغةً ملحوظةً في تقدير حجم تطورات المتغيرات الاقتصادية والمالية التي تعتمد عليها. وقد ذكر جورج إيه أكيرلوف وروبرت جيه شيلر، الحائزان على جائزة نوبل، أن «الأزمة لم تكن متوقعة، ولا تزال غير مفهومة بالكامل ... نظرًا لعدم وجود مبادئ في النظريات الاقتصادية التقليدية تتعلق بالغرائز الحيوانية.»[21] إن تأثير السلوك البشري والطريقة التي يعالج بها البشر المعلومات هي التي تجعل التنبؤ بالأسواق أكثر تعقيدًا بكثير من التنبؤ بأنظمة فيزيائية مثل الطقس.

ومن هذا المنطلق يتجلى اختلاف التنبؤ بالعلوم الفيزيائية، مثل توقعات الطقس، حيث إن هذه التوقعات لا تتأثر بالتغيير الذي تُحدثه المدخلات في سلوك الأشخاص. فالعاصفة التي تدفع الناس إلى البقاء في منازلهم، على سبيل المثال، لا تغير مسارها أو شدتها. وفي حالة الأنظمة الاقتصادية والأسواق المالية، هناك حلقات كبيرة من ردود الأفعال، أو ما يصفه جورج سوروس بـ «الانعكاسية»،[22] وهو مفهوم تمتد جذوره إلى العلوم الاجتماعية، ولكن له تأثيرات قوية في الأسواق المالية. على سبيل المثال، فإن هبوط سوق الأوراق المالية تحسبًا للركود، قد يؤدي في حد ذاته إلى انهيار الثقة في الأعمال، الأمر الذي يؤثر على قرارات الشركات فيما يتعلق بالاستثمار؛ ومن ثَم يزيد من مخاطر حدوث ركود.

ومن التعقيدات الإضافية أن استجابة الأفراد لمدخلات معينة، مثل التغيرات في أسعار الفائدة، يمكن أن تختلف بمرور الوقت حتى في ظل ظروف مماثلة. وقد أشار مالمندير ونيجل في بحث أجرياه مؤخرًا (٢٠١٦)[23] إلى أن المستثمرين يبالغون في تقدير تجاربهم الشخصية بمرور الوقت عندما يطلقون أحكامًا بشأن توقعاتهم. على سبيل المثال، قد تختلف وجهات النظر حول التضخم وفقًا للظروف التي اعتدت عليها، وقد يؤثر ذلك على قراراتك بشأن المستقبل أكثر مما قد يُقترح بالاعتماد على العلاقات التاريخية الطويلة الأجل. وقد يفسر هذا سبب وجود اختلافات في توقعات التضخم بين الأشخاص من مختلف الفئات العمرية؛ فبدلًا من أن يكونوا عقلانيين ويستجيبوا لسياسة معينة أو محفز معين بطريقة متسقة يمكن التنبؤ بها، قد يتصرف المستثمرون بطريقة مختلفة تمامًا استنادًا إلى خبرتهم ونفسيتهم.[24]

يقدم علم الاقتصاد العصبي، وهو مجال جديد نسبيًّا، أدلةً إضافية على هذه الأنواع من ردود الأفعال المتباينة. ويتناول هذا النهج كيفية صنع القرار داخل الدماغ، ويوفر أيضًا بعض المعرفة حول كيفية مواجهة الأفراد للخيارات التي تنطوي على مخاطر. ويرى الأكاديميون (مثل جورج لوينستين، وسكوت ريك، وجوناثان دي كوهين) أن الناس يتفاعلون مع المخاطر بطريقتين: طريقة خالية من الانفعالات وطريقة انفعالية. ويرى هذا النهج أننا نبالغ في رد فعلنا تجاه المخاطر الجديدة التي قد تكون احتمالية حدوثها منخفضة، ويقل رد فعلنا تجاه المخاطر المعروفة لنا، حتى لو كانت احتمالية حدوثها أكبر. وبهذه الطريقة، على سبيل المثال، قد يؤدي انهيار الأسهم إلى جعل الناس حذرين للغاية بشأن الاستثمار لأنهم واجهوا مخاطر جديدة، على الرغم من حقيقة أنه من غير المرجح حدوث هبوط آخر في السوق. وفي الوقت نفسه، قد يسعد المستثمرون بشراء أسهم تقترب قيمتها من أعلى سعر لها في السوق، على الرغم من التحذيرات المنتظمة بشأن ارتفاع التقييمات؛ وذلك لأنهم شهدوا مؤخرًا ارتفاعات في الأسعار ويشعرون بثقة أكبر للمخاطرة.

قد يتوافق هذا مع سلوك المستثمرين في الفترة التي سبقت الأزمة المالية الأخيرة وفي الفترة التي أعقبتها، فضلًا عن حالات الانتعاش والكساد الأخرى التي لا حصر لها على مر التاريخ. ويؤدي استمرار ارتفاع العوائد في الأسواق المالية إلى الشعور بالتفاؤل والاعتقاد بأن هذا الاتجاه يمكن أن يستمر. ومن ثَم تنخفض علاوة المخاطر المطلوبة وينجذب المستثمرون إلى الأسواق معتقدين أن المخاطر منخفضة، وأن العوائد المتوقعة ستظل قوية كما كانت في الماضي. على النقيض، يتسبب الاقتراب من مواجهة خسائر

كبيرة في زيادة قيمة علاوة المخاطرة المطلوبة؛ أي العائد المستقبلي المتوقَّع الذي يحتاجه المستثمرون لخوض المخاطر. وتحديدًا، اختلفت الطريقة التي استجابت بها الشركات والأسواق للتخفيضات الحادة في أسعار الفائدة في الفترة التي أعقبت الأزمة المالية مقارنةً بالفترة التي سبقتها. وبعد مواجهة تجربة الأزمة المالية والركود الذي أعقبها، يبدو أن الناس جميعًا استجابوا بمزيد من الحذر مقارنةً بما كانت عليه الحال في السابق. إن هذه التقلبات في المشاعر والثقة، التي تتشكل جزئيًّا نتيجة التأثر بالأحداث الأخيرة، هي التي تُحرك أيضًا دورات الأسواق المالية.

يتزايد تركيز عالم السياسة كذلك على الحلقات المغلقة من ردود الأفعال وعلى الكيفية التي يمكن أن تؤثر بها توقعات الأسواق المالية على الدورات الاقتصادية — وخاصةً «الأوضاع المالية» التي تقيس مدى تأثر الاقتصاد بالسياسة النقدية وتتسم بأنها أوسع نطاقًا من مجرد سعر الفائدة الذي يحدده البنك المركزي — سعيًا لمراعاة تأثير توقعات المستثمرين وثقتهم. وتشمل هذه الأوضاع عادةً فروق العوائد وأسعار الأسهم وسعر الصرف الحقيقي.

ولذلك تكمن مشكلة واضعي السياسات في صعوبة معرفة كيفية التعامل مع تحركات السوق المضطربة؛ نظرًا لأن هذه التحركات قد تعني، أو لا تعني بالضرورة، وجود تحوُّل جوهري دقيق في النشاط الاقتصادي. وكما كتب نائب رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي السابق روجر فيرجسون: «يبدو أن اكتشاف فقاعة يتطلب إصدار حكم استنادًا إلى أدلة واهية. وهو يستلزم معرفة مؤكدة بالقيمة الأساسية للأصول المعنية.

وكما هو متوقَّع يجد محافظو البنوك المركزية صعوبةً في اتخاذ مثل هذا القرار. وبكل تأكيد سيُطلَب من البنك المركزي الذي يزعم اكتشاف فقاعة توضيح الأسباب التي جعلته واثقًا من حكمه مقابل حكم المستثمرين الذين ربما تكون لديهم مليارات عديدة من الدولارات على المحك.»[25]

وبطبيعة الحال، يعتمد تأثير أي تغيير في السياسة على مدى توفر القروض ومدى سهولة الحصول عليها.[26] ولكن يبدو أيضًا أن الأمر يعتمد على كيفية استقبال المشاركين في السوق المالية لهذا الإجراء (وهو ما يمكن أن يؤثر بدوره على نجاحه)؛ ومن ثَم يعود الأمر في نهاية المطاف إلى سيكولوجية الإنسان وسلوك الجماهير. وكما ذكرت إحدى الدراسات الحديثة: «تتزايد الأدلة حول الدور الكبير الذي يلعبه علم النفس في التطورات الاقتصادية. وتشير النتائج إلى أن العوامل النفسية البشرية تحرك الاقتصاد، وهي نتيجة

تتوافق مع تنبؤات كينيز (١٩٣٠) وأكيرلوف وشيلر (٢٠١٠).»[27] وفي السياسة العامة يتزايد استخدام التركيز المتجدد على علم النفس في فهم الاستجابات للقرارات. وفي عام ٢٠٠٨، نشر ريتشارد إتش ثيلر وكاس آر سانستين كتاب «التنبيه: تحسين القرارات بشأن الصحة والثروة والسعادة»، الذي ركَّز على الاقتصاد السلوكي. وقد أصبح الكتاب من أكثر الكتب مبيعًا، وكان له تأثير واسع النطاق على السياسة. وفاز السيد ثيلر بجائزة نوبل للاقتصاد في عام ٢٠١٧ عن أعماله في هذا المجال.

على الرغم من كل التغيرات السياسية والاقتصادية والاجتماعية التي حدثت منذ ثمانينيات القرن العشرين، وعلى الرغم من الأحداث المتطرفة وصعوبة التنبؤ بمشاعر الإنسان واستجاباته للظروف، فقد تكررت أنماط معينة في الأنظمة الاقتصادية والأسواق المالية. وعلى الرغم من صعوبة تحديد موقعنا في أي دورة أثناء حدوثها، ومدى تعقيد التنبؤ بالعوائد القريبة الأجل، فهناك معلومات مفيدة يمكن للمستثمرين الاطلاع عليها لمساعدتهم في تقييم المخاطر وفهم احتمالات النتائج. إن إدراك الدلائل التي تشير إلى وجود فائض (سواء من التشاؤم أو التفاؤل) وتحديد نقاط التحول المهمة المحتملة يمكن أن يساعد في تحقيق عوائد أكبر.

الفصل الثاني

العوائد الطويلة الأجل

تتمثل نقطة البداية في أي دراسة طويلة الأجل للدورات في التساؤل عن نوع العوائد التي يمكن أن يتوقعها المستثمر في مختلف فئات الأصول المتنافسة. قد يبدو هذا سؤالًا بسيطًا، ولكن جزءًا من التحدي في الإجابة عن هذا السؤال هو أن المستثمرين يتمتعون بآفاق زمنية مختلفة جدًّا. فتختلف فترات الحيازة من مستثمر لآخر، ويمكن أن يتغير مدى استعدادهم (أو حتى قدرتهم التنظيمية) لتحمل الخسائر المحسوبة بقيمة السوق تغيرًا كبيرًا.

يتوقع معظم المستثمرين الحصول على عائد أعلى مقابل المخاطرة، وتؤكد ذلك الأمر البيانات الطويلة الأجل المستمدة من الأحداث السابقة. واستنادًا إلى سلسلة من البيانات الطويلة الأجل وباستخدام الولايات المتحدة — أكبر سوق للأوراق المالية في العالم — مثالًا، نجد أن متوسط العائد الإجمالي للأسهم الأمريكية منذ عام ١٨٦٠ قد بلغ نحو ١٠٪، على مدى أي فترة زمنية تتراوح بين سنة واحدة و٢٠ سنة، كما هو مبيَّن في جدول ٢-١.

للسندات الحكومية الأمريكية التي يمتد أجلها لعشر سنوات، والتي غالبًا ما يُنظر إليها على أنها أصول «خالية من المخاطر» (وذلك لأن الدين مدعوم من حكومة لا تتخلف عن سداد ديونها)، فقد تراوح متوسط العوائد بين ٥٪ و٦٪ خلال فترات الحيازة نفسها.

ذكر جيريمي جيه سيجل (١٩٩٤) في كتابه الشهير «أسهم طويلة الأجل» أن العوائد الحقيقية (العوائد الاسمية المعدَّلة وفقًا للتضخم) على الأسهم ظلت مستقرة استقرارًا ملحوظًا على مدى فترات مختلفة وأنظمة اقتصادية مختلفة، حيث قال: «على مدى جميع الفترات الفرعية المهمة: ٧,٠٪ سنويًّا من ١٨٠٢ حتى ١٨٧٠، و٦,٦٪ من ١٨٧١ حتى ١٩٢٥، و٧,٢٪ سنويًّا منذ ١٩٢٦.»

جدول ٢-١: متوسط إجمالي العوائد السنوية لفترات حيازة مختلفة (منذ عام ١٨٦٠).*

	عام واحد	٥ أعوام	١٠ أعوام	٢٠ عامًا
مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠	١١٪	١٢٪	١٠٪	١٠٪
السندات الأمريكية لأجل عشر سنوات	٥٪	٦٪	٥٪	٥٪

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

رغم أن العوائد الطويلة الأجل لحاملي الأسهم تبعث على الاطمئنان، فإن مخاطرها وتقلباتها أعلى بكثير من تلك الخاصة بالأصول الأقل خطورة، مثل السندات الحكومية (التي تتمتع بعائد اسمي مضمون). فعلى مدى فترات الحيازة لمدة عام واحد، على سبيل المثال، تزيد تقلبات الأسهم (أي تباين العوائد عن متوسط قيمتها أو وجود فروق بينهما) نحو ثلاث مرات مقارنةً بتلك الخاصة بالسندات الحكومية. وهذا يعني أنه إذا أردت أن تكون واثقًا من الحصول على عائدك، خاصةً على مدى فترات زمنية أقصر، تُرجَّح كفة السندات، حيث تكون متيقنًا أكثر من الحصول مقدمًا على العائد المحتمل. ومع ذلك، تتلاشى نوعًا ما على مدى فترات زمنية أطول ميزة توفر هذا الأمان. وبالنظر إلى فترات الحيازة التي تمتد لـ ٢٠ عامًا، على سبيل المثال، نجد أن تقلبات الأسهم تنخفض انخفاضًا حادًّا (انظر جدول ٢-٢).

بعبارة بسيطة، يواجه المستثمر مقايضةً بسيطة بين العائد المتوقع والتقلبات. فعلى مدى الفترات الطويلة الأجل توفر الأسهم نحو ضعف عائد السندات الحكومية، ولكن يصاحب ذلك ما يقرب من ضعف المخاطر والتقلبات. وكلما طالت فترة احتفاظ المستثمر بالاستثمار، زادت جاذبية الأسهم. وكما يُظهِر جدول ٢-٣، فقد انخفضت الأسهم في ٢٨٪ من الوقت في فترات الحيازة لمدة عام واحد، مقارنة بـ ١٨٪ للسندات الحكومية الأمريكية، ولكن في حالة الأسهم التي تستمر لمدة ٥ سنوات انخفضت النسبة إلى ١١٪، و١٪ في حالة السندات. وفي فترات الحيازة لمدة ١٠ سنوات، تنخفض نسبة حدوث عوائد سالبة القيمة في الأسهم انخفاضًا كبيرًا حتى ٣٪. لذلك، في حالة المستثمر الذي يمكنه تحمل المخاطر المحسوبة بقيمة السوق (الذي لا يحتاج إلى تحمل الخسائر عند حدوثها)، ويمكنه تحمل فترة استثمار طويلة الأجل (٥ سنوات على الأقل)، تميل الأسهم إلى تحقيق عائد جيد طويل الأجل حتى مع تقلبات الدورة العادية. يمكن قول إن هذه الظروف توفر أفضل فرصة للمستثمرين لتحقيق «صفقة رابحة طويلة الأجل».

جدول ٢-٢: متوسط الانحرافات المعيارية لمدة عام واحد لإجمالي العائد السنوي لفترات حيازة مختلفة (منذ ١٨٦٠).*

	عام واحد	٥ أعوام	١٠ أعوام	٢٠ عامًا
مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠	٪١٠	٪٢	٪١	٪١
السندات الأمريكية لأجل عشر سنوات	٪٣	٪١	٪٠	٪٠

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

جدول ٢-٣: النسبة المئوية للسنوات ذات العوائد السالبة القيمة لفترات حيازة مختلفة (منذ عام ١٨٧١).*

	عام واحد	٥ أعوام	١٠ أعوام	٢٠ عامًا
مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠	٪٢٨	٪١١	٪٣	٪٠
السندات الأمريكية لأجل عشر سنوات	٪١٨	٪١	٪٠	٪٠

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

العوائد على مدى فترات حيازة مختلفة

ومع ذلك، فإن دراسة المتوسطات عبر سجلات البيانات السابقة الطويلة الأجل تُخفي حقيقة أن العوائد لا تختلف من سنة إلى أخرى فحسب، بل تميل إلى التحرك في دورات.

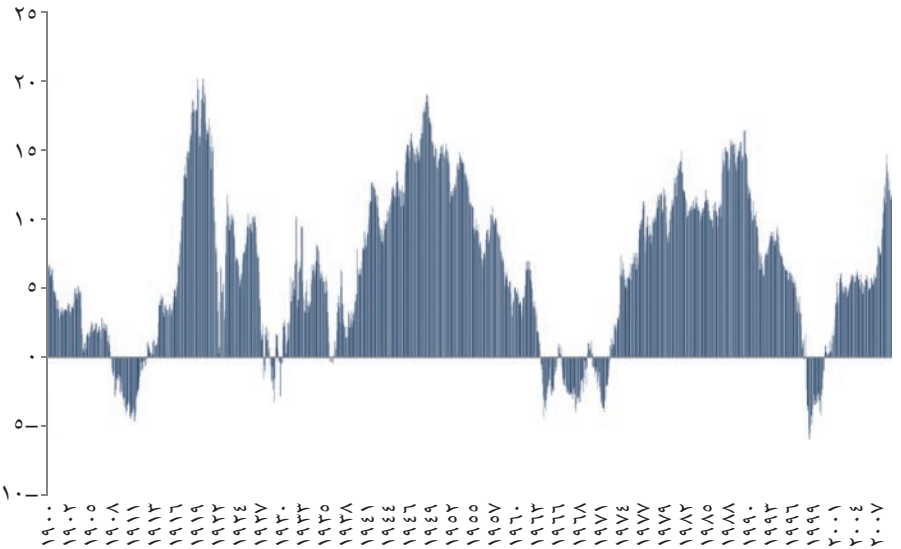
وكما سنرى في الفصول اللاحقة، تميل عوائد مستثمري الأسهم إلى التباين على مدار الدورة إلى حد كبير استنادًا إلى ما يحدث في الأساسيات الاقتصادية، مثل أسعار الفائدة وتوقعات النمو. بالإضافة إلى ذلك تتباين عوائد المستثمرين عبر الدورات. ويقدم بعضها عوائد أفضل بكثير من غيرها. يحدد عدد من العوامل هذه الاتجاهات، ولكنها عادةً ما تكون نتيجةً لتغيرات هيكلية في الأساسيات، مثل نمو المبيعات وهوامش أرباح الشركات، أو نتيجةً لتغيرات في التقييمات. إن فهم هذه العوامل، وتأثيرها على الأسواق، من الممكن أن يكون له تأثير كبير على العوائد، وعلى أقل تقدير، يساعد المستثمرين على تجنب الفترات التي تزيد فيها المخاطر. ومن المهم أيضًا التأكيد أن استخدام الولايات المتحدة كنقطة

استرشادية للعوائد الطويلة الأجل قد يكون مضللًا. ففي نهاية المطاف، كانت العوائد في سوق الأسهم اليابانية منذ أزمتها المالية في ١٩٨٩/١٩٩٠ أقل بكثير. وهناك أسباب وجيهة لذلك: فمن المؤكد أن تباطؤ إجمالي الناتج المحلي الاسمي على مدى ربع القرن الماضي في اليابان هو أحد الأسباب؛ والسبب الآخر هو المبالغة في التقييم المبدئي. سأناقش في الفصل التاسع بعض أوجه التشابه بين اليابان على مدى العقدين الماضيين والأسواق الأخرى منذ الأزمة المالية العالمية الأخيرة.

تُعَد دراسة العوائد خلال فترات حيازة محددة من الأدلة الإرشادية المفيدة للأنماط الطويلة الأجل للعوائد، وكيفية تغيرها على مر السنين. يعرض شكل ٢-١، على سبيل المثال، عوائد سوق الأسهم الأمريكية على مدى فترات حيازة محددة مدتها ١٠ سنوات (يُظهِر كل عمود في الرسم البياني العائد السنوي على الأسهم بعد التضخم بدءًا من التاريخ المبين، وعلى مدى العقد التالي).

إن النظر إلى العوائد الإجمالية على مدى فترات طويلة يمكن أن يخفي فروقًا كبيرة على مر السنين، وذلك من خلال إظهار متوسط العائد الإجمالي المتداول بالأرقام الحقيقية (المعدل وفقًا للتضخم). وقد يتوقع المستثمر أنه إذا احتفظ بالأسهم لفترة متوسطة الأجل، فمن المرجَّح أن تكون عوائده مماثلة لتلك الخاصة بفترات أخرى مماثلة في الطول. ولكن عمليًّا هذا ليس صحيحًا بالضرورة. على سبيل المثال، لقد كانت العوائد على الأسهم المشتراة في بداية الصراعين الكبيرين (الحربين العالميتين الأولى والثانية) سالبة القيمة لفترات طويلة؛ لأن التعافي من الخسائر الأولية استغرق قدرًا كبيرًا من الوقت. وشهدت أيضًا الأسهم المشتراة في ذروة سوق الثور الصاعدة في أواخر ستينيات القرن العشرين، قبل الارتفاع الحاد لمعدلات التضخم العالمي وأسعار الفائدة التي كان من المتوقع حدوثها على مدى عمر السندات، عوائد متدنية للغاية.

من الناحية التاريخية، تبرز على نحو خاص فترةُ فقاعة التكنولوجيا وانهيارها في نهاية تسعينيات القرن العشرين. فالأسهم المشتراة في ذروة فقاعة التكنولوجيا في عام ٢٠٠٠ — وحتى عام ٢٠٠٣ — حققت على مدى العقد اللاحق بعضًا من أدنى العوائد الحقيقية في الأسهم الأمريكية (إلى جانب سبعينيات القرن العشرين) منذ أكثر من ١٠٠ عام. وقد حققت الأسهم المشتراة خلال الفترة التي تلت ذلك عوائد أكبر بكثير، تتماشى مع المتوسطات الطويلة الأجل. وفي الوقت نفسه، تمتَّع المستثمرون الذين دخلوا سوق الأسهم بعد الأزمة المالية في ٢٠٠٧/٢٠٠٨ (آخر قراءة في الرسم البياني) بعوائد كبيرة.

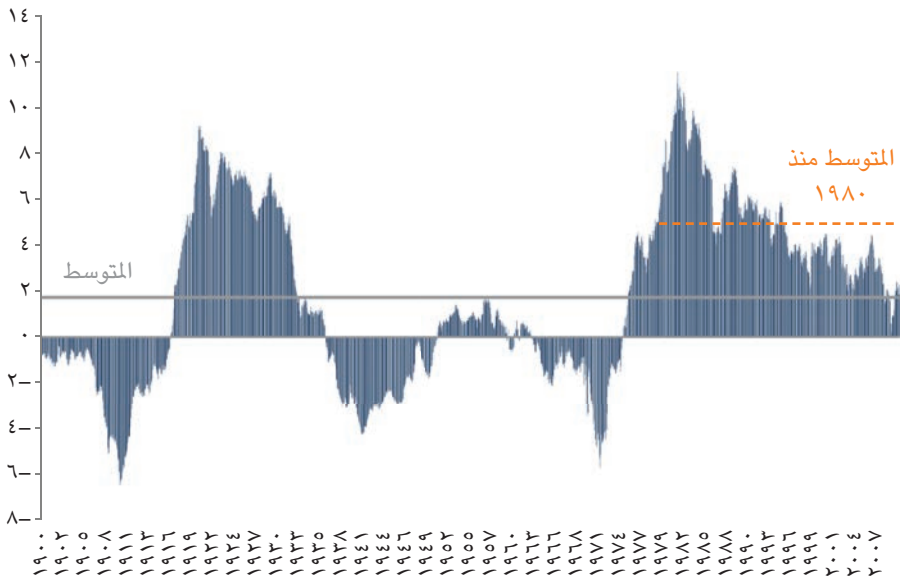


شكل ٢-١: مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (العوائد الحقيقية السنوية المتداولة لمدة ١٠ سنوات).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

عادةً ما تُحقق فترات الحيازة لمدة ١٠ سنوات أعلى العوائد في فترات النمو الاقتصادي القوي؛ ومن الأمثلة الجيدة على ذلك فترات الانتعاش في عشرينيات القرن العشرين وإعادة الإعمار بعد الحرب في خمسينيات القرن العشرين. هناك فترات أخرى شهدت فيها أسعار الفائدة انخفاضًا كبيرًا أو انهيارًا، كما حدث في ثمانينيات وتسعينيات القرن العشرين، والفترات التي أعقبت أسواق الدب الهابطة الكبيرة، عندما تدنَّت التقييمات إلى مستويات منخفضة.

ولكن على الرغم من أن أداء الأسهم كان أفضل على مدى فترات الحيازة الأطول أجلًا، وأن أداءها كان جيدًا للغاية بعد الأزمة المالية على وجه الخصوص، فإن العوائد الحقيقية في سوق السندات منذ ثمانينيات القرن العشرين كانت حقًّا رائعة مقارنةً بمعظم الفترات الأخرى في التاريخ (انظر شكل ٢-٢). وقد حققت سندات الخزانة الأمريكية المشتراة في أوائل ثمانينيات القرن العشرين، في ذروة دورة التضخم، عوائد حقيقية سنوية تجاوزت

١٠٪ لمدة عشر سنوات (وأكثر من ٧٪ لمدة عشرين عامًا). وهذا يعني أنه إذا استثمر أحدهم ١٠٠٠ دولار في السندات الحكومية الأمريكية في عام ١٩٨٠، فقد تصل قيمة استثماره الحقيقية (المعدلة وفقًا للتضخم)، إلى نحو ٦٠٠٠ دولار في وقت تأليف هذا الكتاب.



شكل ٢-٢: سندات أمريكية لمدة ١٠ سنوات (العوائد الحقيقية السنوية المتداولة لمدة ١٠ سنوات).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

وحتى السندات المشتراة في أوائل تسعينيات القرن العشرين حققت عوائد حقيقية سنوية بلغت نحو ٥٪ لمدة عشرين عامًا؛ وقد اعتاد المستثمرون على أن يأملوا في تحقيق ذلك النوع من العوائد الحقيقية من الأسهم. وتشير هذه العوائد الاستثنائية إلى أن المستثمرين لم يضعوا في الاعتبار على نحو كامل في البداية الانخفاض المحتمل في مستويات التضخم وأسعار الفائدة، كما أنها تؤكد الدور الحاسم الذي تلعبه التوقعات في تحديد العوائد النهائية.

في ظل الانخفاض الحالي لعوائد السندات، بالإضافة إلى التوقعات الخاصة بالتضخم، قد يتوقع المرء عوائد طويلة الأجل أقل بكثير في المستقبل. وفي ظل الظروف الحالية، يحقق ربع السندات الحكومية العالمية عوائد سالبة القيمة؛ مما يشير إلى أن معدل العوائد في المستقبل سيكون منخفضًا للغاية، إن لم يكن بقيمة سالبة. وقد أصدرت النمسا مؤخرًا سندات مدتها ١٠٠ عام بعائد يزيد قليلًا عن ١,١٪.[1] إن الظروف التي نعيشها استثنائية؛ ومن ثَم فإن الوقت غير مناسب خاصةً لانتقاء الأصول، وهو موضوع يتناوله الفصل التاسع.

مكافأة المخاطر وعلاوة مخاطر الأسهم

تمكننا مقارنة عوائد السندات وعوائد الأسهم من إلقاء نظرة على مكافآت خوض المخاطر في الماضي (الاستثمار في عائد الأسهم المستقبلي غير المعروف مقارنةً بعائد السندات الاسمي الثابت).

تقع الأسهم على الجانب الأكثر خطورة من نطاق الاستثمار لأن المستثمرين في الأسهم هم آخر من يطالب بأرباح الشركة (بعد حاملي السندات وغيرهم من الدائنين). ومن ثَم فإن للأسهم عوائد مستقبلية غير مؤكدة. ومن الممكن أن تخسر الشركة المال وينخفض سعر السهم، أو أن يحدث ما هو أسوأ من ذلك؛ إفلاس الشركة. وبالنسبة إلى المستثمرين في الأصول ذات الدخل الثابت (أي إن الدخل معروف بالقيمة الاسمية وقت الشراء)، تتمثل الخطورة في تخلف الحكومة أو الشركات عن السداد؛ يُعَد إقراض الحكومات عمومًا أكثر أمانًا من إقراض الشركات؛ لأن خسارة الشركة لأموالها أو انهيارها تمامًا أرجح من تخلف الحكومة عن سداد ديونها (على الرغم من أنه عادةً ما يُنظر إلى ذلك الأمر على أنه أكثر خطورة في الأنظمة الاقتصادية الناشئة، حيث يوجد في كثير من الأحيان كثير من حالات التخلف عن سداد الديون). بالنسبة إلى المستثمرين في الأسهم، نسبة حدوث مخاطر التطورات السلبية أعلى من العديد من الاستثمارات الأخرى، ولكن في الوقت نفسه تكون احتمالية الحصول على عوائد تفوق التوقعات أعلى.

غالبًا ما يُشار إلى العائد المحقق في الأسهم مقارنةً بالسندات باسم علاوة مخاطر الأسهم اللاحقة، أو المكافأة الفعلية التي يحققها المستثمرون على مر السنين من خلال الاستثمار في الأسهم مقارنةً بالسندات الحكومية الآمنة. ويختلف هذا عن علاوة مخاطر الأسهم المطلوبة، التي تُعَد مقياسًا للعوائد المستقبلية النسبية المحتملة، أو العلاوة المتوقعة

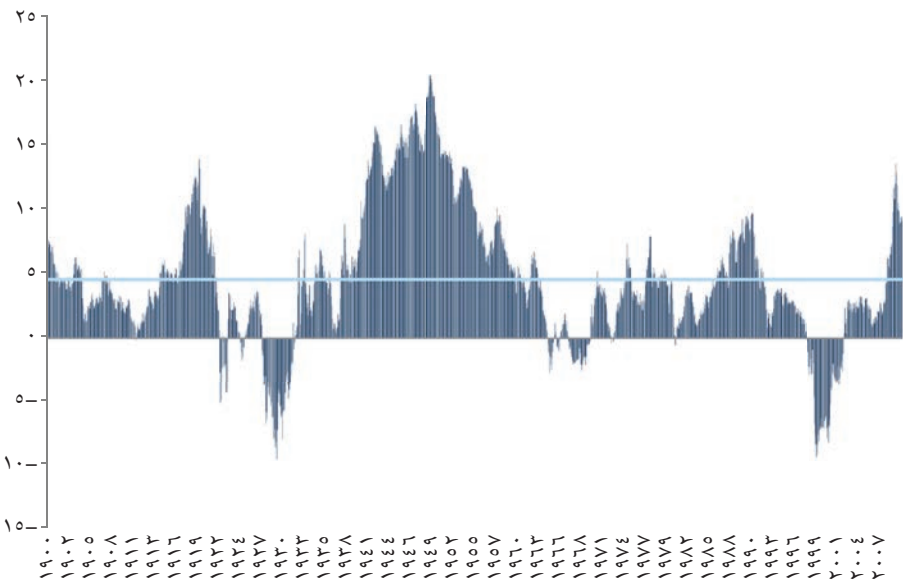
للأصول العالية المخاطر مقابل الأصول الآمنة التي قد يطلبها المستثمر في أي وقت لوضع استثماره الهامشي في الأسهم وليس في السندات. فعندما يكون المستثمر غير متأكد بشأن المستقبل، يرتفع العائد المستقبلي المطلوب، وعلى النقيض من ذلك، إذا كانت الظروف مُواتية ومستقرة، ينخفض العائد الإضافي المطلوب مقابل تحمل المخاطر.

ركزت مجموعة كبيرة من المؤلفات على حساب وتفسير علاوة مخاطر الأسهم اللاحقة على مر السنين. في عام ١٩٨٥، ذكر مقال نُشر في «جورنال أوف مونيتاري إكونوميكس» بقلم ميهرا وبريسكوت،[2] أن عوائد الأسهم الفعلية كانت مرتفعةً للغاية مقارنةً بالنماذج الاقتصادية القياسية. وعلى وجه التحديد، وجدا أن متوسط العائد الحقيقي على الأسهم في الفترة من ١٨٨٩ إلى ١٩٧٨ كان نحو ٧٪ سنويًّا (في الولايات المتحدة)، وكان معدل العائد على السندات الحكومية أقل من ١٪ بقليل. وعند طرح عائد السندات من عائد الأسهم نحصل على ما يُسمى بعلاوة مخاطر الأسهم، التي تتجاوز قيمتها ٦٪ سنويًّا، وهو ما لا يمكن تفسيره إلا بدرجة عالية من تجنب المخاطر. واستطردا مناقشتهما بقول إن المفاضلات الأخرى بين المخاطر والمكافآت في الاقتصاد تشير إلى أن المستثمرين كانوا يحصلون على علاوة مخاطر أكبر بكثير مما كان يلزم عمليًّا، وأن تدابير تجنب المخاطر في السياقات المالية الأخرى أقل بكثير، بما يتوافق مع علاوة مخاطر للأسهم بنسبة ١٪ أو أقل. وقد أطلقا على هذا اللغز اسم «أحجية علاوة مخاطر الأسهم».

منذ ذلك الحين، توصلت معظم الأبحاث إلى أن علاوة مخاطر الأسهم تتباين على مر السنين. واقترح بيرنشتاين (١٩٩٧)، على سبيل المثال، أنه بسبب تغير تقييمات الأسهم على مر السنين، فقد يؤدي ذلك إلى تحديد خاطئ للعائد المطلوب. فمثلًا، إذا كنت ستبدأ فترة المعاينة الطويلة الأجل في عام ١٩٢٦ بنسبة سعر إلى أرباح نحو ١٠ أضعاف، وتنهي الفترة بنسبة سعر إلى أرباح نحو ٢٠ ضعفًا (على سبيل المثال في تسعينيات القرن العشرين)، فسيكون العائد الفعلي على الأسهم أعلى مما توقَّعه المستثمرون أو طلبوه في البداية؛ وبذلك يكون معدل العائد المحقق فعليًّا (علاوة المخاطر اللاحقة) مبالغًا فيه مقارنة بالعائد المتوقع في المستقبل (علاوة المخاطر المسبقة). وقد عزَّز من هذه النتيجة عمل فاما وفرينش (٢٠٠٢)، الذي استخدم نموذج خصم الأرباح لإظهار أن المستثمرين منذ عام ١٩٢٦ كان لديهم علاوة مخاطر متوقعة على الأسهم بلغت نحو ٣٪ في المتوسط.

أكَّد آخرون أن التقييمات الفورية يمكن أن تؤدي أيضًا إلى اختلال توقعات العوائد. وأشار روبرت شيلر، على وجه التحديد، في كتابه «الوفرة اللاعقلانية» (٢٠٠٠) أنه من

الممكن المبالغة في قيمة الأسهم؛ ولذلك نشهد فترات طويلة تكون فيها العوائد أعلى من المعدل الطبيعي يليها فترات تكون فيها أقل من المعدل الطبيعي. وعرض كذلك مقياس التقييم المسمى «نسبة السعر إلى الأرباح المعدلة لمراعاة تقلبات الدورة الاقتصادية»، الذي يستخدم بيانات أرباح العشر السنوات الماضية في عملياته الحسابية بدلًا من سنة واحدة فقط من الأرباح المستقبلية المتوقعة، كما هو الحال في «نسبة السعر إلى الأرباح» التي تُعَد من أدوات التقييم القياسية. وأضاف أن هذا التعديل يمكن أن يوفر تنبؤات أفضل للعوائد.



شكل ٢-٣: مؤشر ستاندرد آند بورز مقابل عائد السندات الأمريكية لأجل ١٠ سنوات (المتداول سنويًّا لمدة ١٠ سنوات) = علاوة مخاطر الأسهم اللاحقة.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

ومع ذلك، مهما كانت علاوة المخاطرة، فهي تتباين باختلاف الفترات التي تعتمد مدتها إلى حد كبير على التقييم عند نقطة البداية. فقد كانت العوائد الفائضة السنوية

في الأسهم مقارنةً بالسندات الحكومية متدنيةً للغاية بعد انفجار فقاعة سوق الأسهم في أواخر عشرينيات القرن العشرين، لكنها ارتفعت ارتفاعًا استثنائيًّا في سنوات ما بعد الحرب في خمسينيات وستينيات القرن العشرين (يُعزى ذلك إلى التقييمات المنخفضة في فترة ما بعد الحرب بالإضافة إلى النمو الاقتصادي القوي)، كما يوضح شكل ٢-٣.

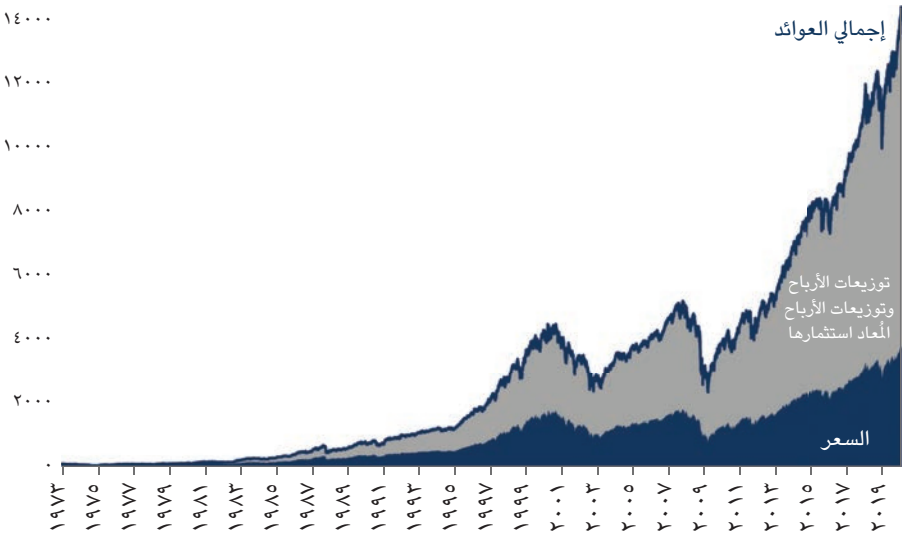
أدَّت فقاعة التكنولوجيا في تسعينيات القرن العشرين إلى انهيار أسعار الأسهم بسبب التقييم؛ مما أدى إلى تدني قيمة علاوة مخاطر الأسهم اللاحقة (أو المحقَّقة) لقيمة سالبة لعدة سنوات. وكذلك حققت الأسهم المشتراة في ذروة سوق الأوراق المالية قبل الأزمة المالية علاوات مخاطر منخفضة للغاية على مدى العقد التالي. في المقابل، أدى انهيار أسعار الأسهم في عام ٢٠٠٨ — وما أعقب ذلك من سياسات تحفيزية جريئة — إلى تحقيق عوائد قوية على مدى العقد الذي أعقب الهبوط الذي شهدته أسعار الأسهم في مارس ٢٠٠٩.

يشير هذا إلى أنه على الرغم من أن العوائد الطويلة الأجل تميل إلى أن تكون أعلى في الأصول الأكثر خطورة، فإن الظروف الكلية السائدة يمكن أن يكون لها تأثير كبير على العوائد المطلقة والنسبية على الأسهم على مر السنين.

قوة توزيعات الأرباح

يوضح شكل ٢-٤ مدى قوة توزيعات الأرباح على مر السنين، حيث يحلل الشكل أداء إجمالي العوائد لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ إلى تقدير مؤشر الأسعار (وهو ما ينظر إليه الناس عادةً) وتوزيعات الأرباح (وتوزيعات الأرباح المُعاد استثمارها). تُعَد إعادة استثمار توزيعات الأرباح واحدة من أقوى الطرق وأكثرها موثوقيةً لزيادة الثروة على المدى الطويل. ومنذ أوائل سبعينيات القرن العشرين، يمكن أن يُعزى ما يقرب من ٧٥٪ من إجمالي العوائد لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ إلى الأرباح المُعاد استثمارها وقوة تراكم رأس المال.

من عام ١٨٨٠ إلى عام ١٩٨٠، بلغ متوسط نسبة صافي توزيعات الأرباح في سوق الأسهم الأمريكية ٧٨٪ من الأرباح، وبلغ متوسط عوائد توزيعات الأرباح الناتج ٤,٨٪. لم تمثل عمليات إعادة شراء الأسهم عادةً جزءًا رئيسيًّا من العوائد النقدية للمستثمرين، وفي الولايات المتحدة، لم تسمح بها هيئة الأوراق المالية والبورصات إلا بعد إقرار القاعدة ١٠ب–١٨ في عام ١٩٨٢. وهذا يعني أن النمو السريع في عمليات إعادة شراء الأسهم في



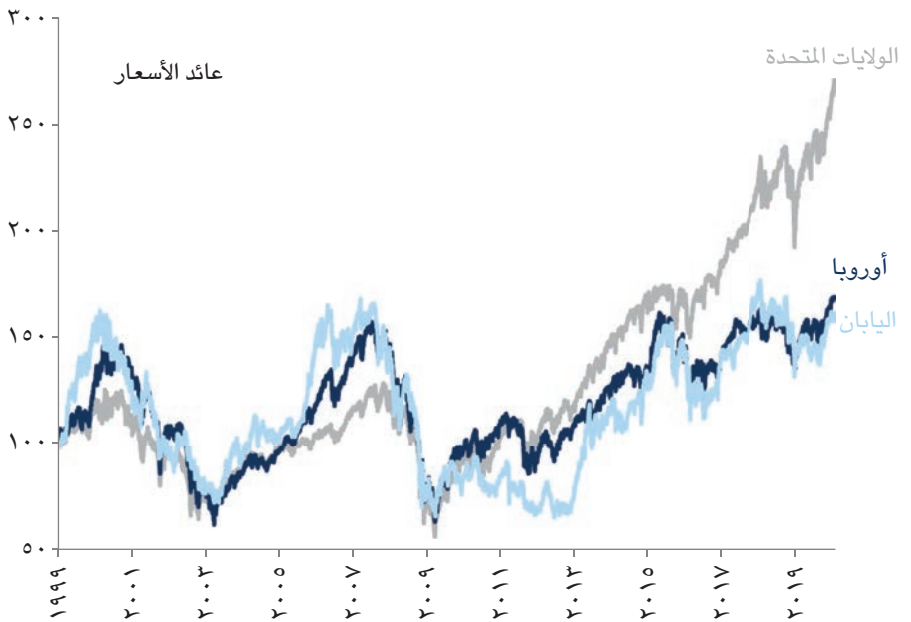
شكل ٢-٤: بيان بقوة توزيعات الأرباح (إجمالي عوائد مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ منذ عام ١٩٧٣).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

السنوات الأخيرة جاء على حساب الأرباح العادية. ومنذ عام ٢٠٠٠، بلغ متوسط عوائد توزيعات الأرباح ١,٩٪ وعائد عمليات إعادة شراء الأسهم ٢,٠٪. وفي حالة إعادة استثمار عائد سنوي بنسبة ٤,٠٪ ناتج عن توزيعات الأرباح (أو عمليات إعادة الشراء)، من المحتمل أن يضاعف المستثمر استثماره في أقل من ١٨ عامًا حتى من دون حدوث أي ارتفاع في الأسعار.

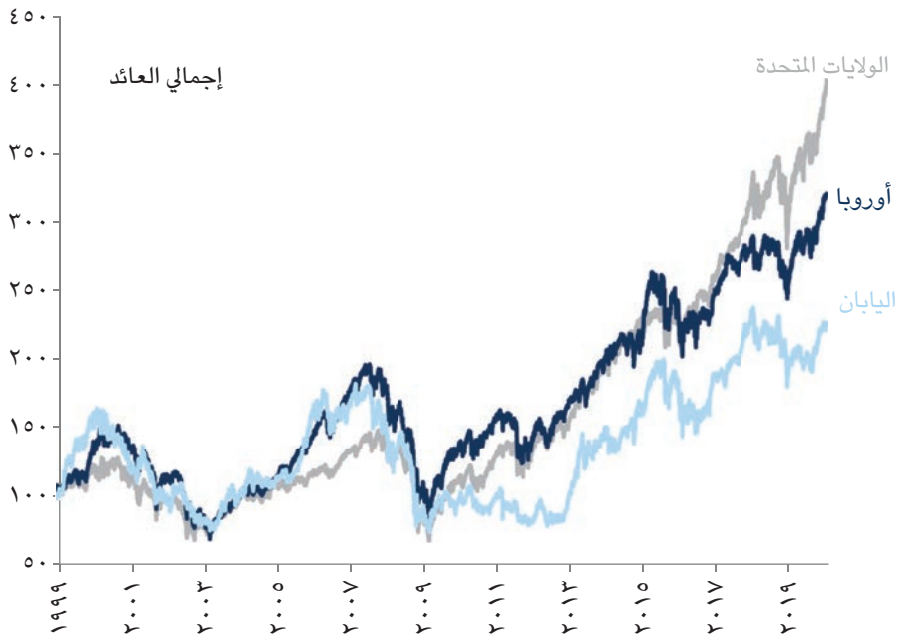
في بعض الأسواق، تكون الصناعات أكثر استقرارًا وتقلُّ أهمية الحاجة إلى إعادة الاستثمار لتحقيق النمو المستقبلي. ونتيجةً لذلك، تزداد نسب صافي توزيعات الأرباح، ويمكن أن تصبح نسبة عوائدها أكبر. في أوروبا، على سبيل المثال، ما زالت سوق الأسهم (مؤشر ستوكس ٦٠٠ الأوروبي)، حتى وقت تأليف هذا الكتاب، ليست أعلى بكثير من المستويات التي وصل إليها في عام ٢٠٠٠ أو ٢٠٠٧ أو ٢٠١٥. ولكن من حيث إجمالي العوائد، وفي ذلك توزيعات الأرباح، كانت النتائج أفضل بكثير للمستثمرين. وفي هذه الأسواق، حيث يحتوي مؤشر الأسهم على نسبة عالية من الشركات المتخصصة في صناعات

مستقرة للغاية، مثل النفط والبنوك والمرافق والاتصالات، يمكن أن تصل نسبة العوائد الآتية من توزيعات الأرباح إلى نحو ٨٠٪ بناءً على المتوسط المتداول (المتحرك) لمدة ٢٠ عامًا.

على الرغم من تفوق سوق الأسهم الأمريكية بقدر كبير على أوروبا واليابان في السنوات التي تلت الأزمة المالية، فبالنظر إلى إجمالي العوائد (انظر شكل ٢-٥ و٢-٦) نجد أن الفجوة بين أوروبا والولايات المتحدة قد بدأت تقل. وعلى هذا الأساس تكون اليابان قد تخلفت حقًّا عن الركب. وعلى غرار أوروبا، عانت اليابان من انخفاض نمو الأرباح في السنوات الأخيرة، ولكنها، على النقيض من أوروبا، لم تدفع الكثير من توزيعات الأرباح. من المهم أن يدرك المستثمرون هذه الاختلافات عند اختيار الأسواق.



شكل ٢-٥: تشابه أوروبا واليابان في أداء الأسعار (عوائد الأسعار: سوق الأسهم).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.



شكل ٢-٦: تفوق أوروبا على اليابان في إجمالي العوائد (إجمالي العوائد: سوق الأسهم).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

العوامل التي تؤثر على عوائد المستثمرين

يمكننا القول عمومًا إن أسواق الأسهم تُقدم أفضل أداء عندما تكون الظروف الاقتصادية ضعيفة، وتكون التقييمات منخفضة، ولكن يوجد تحسُّن في المشتق الثاني من النمو؛ بمعنى أن معدل التغير يتوقف عن التدهور.

تُعاني أسواق الأسهم مع ارتفاع التقييمات و/أو بدء تأثر الأسعار بالمخاوف بشأن النمو في مرحلة متأخرة من الدورة عندما يبدأ المشتق الثاني للنمو في التدهور.

يدعم كذلك انخفاض معدل تقلب المتغيرات الكلية العوائد (إذ يجعل التنبؤ بالظروف أسهل؛ ومن ثَم يقلل من المخاطر المُتصوَّرة)، في حين يُشكل ارتفاع معدل التقلب الكلي عائقًا بوجه عام.

لكن هناك عوامل أخرى تؤثر في عوائد المستثمرين.

يعتمد النمط التاريخي للعوائد في أسواق الأصول على عاملين رئيسيين، غالبًا ما يكونان مرتبطين:

- توقيت الاستثمار (ظروف الشراء).
- التقييم في وقت الاستثمار.

توقيت الاستثمار

عندما تفكر في الاستثمار، فإن اختيار التوقيت الأمثل للاستثمار هو على الأرجح العامل الأصعب، خاصةً على المدى القصير. لكن النتيجة يمكن أن تختلف اختلافًا كبيرًا من مستثمر لآخر. على سبيل المثال، إذا نظرنا إلى الفترة من بداية عام ٢٠٠٩ (قبل وقت قصير من الهبوط الذي حدث بعد الأزمة المالية)، التي كانت مثمرة للمستثمرين عمومًا، نجد أن المستثمر الذي اشترى أحد صناديق المؤشرات واحتفظ به كان سيشهد ارتفاعًا في سعر الصندوق بنحو ٢٥٠٪ في الولايات المتحدة (أي ما يعادل عائدًا سنويًّا يزيد عن ١٢٪).

بالرغم من عدم وجود مستثمر ذكي أو محظوظ بما يكفي لتجنب كل الأوقات الصعبة على أرض الواقع، لا يزال تحديد الوقت المناسب أمرًا مهمًّا للغاية حتى مع تمديد فترات تحديد الوقت المناسب. فالمستثمر الذي تجنَّب أفضل شهر في السنة سيحقق عوائد أسهم تقترب من ٢٪ في المتوسط منذ عام ١٩٠٠، في حين أن المستثمر الذي تمكَّن من تجنُّب أسوأ شهر سيحقق عوائد سنوية تقترب من ١٨٪؛ أي أعلى من المستثمر الذي استثمر طوال العام بنحو ٨٠٪. وعلى الرغم من أن هذه النتائج توضح تأثير تجنب الخسائر الكبيرة، فهي تظهر أيضًا أن تفويت الشهور الأفضل للاستثمار يمكن أن يتسبب في تكبد خسائر فادحة.

تمتد مسألة تحديد التوقيت المناسب للاستثمار إلى الأسواق المالية كافة. وكان من الممكن أن تحقق المحفظة المرجعية «المتعددة الأصول» — على سبيل المثال، تلك التي تتكوَّن دائمًا من ٦٠٪ أسهمًا و٤٠٪ سندات — عائدًا سنويًّا بنسبة ٢٪ تقريبًا من خلال تفويت أفضل الشهور وأكثر من ١٢٪ من خلال تجنب أسوأ الشهور

على الرغم من أن كل هذا يوضح مدى أهمية اختيار التوقيت المناسب، لكنه ليس واقعيًّا؛ لأن معظم المستثمرين لا يستطيعون التركيز على التحركات اليومية أو حتى

الشهرية في السوق. ومع ذلك، فإن القدرة على تجنب أسوأ الفترات والاستثمار في الفترات الأفضل قد تكون أكثر جدوى عندما تبلغ مدة الاستثمار عامًا واحدًا. وكما يظهر جدول ٢-٤، فقد شهدت أسوأ سنوات سوق الأسهم انخفاضات تتراوح بين ٢٠٪ و٤٠٪، وشهدت أفضل السنوات ارتفاعات تتراوح بين ٤٠٪ و٦٠٪. ونظرًا لتزامن معظم أسوأ السنوات مع فترات الضغط الاقتصادي، مثل فترات الركود أو الارتفاع الحاد في أسعار الفائدة، وتزامن أفضل السنوات مع فترات النشاط الاقتصادي القوي أو المتعافي، وانخفاض أسعار الفائدة والمخاطر المتصورة و/أو فترات التقييمات المنخفضة، يمكننا فهم سبب الأهمية الكبيرة للدورات في الأسواق.

في حالة أسواق السندات، يكون التباين أقل حدة، ويُعزى ذلك لعدم تمتُّع أسوأ السنوات بالقدر نفسه من الأهمية. ومع ذلك، فقد حققت أفضل السنوات عوائد تتماشى مع، إن لم تكن أعلى، متوسط عوائد الأسهم على مر السنين (انظر جدول ٢-٥).

جدول ٢-٤: أفضل وأسوأ سنوات في إجمالي العوائد لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠.*

أفضل أداء سنوي		أسوأ أداء سنوي	
١٨٦٢	٦٧٪	١٩٣١	−٤٤٪
١٩٣٣	٥٣٪	٢٠٠٨	−٣٧٪
١٩٥٤	٥٢٪	١٩٣٧	−٣٥٪
١٨٧٩	٥٠٪	١٩٠٧	−٣٠٪
١٨٦٣	٤٨٪	١٩٧٤	−٢٧٪
١٩٣٥	٤٧٪	١٩٣٠	−٢٥٪
١٩٠٨	٤٥٪	١٩١٧	−٢٥٪
١٩٥٨	٤٣٪	٢٠٠٢	−٢٢٪
١٩٢٨	٤٣٪	١٩٢٠	−٢٠٪
١٩٩٥	٣٨٪	١٨٩٣	−١٦٪

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

جدول ٢-٥: أفضل وأسوأ سنوات في إجمالي عوائد السندات الأمريكية لأجل ١٠ سنوات.*

أفضل أداء سنوي		أسوأ أداء سنوي	
١٩٨٢	٪٣٩	١٩٣١	٪١٣-
١٩٨٥	٪٣٠	٢٠٠٩	٪١٠-
١٩٩٥	٪٢٦	٢٠١٣	٪٩-
١٩٨٦	٪٢١	١٩٩٩	٪٨-
١٨٦٣	٪٢٠	١٩٩٤	٪٧-
٢٠٠٨	٪٢٠	١٩٠٧	٪٦-
١٩٧٠	٪١٩	١٩٦٩	٪٦-
١٩٢١	٪١٩	١٩٢٠	٪٤-
١٩٩١	٪١٩	١٩٦٧	٪٣-
١٩٨٩	٪١٨	١٩٥٦	٪٣-

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

تقييمات وعوائد الأسهم مقابل السندات

يركز معظم المحللين والمستثمرين اهتمامهم، لأسباب مفهومة، على المحركات «الأساسية» للعوائد، مثل: آفاق النمو الاقتصادي، ونمو الأرباح، ومعدلات العائد على رأس المال، والهوامش، وما إلى ذلك. لكن المناخ الاقتصادي والمرحلة التي تمر بها دورة الأعمال ليسا العاملين الوحيدين اللذين يمكن أن يفسرا تفسيرًا وافيًا عوائد المساهمين على مدى فترات زمنية محددة.

على سبيل المثال، شهدت نهاية العقد الأخير من القرن الماضي (عندما انفجرت فقاعة التكنولوجيا) نموًّا قويًّا في الاقتصاد والأرباح إلى حد غير عادي في أغلب المناطق. وكان التضخم عمومًا منخفضًا ومستقرًّا، وفي الولايات المتحدة وأوروبا، ارتفعت حصص أرباح إجمالي الناتج المحلي وعائد الأسهم إلى مستويات غير مسبوقة. وعلى الرغم من كل هذا، كانت العوائد على الأسهم ضعيفة للغاية على مدى العقد اللاحق في حال شرائها في ذروة فترة الانتعاش، عندما كان المستثمرون في أوج ثقتهم. في المقابل، لم تكن هذه الأساسيات

متوفرة بكثرة خلال قسم كبير من ثمانينيات القرن العشرين، ولكن عوائد الأسهم كانت أعلى بكثير. والسؤال هنا: كيف يمكننا تفسير هذا التناقض الظاهري؟

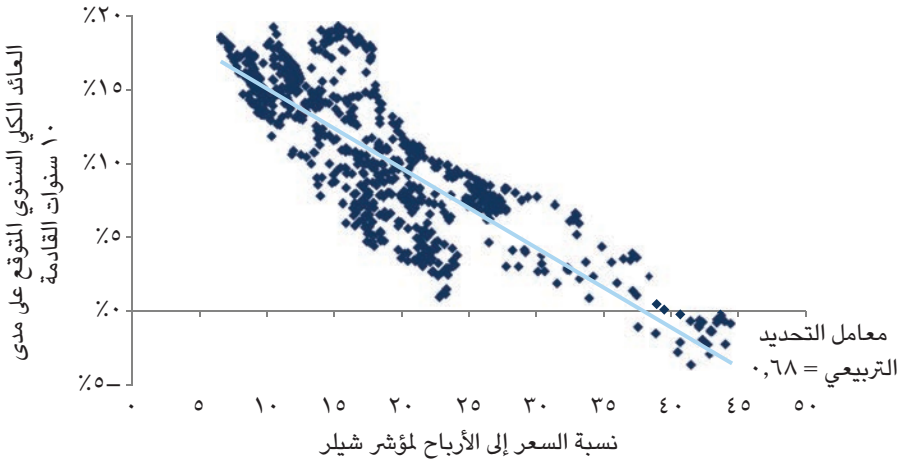
يعتمد جزء كبير من التفسير على التقييمات. ومن المفهوم أن ذروة التقييمات (١٩٢٩، ١٩٦٨، ١٩٩٩) تميل إلى أن تتبعها عوائد ضعيفة للغاية نظرًا لانخفاض المخاطر، وتميل العوائد المنخفضة للغاية، في حالات هبوط السوق (١٩٣١، ١٩٧٤، ٢٠٠٨) إلى أن تتبعها عوائد قوية.

تشير التقييمات المرتفعة إما إلى ارتفاع خطورة حدوث تصحيح/هبوط في السوق وإما فترة طويلة من العوائد المنخفضة في المستقبل. تختلف العلاقة بين التقييم والعوائد المستقبلية من مقياس إلى آخر، كما أنها مؤشر أفضل للعوائد المتوسطة الأجل مقارنة بالعوائد القصيرة الأجل. على سبيل المثال، استنادًا إلى بيانات الولايات المتحدة مجددًا، فإن معامل التحديد التربيعي بين نسبة السعر الحقيقي إلى الأرباح لشيلر (السعر الحقيقي/متوسط الأرباح الحقيقية لعشر سنوات) وعوائد الأسهم المستقبلية لعشر سنوات مرتفع جدًّا (نحو ٠,٧٠). في الوقت نفسه، فإن معامل التحديد التربيعي يبلغ ٠,٢٠ لعوائد الأسهم لمدة عامين، و٠,٤٠ لمدة ٥ سنوات و٠,٦٠ لمدة ٢٠ عامًا (انظر شكل ٢-٧).

ويزيد تأثير التقييم عندما يكون عند مستويات قصوى (إما منخفضة جدًّا وإما مرتفعة جدًّا). ولكن هذا الأمر متفاوت نظرًا لتأثر العوائد بعوامل أخرى.

يتجلى تأثير التقييمات على التنبؤ بالعوائد المستقبلية عند مقارنة العوائد بين مختلف فئات الأصول وضمن فئة أصول واحدة. عند إجراء مقارنة بين عدد من فئات الأصول، هناك طرق مختلفة لتوضيح العائد النسبي المستقبلي المحتمل. تتمثل إحدى الطرق البسيطة في استخدام فجوة العائد الحقيقي في الولايات المتحدة (الفرق بين عائد توزيعات الأرباح وعائد السندات الحقيقي) كبديل.

عند مقارنة تطور التقييم بالأداء النسبي بعد خمس سنوات، يمكن ملاحظة وجود علاقة معقولة. فتقييمات الأسهم المبدئية المرتفعة نسبيًّا تعني انخفاض عوائد الأسهم نسبيًّا في المستقبل، والعكس صحيح. وتُعَد منتصف التسعينيات الفترة الرئيسية التي انهارت فيها هذه العلاقة. ففي ذلك الوقت، لم تبدُ الأسهم رخيصة على نحو خاص مقارنةً بالسندات، ولكن على مدى السنوات الخمس التالية تفوقت تفوقًا كبيرًا على السندات بسبب ظهور فقاعة التكنولوجيا. وعلى الرغم من أن التقييم لا يُعَد العامل الوحيد الذي يدفع العوائد النسبية، فهو يتمتع بأهمية كبيرة.

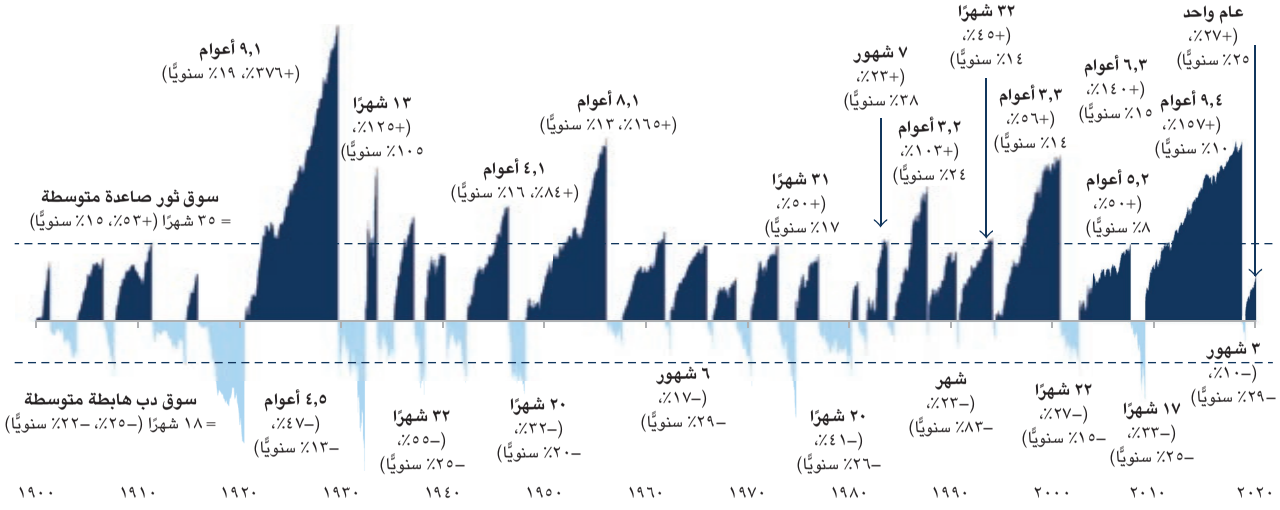


شكل ٢-٧: العلاقة بين نسبة السعر إلى الأرباح المعدلة دوريًّا والعوائد المتوقعة (لمدة تزيد عن ١٠ سنوات) (مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ منذ عام ١٩٥٠).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

تأثير التنويع على الدورة

تسير الأسهم والسندات في اتجاهين مختلفين (وإن لم ينطبق هذا الأمر طوال الوقت)، أو على الأقل لدى كلٍّ منهما مخاطر وتقلبات مختلفة؛ ولذلك من الحكمة الجمع بين هاتين الفئتين الرئيسيتين من الأصول عند إنشاء محفظة. وبهذا يمكن الحد من التقلبات من خلال التخفيف من تأثير التصحيحات الحادة في الأسهم (حتى لو انخفضت أسعار السندات عند انخفاض أسعار الأسهم، فمن المرجح أن تنخفض بمعدل أقل)، ولكن عادةً ما تكون العوائد الإجمالية أقل. وعلى المنوال نفسه، قد يؤدي هذا إلى تقليل احتمالية زيادة العوائد في المحفظة. وبمرور الوقت، ومن خلال العديد من الدورات المختلفة، قد يؤدي الجمع بين الأسهم والسندات الحكومية (على سبيل المثال، بنسبة ٦٠ / ٤٠، على الترتيب) إلى الحصول على دورات متفاوتة المدة والقوة. وباستخدام الأسهم والسندات الحكومية الأمريكية كمرجع، يوضح شكل ٢-٨ مدة كل دورة وقوتها.

ومع ذلك، فإن الجمع بين فئتَي الأصول يمكن أن يوفر في كثير من الأحيان عائدًا جيدًا للغاية ويخفف من حدة المخاطر في الوقت نفسه. وباستخدام بيانات تعود إلى عام ١٩٠٠



شكل ٢-٨: نحن في أطول سوق ثور صاعدة بنسبة ٦٠ / ٤٠ دون تراجع إجمالي العوائد بنسبة ١٠٪ (أسواق الثور الصاعدة والدب الهابطة بنسبة ٦٠ / ٤٠ [تراجع إجمالي العوائد الحقيقية بأكثر من ١٠٪]).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

يتضح أن سوق الثور الصاعدة المتوسطة تستمر لمدة ثلاث سنوات تقريبًا، وتُدرُّ عوائد إجمالية حقيقية (معدلة وفقًا للتضخم) بنسبة ٥٠٪، أو ١٥٪ سنويًّا. وقد استمرت سوق الدب الهابطة المتوسطة لمدة عام ونصف، وبلغ إجمالي الخسائر الحقيقية ٢٥٪، أو ٢٢٪ سنويًّا. وكانت أقوى فترة للمحفظة المتوازنة في عشرينيات القرن العشرين، حيث تجاوز إجمالي العائد الحقيقي ٣٦٠٪، بمعدل سنوي يقارب ٢٠٪ لمدة ٩ سنوات. في الواقع، نتج عن الفترة التي تلت الأزمة المالية أطول سوق ثور صاعدة متوازنة؛ إذ استمرت لأكثر من ٩ سنوات وحققت عوائد سنوية بالقيمة الحقيقية بلغت نحو ١٠٪. وبالطبع، كانت كلتا الفترتين استثنائيتين. وبلغ متوسط سوق الثور الصاعدة لمؤشر قياسي متعدد الأصول (٦٠ / ٤٠) في الولايات المتحدة ٨١٪ (٢٢٪ سنويًّا) على مدى ثلاث سنوات ونصف.

الفصل الثالث

دورة الأسهم: تحديد المراحل

رغم وجود تحولات طويلة الأجل في عوائد الأسهم التي تعتمد على ظروف الاقتصاد الكلي السائدة (على وجه الخصوص، المفاضلة بين النمو وأسعار الفائدة)، تميل معظم أسواق الأسهم إلى التحرك في دورات ترتبط إلى حد ما بدورات الأعمال. ولأن أسواق الأسهم تتحرك تحسبًا للأساسيات المستقبلية، تميل توقعات النمو والتضخم إلى أن تنعكس في الأسعار الحالية. ويمكن أن تؤثر هذه التغييرات أيضًا في التقييم؛ على سبيل المثال، إذا بدأ المستثمرون يتوقعون انتعاش الأرباح المستقبلية من حالة الركود، فسيرتفع تقييم سوق الأسهم في الفترة التي تسبق ظهور التحسن فعليًّا.

على مدار دورة الاستثمار، عادةً ما تكون هناك سوق دب هابطة (أي فترة تنخفض فيها الأسعار) وسوق ثور صاعدة (أي فترة ترتفع فيها أسعار الأسهم عمومًا أو تظل عوائد الأسعار مستقرة نسبيًّا). وسنناقش طبيعة هاتين السوقين وشكلهما والاختلافات بينهما بمزيد من التفصيل لاحقًا في الكتاب. أما هذا الفصل فيركز على نحو أكثر تحديدًا على نمط وشكل ومحركات دورة الاستثمار بأكملها، أي الفترة بأكملها بدءًا من أدنى مستوًى للسوق وحتى الذروة النهائية لها. وتختلف هذه الدورات في المدة، ولكن في حالة أسواق الأسهم الأمريكية فقد بلغ متوسطها عمومًا نحو ٨ سنوات في الماضي.

وبطبيعة الحال، من الصعب تحديد موقعك في هذه الدورة أثناء حدوثها؛ إذ لا يمكن معرفة هذا إلا في وقت لاحق. ولكن مجرد إدراك وجود هذه الأنماط على مر الزمن يمكن أن يكون مفيدًا في تنبيه المستثمر إلى التحولات المحتملة في العوائد والمؤشرات التي يجب البحث عنها.

وبالنظر إلى البيانات من أوائل سبعينيات القرن العشرين، يبدو أن هذه الأنماط الدورية تتكرر، وإن كان ذلك على نحو مختلف إلى حد ما في كل مرة، وفي معظم هذه

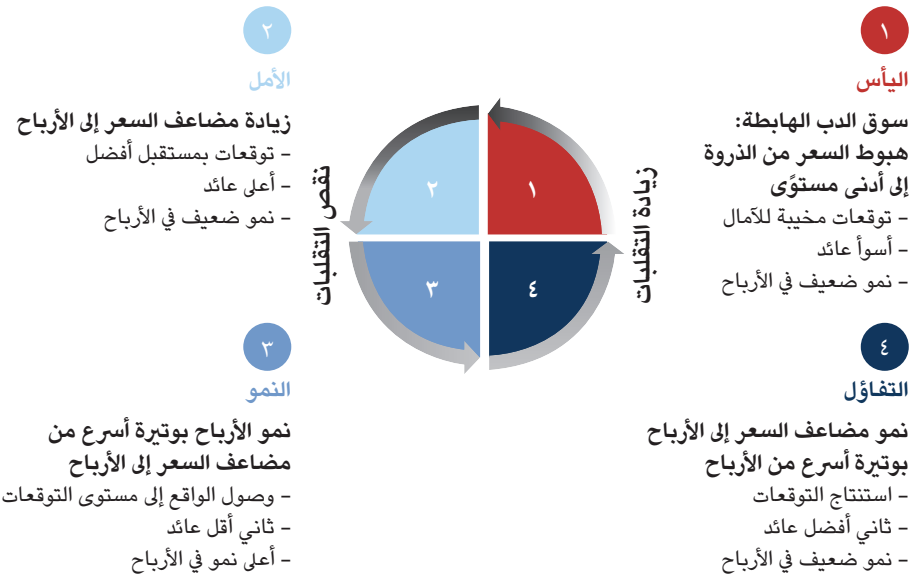
الدورات يمكن تقسيم العوائد إلى أربع مراحل واضحة، كلٌّ منها مدفوعة بعوامل مميزة (على سبيل المثال، التغيرات المتوقعة في معدلات النمو المستقبلية أو في التقييمات).

المراحل الأربعة لدورة الأسهم

يوضح شكل ٣-١ طريقة تقسيم الدورة إلى مراحل. هذه نسخة مبسطة من الواقع إلى حد كبير، ولكنها تعكس ميل الأسواق إلى التحرك في دورات، وتوضح كيف تعكس المراحل المتمايزة مدى تأثر أداء أسعار المؤشر بنمو الأرباح الفعلي عند حدوثه و/أو نمو الأرباح المستقبلي المتوقع، الذي يمكننا ملاحظته من خلال التغيرات في مضاعف السعر إلى الأرباح (حيث ترتفع التقييمات عندما يتوقع المستثمرون حدوث تحسينات مستقبلية في نمو الأرباح وتنخفض التقييمات عندما يتوقعون تراجعًا في النمو). ولتبسيط الفكرة، يمكن وصف المراحل الأربعة على النحو التالي:

(١) **مرحلة اليأس**. وهي الفترة التي يتحرك فيها السوق من ذروته إلى أدنى مستوًى له، والمعروفة أيضًا باسم سوق الدب الهابطة. ويُعَد انخفاض التقييمات الدافع الرئيسي لهذا التصحيح، مثل انكماش مضاعف السعر إلى الأرباح، حيث يتوقع السوق حدوث تدهور في بيئة الاقتصاد الكلي والآثار المترتبة على ذلك من حيث انخفاض الأرباح المتوقعة ويتفاعل مع هذا الأمر.

(٢) **مرحلة الأمل**. عادةً ما تستمر هذه المرحلة فترة قصيرة (٩ شهور في المتوسط في الولايات المتحدة)، عندما ينتعش السوق من أدنى تقييم له، أو زيادة مضاعف السعر إلى الأرباح. ويحدث هذا تحسبًا للانخفاض المرتقب في الدورة الاقتصادية، فضلًا عن نمو الأرباح المستقبلية، ويؤدي إلى ارتفاع مضاعف السعر إلى الأرباح الأخيرة. وعمومًا، تكاد تتزامن نهاية مرحلة الأمل مع ذروة مضاعف السعر إلى الأرباح الأخيرة (التي تمثل الحد الأقصى من المشاعر الإيجابية تجاه النمو المستقبلي). وهذه المرحلة حاسمة عند المستثمرين؛ لأنها عادةً ما تحدُث عند تحقيق أعلى عوائد في الدورة. ومع ذلك، تميل هذه المرحلة إلى البدء عندما تشهد بيانات الاقتصاد الكلي الفعلية ونتائج أرباح قطاع الشركات مستويات متدنية. والأهم من ذلك أن المحرك الرئيسي هنا هو التوقعات: فعلى الرغم من أن مرحلة الأمل غالبًا ما تتزامن مع وجود مستوًى ضعيف من البيانات، فإنها تحدث عندما يبدأ المشتق الثاني (معدل التغيير) في البيانات في التحسن. لذا فإن أفضل وقت للشراء في سوق



شكل ٣-١: المراحل الأربعة لدورة الأسهم.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

الأسهم هو عادةً عندما تكون الظروف الاقتصادية ضعيفة وبعد تراجع سوق الأسهم، وبدء ظهور العلامات الأولى لتوقف الظروف الاقتصادية عن التدهور بوتيرة سريعة.

(٣) **مرحلة النمو**. عادةً ما تستمر هذه المرحلة لأطول فترة (٤٩ شهرًا في المتوسط في الولايات المتحدة)، حيث يكون هناك نمو في الأرباح يؤدي إلى زيادة العوائد.

(٤) **مرحلة التفاؤل**. هذه هي المرحلة الأخيرة من الدورة، عندما تزداد ثقة المستثمرين، أو ربما شعورهم بالرضا، وحيث تميل التقييمات إلى الارتفاع مرة أخرى وتتجاوز معدل نمو الأرباح؛ ومن ثَم تهيئ الظروف لعملية تصحيح السوق التالية.

يوضح هذا الإطار أن العلاقة بين معدل نمو الأرباح وأداء الأسعار تتغير تغيرًا منهجيًّا خلال الدورة. وعلى الرغم من أن نمو الأرباح هو ما يغذي أداء سوق الأسهم على المدى الطويل، فإن معظم هذا النمو في الأرباح لا يظهر تأثيره على أسعار الأسهم

وقت حدوثه، بل عندما ينجح المستثمرون في توقعه في مرحلة الأمل، وعندما يفرطون في التفاؤل بشأن إمكانية حدوث نمو مستقبلي خلال مرحلة التفاؤل.

يوضح شكل ٣-٢ هذا الأمر في حالة الولايات المتحدة باستخدام بيانات منذ عام ١٩٧٣. ويشير إلى متوسط مدة كل مرحلة، ومتوسط عائد السعر، وكيفية توزيع ذلك بين زيادة المضاعف ونمو الأرباح. وعلى الرغم من أن مرحلة النمو تشهد جزءًا كبيرًا من نمو الأرباح، فعوائد الأسعار تبدأ في الظهور بالأساس في مرحلتَي الأمل والتفاؤل.

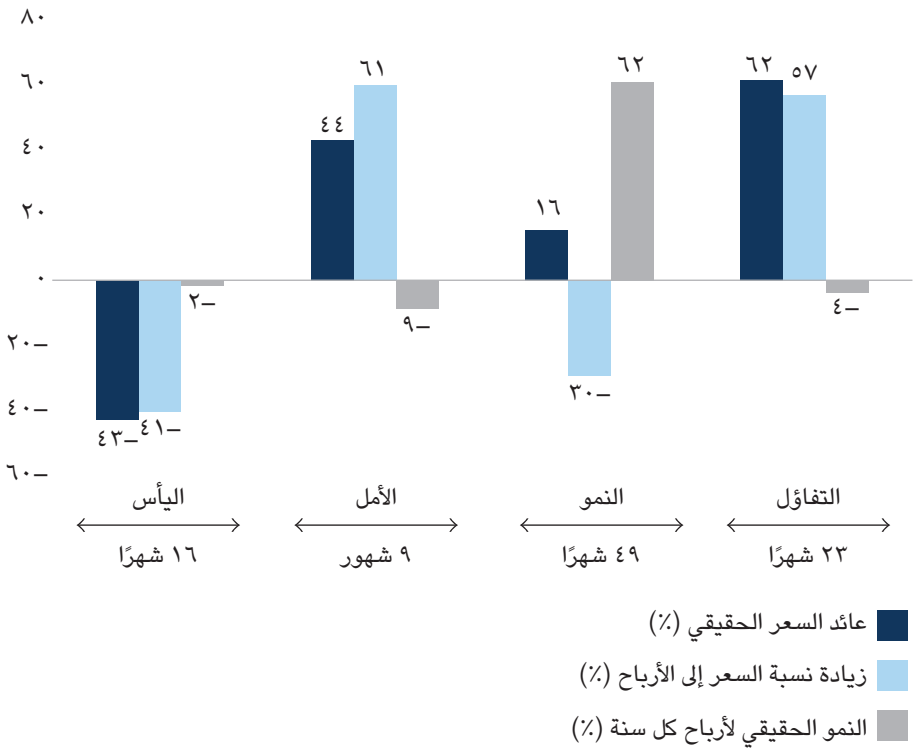
هناك رابط واضح بين مراحل دورة الأسهم والاقتصاد. ويتيح هذا تفسيرًا أوضح للمراحل ويساعد على تحديد متى ننتقل من مرحلة إلى أخرى.

يميل إجمالي الناتج المحلي، أو النشاط الاقتصادي، إلى الانكماش خلال مرحلتَي اليأس والأمل، حيث يتراجع الإنتاج عن مستويات الإنتاج المحتملة. ويصل إلى أدنى مستوياته في الفترة بين منتصف مرحلة الأمل ونهايتها. وفي مرحلة النمو، يميل النشاط الاقتصادي إلى التوسع، وفي نهاية المطاف، يتجاوز معدل نمو الإنتاج مستويات النمو المحتملة.

هناك أيضًا رابط بين الدورة والتقييمات. وباستخدام مقاييس تقييم بسيطة مثل نسبة السعر إلى الأرباح، تميل التقييمات إلى الانخفاض في مرحلة اليأس وترتفع ارتفاعًا حادًّا في مرحلة الأمل، حيث تؤدي التوقعات بشأن انتعاش الأرباح المستقبلية إلى رفع الأسعار تحسبًا لتحقيق الانتعاش فعليًّا.

وباستخدام هذا الإطار البسيط، تتطور متطلبات المستثمرين بشأن العائد الاستشرافي عبر مراحل دورة الأسهم على النحو الآتي:

- خلال مرحلة اليأس، يزداد قلق المستثمرين بشأن العوائد المستقبلية المحتملة؛ ولذلك يطالبون بالحصول على عائد مستقبلي مرتفع ارتفاعًا متزايدًا مقابل حيازة الأسهم. ويحدث رد الفعل هذا عادةً على خلفية زيادة التقلبات، وزيادة القدرة الفائضة (التي توصف غالبًا بفجوة الإنتاج)،[1] وغالبًا ما يحدث في بداية الركود خلال هذه المرحلة. ويؤدي هذا إلى انخفاض تقييمات الأسهم (مضاعفات السعر إلى الأرباح) وهبوط السوق. واستنادًا إلى بيانات منذ عام ١٩٧٣، فقد استمرت هذه المرحلة في المتوسط ١٦ شهرًا في الولايات المتحدة. وهي مرحلة لا تزال الأرباح ترتفع فيها (باعتدال)، ولكن الأسعار تنخفض انخفاضًا حادًّا، بنسبة تزيد عن ٤٠٪ في المتوسط، مع انكماش التقييمات بنسبة مماثلة.
- في مرحلة الأمل، يبدأ المستثمرون في توقع نهاية الركود أو الأزمة مع تباطؤ معدل التدهور وفقًا للبيانات (أي إن الأمور لا تزال سيئة ولكنها لا تتدهور)؛ وتحدُّ هذه



شكل ٣-٢: تحليل العوائد خلال مراحل الأسهم الأمريكية (العائد [٪]، بيانات منذ عام ١٩٧٣).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

الشفافية من احتمال مواجهة مخاطر التطورات السلبية. ومع انخفاض مخاطر طرف المنحنى يزداد قبول المستثمرين للعوائد المستقبلية الأقل (والتقييمات الأعلى)؛ إذ تنخفض علاوة مخاطر الأسهم وترتفع التقييمات نظرًا لأن «الخوف من تفويت الفرصة» غالبًا ما يؤثر في سلوك المستثمرين. وعلى الرغم من أن معدل التقلبات لا يزال مرتفعًا، فإنه يميل إلى الانخفاض قرب نهاية مرحلة الأمل، حيث تبدأ بيانات النشاط الاقتصادي في الاستقرار، وإن كان بمعدل منخفض. وفي هذه المرحلة، يدفع المستثمرون بالأساس مقدمًا مقابل الانتعاش المتوقع في الأرباح خلال مرحلة

النمو. وعلى الرغم من أن مرحلة الأمل عادةً ما تكون أقصر المراحل (نحو ٩ شهور في المتوسط)، فإنها تميل إلى أن تكون الجزء الأقوى من الدورة، حيث يبلغ متوسط العوائد ٤٠٪، وترتفع التقييمات بنسبة أكبر؛ لأن الأرباح عادةً ما تكون في حالة انكماش عند هذه المرحلة من الدورة.

- في بداية مرحلة النمو، يستفيد المستثمرون بالفعل من نمو الأرباح المستقبلية المتوقعة خلال مرحلة الأمل، على الرغم من أن النمو لم يتحقق بعد. وعادةً ما تصل فجوة الناتج إلى ذروتها في وقت ما خلال مرحلة الأمل إلى جانب البطالة، ولكنها تظل مرتفعة للغاية في بداية مرحلة النمو. وكثيرًا ما يتبنى المستثمرون نهج الانتظار والترقب، حيث يأخذون مهلة للتحقق من توقعات النمو على المدى الطويل. والنتيجة هي أن قيمة العوائد المستقبلية المتوقعة يُعاد تقديرها خلال مرحلة النمو حيث يتجاوز معدل نمو الأرباح العوائد وتنخفض التقلبات. وقد استمرت هذه المرحلة من الدورة في الولايات المتحدة لمدة ٤٩ شهرًا في المتوسط، محققةً متوسط عوائد بنسبة ١٦٪ مدعومة بزيادة في الأرباح بنسبة ٦٠٪. ونتيجةً لذلك، تميل مضاعفات السعر إلى الأرباح إلى الانكماش بنحو ٣٠٪ خلال هذه الفترة.

  زادت خلال هذه المرحلة المطالبة بعائد حقيقي أعلى في سوق الأسهم، وتُعَد زيادة العائد الحقيقي التي نشهدها عادةً في أسواق السندات أحد الدوافع المحتملة لحدوث هذا الأمر.
- لاحقًا، في مرحلة التفاؤل، تصبح القيمة المتراكمة كبيرة بما يكفي لجذب المزيد من المستثمرين الذين يخشون فقدان الفرصة؛ إذ تفوق العوائد الأرباح؛ ومن ثَم تنخفض العوائد المستقبلية المتوقعة. ومع اقتراب نهاية المرحلة، يزداد معدل التقلبات، حيث يختبر السوق مدى استدامة العوائد المرتفعة. وتستمر هذه المرحلة ٢٣ شهرًا في المتوسط، ولكنها تشهد مرة أخرى ارتفاعًا قويًّا في الأسعار وزيادة مضاعف السعر إلى الأرباح (كلاهما يزيد عن ٥٠٪) ونموًّا ضئيلًا للغاية في الأرباح.

نستنتج من هذه الأنماط ما يأتي:

- تتحقق أعلى العوائد السنوية (متوسط العائد الذي كان المستثمر سيحققه خلال فترة زمنية محددة إذا أُعيد استثمار العائد بمعدل سنوي) خلال مرحلة الأمل. في حالة الولايات المتحدة وأوروبا، يتراوح متوسط العائد في هذه المرحلة بين ٤٠٪

و٥٠٪ (مع ارتفاع إجمالي الأسعار بالقيمة الحقيقية سنويًّا بما يزيد عن ٦٠٪ في حالة الولايات المتحدة). يتبع ذلك مرحلة التفاؤل (حيث يتجاوز متوسط العائد ٣٠٪ سنويًّا في الولايات المتحدة وأوروبا)، ولا تتحقق سوى نسبة ضئيلة جدًّا من العائد خلال مرحلة النمو. وفي مرحلة اليأس تبلغ الخسائر السنوية في كلٍّ من الولايات المتحدة وأوروبا نحو ٤٥٪.

- من المثير للدهشة عدم تزامن النمو الفعلي للأرباح مع العوائد. فمرحلة النمو تشهد معظم الزيادات في الأرباح لكل منطقة؛ على سبيل المثال، في حالة الولايات المتحدة، ارتفع معدل نمو الأرباح الحقيقية (المعدلة وفقًا للتضخم) في المتوسط بنحو ٦٠٪ (٤٠٪ في أوروبا)، في حين أن معدل الأرباح في كلتا الحالتين لا يزال ينخفض خلال مرحلة الأمل، عندما يتحقق فعليًّا جزء كبير من العائد في السوق. وهذا يؤكد النقطة الأساسية التي مفادها أن المستثمرين يميلون إلى الدفع مقدمًا مقابل النمو المتوقع في المستقبل عندما تكون التقييمات منخفضة.
- ترتفع التقييمات إلى أقصى حد خلال مرحلتَي الأمل والتفاؤل (انظر جدول ٣-١ و٣-٢).

هذا النقاش يتناول، بطبيعة الحال، المتوسطات على مدى عقود عديدة؛ ولذلك يوفر إطارًا مفيدًا. ولكن في واقع الأمر، تختلف كل دورة اختلافًا طفيفًا؛ فقد تتغير ديناميكيات التضخم من فترة إلى أخرى، أو قد يكون هناك نمو اقتصادي أقوى مما كان عليه في الماضي. ويبدو أيضًا أنه بمرور الوقت يهيمن على كل دورة عاملٌ معين أو آخر.

جدول ٣-١: ارتفاع التقييمات إلى أقصى حد خلال مرحلتَي الأمل والتفاؤل.*

مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠				
	اليأس	الأمل	النمو	التفاؤل
المدة (بالشهر)	١٦	٩	٤٩	٢٣
التراكمي				
عائد السعر الحقيقي (٪)	−٤٣	٤٤	١٦	٦٢
النمو الحقيقي للأرباح لكل سهم	−٢	−٩	٦٢	−٤

مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠				
زيادة نسبة السعر إلى الأرباح (نقطة)	٧	٥-	٦	٩-
نسبة العائد	٪٥١	٪١٣	٪٣٦	-
سنويًّا				
عائد السعر الحقيقي (٪)	٣١	١-	٦٤	٤٥-
النمو الحقيقي للأرباح لكل سهم	٤-	١٩	٥-	٤

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

جدول ٣-٢: نمط ارتفاع التقييمات هو نفسه خارج الولايات المتحدة.*

مؤشر ستوكس ٦٠٠ الأوروبي				
	التفاؤل	النمو	الأمل	اليأس
المدة (بالشهر)	١٤	٢٧	١٣	١٣
التراكمي				
عائد السعر الحقيقي (٪)	٣٢	١٣	٤٣	٣٩-
النمو الحقيقي للأرباح لكل سهم	٠	٤٠	٨-	٢-
زيادة نسبة السعر إلى الأرباح (نقطة)	٥	٣-	٦	٧-
نسبة العائد	٪٣٧	٪١٥	٪٤٩	-
سنويًّا				
عائد السعر الحقيقي (٪)	٤٢	٢	٧٤	٤٩-
النمو الحقيقي للأرباح لكل سهم	٤	١٨	٦-	٤-

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

نستعرض فيما يأتي الدورات الرئيسية التي شهدناها منذ أوائل سبعينيات القرن الماضي:

سبعينيات القرن العشرين: بالإضافة إلى بشاعة الموضة، فقد اشتهرت فترة سبعينيات القرن العشرين بعواقبها الوخيمة على الأصول المالية. وصل مؤشر داو جونز

إلى أعلى مستوًى له في عام ١٩٧٢. ثم انخفض بشكل كبير ولم يتمكن من تجاوز هذا المستوى الأعلى مرة أخرى إلا بعد مرور ١٠ سنوات؛ أي في نوفمبر ١٩٨٢. وبالطبع، تبيَّن أن هذا الأمر كان سوق دب هابطة هيكلية (انظر الفصل السادس لمزيد من التفاصيل). وكان ارتفاع التضخم، على وجه الخصوص، عاملًا رئيسيًّا وراء العوائد الضعيفة، حيث ساعد على ارتفاع أسعار الفائدة وعوائد السندات؛ مما أدى إلى التغلب على نمو الأرباح ودفع التقييمات إلى الانخفاض. وانخفضت مضاعفات السعر إلى الأرباح خلال الدورة انخفاضًا كبيرًا، حيث تراوحت بين ٤٢٪ في المملكة المتحدة و٥٢٪ في الولايات المتحدة. وقد عكس أداء السوق الضعيف صدمةً كبيرةً على جانب العرض ناجمة عن ارتفاع أسعار النفط، التي أصبحت جزءًا لا يتجزأ من تضخم الأجور، وأدت إلى خروج توقعات التضخم عن السيطرة.

وعمومًا، تميل الدورات التي تنجم فيها الانتكاسة الأولية عن مشكلات هيكلية إلى أن تشهد مراحل نمو أطول من الدورات الأخرى، ويُعزى ذلك إلى أن المستثمرين يستغرقون وقتًا أطول ليستعيدوا الثقة التي تجعلهم على استعداد لدفع المزيد مقابل الأرباح؛ ومن ثَم نقل السوق إلى مرحلة التفاؤل. ويتجلى هذا بخاصة في الولايات المتحدة، حيث كانت مرحلة النمو في سبعينيات القرن العشرين واحدة من أطول المراحل المسجَّلة. وتتضمن نهاية الدورة بداية دورتَي الركود المتتاليتين في الولايات المتحدة أوائل ثمانينيات القرن الماضي.

أوائل ثمانينيات القرن العشرين: كانت الدورة القوية في أوائل الثمانينيات (كما أوضحنا سابقًا) مدعومة بمزيج من انخفاض توقعات التضخم وأسعار الفائدة، جنبًا إلى جنب مع انخفاض ملموس في علاوة مخاطر الأسهم، الأمر الذي أدى إلى حدوث زيادة كبيرة في مضاعفات السعر إلى الأرباح. كانت هذه الزيادة في التقييمات جديرة بالملاحظة، وقد نجمت عن انخفاضات كبيرة في عوائد السندات وأسعار الفائدة التي يفرضها البنك المركزي مع بدء انخفاض معدل التضخم.

تسعينيات القرن العشرين: تميزت هذه الدورة بالقوة الكبيرة. وكانت الخلفية الاقتصادية تتسم بالنمو القوي، ولكن مع انخفاض معدلات التضخم وأسعار الفائدة، وغالبًا ما توصف هذه الفترة باسم «الاعتدال العظيم». وكان للتأثير المزدوج للعولمة، الناجم عن انهيار الاتحاد السوفيتي وانفتاح الصين، دوره الحاسم أيضًا. وفي نوفمبر ١٩٩٥، تقدمت الصين بطلب رسمي للانضمام إلى منظمة التجارة العالمية (لكنها لم

تصبح عضوًا كامل العضوية إلا في ١١ ديسمبر ٢٠٠١). ومثَّل التحرك نحو استقلال البنوك المركزية أيضًا عاملًا مهمًّا ساهم في الاستقرار الملحوظ في الدورة الاقتصادية.

٢٠٠٠–٢٠٠٧: كانت هذه واحدة من أفضل الدورات من حيث نمو الأرباح لجميع أسواق الأسهم الرئيسية، ولكنها منحت المستثمرين أقل العوائد. وتجسَّدت المشكلة في أن جزءًا كبيرًا من نمو الأرباح القوي في هذه الدورة نتج جزئيًّا من أرباح القطاع المالي القوية للغاية، والتي أصبحت، بسبب زيادة الاستدانة، وهمية في أعقاب أزمة الرهن العقاري الثانوي في الولايات المتحدة.

٢٠٠٨ – إلى الآن: هذه هي دورة ما بعد الأزمة المالية، وهي الدورة الأطول حتى الآن (يتناول الفصل التاسع هذا الموضوع بمزيد من التفصيل)، ولكنها تختلف إلى حد ما عن الدورات الأخرى لعدة أسباب. فأولًا: تأثرت مراحل الدورة، خاصةً خارج الولايات المتحدة، تأثرًا شديدًا بسبب الطبيعة المتغيرة للأزمة المالية العالمية وموجاتها المتتالية التي أعقبت المشكلات الأولية التي شهدتها سوق الإسكان في الولايات المتحدة في الفترة ٢٠٠٧/٢٠٠٨. وعلى وجه الخصوص، في أعقاب المرحلة التي قادتها الولايات المتحدة منذ الأزمة، أصبحت أزمة الديون السيادية في أوروبا نقطةً محوريةً رئيسيةً لمخاطر الأسواق المالية في الفترة ٢٠١٠/٢٠١١، ومع بدء تراجع المخاوف في جميع أنحاء أوروبا، بدأت الأسواق الناشئة وأسعار السلع الأساسية في الهبوط؛ مما أدى إلى حدوث انخفاض مفاجئ وكبير في القيم السوقية في ٢٠١٥/٢٠١٦.

وثانيًا: كانت هذه الدورة مختلفة عن غيرها بسبب تميزها بتيسيرات غير تقليدية في السياسات (وبدء تطبيق التيسير الكمي)، بالإضافة إلى انخفاض معدلات التضخم وعوائد السندات إلى مستويات لم يسبق لها مثيل.

كان نمو الأرباح الضعيف نسبيًّا سمةً أخرى مميِّزة لهذه الدورة، إلى جانب ارتفاع التقييمات. وقد كانت أيضًا بمثابة دورة من التشتت الكبير بين الفائزين والخاسرين النسبيين. وقد انعكس هذا في التفوق الاستثنائي لأداء سوق الأسهم في الولايات المتحدة مقارنةً بأوروبا والأسواق الناشئة، وفي تحقيق قطاع التكنولوجيا لأرباح وعوائد أعلى بكثير من بقية السوق (وهو ما يفسر جزئيًّا أيضًا الاختلافات بين عوائد الأسهم الإقليمية).

دورات صغيرة/عالية التواتر ضمن دورة الاستثمار

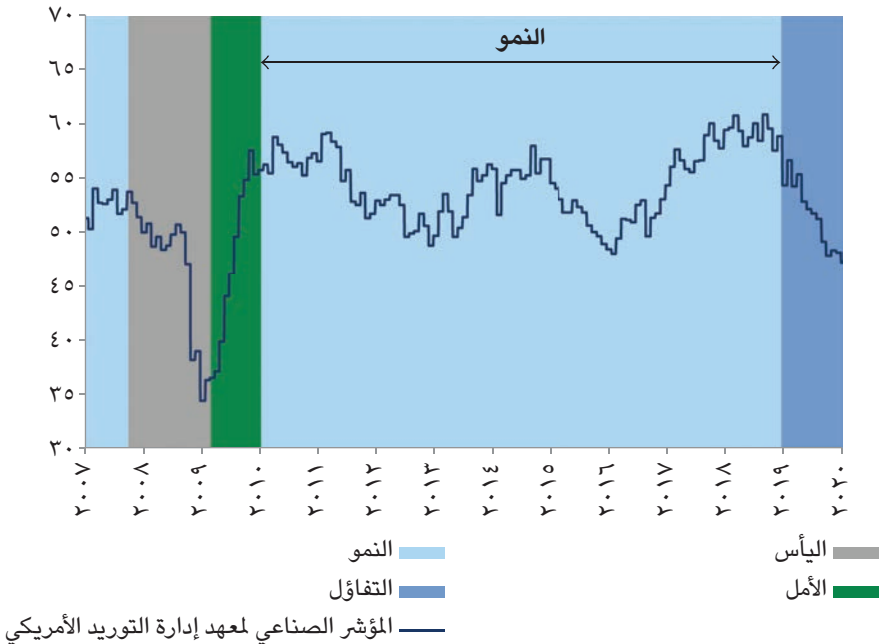
من الناحية العملية، يمكننا العثور على أدلة على وجود أنواع مختلفة من الدورات على مر التاريخ. وكما أوضحنا، تتباين مدة دورات الاستثمار، خاصةً خلال أطول مرحلة

نمو. ويعكس هذا جزئيًّا حقيقة أن هذه الدورات الكبرى تتخللها أيضًا دورات أقصر عمرًا تتزامن مع فترات تباطؤ النشاط الاقتصادي وتوسعه. وتعكس هذه الدورات في كثير من الأحيان حدوث تغييرات في دورات المخزون والسياسات، ويمكن تكرار هذه الدورات القصيرة المدة عدة مرات ضمن دورة استثمار أطول. لذلك، بالإضافة إلى تحليل دورات الاستثمار التي تمتد طوال الفترة بين سوق هابطة وأخرى، من الشائع أيضًا أن يكون هناك أكثر من دورة صغيرة، وأحيانًا عدة دورات صغيرة لفترات تباطؤ النشاط الاقتصادي وتسارعه خلال دورة استثمار كاملة. وتحدث هذه الفترات غالبًا ضمن مراحل النمو بوجه خاص، كما هو الحال في الدورة الأخيرة، التي طالت مدتها وأصبحت مدعومة بفترة طويلة من أسعار الفائدة المنخفضة والمستقرة. وعادةً، لا تتضمن هذه الدورات الصغيرة فترات ركود، بل مجرد فترات توقف أو تباطؤ في إطار توسع اقتصادي أطول.

يصعب في بعض الأحيان اكتشاف هذه الدورات الصغيرة باستخدام نقاط بيانات غير متكررة مثل إصدارات إجمالي الناتج المحلي، التي تُنشَر كل ثلاثة أشهر، وغالبًا ما تُنقَّح لاحقًا. ويميل المشاركون في السوق إلى التركيز بقدر كبير على نقاط البيانات العالية التواتر، التي يعتمد كثير منها على استطلاعات الثقة في الأعمال أو سجلات الطلبات وليس على نقاط البيانات «الجامدة». ومن المقاييس الشائعة الاستخدام في أماكن مثل الصين وأوروبا ما يُسمى بمؤشر مديري المشتريات، وفي الولايات المتحدة، مؤشر معهد إدارة التوريد الذي يُعَد موثوقًا فيه ومؤثرًا على نطاق واسع في توجيه قرارات السوق. ويتابع المستثمرون هذه المؤشرات على نطاق واسع؛ لأنها على الرغم من ارتباطها الوثيق بإجمالي الناتج المحلي، تتمتع بميزة كونها شهرية؛ ولذلك فهي ذات تواتر أعلى من التقارير ربع السنوية لإجمالي الناتج المحلي.

إذا ألقينا نظرة على مؤشر معهد إدارة التوريد في الولايات المتحدة، على سبيل المثال، فسنجد أن كثيرًا من هذه الدورات أقصر مقارنةً بدورات الاستثمار الكاملة. لذلك، على سبيل المثال، في دورة الاستثمار الحالية، التي بدأت في عام ٢٠٠٩، هناك ثلاث دورات صناعية صغيرة، تباطأ خلالها الاقتصاد ثم تسارع، وفقًا للشركات التي شملها الاستطلاع (انظر شكل ٣-٣). لكن كل دورة من هذه الدورات تطورت من دون أن ينتج عنها ركود اقتصادي أوسع نطاقًا.

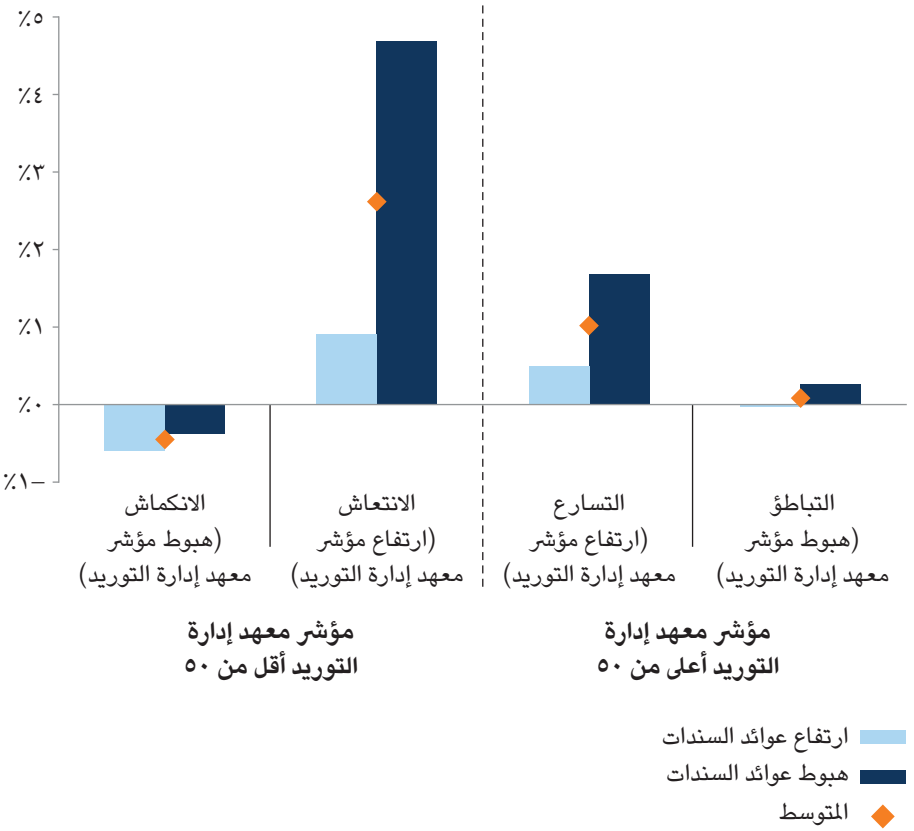
وكما نجد في دورات الاستثمار الأوسع نطاقًا والأطول عادةً، هناك علاقة بين أداء سوق الأسهم وفئات الأصول الأخرى وهذه الدورات الصغيرة.



شكل ٣-٣: دورة التصنيع: عدة دورات صغيرة في مرحلة النمو الأخيرة.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

وكما يُظهِر شكل ٣-٤ لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ في الولايات المتحدة (استنادًا إلى المتوسطات منذ خمسينيات القرن العشرين)، تميل أفضل فترة للأسهم إلى أن تتزامن مع وجود مؤشر معهد إدارة التوريد في المنطقة السالبة (عندما تكون القراءة أقل من ٥٠) — وهو ما يتوافق عادةً مع فترة ركود أو نشاط اقتصادي ضعيف — ولكن عندما يصل إلى نقطة تحول موجبة. يظهر هذا في شكل ٣-٤ على أنه مرحلة انتعاش. النقطة المهمة في هذا الأمر هي أن أفضل العوائد عادةً لا تأتي عندما تكون البيانات في أقوى حالاتها، بل عندما تكون في أضعف نقطة لها وتبدأ في التحول. ويُعَد هذا المشتق الثاني، أي فترة النشاط الاقتصادي الضعيف قيد التحسن، النقطة التي تتحكم عندها الغرائز الحيوانية في المستثمرين ويبدءُون في الشراء من أسواق الأسهم تحسبًا لانتعاش مستقبلي. وكما هو الحال في مرحلة الأمل في دورة الاستثمار الرئيسية، يتميز هذا الجزء من الدورة بأقوى

العوائد. وبالمثل، فإن أسوأ مرحلة للسوق هي عندما يكون مؤشر مديري المشتريات أقل من ٥٠ ومستمرًّا في الانكماش. ومجددًا، غالبًا ما يكون من السهل ملاحظة هذا الأمر، حيث تكون الأوضاع سيئة وتزداد سوءًا. وغالبًا ما يتزامن هذا مع مرحلة اليأس في دورة الاستثمار.



شكل ٣-٤: عوائد الأسهم على مدار الدورة (متوسط عوائد أسعار شهر واحد لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

إن فترة التسارع التي تتحسن فيها معدلات النمو هي في أغلب الأحيان ثاني أفضل فترة، وتتوافق توافقًا وثيقًا مع مرحلة النمو في دورة الاستثمار. وفي المتوسط، تُعَد فترة «التباطؤ» ثاني أضعف فترة بعد الانكماش عندما تكون قيمة مؤشر معهد إدارة التوريد موجبة ولكن في تدهور. وهذا ليس سيئًا بقدر الانكماش نفسه، ولكنه لا يزال مرتبطًا عمومًا بالعوائد الباهتة أو المسطحة في سوق الأسهم.

التفاعل بين الدورة وعوائد السندات

من السمات الأخرى لهذا النمط أن العوائد في أسواق الأسهم والسندات تعتمد على التفاعل بين توقعات النمو وعوائد السندات. ويختلف متوسط الأداء في سوق الأسهم على مدار الدورة اعتمادًا على ما إذا كانت عوائد السندات ترتفع أو تنخفض. يُعزى ذلك إلى أن سوق السندات يعكس موقف السياسة النقدية للبنك المركزي وأسعار الفائدة، فضلًا عن توقعات التضخم في المستقبل. فعندما نضيف عوائد السندات إلى هذا المزيج، نجد أن هناك تباديل أكثر تعقيدًا تساعد في تفسير العوائد. ويوضح شكل ٣-٤ هذه المجموعات حيث يمثل شكل الماسة متوسط العائد، وتوضح الأعمدة متوسط العوائد في كل مرحلة اعتمادًا على ما إذا كانت عوائد السندات تنخفض أو ترتفع.

على الرغم من أن متوسط العوائد في مرحلة الانتعاش يكون في أعلى مستوياته (عندما يكون مؤشر معهد إدارة التوريد أقل من ٥٠ ولكنه يرتفع)، هناك فرق كبير في العوائد اعتمادًا على ما إذا كانت عوائد السندات ترتفع أو تنخفض في الوقت نفسه. وعمومًا، تكون العوائد أعلى إذا انخفض معدل عوائد السندات، وهذا هو الحال في جميع مراحل الدورة الصناعية.

ولكن، كما سنرى في الفصل الآتي، فإن العلاقة بين سوق الأسهم وعوائد السندات معقدة. وعمومًا، على مدى الفترات الطويلة، ترتفع قيمة العوائد عند انخفاض عوائد السندات مقارنةً بالفترات التي ترتفع فيها عوائد السندات والتضخم ارتفاعًا هيكليًّا؛ على سبيل المثال، حصل المستثمرون في ثمانينيات القرن الماضي على عوائد أعلى مقارنةً بسبعينياته، عندما استمر التضخم في الارتفاع وارتفعت عوائد السندات. ولكن على مدى الفترات القصيرة الأجل، تكون التقلبات التي تشهدها عوائد السندات — والشكل العام لمنحنى العائد (سواء كانت عوائد السندات أعلى أو أقل من أسعار الفائدة القصيرة الأجل) — ذات أهمية كبيرة جدًّا. واعتمادًا على ما يحدث لتوقعات التضخم، فمن الممكن أن يرتبط

تحسن آفاق النمو إلى جانب ارتفاع أسعار الفائدة بأقوى العوائد في أسواق الأسهم. ويصح هذا الأمر بخاصة — كما هو الحال في الدورة الأخيرة — عندما تبدأ أسعار الفائدة من مستوًى منخفض للغاية، حيث قد يعكس ارتفاع عوائد السندات، بالإضافة إلى توقعات النمو، قدرًا أكبر من الثقة في نجاح السياسة وتلاشي مخاطر الركود. وبالمثل، فإن انحدار منحنى العوائد (عوائد السندات الطويلة الأجل التي تتجاوز مستويات أسعار الفائدة القصيرة الأجل) ينطوي عمومًا على وجود سياسات نقدية داعمة من البنك المركزي، ويعكس منحنى العوائد المقلوب، عندما تكون عوائد السندات أقل من أسعار الفائدة القصيرة الأجل التي تحركها السياسة، موقفًا نقديًّا تقييديًّا.

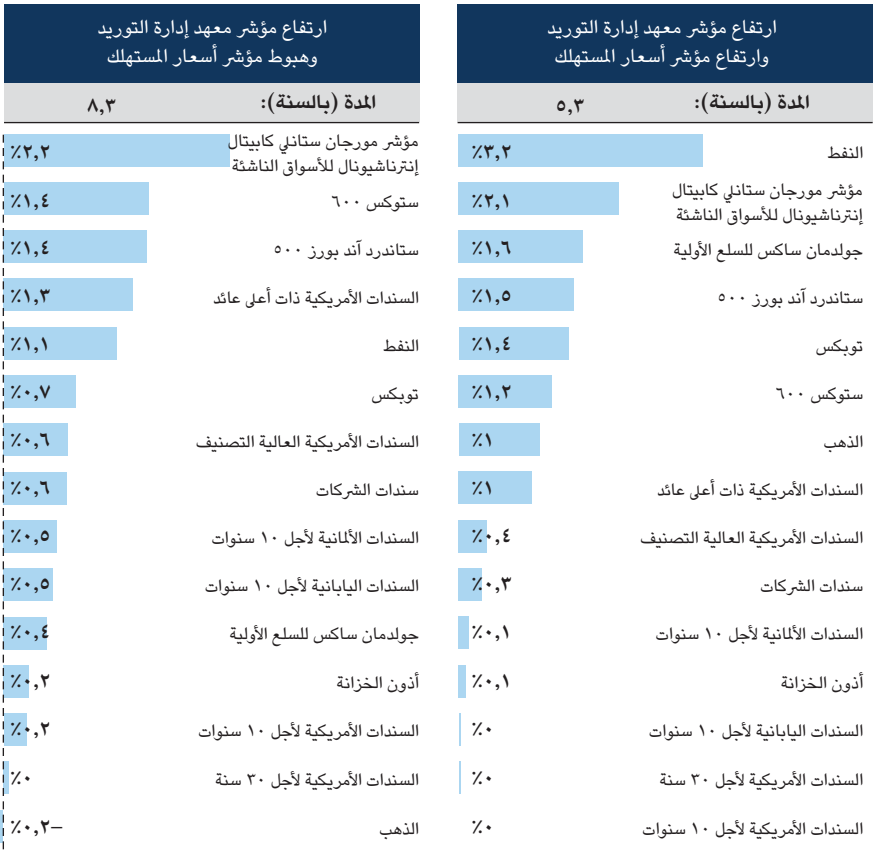
الفصل الرابع

عوائد الأصول على مدار الدورة

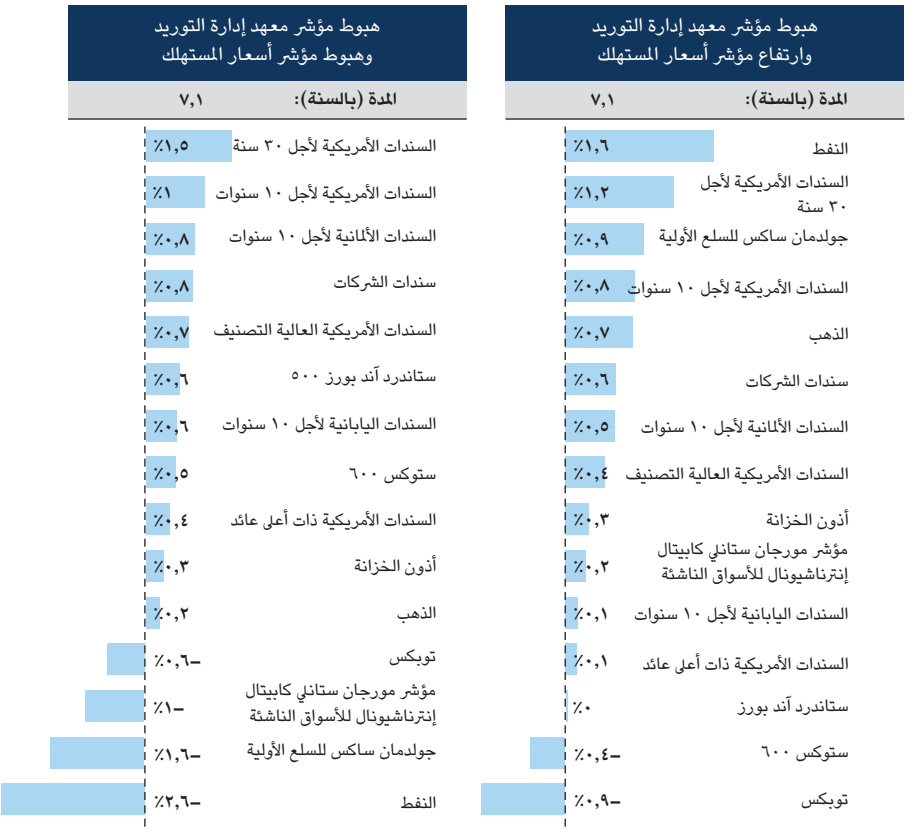
يتناول الفصل الثالث كيفية ميل سوق الأسهم إلى تحقيق عوائد مختلفة عبر مراحل الدورة. ومن الممكن أيضًا توضيح ميل الأسهم إلى تغيير نمط عوائدها النسبية مقارنةً بفئات الأصول الأخرى خلال الدورة، واستجابة فئات الأصول المختلفة لكلٍّ من النمو والتضخم بطرق مختلفة. وتساعد هذه الخصائص على جعل تنوع الأصول أداة مفيدة في السعي إلى تقليل المخاطر في المحفظة الاستثمارية على مر الزمن.

الأصول على مدار الدورة الاقتصادية

على سبيل المثال، من الطرق البسيطة للتفكير في الأداء النسبي للأصول أثناء تطور الدورة الاقتصادية النظر إلى متوسط عوائدها الحقيقية الشهرية في المراحل المبكرة والمتأخرة من كلٍّ من التوسع والانكماش الاقتصادي (يعرض شكل ٤-١ بيانات الولايات المتحدة في هذا الشأن بالقيمة الحقيقية الإجمالية، معدلة وفقًا للتضخم). وفي المرحلة المتأخرة من الركود، عندما يكون النشاط الاقتصادي في أشد حالات الكساد، يتضح تفوق أداء الأصول الدفاعية، مثل الذهب وعوائد السندات الطويلة الأجل (التي تستفيد من انخفاض أسعار الفائدة وتراجع التوقعات بشأن التضخم عمومًا). ومع انتقال الدورة إلى المرحلة المبكرة من الانتعاش، عندما يكون النمو لا يزال سلبيًّا ولكن المشتق الثاني آخذ في التحسن (بمعنى تباطؤ معدل التدهور)، تميل الأسهم إلى الارتفاع ارتفاعًا حادًّا، ويحقق كلٌّ من الذهب والسندات أسوأ أداء. ومن المنطقي أن يكون أداء الأصول المالية المُسعَّرة وفقًا للتوقعات المستقبلية أفضل من الأصول «الحقيقية»، التي يعكس أداؤها التوازن الحالي بين العرض والطلب، وتميل إلى تحقيق أسوأ أداء.



في مراحل التوسع اللاحقة، تظل الأسهم هي أفضل الأصول أداءً، وتحتل مركز الصدارة الأسهم التي تتمتع ببيتا عالية، أو تلك التي تميل إلى أن تشهد تقلبات أكبر عند حدوث تغيرات في العوامل الأساسية، مثل أسهم الأسواق الناشئة. وتميل السلع الأولية إلى أن تكون أكثر حيادية في هذه المرحلة، وينخفض أداء أصول الدخل الثابت نتيجة لارتفاع تحمُّل المستثمرين للمخاطر وارتفاع معدل التضخم في معظم الحالات. في المراحل الأولى من الركود، تبدأ الأصول الدفاعية في تحقيق أداء متفوق، ويستمر الأداء الجيد للنفط في حين لا تزال مستويات النمو إيجابية (وإن كانت متباطئة). في هذه المرحلة، تميل الأصول



شكل ٤-١: يرتبط أداء الأسهم، مقارنةً بالسندات، ارتباطًا وثيقًا بدورة الأعمال؛ حيث تميل السلع إلى النمو ببطء في فترة الركود (متوسط إجمالي العوائد الحقيقية الشهرية (منذ عام ١٩٥٠)).

ملحوظة: نحن نستخدم بيانات من فترات الركود وفقًا للمكتب الوطني للبحوث الاقتصادية في الولايات المتحدة. تنقسم فترات التوسع والركود استنادًا إلى النمو الإيجابي أو السلبي. وعادةً ما تكون مرحلة التوسع المتأخرة ذات النمو الإيجابي أطول مرحلة في الدورة. حتى عام ١٩٧٣، كانت لجنة السكك الحديدية في تكساس هي المسئولة عن تنظيم أسعار النفط، وكانت أسعار الذهب ثابتة بموجب اتفاقية بريتون وودز حتى عام ١٩٦٨.

العالية المخاطر ومعظم الأسهم الدورية والأسهم التي تتمتع ببيتا عالية إلى تحقيق أداء أقل من المتوقع. وتُشكل ديون الشركات عمومًا مزيجًا من الدخل الثابت وأصول الأسهم، وعادةً ما تُقدم أفضل أداء لها في الجزء الأخير من مرحلة الركود مع انخفاض عوائد السندات وبدء اعتدال مخاطر النمو المستقبلي.

تتميز علاقة الأصول بالتضخم بأنها أكثر تعقيدًا من علاقتها بالنمو، وذلك لأن أداء الأصول يختلف اختلافًا جوهريًّا اعتمادًا على مستويات التضخم، وكذلك على التغيرات التي تطرأ عليه. فارتفاع معدل التضخم وتزايده ليس في صالح الأسهم ولا السندات. ويميل ارتفاع معدل التضخم (وتقلباته) إلى فرض ضغوط تصاعدية على عوائد السندات؛ وذلك بسبب تشدد السياسات النقدية وارتفاع علاوة الأجل (العلاوة التي يطلبها المستثمرون للاستثمار في أصول ذات فترات استحقاق أطول). ومن الممكن أيضًا أن يؤثر ارتفاع التضخم لمستويات عالية سلبًا على الأسهم، خاصة إذا لم يكن النمو قويًّا بما يكفي للتعويض عن ارتفاع التضخم وما يرتبط به من ارتفاع محتمل في أسعار الفائدة. ويمكن أيضًا لهذا الأمر أن يمثل مشكلةً إذا أدى ارتفاع التضخم إلى تعرُّض هوامش الربح للضغط، ربما بسبب ارتفاع تكاليف المواد الخام أو العمالة. ومع ذلك، فإن ارتفاع مستويات التضخم المنخفضة غالبًا ما يشير إلى نهاية الركود؛ ولذلك يمكن أن يمثل هذا الأمر مؤشرًا إيجابيًّا لتحسن أداء الأسهم. منذ تسعينيات القرن العشرين، ما برح معدل التضخم منخفضًا ومستقرًّا في معظم الأوقات؛ ومن ثَم قلَّت أهميته كدافع، وأصبح يدعم بوجه عام أسواقَ الأسهم والسندات على حد سواء. وفي سبعينيات وثمانينيات القرن الماضي، عندما كان التضخم مرتفعًا بوجه عام (أكبر من ٣٪)، أدت التغيرات في التضخم إلى حدوث عمليات تناوب كبيرة ونقل الاستثمارات من الأسهم والسندات إلى الأصول الحقيقية.

خلال الفترات الأخيرة من الدورة التي تكون مصحوبةً بارتفاع معدل التضخم، عادةً ما توفر السندات تنويعات أقل كفاءة للأصول العالية المخاطر، وعادةً ما ترتفع أسعار الأسهم والسندات بالتزامن مع ارتفاع أسعار النفط. ومن الأمثلة الصارخة على ذلك ما حدث خلال فترة الركود التضخمي في سبعينيات القرن العشرين، عندما انخفضت الأسهم والسندات معًا. وفي مثل هذا السيناريو يمكن أن تمثل السلع الأولية عاملًا مهمًّا للتنويع؛ لأنها من بين أفضل عوامل التنويع أثناء التضخم، سواء الكلي أو الأساسي، وخاصةً خلال فترات ارتفاع معدل تقلبات التضخم.

الأصول على مدار دورة الاستثمار

يمكننا توسيع نطاق هذا التحليل من خلال تقييم أداء فئات الأصول المختلفة على مدار مراحل دورة الاستثمار النموذجية. يوضح جدول ٤-١ إجمالي العائد الحقيقي السنوي للأسهم والسندات الأمريكية ومؤشر ستاندرد آند بورز جولدمان ساكس للسلع الأولية لكل مرحلة من المراحل في جميع الدورات الخمس من عام ١٩٧٣ إلى عام ٢٠١٩.

لا عجب أن أداء الأسهم يكون في أضعف حالاته في مرحلة اليأس؛ لأن هذه هي المرحلة التي يتوقع فيها المستثمرون تراجع الأرباح في الدورة. ولعل أكثر ما يثير الدهشة هو مدى ضخامة إمكانية تحقيق أداء متفوق من خلال التنويع إلى فئات أصول أخرى في هذه المرحلة من الدورة. ويُعزز هذا الاختلاف حالة التنويع أو استراتيجيات توزيع الأصول النشطة مع تطور الدورة بحيث يمكن للمستثمرين زيادة أو تقليل حجم استثماراتهم في الأصول المختلفة في الوقت نفسه لتحقيق أقصى العوائد من خلال إدارة المخاطر والتقلبات المحتملة.

في مرحلة الأمل، تميل الأسهم إلى تقديم أفضل العوائد على الإطلاق، مع تصنيف واضح لفئات الأصول. وفي جميع الدورات الست، تفوقت الأسهم على السندات، وفي أربع دورات من الستة، تفوقت السندات على السلع. تتمتع الأسهم بارتفاع قوي في الأسعار حينما يبدأ المستثمرون في توقع حدوث تعافٍ مستقبلي في أرباح الشركات وتقدير قيمته، وتُعَد الأسهم فئة الأصول الأكثر تفاعلًا مع مثل هذا التغيير في الإمكانات الاقتصادية والأرباح المحتملة.

جدول ٤-١: أداء فئات الأصول لكل مرحلة، مع إجمالي العائد الحقيقي السنوي.*

	مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠			
	اليأس	الأمل	النمو	التفاؤل
١٩٧٣–١٩٨٠	٣٥–	٦٩	٣–	٦٣
١٩٨٠–١٩٨٧	١٩–	٨٦	١٣–	٣١
١٩٨٧–١٩٩٠	٧٧–	٩٦	١	٢٠

مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠				
٢٠٠٠–١٩٩٠	٦١–	٣١	٩	٢٧
٢٠٠٧–٢٠٠٠	٢٤–	٤٨	١٠	–
٢٠١٩–٢٠٠٧	٤٤–	٨٦	٩	١٠٢
المتوسط	٤٤–	٦٩	٢	٤٨
الوسيط	٤٠–	٧٧	٥	٣١

السندات الأمريكية لأجل ١٠ سنوات				
	اليأس	الأمل	النمو	التفاؤل
١٩٨٠–١٩٧٣	٧–	١	٦–	٣
١٩٨٧–١٩٨٠	٢	٣٠	٦–	١٥
١٩٩٠–١٩٨٧	١–	٢١	٤–	٧
٢٠٠٠–١٩٩٠	١٠–	١٥	٤	٥
٢٠٠٧–٢٠٠٠	١١	٧	١–	–
٢٠١٩–٢٠٠٧	١٢	٦–	١	١٣
المتوسط	١	١١	٢–	٩
الوسيط	٠	١١	٢–	٧

مؤشر جولدمان ساكس للسلع الأولية				
	اليأس	الأمل	النمو	التفاؤل
١٩٨٠–١٩٧٣	٥٣	٢٧–	٢	٣٤
١٩٨٧–١٩٨٠	١٩–	٦	١	٧
١٩٩٠–١٩٨٧	١٠	١–	٢٦	٢٠
٢٠٠٠–١٩٩٠	٣٦٢	١٨–	٣	٢–
٢٠٠٧–٢٠٠٠	٢	١٨	١٠	–
٢٠١٩–٢٠٠٧	٣٨–	٣٦	١٠–	٨٠

مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠			
المتوسط	٦٢	٢	٥	٢٨
مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠			
الوسيط	٦	٢	٢	٢٠

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

في مرحلة النمو، تميل السلع إلى تصدر الأداء النسبي. وقد تفوق أداء السلع على كلٍّ من السندات والأسهم في هذه المرحلة في أربع دورات من الدورات الست. يميل أداء كلٍّ من الأسهم والسندات إلى أن يكون ضعيفًا في هذه المرحلة، حيث يكون الترتيب النسبي غير مستقر إلى حد ما. ويُعَد هذا النمط منطقيًّا. فالسندات والأسهم، التي تُعَد أصولًا أكثر استشرافًا للمستقبل، تحقق جزءًا كبيرًا من عوائدها خلال مرحلة الأمل، في حين تكون السلع الأولية (التي يحركها توازن العرض والطلب بدلًا من التوقعات) أول ما يحقق أداءً جيدًا عندما يتحقق نمو الأرباح، وينعكس النمو الفعلي (وليس النمو المتوقع) في زيادة الطلب.

تتفوق الأسهم مجددًا في مرحلة التفاؤل. ففي هذه المرحلة، تتفوق الأسهم على السلع والسندات في معظم الدورات. ويتفاوت الأداء النسبي للسندات والسلع.

تأثير تغيرات عوائد السندات على الأسهم

من الناحية العملية، لا يستطيع العديد من المستثمرين التنويع في السلع الأولية، ويميلون إلى التركيز بقدر أكبر على المحافظ المتوازنة التي تجمع بين الأسهم والسندات الحكومية بنسب متفاوتة مع مرور الوقت. ومن الناحية المثالية، ينبغي توزيع الاستثمارات بين الأسهم والسندات في المحفظة على مدار الدورة اعتمادًا على أداء السندات والأسهم معًا.

هناك علاقة معقدة، ولكنها واضحة، بين النشاط الاقتصادي والأسواق المالية. فالأسهم توفر حق المطالبة بالنمو الاسمي في المستقبل — ولذلك يُشار إليها باسم «الأصول الحقيقية» — وبمرور الوقت، ترتفع الأرباح مع التضخم ومع النشاط الاقتصادي. ولا بد أن تكون قيمتها الحالية هي القيمة الفعلية للأرباح الموزعة أو الأرباح المخصومة المستقبلية. ولهذا السبب تتأثر أسواق الأسهم تأثرًا كبيرًا جدًّا بسعر الخصم (أي سعر الفائدة الخالي من المخاطر)، وكذلك بالنمو المتوقع في المستقبل.

تتلخص هذه العلاقة في نموذج جوردون للنمو أو نموذج خصم الأرباح البسيط ذي المرحلة الواحدة، الذي ينص على ما يأتي:

عائد توزيعات الأرباح + النمو = سعر الفائدة الخالي من المخاطر + علاوة مخاطر الأسهم.

هذا يعني أنه إذا انخفضت عوائد السندات، مع ثبات كل العوامل الأخرى، فسينخفض عائد توزيعات الأرباح (ويرتفع سعر الأسهم). ولكن إذا قوبل انخفاض عوائد السندات بتغيير في توقعات النمو الطويل الأجل، فلن يكون هناك أي تأثير إيجابي على التقييم الحالي من انخفاض العوائد. في الواقع، قد يؤدي عدم التأكد بشأن مقدار التدفقات النقدية المستقبلية إلى زيادة علاوة مخاطر الأسهم؛ مما يؤدي إلى ارتفاع عائد توزيعات الأرباح (أو انخفاض السعر).

على النقيض من ذلك، تُوفر أصول الدخل الثابت عائدًا اسميًّا ثابتًا على مدى فترة محددة. والعوائد المستقبلية معروفة مقدمًا بالقيمة الاسمية، ولكن ليس بالقيمة الحقيقية (لأن المستثمرين ليسوا محميين من مفاجآت التضخم في المستقبل). ويعتمد العائد النهائي على المستوى الحالي لأسعار الفائدة وعلاوة المخاطر (عائد إضافي) للتعويض عن مخاطر التخلف عن السداد.

يمكن النظر إلى العلاقة المتباينة بين سوقَي الأصول — السندات والأسهم — التي تتأثر بكلٍّ من الدورة وتوقعات التضخم الطويلة الأجل، من خلال ارتباط كلٍّ منهما بالآخر. فنظريًّا، عندما ترتفع أسعار السندات (وتنخفض عوائدها، أو مستوى أسعار الفائدة)، تميل أسعار الأسهم إلى الارتفاع (غالبًا بدعم من التقييمات المرتفعة). على النقيض من ذلك، يميل ارتفاع أسعار الفائدة أو عوائد السندات (وانخفاض أسعار السندات) إلى أن يكون ذا تأثير سلبي على الأسهم؛ لأن المعدل الذي يمكن عنده خصم التدفقات النقدية المستقبلية سوف يتزايد (ومن ثَم ينخفض صافي القيمة الحالية لتدفقات الأسهم النقدية). لذلك، عادةً ما يكون هناك ارتباط إيجابي بين أسعار الأسهم والسندات (أو ارتباط سلبي بين عوائد السندات وأسعار الأسهم).

خلال فترة طويلة من التاريخ، كان من الشائع وجود ارتباط إيجابي بين أسعار السندات والأسهم عمومًا. ولكن بعد انفجار فقاعة التكنولوجيا في أواخر تسعينيات القرن العشرين، حدث العكس تمامًا. انهارت توقعات النمو، وساهمت أكثر السياسات النقدية تيسيرًا في انخفاض عوائد السندات. على النقيض كانت تقييمات الأسهم مرتفعة جدًّا في

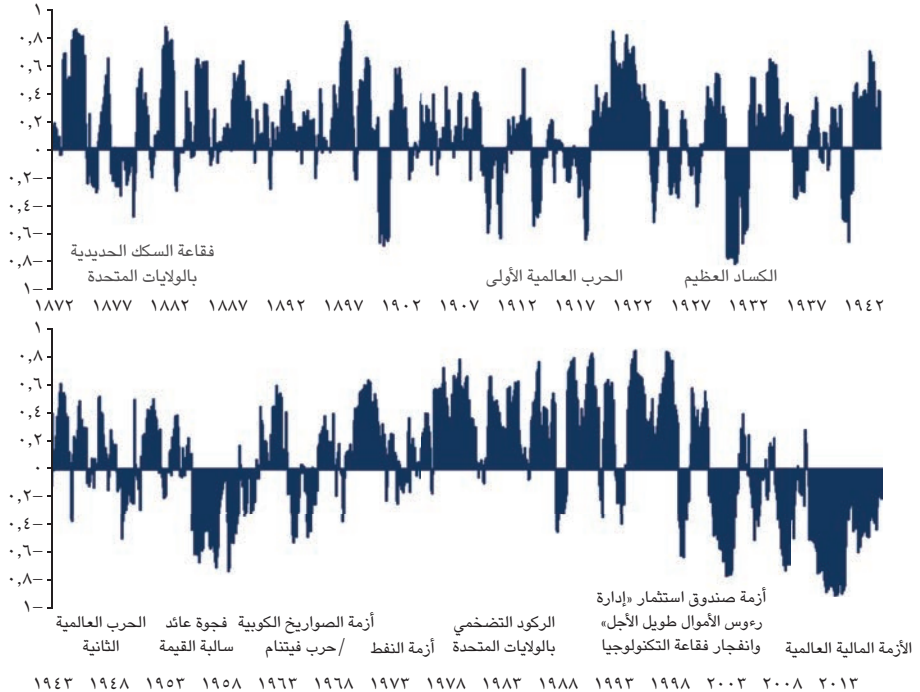
البداية، لدرجة أنها شهدت انخفاضًا حادًّا على الرغم من انخفاض عوائد السندات؛ مما أدى إلى تحول الارتباط بين الأسعار إلى ارتباط سلبي.

بدأت الظروف في العودة إلى طبيعتها اعتبارًا من عام ٢٠٠٢ تقريبًا، حيث عادت الثقة وتحسَّنت توقعات النمو. لكن كانت هذه فترة راحة قصيرة. ولم يمضِ وقت طويل حتى كان انهيار فقاعة الإسكان في الولايات المتحدة (الذي ساهم جزئيًّا في حدوثها انخفاض أسعار الفائدة في أعقاب نهاية فقاعة التكنولوجيا) نذيرًا ببداية الأزمة المالية العالمية. وأدت أكثر السياسات النقدية تيسيرًا في أعقاب الأزمة إلى انخفاض عوائد السندات والتضخم وسط مخاوف جديدة بشأن النمو. وقد تبرهن أن تحول الارتباط بين أسعار السندات والأسهم إلى ارتباط سلبي أكثر استدامة من أي وقت مضى، حيث يُنظر إلى انخفاض عوائد السندات باعتباره انعكاسًا لانخفاض النمو الهيكلي والانكماش المحتمل (كما هو الحال في اليابان).

يُعَد التضخم أكبر خطر يواجه المستثمرين في الأوراق المالية ذات الدخل الثابت؛ لأنه على الرغم من أن السندات الحكومية تقدم عائدًا اسميًّا ثابتًا خلال فترة استحقاق محددة، فإنها لا توفر أي حماية من مفاجآت التضخم. أما الأسهم، فترتبط تدفقاتها النقدية بالتضخم؛ ولذلك توفر بعض الحماية في حالة ارتفاع الأسعار. وبطبيعة الحال، يحدث العكس في فترات الانكماش (عكس التضخم). في ظل هذه الظروف، تزداد قيمة العائد الاسمي الثابت، في حين تكون الأسهم — التي تنخفض تدفقاتها النقدية وتوزيعات أرباحها بما يتماشى مع التضخم — أكثر عرضة للمخاطر، وتتطلب عائدًا مستقبليًّا أعلى (تقييم أقل أو علاوة مخاطر أعلى) للتعويض عن المخاطر. ولهذا السبب، غالبًا ما يُنظر إلى ارتفاع أسعار الفائدة وعوائد السندات على أنه أمر إيجابي للمستثمرين في الأسهم في الأنظمة الاقتصادية الأكثر عرضة للانكماش، مثل اليابان و(مؤخرًا) أوروبا. ويبدو أن هذا هو أحد الأسباب الرئيسية وراء ارتفاع علاوة مخاطر الأسهم في العديد من الأسواق حاليًّا مقارنةً بالماضي. وهناك طريقة أخرى للتفكير في هذا الأمر، وهي أن العوائد المستقبلية أكثر موثوقية لمستثمري السندات (حيث يقل خطر تأثر العوائد الاسمية الثابتة سلبًا بالتضخم)؛ ولذلك تحتاج الأسهم إلى عائد نسبي أعلى لمواصلة جذب المستثمرين.

باختصار، هناك حالة مستمرة من الشد والجذب بين عائد السندات وتوقعات النمو التي تؤثر على العلاقة بين عوائد السندات والأسهم. وكما توضح العلاقة الطويلة الأجل (في حالة الولايات المتحدة) في شكل ٤-٢، كانت الفترات الرئيسية التي تحوَّل فيها الارتباط إلى

ارتباط سلبي هي الفترات التي شهدت صدمة في النمو وركودًا عميقًا، أو حدثًا سياسيًّا كبيرًا مثل نشوب حرب أدت إلى زيادة مستويات عدم اليقين؛ ومن ثَم زيادة علاوة المخاطر المطلوبة للأسهم.



شكل ٤-٢: تراجع الارتباطُ السلبي بين الأسهم والسندات في السنوات الأخيرة بسبب التيسير الكمي (أسعار الأسهم وعوائد السندات).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

ومن ثَم فإن ارتفاع عوائد السندات (أو انخفاض أسعار السندات) لا يؤثر سلبًا على أسواق الأسهم طوال الوقت. ويختلف تأثير ارتفاع عوائد السندات على الأسهم اختلافًا ملحوظًا اعتمادًا على عدد من العوامل:

- المرحلة التي تمرُّ بها الدورة. تميل الأسهم إلى أن تكون محصَّنة أكثر في المراحل المبكرة من الدورة.
- سرعة التكيف. التكيف الأبطأ أفضل للأسهم.
- مستوى العائد في ذلك الوقت. قديمًا، كان لعوائد سندات الخزانة الأمريكية لأجل ١٠ سنوات بنسبة ٥٪ أو أكثر تأثير «سيئ» بالدليل القاطع على الأسهم، ولكن في الدورة الحالية من المحتمل أن يحدث هذا التأثير السيئ عند نسبة أقل.
- تقييم الأسهم. يتعلق هذا الأمر بالدورة، ومن الواضح أن الأسهم تكون أقل عرضة للخطر عندما تكون رخيصة.
- العوامل الدافعة لارتفاع العائد. غالبًا ما يكون أسهل على الأسهم استيعاب الارتفاعات الحقيقية أو الاسمية الناجمة عن التضخم.

يوضح جدول ٤-٢ أداء مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ خلال الفترات التي ارتفعت فيها عوائد السندات الأمريكية. والملحوظة الأساسية أن العلاقة ليست واضحة أو ثابتة مع مرور الزمن. ففي بعض الأحيان يكون أداء الأسهم جيدًا، كما حدث في الفترة ١٩٩٨–٢٠٠٠، عندما ارتفعت السوق الأمريكية بنسبة ٤٦٪، مع ارتفاع مضاعف السعر إلى الأرباح بنسبة ٢٩٪، على الرغم من ارتفاع عوائد سندات الخزانة الأمريكية لأجل ١٠ سنوات من ٤٫٢٪ إلى ٦٫٨٪ (ارتفعت السوق الأوروبية بنسبة ٧٢٪). ولكن في أوقات أخرى، أبرزها في عام ١٩٩٤، انخفضت الأسهم مع زيادة عوائد السندات، على الرغم من النمو الجيد للأرباح إلى حد معقول في ذلك الوقت. وهذا يؤكد وجود عدة عوامل تجب مراعاتها عند تحليل هذه العلاقة الجوهرية.

المرحلة التي تمرُّ بها الدورة: المراحل المبكرة أفضل

يرجع سبب صعوبة التنبؤ بتأثير ارتفاع عوائد السندات على الأسهم إلى أن ارتفاع العوائد يمكن أن يحدث في مراحل مختلفة من دورة الأسهم، ولأسباب مختلفة. وفي كثير من الأحيان، يحدث الارتفاع الأكثر حدة في عوائد السندات عند أدنى مستوًى في الدورة الاقتصادية. عادةً ما تكون هذه الفترة مناسبة للاستثمار في الأسهم، حيث تكون أسعارها رخيصة في هذه الفترة. وقد تزامن حدوث بعض من فترات ارتفاع عوائد السندات في مراحل مبكرة من الدورة في الأعوام التالية: ١٩٩١، و٢٠٠١–٢٠٠٣، و٢٠٠٨، و٢٠١٢. بينما تزامن حدوث فترات أخرى في مراحل متأخرة من الدورة.

جدول ٤-٢: أداء الأسهم الأمريكية خلال فترات ارتفاع عوائد السندات الأمريكية لأجل ١٠ سنوات.*

عائد السندات الأمريكية لأجل ١٠ سنوات					مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠	
التاريخ		المستوى	التغيير	المدة	التغيير	
القاع	الذروة	البداية	النهاية	(نقطة أساس)	(بالشهر)	السعر	نسبة السعر إلى الأرباح في الاثني عشر شهرًا القادمة	الأرباح لكل سهم في الاثني عشر شهرًا القادمة
ديسمبر ١٩٩١	مارس ١٩٩٢	٧	٨	٩٨	٢	٣٪-	٣٪-	١٪
أكتوبر ١٩٩٣	نوفمبر ١٩٩٤	٥	٨	٢٨٨	١٣	١٪-	١٤٪-	١٢٪
يناير ١٩٩٦	يوليو ١٩٩٦	٦	٧	١٥٣	٦	٧٪	٤٪	٣٪
نوفمبر ١٩٩٦	أبريل ١٩٩٧	٦	٧	٩٣	٤	٢٪-	٥٪-	٣٪
أكتوبر ١٩٩٨	يناير ٢٠٠٠	٤	٧	٢٦٢	١٦	٤٦٪	٢٩٪	١٧٪

		عائد السندات الأمريكية لأجل ١٠ سنوات				مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠			
نوفمبر ٢٠٠١	أبريل ٢٠٠٢	٤	٥	١٢٤	٥	٣٪	−١٪	٤٪
يونيو ٢٠٠٣	سبتمبر ٢٠٠٣	٣	٥	١٤٩	٣	٣٪	٠٪	٤٪
مارس ٢٠٠٤	يونيو ٢٠٠٤	٤	٥	١١٩	٣	١٪	−٦٪	٧٪
يونيو ٢٠٠٥	يونيو ٢٠٠٦	٤	٥	١٣٦	١٣	٤٪	−١٠٪	١٤٪
ديسمبر ٢٠٠٦	يونيو ٢٠٠٧	٤	٥	٨٦	٦	٦٪	٢٪	٤٪
ديسمبر ٢٠٠٨	يونيو ٢٠٠٩	٢	٤	١٨٨	٥	٥٪	٢٢٪	−١٦٪
أكتوبر ٢٠٠٩	أبريل ٢٠١٠	٣	٤	٨١	٦	١٥٪	−٣٪	١٩٪
أكتوبر ٢٠١٠	فبراير ٢٠١١	٢	٤	١٣٥	٤	١٤٪	٧٪	٧٪

			عائد السندات الأمريكية لأجل ١٠ سنوات			مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠		
يوليو ٢٠١٢	سبتمبر ٢٠١٣	١	٣	١٦١	١٣	٢٤٪	١٥٪	٨٪
يوليو ٢٠١٦	مارس ٢٠١٧	١	٣	١٢٤	٨	١١٪	٦٪	٦٪
سبتمبر ٢٠١٧	نوفمبر ٢٠١٨	٢	٣	١١٧	١٤	١٤٪	–٨٪	٢٢٪
المتوسط		٤	٥	١٤٥	٨	٩٪	٢٪	٧٪

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

في عموم الأمر، يصاحب حالاتِ ارتفاع عوائد السندات في المراحل المبكرة من الدورة ارتفاعٌ حاد في التقييم، ولا يشكل نمو الأرباح في قطاع الشركات المحرك الرئيسي للعوائد؛ ففي كثير من الأحيان تستمر الأرباح في الانخفاض في هذه المرحلة. وتختلف هذه الحالات كثيرًا عن حالات ارتفاع عوائد السندات في المراحل المتوسطة والمراحل الأخيرة من الدورة، عندما يكون هناك المزيد من المخاوف بشأن التضخم، وتكون العوائد وتقييمات الأسهم مرتفعة بالفعل.

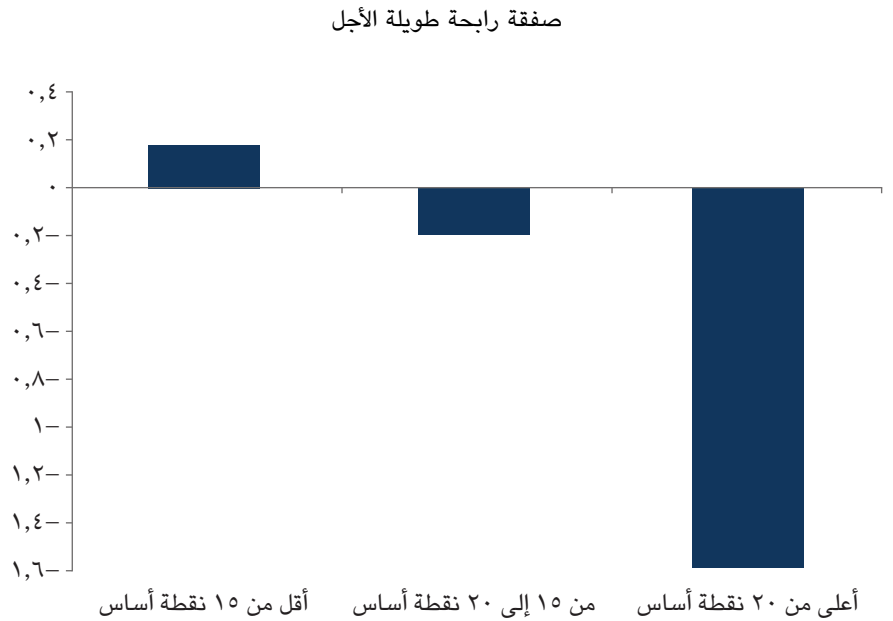
سرعة التغيير: التغيير البطيء أفضل

تُعَد سرعة ارتفاع عائد السندات عاملًا مهمًّا آخر في تفسير العلاقة بين الأسهم والسندات على مدار الدورة. على سبيل المثال، منذ الأزمة المالية العالمية عندما ارتفعت عوائد السندات الأمريكية لأجل ١٠ سنوات بأكثر من انحرافين معياريين خلال فترة ٣ أشهر، والأسهم تُباع جنبًا إلى جنب مع السندات.[1] فعندما ترتفع أسعار الفائدة بسرعة كبيرة، يمكنها أن تؤثر سلبًا على توقعات النمو وتقييمات الأصول العالية المخاطر، ويمكن أن يمتد تأثير تقلبات أسعار الفائدة إلى تقلبات أسعار الأسهم (انظر شكل ٤-٣).

مستوى العوائد: المستوى الأقل هو الأفضل

في معظم السنوات الخمس عشرة الماضية، كان هناك ارتباط سلبي بين الأسهم وأسعار السندات؛ إذ تزامن انخفاض أسعار السندات (ارتفاع عوائد السندات) مع الأداء القوي للأسهم. وقد كان هذا مفيدًا بخاصة للمستثمرين المتزنين والمتعددي الأصول، حيث لم تكن العوائد قوية فحسب على مر السنين لكلٍّ من الأسهم والسندات، بل سمح الارتباط السلبي كذلك بتقليل إجمالي المخاطر والتقلبات في المحافظ المتوازنة.

لمعظم أسواق الأسهم، لا يعتمد الارتباط بين عوائد السندات والأسهم اعتمادًا صارمًا على مستوى العوائد. ففي حالة انخفاض العوائد بشدة — كما هو الحال في السنوات الأخيرة — تميل الأسهم إلى الارتباط سلبيًّا بأسعار السندات. وتحقق الأسهم أداءً جيدًا مع ارتفاع عوائد السندات من مستويات منخفضة. وعلى المنوال نفسه، سيكون أداؤها سيئًا مع انخفاض عوائد السندات. على سبيل المثال، لم تكن الفترة التي شعر فيها المستثمرون

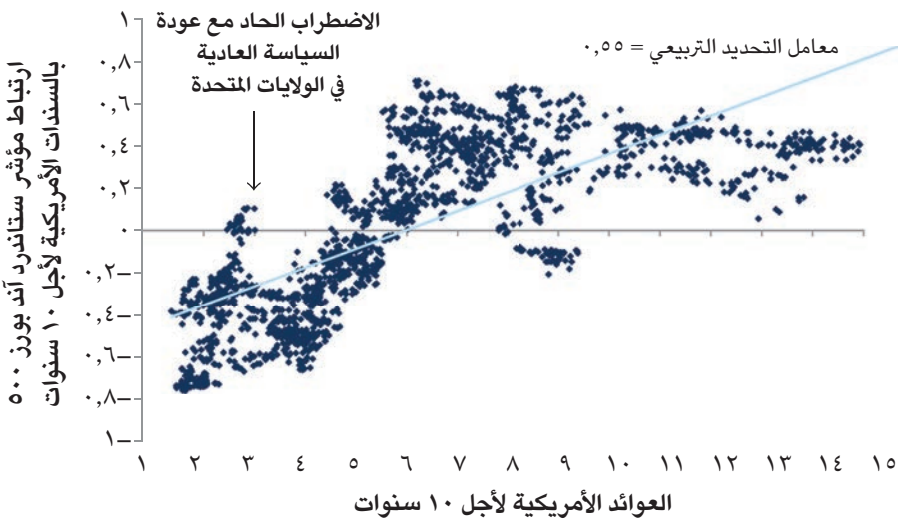


شكل ٤-٣: تتزامن التغيرات المهمة في عوائد السندات مع عوائد الأسهم السلبية (متوسط عوائد مؤشر يورو ستوكس (SXXE) اعتمادًا على التغيرات المطلقة في عوائد سندات الخزانة الأمريكية لأجل ١٠ سنوات [التغيرات الأسبوعية]).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

بالقلق بشأن مخاطر الانكماش المستمرة في أوائل عام ٢٠١٦ وقتًا مناسبًا للأسهم. على النقيض من ذلك، بمجرد أن بدأت عوائد السندات في الارتفاع في منتصف عام ٢٠١٦، تمتعت الأسهم بأداء ممتاز. ويظهر هذا أيضًا في جدول ٤-٢.

إحدى طرق مراقبة تأثير مستوى أسعار الفائدة على العلاقة بين الأسهم والسندات النظر في كيفية تباين ارتباطهما. يوضح مخطط التشتت الموضح في شكل ٤-٤ أنه عندما تكون العوائد أعلى من ٤٪ إلى ٥٪، يميل الارتباط الشهري بين أسعار الأسهم والسندات إلى أن يكون إيجابيًّا. وهذا يعني أنه فيما يتعلق بمستويات أسعار الفائدة «الطبيعية» إلى حد ما (ربما عندما تكون عوائد السندات الطويلة الأجل مماثلة تمامًا لمعدل نمو إجمالي الناتج المحلي الاسمي المتوقع الطويل الأجل)، يصبُّ ارتفاع أسعار السندات (انخفاض عوائد السندات) في مصلحة الأسهم؛ إذ يكون أداء الأسهم ضعيفًا عندما ترتفع العوائد، حيث

يشير هذا إلى وجود مشكلات متعلقة بالتضخم، ويؤدي إلى ارتفاع سعر الخصم للأسهم. لكن هذه العلاقة عادةً ما تنقلب إلى الاتجاه الآخر عندما تنخفض عوائد السندات إلى ما دون ٤٪–٥٪؛ وعند هذه المستويات المنخفضة، يرتبط ارتفاع أسعار السندات (انخفاض أسعار الفائدة) في الواقع بعوائد الأسهم الأضعف؛ لأن عوائد السندات الأقل بكثير من المعتاد تعكس تزايد إمكانية حدوث خطر الركود أو حتى الانكماش؛ الأمر الذي من شأنه إلحاق الضرر بالتدفقات النقدية وأرباح الشركات. وهكذا، غالبًا ما يتزامن ارتفاع أسعار الأسهم لأقصى حد مع ارتفاع عوائد السندات (أو انخفاض أسعار السندات) في البلدان التي شهدت مستويات منخفضة للغاية من أسعار الفائدة، كما رأينا في السنوات الأخيرة. ويُعَد هذا انعكاسًا لزيادة الثقة في النمو والتضخم؛ مما يساعد على تقليل المخاطر المتصورة في سوق الأسهم.



شكل ٤-٤: إمكانية تحول الارتباط بين الأسهم والسندات إلى ارتباط إيجابي عند ارتفاع العوائد (ارتباط الأسهم الأمريكية على مدى ١٢ شهرًا بالسندات الأمريكية لأجل ١٠ سنوات منذ عام ١٩٨١، أسبوعيًّا).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

ومن ثَم، على الرغم من وجود دورة خاصة بالأسهم وتقييماتها، ويعكس جزء منها التفاعل بين توقعات النمو وعائد السندات («سعر الفائدة الخالي من المخاطر»)، يمكن أن تصبح الدورات معقَّدة بسبب العلاقات المتغيرة بين عوائد (أسعار) السندات والأسهم على مدى الزمن، وقد تتأثر هذه العلاقات بالعوامل الهيكلية، مثل البيئة التضخمية السائدة ومستوى أسعار الفائدة.

التغيرات الهيكلية في قيمة الأسهم والسندات

على الرغم من تركيز هذا الفصل بالأساس على المحركات الدورية التي تحدد العلاقة بين أداء السندات والأسهم، فإن التغيرات التي حدثت في الارتباط منذ نهاية القرن العشرين، وخاصة منذ الأزمة المالية، تظهر أيضًا بعض التغيرات الطويلة الأجل أو الهيكلية في العلاقة. وعلى مدى فترات طويلة من الزمن، كانت الأسهم تُعَد في كثير من الأحيان من الأصول المحفوفة بالمخاطر التي تتطلب عائدًا أعلى بكثير (عائد توزيعات الأرباح) من عائد الأصول الأقل خطورة، مثل السندات الحكومية. في نهاية المطاف، يُعَد السعر أو التقييم إحدى طرق توضيح العائد المتوقع أو المطلوب الذي يطالب به المستثمر مقابل استثمار أمواله في أصول محفوفة بالمخاطر مقارنةً بأصول خالية من المخاطر (أو علاوة المخاطر).

جاءت إحدى المناقشات الشهيرة حول هذه العلاقة، وآثارها على المستثمرين وتوزيع الأصول، في أعقاب خطاب مثير للجدل ألقاه جورج روس جوبي، المدير العام لصندوق معاشات شركة إمبريال توباكو في المملكة المتحدة، عام ١٩٥٦ أمام جمعية صناديق التقاعد والمعاشات.[2] تناول جوبي مزايا الاستثمار في الأسهم لتحقيق نمو مرتبط بالتضخم في صناديق التقاعد. وقد اشتهر بتخصيص كامل استثمارات صندوق التقاعد للأسهم، وهي خطوة ترتبط غالبًا ببداية ما يُسمى بفترة «الهوس بالأسهم».

قبل ذلك، كان يُنظر بدرجة كبيرة إلى الأسهم على أنها أصول متقلبة أو محفوفة بالمخاطر تُحقق عوائد قليلة معدلة وفقًا للمخاطر عند مقارنتها بالسندات الحكومية، وبالتبعية تتطلب عائدًا أعلى (ومن ثَم تقييمًا أقل). ومع تحمس المزيد من المؤسسات لفكرة تحويل الأموال إلى أسهم للوقاية من التضخم، انخفض العائد على الأسهم، ونشأ ما يُسمى بفجوة العائد العكسي. ويشير هذا إلى انخفاض عوائد توزيعات الأرباح إلى ما دون عوائد السندات الحكومية: وهو نمط استمر في معظم الأنظمة الاقتصادية المتقدمة، حتى انهيار فقاعة التكنولوجيا في أواخر تسعينيات القرن العشرين.

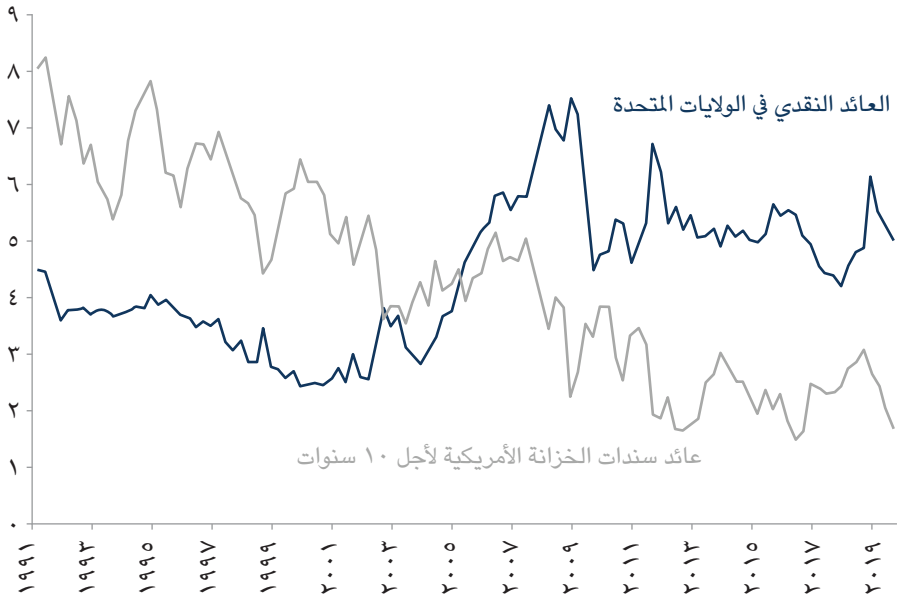
قدَّم روس جوبي، في خطابه أمام جمعية صناديق التقاعد والمعاشات، الدليل الواقعي الطويل الأمد على أن القيمة الحقيقية لعلاوة مخاطر الأسهم اللاحقة (العائد الذي حققه المستثمرون في الأسهم مقابل السندات) كانت موجبة، وأن المستثمرين تجاهلوا هذا الأمر على مسئوليتهم الخاصة. وكان أداء الأسهم على المدى الطويل أعظم بكثير من أداء السندات بعد التعديل وفقًا للتضخم. وكما قال روس جوبي: «أعلم أن الناس سيقولون: «حسنًا، لن تعود الأمور كما كانت مرة أخرى أبدًا»، ولكن ... لقد حدث ذلك مرارًا وتكرارًا. أرى أن ذلك سيظل يتكرر مجددًا على الرغم من أن الارتفاعات قد لا تكون حادة مثل التي شهدناها في الماضي.»

على مدى الخمسين عامًا التي تلت خطاب روس جوبي، أثبتت توقعاته نجاحًا كبيرًا. وبلغ إجمالي العائد الحقيقي السنوي على الأسهم الأمريكية (كبديل) ٧٪ بين عامَي ١٩٥٦ و٢٠٠٠.

بدأت الظروف والتوقعات المستقبلية تتغير منذ بداية هذا القرن في أعقاب انهيار أسواق الأسهم الذي تلا نهاية فقاعة التكنولوجيا. وفي عالم ما بعد الفقاعة هذا، انخفضت تقييمات الأسهم من مستوياتها التي كانت مرتفعة إلى حد غير واقعي. وكانت بداية الأزمة الائتمانية، وتقليص ديون الميزانيات العمومية في العديد من الأنظمة الاقتصادية المتقدمة في أعقاب ذلك، سببًا في زعزعة الثقة التي كانت تحيط بالأسهم ذات اليوم، وعادت الشكوك التي كانت سائدة قبل ستينيات القرن العشرين بشأن عوائد الأسهم. وتجاوزت عوائد توزيعات الأرباح مرة أخرى عوائد السندات، وانهارت العوائد الفعلية والعوائد المستقبلية المتوقعة.

يوضح شكل ٤-٥ مثالًا على التحول المزمن في تقييم السندات مقابل الأسهم في الولايات المتحدة، ويقارن عائد السندات الحكومية لمدة ١٠ سنوات مع العائد النقدي التقديري للمساهمين في سوق الأسهم (المحسوب هنا على أنه مزيج من عائد توزيعات الأرباح وعائد إعادة الشراء). في أوائل تسعينيات القرن العشرين، عُرِض على المستثمرين عائد نقدي يبلغ نحو ٤٫٥٪ في سوق الأسهم في حين عُرِض عليهم عائد بنسبة ٨٪ عن طريق إقراض حكومة الولايات المتحدة لمدة عشر سنوات. وبعد عشر سنوات من الأزمة المالية، وصلت نسبة إجمالي العائد النقدي الذي يُعرَض على المستثمرين إلى ما يزيد عن ٥٪ على الأسهم، مقارنةً بأقل من ٢٪ على السندات الحكومية. بالطبع، يعكس هذا التغيير أشياء كثيرة، ولكنه في عموم الأمر يعني ضمنًا حدوث انخفاض نسبي كبير في قيمة

الأسهم بسبب تزايد عدم اليقين وانخفاض التوقعات بشأن النمو في المستقبل. وتماشيًا مع هذا، أدى انخفاض التضخم إلى مستويات متدنية جدًّا إلى تقليل المخاطر التي يتعرض لها المستثمر في السندات الحكومية (الذي يحصل على عائد اسمي ثابت)، ولكنه أدى بالمثل إلى تقليل الانجذاب إلى الاحتفاظ بأصول حقيقية، مثل الأسهم، التي قد توفر بعض الحماية من ارتفاع التضخم مع مرور الوقت (يرجع هذا إلى ارتفاع الإيرادات والأرباح مع ارتفاع التضخم).



شكل ٤-٥: استمرار تمتع الأسهم بقيمة جذابة خلال السنوات الأخيرة على الرغم من انخفاض عوائد السندات (عائد سندات الخزانة الأمريكية لأجل ١٠ سنوات والعائد النقدي [عائد توزيعات الأرباح وعائد إعادة الشراء]).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

في البلدان التي تتسم بانخفاض التضخم وتعاني أيضًا من ضعف النمو الاقتصادي المتوقع على المدى الطويل، تكون الفجوة بين عوائد السندات والعوائد النقدية للأسهم أكبر. فعلى سبيل المثال، ألمانيا، التي يتمتع مؤشر أسهمها أيضًا بحصة عالية غير متناسبة

في الصناعات الناضجة (مثل البنوك والسيارات)، لديها، في وقت كتابة هذا الكتاب، عائد توزيعات أرباح بالإضافة إلى عائد إعادة الشراء أعلى من ٤٪ مقارنةً بعائد سندات لأجل ١٠ سنوات أقل من ٠٪.

الفصل الخامس

أنماط الاستثمار على مدار الدورة

إن النظر إلى أنماط الاستثمار عبر الدورات الماضية يُظهِر أن التعميم على هذا المستوى يمكن أن يكون مضللًا في كثير من الأحيان. فكلما تعمقت في دراسة سوق الأسهم على مستوًى دقيق (بمعنى كلما أمعنت النظر في الشركات الفردية أو مجموعات الشركات بدلًا من مؤشر سوق الأسهم الواسع النطاق)، زادت احتمالية تأثر العوائد بمسائل غير مرتبطة بحركة السوق، مثل التفاصيل المتعلقة بشركة أو قطاع ما، والبيئة التنظيمية، ومسائل متعلقة بالمنافسة، مثل عمليات الدمج والاستحواذ، وما إلى ذلك. والأنماط التي قد تكون واضحة في دورة واحدة أو أكثر — على سبيل المثال، عند مقارنة أداء الشركات ذات رأس المال الكبير مع أداء الشركات الصغرى — ليست دائمًا واضحة أو متسقة في دورات أخرى. وهذا ما يجعل المبالغة في التعميم، عندما يتعلق الأمر بالتنبؤ بالعوائد، صعبة، وفي بعض الأحيان تنطوي على مخاطرة.

تتجلى مسألة الاتساق هذه على نحو أكثر وضوحًا عندما يتعلق الأمر بالنظر في أداء قطاعات داخل السوق، أو أنماط الأداء فيما بين الصناعات. وعلى الرغم من أن بعض القطاعات أو المجموعات الصناعية داخل سوق الأوراق المالية غالبًا ما تتأثر بعلاقتها بالدورات الاقتصادية أو دورات أسعار الفائدة، يمكنها أن تتأثر أيضًا بمجموعة كبيرة من المسائل الأخرى. وبالمثل، يمكن أن تتغير حساسيتها تجاه الظروف الاقتصادية بمرور الوقت. على سبيل المثال، قديمًا كان قطاع الكيماويات يُعَد دوريًّا، حيث إن إيراداته تتأثر تأثرًا كبيرًا بالدورة الاقتصادية. يُعزى ذلك إلى إنتاج شركات الكيماويات بوجه عام لمواد كيميائية بالجملة، تشبه السلع الأساسية. فعندما يكون الاقتصاد والطلب قويين، تشهد هذه الشركات ارتفاعًا في الأرباح، وعندما يتباطأ الاقتصاد والطلب، غالبًا ما تنخفض

أرباحها لأسباب مفهومة. ويصف المحللون في كثير من الأحيان هذا النوع من الشركات على أنها «ذات رافعة تشغيلية»؛ أي إن لديها تكاليف إنتاج ثابتة مرتفعة. وهذا يعني أنه عند ضعف الطلب، يمكن أن ينخفض هامش الربح بشدة مما يؤدي إلى خسائر كبيرة (إذ من الصعب تغطية التكاليف الثابتة). ومع ذلك، للسبب نفسه، عندما يكون الطلب قويًّا، يمكن أن يرتفع هامش الربح ارتفاعًا حادًّا، ويمكن للأرباح أن ترتفع بقوة.

يختلف هذا السيناريو تمامًا في حالة شركة تعمل في مجال إنتاج الأغذية، على سبيل المثال. فعادةً ما تواجه مثل هذه الشركات سوقًا استهلاكية أكثر استقرارًا يمكن التنبؤ بها، بغضِّ النظر عما إذا كان الاقتصاد الأوسع نطاقًا قويًّا أو ضعيفًا؛ فمعظم العملاء يستمرون في أكل الكمية نفسها في كل الأوقات، سعيدةً كانت أم صعبة.

لكن الأمثلة المذكورة أعلاه لا يمكن التعويل عليها دائمًا. فقد غيَّرت العديد من الشركات في قطاع صناعة المواد الكيميائية نشاطها التجاري في السنوات الأخيرة إلى منتجات ذات قيمة أعلى مثل مواد الطلاء والمواد اللاصقة ومواد التنظيف والكيماويات الزراعية (الأسمدة والمبيدات الحشرية)، التي من المرجح أن يكون الطلب عليها أكثر استقرارًا. كما تحوَّلت بعض نماذج الأعمال التجارية إلى إنتاج النكهات والعطور، التي تصنف على أنها منتجات غذائية أو منتجات للعناية الشخصية. وقد حدثت تغيرات مماثلة في الماضي في قطاع التكنولوجيا، الذي يجمع بين منتجات السلع الأساسية التي تتسم بنمط دوري جدًّا مثل أشباه الموصلات وشركات تنتج البرمجيات، وتتسم بنمط أقل دورية بوجه عام. ومع مرور الوقت، انخفضت القيمة السوقية، أو الوزن الترجيحي، لمنتجات قطاع التكنولوجيا الدورية مقارنةً بحجم أكثر المنتجات استقرارًا أو دفاعيةً.

وبالمثل، قد يجد منتِج الأغذية الذي يبيع منتجات غذائية تحمل علامات تجارية أن طلب المستهلكين أصبح أكثر دورية بمرور الوقت، حيث تنطوي المنافسة الناجمة عن سلع المتاجر الكبرى على أن فرق السعر الذي يرغب العملاء في دفعه مقابل المنتج الذي يحمل علامة تجارية قد يكون أكثر دورية مما كان عليه من قبل.

ليس الهدف من هذه الأمثلة إثبات عدم وجود أنماط قابلة للتمييز مع مرور الوقت، بل الإقرار بضرورة إدراك المستثمر أن العلاقات بين مختلف قطاعات سوق الأوراق المالية وعوامل الاقتصاد الكلي عُرضة للتغيير مع مرور الوقت، حيث إن المحركات والتطورات التنافسية داخل القطاعات وفيما بينها يمكن أن تتغير أيضًا.

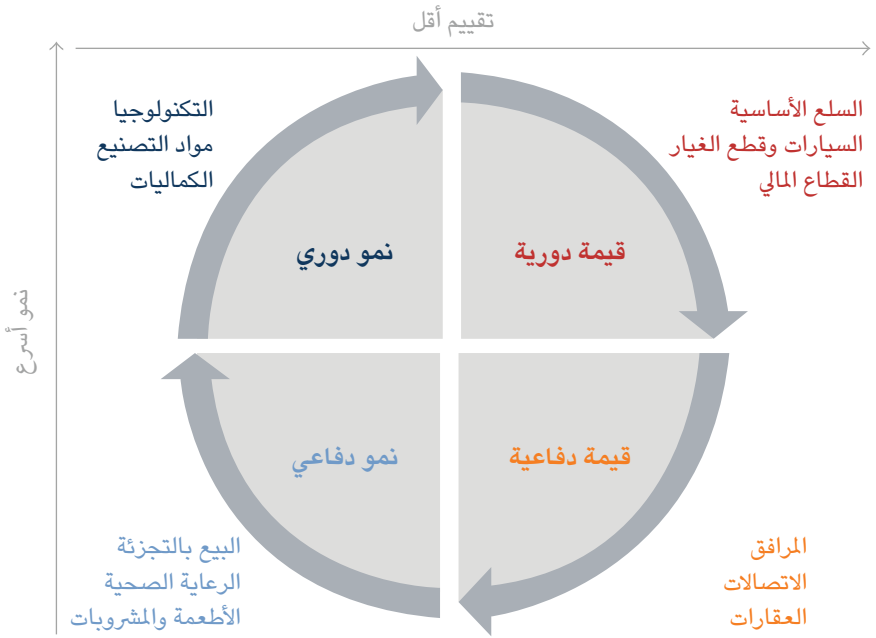
القطاعات والدورة الاقتصادية

وبصرف النظر عن هذه التحديات، يمكن تقسيم عوائد القطاعات في الدورة الاقتصادية إلى نطاقات عامة أوسع نطاقًا. فغالبًا ما تُقيَّم القطاعات استنادًا إلى حساسيتها أو البيتا الخاصة بها تجاه المتغيرات الاقتصادية، على سبيل المثال، من حيث الصلة بمدى تأثر تقييمها وأدائها بالتغيرات في النمو الاقتصادي والتضخم وعوائد السندات. أرى أنه من المُجدي جدًّا تصنيف صناعات سوق الأوراق المالية وقطاعاتها إلى أربع مجموعات وفقًا للحساسية والتقييم.

كما يُظهِر شكل ٥-١، يمكن بوجه عام تقسيمُ القطاعات الأكثر حساسية من الناحية الاقتصادية، أو القطاعات الدورية، إلى قطاعات دورية سريعة النمو، مثل التكنولوجيا، وقطاعات دورية ناضجة (عادةً ما تكون قيمتها منخفضة) مثل السيارات. وعلى نحو مماثل، يمكن تصنيف أكثر القطاعات دفاعية وأقلها حساسيةً تجاه التغيرات الاقتصادية إلى قطاعات سريعة النمو، مثل الرعاية الصحية، وقطاعات دفاعية ولكن ناضجة وأرخص، مثل شركات الاتصالات. وكدليل عام، يمكن تقسيم هذه القطاعات إلى أربعة أجزاء وفقًا لكيفية أدائها على أساس نسبي في ظل ظروف اقتصادية مختلفة.

إن أفضل بيئة للقيمة الدورية هي عندما يتسارع النمو جنبًا إلى جنب مع معدلات تضخم وأسعار فائدة مرتفعة. فالنمو الأقوى مفيد للأسهم الدورية عمومًا، ولكن القطاعات الناضجة — حيث تُشكل التكاليف الثابتة (الأجور والأصول) غالبًا نسبة أعلى من الإيرادات مقارنةً بالقطاعات الأحدث والأسرع نموًّا — تتمتع بحساسية أكبر تجاه التضخم. وغالبًا ما توصف هذه القطاعات بأنها «ذات رافعة تشغيلية» عالية. فعندما يرتفع معدل التضخم وأسعار الفائدة، يتزايد نمو الإيرادات وتتحسن الهوامش؛ مما يؤدي إلى زيادة الأرباح بما يزيد عن المتوسط. على النقيض، يميل النمو الدفاعي إلى تقديم أداء أفضل نسبيًّا عندما يكون النمو أضعف وأكثر ندرة بوجه عام. وتستفيد هذه الشركات من انخفاض معدلات التضخم وأسعار الفائدة لامتلاكها تدفقات نقدية متوقعة طويلة الأجل، وانخفاض أسعار الفائدة يعني انخفاض معدلات الخصم لهذه التدفقات النقدية؛ الأمر الذي ينتج عنه تقييمات أعلى.

وبطبيعة الحال، قد تتأثر بعض الصناعات أيضًا في وقت ما بمسائل محددة متعلقة بالأسهم (خاصة إذا كان يهيمن على الصناعة شركة كبيرة أو شركتان كبيرتان)، ويمكن أن تتأثر باللوائح والتغيرات في المشهد التنافسي، وفي ذلك عمليات الدمج المحتملة أو المنافسون الجدد، إلى جانب مجموعة كبيرة من العوامل الأخرى.



شكل ٥-١: تقسيم الصناعات والقطاعات إلى أربع مجموعات حسب الحساسية والتقييم.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

ونتيجةً لهذه التعقيدات، غالبًا ما يُصنِّف المستثمرون الشركات أو الصناعات معًا إلى أنماط. ونظرًا للفائدة التي تعود بها هذه الأنماط العامة، تتمتع بعض العلاقات بين أنماط الاستثمار وحساسية القطاع أو الصناعة بأهمية خاصة:

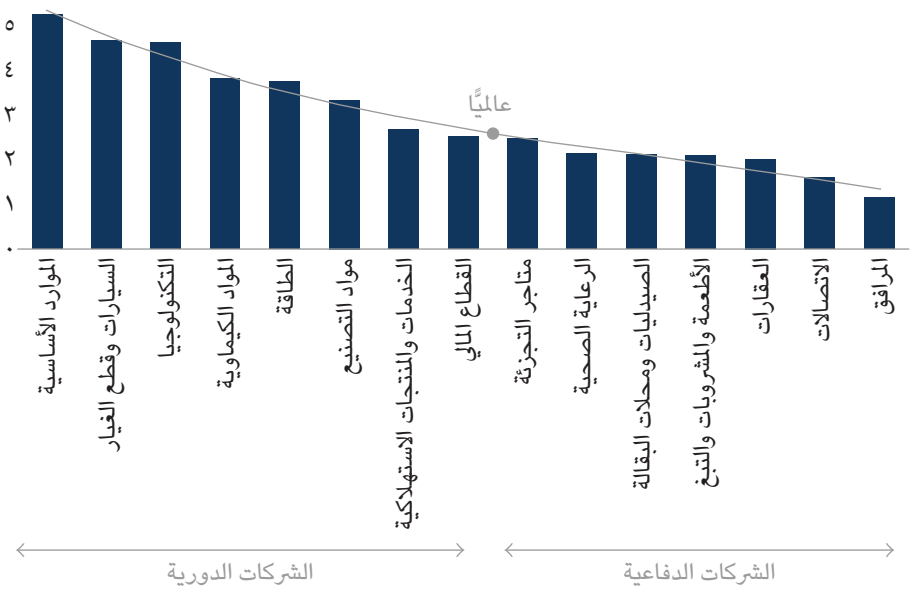
- العلاقة بين الشركات الدورية والدفاعية.
- العلاقة بين شركات القيمة وشركات النمو.

تُعَد هاتان المجموعتان الواسعتا النطاق مفيدتين للمستثمرين؛ وذلك لميلهما لإنشاء علاقة واضحة مع الاستثمار والدورات الاقتصادية مع مرور الوقت.

الشركات الدورية مقابل الشركات الدفاعية

بغضِّ النظر عن النقاط المذكورة سابقًا حول التغيرات التي تطرأ على تكوين الشركات وطبيعة أعمالها بمرور الوقت، فمن الممكن وصف الصناعات بأنها دورية عندما تكون لديها حساسية عالية، أو بيتا، تجاه الدورة الاقتصادية. وبالمثل، يمكن وصف الشركات المنخفضة الحساسية بأنها دفاعية نسبيًّا. يوضح شكل ٥-٢ مدى حساسية أو بيتا نمو الأرباح المتوقعة (بإجماع آراء خبراء الاقتصاد، ١٢ شهرًا آجلًا) حسب الصناعة تجاه إجمالي الناتج المحلي في سوق الأسهم العالمية.

النتائج بديهية إلى حد ما. فقد كانت شركات السيارات والموارد والتكنولوجيا هي الأكثر حساسية تجاه الدورة الاقتصادية، وكانت المرافق والاتصالات والأطعمة والمشروبات هي الأقل حساسية.



شكل ٥-٢: بيتا نمو الأرباح المتوقعة للسهم الواحد تجاه نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

جدول ٥-١: الأداء السنوي للشركات الدورية/الدفاعية في الولايات المتحدة؛ تُعَد مرحلة اليأس أسوأ فترة للشركات الدورية ومرحلة الأمل هي أفضل فترة.*

	اليأس	الأمل	النمو	التفاؤل
١٩٧٣–١٩٨٠	٦٪–	١٪	٩٪	١٠٪
١٩٨٠–١٩٨٧	٣١٪–	٣٤٪	١٨٪–	٧٪–
١٩٨٧–١٩٩٠	١٤٪–	٦٪	٤٪–	١٢٪–
١٩٩٠–٢٠٠٠	١٧٪–	٧٪	١٧٪	٧٠٪
٢٠٠٠–٢٠٠٧	٤٧٪–	١٦٪	٩٪	–
٢٠٠٧–٢٠١٩	٣٧٪–	٣٠٪	٠٪	٩٪
المتوسط	٢٥٪–	١٦٪	٢٪	١٤٪
الوسيط	٢٤٪–	١٢٪	٤٪	٩٪

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

بسبب علاقة هذه الأساليب بالدورة الاقتصادية، يمكن للمرء العثور على نمط أداء يتناسب مع مراحل «الدورة النموذجية» المذكورة في الفصل الثالث. يوضح جدول ٥-١ الأداء السنوي للشركات الدورية مقابل الشركات الدفاعية في سوق الأسهم الأمريكية (مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠). والأنماط هنا واضحة بدرجة معقولة. وتُعَد مرحلة اليأس أسوأ فترة للشركات الدورية مقارنةً بالشركات الدفاعية. وهذا أمر بديهي؛ فخلال هذه المرحلة يتوقع المستثمرون حدوث ركود، وهو احتمال له تأثير سلبي على أسواق الأسهم عمومًا، وعلى أولئك الذين يتسمون بأنهم أكثر حساسية للدورة بخاصة. وتوفر الشركات الدفاعية على الأقل ملاذًا نسبيًّا خلال هذه المرحلة، وفي المتوسط، تفوق أداؤها في الماضي نسبيًّا بما يقرب من ٣٠٪ خلال هذه المراحل في المتوسط. ومرحلة الأمل، كما هو متوقع، أفضل فترة للشركات الدورية مقارنةً بالشركات الدفاعية، حيث بلغ متوسط تفوق الأداء ٢٥٪. تُعَد مرحلة النمو أطول مرحلة وصاحبة أكثر النتائج غموضًا. ويرجع ذلك جزئيًّا إلى أنه خلال هذه المرحلة قد تكون هناك عدة دورات مصغرة عندما تتحسن بيانات المسح العالية التواتر مثل مؤشر مديري المشتريات أو مؤشر معهد إدارة التوريد

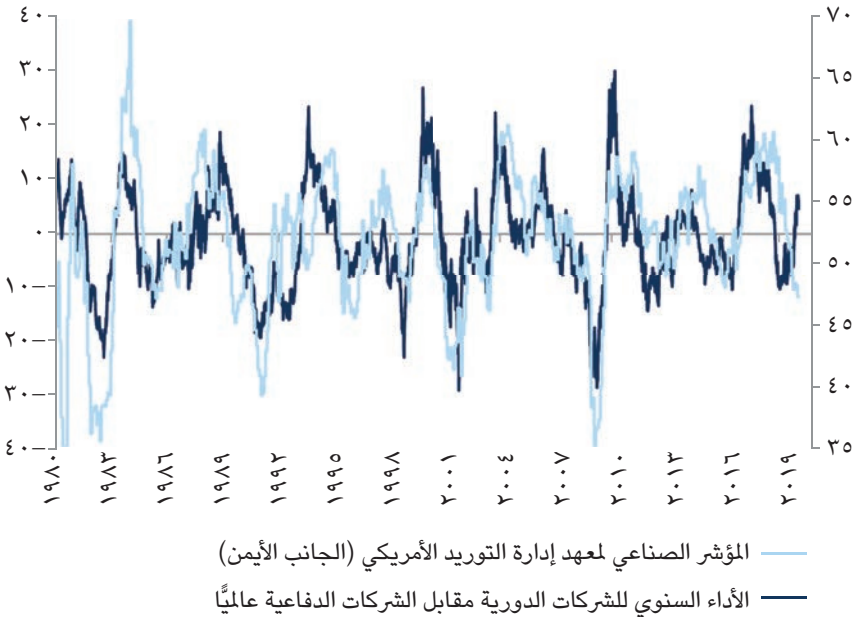
(انظر الفصل الثالث). وعمومًا تتميز مرحلة التفاؤل أيضًا بأنها مرحلة تتفوق فيها أكثر الشركات دورية في الأداء، وتزداد فيها القدرة على تحمل ارتفاع التقييمات في السوق.

تتجلى هذه الأنماط أيضًا عندما نقارن الأداء النسبي للشركات الدورية والدفاعية على مدار دورة صناعية قياسية. وإحدى الطرق السهلة لفعل ذلك هي النظر إلى الدورات في بيانات الدراسات الاستقصائية، مثل ما يُسمى بمؤشر مديري المشتريات، أو مؤشر معهد إدارة التوريد الذي يحظى بمتابعة واسعة النطاق في الولايات المتحدة. يتابع المستثمرون هذين المؤشرين على نطاق واسع لأنهما، على الرغم من ارتباطهما الوثيق بإجمالي الناتج المحلي، يتمتعان بميزة إصدارهما شهريًّا؛ ومن ثَم لديهما تواتر أعلى من التقارير ربع السنوية لإجمالي الناتج المحلي.

يُعايَر كلٌّ من مؤشر مديري المشتريات ومؤشر معهد إدارة التوريد لإظهار التوسع أو الانكماش؛ وعادةً ما يشير المستوى الذي يقل عن ٥٠ إلى الانكماش والأعلى من ٥٠ إلى التوسع.

من خلال تقسيم الصناعات إلى مجموعات دورية ودفاعية، استنادًا إلى حساسيتها لإجمالي الناتج المحلي، يمكننا ملاحظة وجود علاقة وثيقة مع مرور الوقت بين الأداء النسبي للمجموعتين ومستوى هذين المؤشرين. وعلى وجه العموم، إذا كان هناك ارتفاع في بيانات هذه الدراسات الاستطلاعية، فمن المرجح أن يكون هذا هو الوقت الذي تتفوق فيه الصناعات الدورية، بينما في فترة انخفاض أو تباطؤ بيانات الدورة، تميل أكثر القطاعات دفاعيةً إلى تحقيق أداء أفضل (انظر شكل ٥-٣).

ثَمة محرك آخر للعائد النسبي بين أداء الشركات الدورية مقابل الشركات الدفاعية، وهو عوائد السندات. وكما يُظهِر شكل ٥-٤، فإن انخفاض عوائد السندات، الذي يتوافق عادةً مع ضعف توقعات النمو، ينتج عنه ضعف أداء الشركات الدورية، في حين أن ارتفاع عوائد السندات يدعم الشركات الدورية نسبيًّا. هناك سببان منطقيان لذلك. أولًا: تميل عوائد السندات إلى الارتفاع عندما يكون النمو أقوى؛ مما يعزز الإيرادات للشركات التي تتأثر بالاقتصاد أكثر من تلك التي تتمتع بتدفقات نقدية مستقرة. ثانيًا: تتميز نسبة عالية من تكاليف الشركات الدورية عمومًا بأنها ثابتة، مثل العمالة أو تكلفة المواد، فضلًا عن تكاليف الإنتاج واستهلاك رأس المال (المصانع والمعدات). وهكذا، يكون التضخم (وعوائد السندات المرتفعة المرتبطة به) مفيدًا عمومًا؛ لأنه يقلل من التكاليف الثابتة للشركة مقارنةً بالمبيعات (التي سترتفع مع التضخم). والعكس صحيح أيضًا. لكن، بصفة عامة، إذا



شكل ٥-٣: الشركات الدورية مقابل الشركات الدفاعية عالميًّا على مدار الدورات الصناعية.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

كنت تمتلك أصلًا متناقص القيمة، فإن التضخم (إلى حد معين) يكون في الواقع مفيدًا. وربما كان هذا هو السبب وراء الأداء الجيد للشركات الدورية، على نحو غير عادي، في مرحلة اليأس في الفترة ١٩٧٣–١٩٨٠، عندما كان التضخم مرتفعًا.

ومع ذلك، يتأثر المستثمرون ليس فقط بمستوى هذين المؤشرين، ولكن أيضًا بمعدل تغييرهما؛ وهنا يظهر السؤال الآتي: هل يقل المؤشر عن ٥٠ ولكنه يتجه لأعلى، يشير إلى تحسن ما يُسمى بالمشتق الثاني، أم إنه ربما يكون أعلى من ٥٠ ولكنه يتباطأ؟

ولإضفاء مزيد من التعقيد، فإن التفاعل بين معدل التغير في الدورة وما يحدث لعوائد السندات يصبح ذا أهمية خاصة. وعلى وجه التحديد، عندما ينمو الاقتصاد (أي عندما يكون مؤشر مديري المشتريات أعلى من ٥٠) ولكن بوتيرة أبطأ، يؤدي ذلك عمومًا إلى ريادة قطاع و/أو نمط مختلف إذا كان ذلك مصحوبًا بارتفاع عوائد السندات أو انخفاضها.



شكل ٥-٤: ضعف أداء الشركات الدورية نتيجة لانخفاض عوائد السندات.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

ومن ثَم فهناك في الواقع تفاعل معقد بين الدورة من حيث مستوى النمو واتجاه حركته (هل يتحسن أم يتدهور؟) وبين ما إذا كانت عوائد السندات تتزايد أو تتناقص. ينتج عن هذا العديد من التباديل. فعندما يتعلق الأمر بأداء القطاع الدوري مقابل أداء القطاع الدفاعي، يتزامن الوضع الأقل ملاءمة مع الانكماش؛ أي عندما تكون مؤشرات مديري المشتريات أقل من ٥٠ (الانكماش) وتزداد تدهورًا، وتنخفض عوائد السندات أيضًا (التي تتوافق عادةً مع توقع حدوث مزيد من التدهور في التضخم والنمو).

إن أفضل مزيج، كما هو موضح للسوق ككلٍّ في الفصل الثالث، يكون خلال فترة التعافي، عندما يكون الاقتصاد لا يزال في حالة ركود، ولكن مع اتجاه معدل النمو لأعلى، أو بدء ظهور علامات تشير إلى تحسنه. يتزامن هذا مع بدء ارتفاع معنويات المستثمرين وتوقعهم لحدوث فترات أفضل في المستقبل. في حالة اقتران هذا الأمر بارتفاع عوائد السندات (تعبيرًا عن الثقة في النمو المستقبلي)، فإن أكثر الشركات حساسيةً تجاه

الاقتصاد، أو تلك الأكثر دورية، غالبًا ما ستُحقق أداءً متفوقًا مقارنةً بأكثر الشركات دفاعية، التي تتمتع بحساسية أقل تجاه الدورة.

يوضح شكل ٥-٥ طريقة بسيطة لتلخيص هذه التباديل لدورة السوق الأمريكية. فهو يعرض واحدة من الحالات القصوى للتباديل المذكورة سابقًا: في هذه الحالة، يكون مؤشر مديري المشتريات أعلى من ٥٠ (مما يشير إلى نمو الاقتصاد)، ويبدأ في الانخفاض من مستوى الذروة مع انخفاض عوائد السندات. يدل هذا بوضوح تام على أن متوسط العوائد كان أعلى في أكثر الصناعات دفاعية في السوق، وأن القطاعات ذات الأداء الأسوأ كانت تلك الأكثر عرضة لخطر الانكماش الاقتصادي، مثل البنوك وشركات الإنشاء والإعلام والتكنولوجيا؛ أي جميع القطاعات التي يكون فيها الطلب تقديريًّا، ويمكن تأجيل الطلبات بسهولة.

على النقيض — عندما يكون مؤشر مديري المشتريات أقل من ٥٠ (أي عندما يكون الاقتصاد في حالة ركود على الأرجح)، ولكنه يرتفع من مستوًى مُتدنٍّ مع ارتفاع عوائد السندات — ينعكس نمط الريادة في السوق.

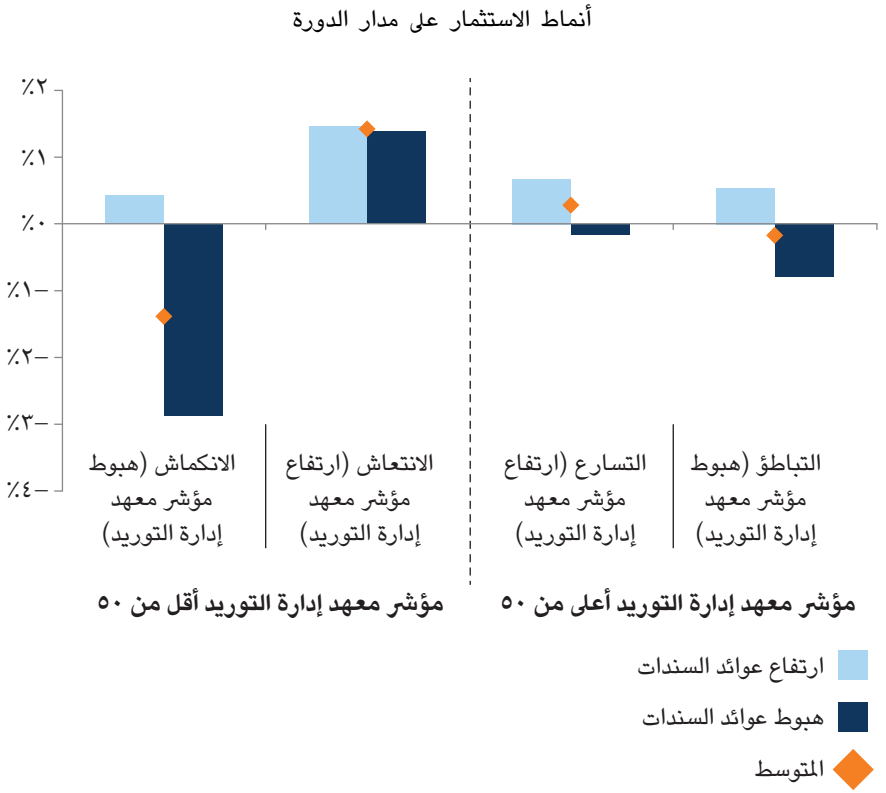
شركات القيمة مقابل شركات النمو

على الرغم من سهولة فهم الأداء النسبي للشركات الدورية مقابل الشركات الدفاعية، فإن العلاقة بين ما يُسمى بشركات القيمة وشركات النمو أقل وضوحًا إلى حد ما؛ لأن هذين المصطلحين يتداخلان مع شركات في مختلف القطاعات. بوجه عام، تشير شركات النمو إلى الشركات التي تتمتع بنمو أكثر استقرارًا أو أعلى في الإيرادات بمرور الوقت، التي تميل إلى التداول بتقييمات عالية. عادة ما تُعرَّف شركات القيمة بأنها تلك التي تتداول بتقييمات أقل من متوسط الشركات الأخرى، على سبيل المثال، نسبة سعر إلى أرباح أقل.

تتضمن مؤشرات مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال المعتمدة على النمو والقيمة التعريفات الآتية:[1]

يعتمد تصنيف مؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال للنمو على خمسة متغيرات:

- معدل نمو الأرباح المتوقع على المدى الطويل للسهم الواحد.
- معدل نمو الأرباح المتوقع على المدى القصير للسهم الواحد.
- معدل النمو الداخلي الحالي.



شكل ٥-٥: الأداء الشهري للشركات الدورية مقابل الشركات الدفاعية في الولايات المتحدة (منذ عام ١٩٧٣).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

- اتجاه نمو الأرباح السابقة على المدى الطويل للسهم الواحد.
- اتجاه نمو المبيعات السابقة على المدى الطويل للسهم الواحد.

يعتمد تصنيف مؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال للقيمة على ثلاثة متغيرات:

- نسبة القيمة الدفترية للسهم إلى السعر.
- نسبة الأرباح المتوقعة خلال ١٢ شهرًا إلى السعر.
- العائد من توزيعات الأرباح.

غالبًا ما يكون هناك بعض التداخل بين هذه العوامل ومحور الشركات الدورية مقابل الشركات الدفاعية. وغالبًا ما تكون شركات القيمة أكثر دورية، ويمكن أن تتداخل الشركات الدفاعية مع شركات النمو إلى حد ما.

يُظهِر الارتباط البسيط بين القيمة — مقارنةً بالنمو — والإنتاج الصناعي (مقياس النمو في الاقتصاد الحقيقي) علاقةً إيجابية، وإن لم تكن قوية للغاية. وعادةً ما يرتبط النمو الاقتصادي الأقوى بالأداء الأفضل لأسهم القيمة (المنخفضة السعر)؛ لأنها غالبًا ما تكون أكثر حساسيةً تجاه الدورة الاقتصادية. ولكن الأمر أكثر تعقيدًا من محور الشركات الدورية/الشركات الدفاعية؛ لأن العلاقة بين القيمة والنمو تغيرت مع مرور الوقت، خاصةً منذ الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٨.

عند مقارنة القيمة بالنمو على مدار متوسط مراحل الدورة (انظر جدول ٥-٢)، يظهر نمط أقل وضوحًا بكثير مما كان عليه عند مقارنة الشركات الدورية بالشركات الدفاعية. وتظهر الصورة الوحيدة الواضحة — على الأقل في المتوسط — في الأداء الضعيف للقيمة في مرحلة التفاؤل. ففي هذا الجزء النهائي من دورة الاستثمار، عندما تصل ثقة المستثمرين إلى ذروتها، ترتفع التقييمات في أسواق الأسهم حتى مع تباطؤ نمو الأرباح. وهذه هي البيئة التي تتمتع فيها أسهم النمو عادةً بأقوى عوائد نسبية لها.

جدول ٥-٢: العلاقة أقل وضوحًا بين شركات القيمة وشركات النمو في الولايات المتحدة.*

	اليأس	الأمل	النمو	التفاؤل
١٩٧٣–١٩٨٠	-	-	٤٦٪	-٥٪
١٩٨٠–١٩٨٧	١٦٪	١٪	٥٪	-٢٪
١٩٨٧–١٩٩٠	٣٪	٣٪	٥٪	-١٧٪
١٩٩٠–٢٠٠٠	٢٪	-١٤٪	١٤٪	-٣٧٪
٢٠٠٠–٢٠٠٧	٣٩٪	١٢٪	١٨٪	-
٢٠٠٧–٢٠١٩	-١٧٪	٤٪	-١٨٪	-١١٪
المتوسط	٩٪	١٪	١٢٪	-١٥٪
الوسيط	٣٪	٣٪	١٠٪	-١١٪

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

القيمة والنمو والمدة

على الرغم من أن جدول ٥-٢ يوضح متوسط العوائد خلال مراحل مختلفة، يظهر النمط الأكثر وضوحًا عندما ننظر إلى الأداء النسبي بمرور الزمن، الذي يميل إلى إظهار اتجاه طويل الأجل مستمر إلى حد ما لتفوق القيمة. يتفق هذا مع الأدلة الموثقة في الدراسات الأكاديمية. ووفقًا لما يُسمى بعلاوة القيمة، التي أشار إليها لأول مرة كلٌّ من جراهام ودود (١٩٣٤)،[2] فإن الأسهم التي تتمتع بنسبة قيمة دفترية إلى قيمة سوقية عالية أو نسبة سعر إلى أرباح منخفضة (يُشار إليها عمومًا باسم أسهم القيمة) توفر، في المتوسط، عوائد أعلى من الأسهم التي تتمتع بنسبة قيمة دفترية إلى قيمة سوقية منخفضة (أسهم النمو). وقد أكدت المؤلفات الأكاديمية ذلك الأمر على نطاق واسع، وربما من أشهر هذه المؤلفات الدراسة التي أجراها يوجين إف فاما وكينيث آر فرينش،[3] حيث أظهرا أنه في الفترة من ١٩٧٥ إلى ١٩٩٥ بلغ الفرق بين متوسط عوائد المحافظ العالمية للأسهم ذات التقييمات المرتفعة والمنخفضة (باستخدام نسبة السعر إلى القيمة الدفترية) ٧٫٦٨٪ سنويًّا، وأن القيمة تفوقت على النمو في ١٢ سوقًا من أصل ١٣ سوقًا تضمنتها الدراسة.

أحد العوامل الرئيسية التي تؤثر في أداء القيمة مقارنةً بأداء النمو هو علاقتهما بأسعار الفائدة وعوائد السندات، التي يُشار إليها عادةً باسم «المدة». يتبع تعريف مدة الأسهم على نحو وثيق تعريف مدة السند (التي عرَّفها ماكولاي [١٩٣٨]).[4] وعلى غرار مدة السند، ترتبط مدة الأسهم بطول الفترة الزمنية حتى يتوقع المستثمرون الحصول على تدفقات نقدية مستقبلية من استثمارهم في أسهم الشركة؛ ومن ثَم فإن المدة من هذا المنطلق هي مقياس استحقاق التدفق النقدي للشركة، وبالتبعية مدى التأثر بسعر الفائدة. إذا كان من المتوقع أن تدفع الشركة جزءًا كبيرًا من التدفقات النقدية في المستقبل البعيد، فإن أسهمها تُعَد أسهمًا طويلة الأمد. ومن الأمثلة الجيدة على ذلك شركات التكنولوجيا، أو قطاع التكنولوجيا بأكمله، حيث تستثمر الشركات بسرعة لتحقيق نمو مستقبلي مع احتمالية عدم دفع أي توزيعات أرباح أثناء قيامها بذلك. على النقيض من ذلك، فإن أسهم الشركات الناضجة التي تُظهِر نسبًا عالية لتوزيعات الأرباح إلى السعر (مثل شركات المرافق) هي أسهم قصيرة الأجل. وستشهد الأسهم الطويلة الأمد ارتفاعًا أكبر في صافي قيمتها الحالية عند حدوث أي انخفاض في أسعار الفائدة مقارنةً بالشركات الأقصر أمدًا، والعكس صحيح.

لقد حدث تغيرٌ كبير في العلاقة بين عوائد السندات والأداء النسبي للنمو والقيمة مع مرور الوقت. وكما يُظهِر شكل ٥-٦، كانت هناك علاقة سلبية بوجه عام بين الاثنين

في الفترة من ١٩٨٠ إلى ٢٠٠٧. وخلال ثمانينيات وتسعينيات القرن العشرين، ارتبط انخفاض عوائد السندات بوجه عام بالنمو القوي وانخفاض المخاطر؛ حيث تمثل هذه الظروف البيئة المواتية لشركات القيمة. وبعد ذلك، في الفترة التي سبقت فقاعة التكنولوجيا في أواخر تسعينيات القرن العشرين، كان هناك تناوب حاد لصالح أسهم النمو عندما كان يُنظر إلى أسعار الفائدة المنخفضة على أنها مفيدة لشركات النمو التي كانت تتمتع بمدة طويلة. وكان يُنظر كذلك إلى شركات التكنولوجيا (بالإضافة إلى أسهم الاتصالات والإعلام في ذلك الوقت) على أنها شركات «اقتصاد جديد» من المرجح أن تحقق نموًّا مستقبليًّا أعلى بكثير من شركات الصناعات التقليدية (التي يُشار إليها غالبًا في ذلك الوقت باسم «الاقتصاد القديم») حيث كان الطلب ناضجًا.

في أعقاب انهيار فقاعة التكنولوجيا، شهد العديد من أسهم النمو هذه (وأسهم التكنولوجيا على وجه الخصوص) أكبر انخفاضات في التقييمات. وفي الواقع، في ذلك الوقت، وصلت الفجوة في التقييمات بين أسهم النمو وأسهم القيمة إلى مستويات قياسية؛ مما جعل كلًّا منها عرضة للهبوط مع بدء تلاشي الثقة في فرص النمو الطويلة الأجل لهذه الأسهم، والقيمة التي نُسبت إليها سابقًا.

كانت الفترة بين عام ٢٠٠٠ وبداية الأزمة المالية في عام ٢٠٠٧ هي الفترة التي استردَّت فيها علاوة القيمة مكانتها. إذ أعاد المستثمرون عمومًا تقييم القيمة في «الاقتصاد القديم»، كما أعادت العديد من الشركات في هذه الصناعات الناضجة هيكلة نفسها لتحسين إمكاناتها من حيث التنافس والنمو. ومن ناحية أخرى، تلقى اتجاه النمو السائد ضربة قوية بعد أن تكبَّد المستثمرون خسائر فادحة في أسهم النمو التي انهارت أسعارها نتيجة للمبالغة في تقدير قيمتها.

منذ الأزمة المالية العالمية في عام ٢٠٠٧، يبدو أن العلاقة قد انعكست مرة أخرى، حيث ارتبط انخفاض عوائد السندات بالأداء الضعيف لأسهم القيمة مقارنة بأسهم النمو. وكان ضعف أداء القيمة مقارنةً بالنمو أحد أبرز التحولات التي حدثت في علاقات سوق الأوراق المالية منذ الأزمة المالية في ٢٠٠٧/٢٠٠٨؛ ويناقش الفصل التاسع هذا الموضوع بمزيد من التفصيل.

عمومًا، هناك أربعة محركات للعلاقات النمطية في دورة الاستثمار الأخيرة.

- شهدت شركات التكنولوجيا عمومًا نموًّا أفضل بكثير في الأرباح مقارنةً ببقية سوق الأسهم، وقد أفاد هذا نمط النمو (الذي يميل إلى احتواء مزيد من شركات



شكل ٥-٦: التغير الكبير في العلاقة بين عوائد السندات والأداء النسبي للنمو والقيمة مع مرور الوقت.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

التكنولوجيا). في الوقت نفسه، في أعقاب الأزمة المالية، عانت البنوك من ضعف العوائد. ونتج ذلك لسببين: أولهما انخفاض النشاط الاقتصادي بوجه عام، وثانيهما بيئة أسعار الفائدة المنخفضة للغاية (والسلبية في كثير من الحالات)، التي تعيق قدرة البنوك على تحقيق هوامش ربح على قروضها.

- حتى لو نظرنا إلى مقاييس النمو مقابل القيمة بغضِّ النظر عن القطاع — عن طريق إزالة التحيز القطاعي والنظر فقط إلى النمو مقابل القيمة داخل كل صناعة — سيتفوق النمو. يعكس جزء من هذا الأمر تزايد ندرة النمو. ومع تراجع التضخم، تمكن عدد أقل من الشركات من التمتع بنمو قوي في المبيعات مقارنةً بالدورات الأخرى؛ وذلك لارتباط نمو المبيعات بالنمو الاسمي والأسعار العامة.

- لقد شهدنا منذ الأزمة المالية انخفاضًا مستمرًّا في عوائد السندات، التي تُشكل جزءًا من سعر الخصم. وكلما انخفض مستوى عوائد السندات، زادت الفائدة التي تعود على الشركات الطويلة الأمد، خاصة إذا كان يُنظر إلى هذه الشركات أيضًا على أنها «كِيانات معرقِلة» في الصناعات الناضجة.
- الجزء الآخر من سعر الخصم هو علاوة المخاطر. وفي دورة ما بعد الأزمة المالية، كانت علاوة المخاطر أعلى عمومًا نتيجة لتزايد المخاوف بشأن النمو الاقتصادي، والانكماش، والمسائل الجيوسياسية، وتأثير الإبداع التكنولوجي على البيئة التنافسية.

نظرًا لارتفاع علاوة المخاطرة، فقد زاد تقدير المستثمرين أيضًا لاستقرار عوائد الشركات أو إمكانية التنبؤ بها بمرور الوقت. يتسم هذا النهج أيضًا بالعقلانية. فإذا كانت عوائد الأصول الأقل خطورة، مثل السندات الحكومية أو سندات الشركات، منخفضة للغاية (نتيجة لانخفاض عوائد السندات إلى هذه المستويات)، فمن المرجح أن يدفع المستثمرون المزيد مقابل الأصول ذات العوائد الأعلى (ربما توزيعات أرباح مرتفعة أو عوائد تدفق نقدي حر) ما دامت العوائد المتوقعة يمكن التنبؤ بها وآمنة نسبيًّا. ولهذا السبب، في دورة ما بعد الأزمة المالية، كان الأداء القوي من نصيب الأسهم «التي تشبه السندات» مثل شركات البنية التحتية والامتيازات المدعومة من الحكومة (على سبيل المثال، الطرق ذات الرسوم أو المرافق ذات العقود الثابتة أو عوائد رأس المال المحمية من التضخم).

ولذلك، يمكننا ملاحظة أن هناك بعض العلاقات بين دورة الاستثمار وأنماط الأسهم. ولعل أكثر هذه العلاقات اتساقًا تلك التي تتعلق بأداء الشركات الدورية مقارنةً بالشركات الدفاعية.

كانت هناك أيضًا بعض الأدلة على وجود دورات في علاقاتها النمطية، مثل القيمة مقابل النمو. لكن هذه الأنماط أكثر تعقيدًا؛ لأنها تتأثر بمجموعة متنوعة من العوامل المختلفة بالإضافة إلى الدورة الاقتصادية، وبصفة خاصة تأثير المدة على الشركات، إلى جانب الاتجاهات العامة الأخرى المتعلقة بالتغيرات التي تشهدها الصناعة والمنافسة.

تميل الأنماط أو العوامل الأخرى داخل السوق، مثل تباين حجم رأس المال أو أداء سهم محدد، إلى أن تكون أقل اتساقًا بمرور الوقت وعلى مدار الدورات؛ مما يجعل من الصعب جدًّا إصدار تعميمات قوية وموثوق فيها.

الجزء الثاني

طبيعة أسواق الثيران الصاعدة والدببة الهابطة وأسبابها: العوامل المؤدية إليها والإشارات الدالة عليها

الفصل السادس

ضروريات أسواق الدببة الهابطة: طبيعتها وشكلها

إن أسواق الدببة الهابطة جزء طبيعي — لا يمكن تجنبه — من دورة الاستثمار. ولكن تختلف مدتها وشدتها اختلافًا كبيرًا بناءً على الظروف والعوامل التي أدت إليها، ومن بينها التقييمات التي تسبقها. وفي أسوأ حالاتها، يمكن أن تكون أسواق الدببة في غاية القسوة، وقد يستغرق الأمر عدة أشهر، بل سنوات، للتعافي من الخسائر المتكبدة. وهذا يدل على مدى أهمية فهم المستثمرين للعوامل المؤدية للأسواق الهابطة، لا سيما في حالة الأسواق الطويلة الأجل التي تتمتع بطابع هيكلي.

على الرغم من أن تجنب أسواق الدببة الهابطة هدف مفهوم، فإن التوقيت يلعب دورًا جوهريًّا. فبيع الأسهم في وقت مبكر جدًّا تحسبًا لهبوط السوق يمكن أن يكون مكلفًا بقدر تكلفة الاحتفاظ نفسها بكامل الاستثمارات وانتظار هبوط السوق. على سبيل المثال، خسر مستثمرو الأسهم، في المتوسط، في الأشهر الثلاثة الأولى من سوق هابطة المبلغ نفسه تقريبًا الذي كانوا سيكسبونه في الأشهر الأخيرة من سوق صاعدة. بعبارة أخرى، بيع الأسهم في وقت مبكر جدًّا يمكن أن ينتج عنه وضع البيع نفسه بعد بدء السوق الهابطة.

الأسواق الهابطة ليست كلها متشابهة

ينظر معظم المستثمرين إلى الأسواق الهابطة والصاعدة على أنها نتيجة طبيعية لدورة الأعمال. وينشأ عن النشاط الاقتصادي ظهور دورات النمو: فبعد سنوات من النمو القوي، تؤدي القيود التي تحدُّ من الطاقة الإنتاجية إلى حدوث ضغوط تضخمية. ومن ثَم فإن اتباع سياسة نقدية أكثر تشددًا يؤدي إلى رفع تكلفة رأس المال وسعر الخصم، ويؤدي في

الوقت نفسه إلى خفض إمكانات النمو في المستقبل. وتتجه أسعار الأسهم نحو الانخفاض للتكيف مع تراجع توقعات النمو المستقبلي. وكما أن ارتفاع أسعار الفائدة يشعل فتيل السوق الهابطة، فغالبًا ما يستغرق الأمر فترة من خفض أسعار الفائدة لعكس العملية ورفع قيمة التدفقات النقدية المستقبلية. وهكذا، عادةً ما تكون معظم الأسواق الهابطة والأسواق الصاعدة ظاهرة نقدية، على الأقل جزئيًّا.

ورغم ذلك يميل المستثمرون إلى المبالغة في التعميم بشأن الأسواق الهابطة ويتحدثون عنها وكأنها مجموعة متجانسة تتمتع بتجارب متشابهة إلى حد كبير. في الواقع، تختلف العوامل المؤدية للتعافي وتوقيته ومواصفاته اختلافًا كبيرًا، وتتسم الأسواق الهابطة بالعديد من الأشكال والأحجام. ومع ذلك، على الرغم من الاختلافات التي تحدث مع مرور الوقت، هناك بعض الخصائص المتكررة، كما هو الحال مع الدورات بوجه عام.

معظم الأسواق الهابطة قصيرة نسبيًّا، وتدوم نحو عامين. ومع ذلك، هناك أسواق أخرى تستمر لفترات أطول، وقد تكون مدة الهبوط من الذروة إلى القاع أطول بكثير، ويكون التدهور أكثر عمقًا. وغالبًا ما يتعلق الاختلاف بطبيعة الدورة الاقتصادية ومدى تفاعلها مع العوامل الأخرى. ويعود التباين في الطول والعمق أيضًا إلى أنه على الرغم من أن معظم الأسواق الهابطة تنتج عن ارتفاع أسعار الفائدة وبدء ظهور الركود، فهذا ليس الحال دائمًا. فبعضها ينتج عن صدمات وأحداث غير متوقعة. وترتبط حالات أخرى بالركود ولكنها تدوم فترةً أطول حيث تتفاقم حدتها بسبب التأثر بانهيار أسعار الأصول و/أو تصحيح اختلال التوازن الاقتصادي.

يتجسَّد التحدي الآخر المتعلق بتعريف الأسواق الهابطة في صعوبة تحديد الوقت الفعلي لانتهائها؛ إذ لا تنتهي جميع الأسواق الهابطة بطريقة حاسمة يصحبها انتعاش قوي ومستدام في الأسعار. ومن الشائع زيادة تقلبات السوق قرب نهاية السوق الهابطة وحدوث هبوط بعد الانتعاش الحاد بوقت قصير. علاوة على ذلك، يمكن أن يتكرر هذا عدة مرات قبل الوصول الحاسم إلى أدنى مستوًى في السوق الهابطة.

بإلقاء نظرة ثاقبة على الأحداث الماضية، يمكننا أن نرى أمثلةً كثيرة على الأسواق ذات الهبوط الحاد التي شهدت تعافيًا متقلبًا وبطيئًا. في المملكة المتحدة، على سبيل المثال، وصلت سوق الأوراق المالية إلى ذروة لها في عام ١٨٢٥. تبع ذلك هبوطٌ حاد بنسبة ٧٠٪ خلال العامين التاليين. وعلى الرغم من حدوث حالات تعافٍ وأسواق هابطة أخرى بعد ذلك، لم يحدث تجاوز لذروة عام ١٨٢٥ لأكثر من ١٠٠ عام. وهنا يظهر السؤال الآتي:

هل كانت هذه مجرد سوق هابطة طويلة أم سلسلة من الأسواق الصاعدة والهابطة على مدى فترة من التدهور الهيكلي الطويل الأجل؟

وعلى نحو مماثل، انخفض مؤشر أسعار ستاندرد آند بورز المركب بنسبة ٨٦٪ في الفترة بين سبتمبر ١٩٢٩ ويونيو ١٩٣٢. وارتفع ارتفاعًا حادًّا بنسبة ١٣٥٪ في الفترة بين يونيو ١٩٣٢ ويوليو ١٩٣٣. ومع ذلك، لم يتجاوز المؤشر المستويات التي حققها في سبتمبر ١٩٢٩ حتى عام ١٩٥٤. ولم يصل العائد الإجمالي إلى مستويات ما قبل عام ١٩٢٩ حتى عام ١٩٤٥.

تُعَد السوق الهابطة في اليابان التي حدثت في تسعينيات القرن العشرين مثالًا آخر على الأسواق الهابطة التي استمرت في التقلب حتى بعد الوصول إلى أدنى مستوًى لها في يوليو ١٩٩٢. في البداية، تمتع مؤشر نيكي للأسهم بانتعاش حاد اقترب من ٤٠٪، وكان ذلك دليلًا على بدء حدوث تعافٍ اقتصادي، لكنه لم يكن بداية انتعاش سلس ومطرد. ومنذ ذلك الحين، كانت هناك خمسة ارتفاعات حادة بنسبة ٤٠٪ أو أكثر، لكن السوق استمرت في تدهورها حتى وصلت إلى ما يقرب من نصف مستواها المرتفع الذي بلغته في عام ١٩٨٩؛ لذلك قد يجادل البعض بأن السوق الهابطة التي بدأت في عام ١٩٨٩ لا تزال مستمرة.

من الصعب تحديد تاريخ حدوث الأسواق الهابطة الأخرى بدقة؛ لأن زيادة التضخم (أو حتى الانكماش) يتسبب في ظهور اختلافات كبيرة في قيمة العوائد الاسمية والحقيقية (المعدلة حسب التضخم). مثال على ذلك السوق الهابطة التي حدثت في الفترة من عام ١٩٧٣ إلى عام ١٩٧٤. وجدير بالذكر أن الارتداد الأولي القوي الناجم عن الانخفاض الحاد لا يوفر قدرًا كبيرًا من التعزية للمستثمر الذي اشترى عندما كانت السوق تقترب من القمة.

يوضح جدول ٦-١ بعض العوامل البارزة المؤدية للأسواق الهابطة في الولايات المتحدة على مدى الخمسين عامًا الماضية. ومن بين الأسواق الهابطة التسعة التي حدثت خلال هذه الفترة، هناك ستة أسواق أعقبها فترات ركود. أما العوامل الأخرى فكانت نتيجة لأحداث سياسية أو محفزات أخرى. كان من الصعب الخروج من اثنتين من هذه الأسواق الهابطة لأنهما كانتا طويلتين وراسختين على نحو خاص، وهما: السوق الهابطة ١٩٧٣ / ١٩٧٤ والسوق الهابطة ٢٠٠٧–٢٠٠٩. وقد ارتبطت كلتاهما بحالة ركود، ولكن في كلتا الحالتين كان انخفاض الأسعار أكبر من المتوسط واستمر مدةً أطول. وقد تفاقمت

حدة هاتين السوقين الهابطتين بسبب تصحيح اختلالات كبرى في التوازن الاقتصادي (متعلقة أساسًا بالتضخم في سبعينيات القرن العشرين وتقليص ديون الأفراد بعد انهيار سوق الإسكان في الولايات المتحدة عام ٢٠٠٧).

جدول ٦-١: اختلاف العوامل المؤدية للأسواق الهابطة في كل مرة.*

السوق الهابطة	العوامل	هل حدث ركود؟	
١٩٦١–١٩٦٢	تدهور الأوضاع الاقتصادية في عهد الرئيس كينيدي: ارتفاع أسعار الفائدة بسبب توترات الحرب الباردة في عام ١٩٥٩.	لا	-
١٩٦٦	التضخم بعد برنامج «المجتمع العظيم» لجونسون؛ رفع بنك الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة بنحو ١,٥٪ في عام واحد.	لا	-
١٩٦٨–١٩٧٠	حرب فيتنام والتضخم؛ رفع بنك الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة من ٤٪ إلى ٩٪ قبل عامين؛ ارتفعت أسعار الفائدة بنسبة ٣٪ في الفترة بين بداية عام ١٩٦٨ ومنتصفه.	نعم	ديسمبر ١٩٦٩–نوفمبر ١٩٧٠
١٩٧٣–١٩٧٤	التدهور الذي أعقب انهيار نظام بريتون وودز على مدى العامين السابقين، مصحوبًا بـ «صدمة نيكسون» وانخفاض قيمة الدولار الأمريكي بموجب اتفاقية سميثسونيان. أزمة النفط عام ١٩٧٣: ارتفاع سعر النفط من ٣ دولارات للبرميل إلى ما يقرب من ١٢ دولارًا	نعم	نوفمبر ١٩٧٣–مارس ١٩٧٥
١٩٨٠–١٩٨٢	«انهيار فولكر»؛ التضخم القوي الذي أعقب أزمة النفط الثانية عام ١٩٧٩؛ رفع بنك الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة من ٩٪ إلى ١٩٪ في ستة شهور.	نعم	يناير ١٩٨٠–يوليو ١٩٨٠ يوليو ١٩٨١–نوفمبر ١٩٨٢
١٩٨٧	الاثنين الأسود: الانهيار المفاجئ: اجتياح أنظمة «برامج التداول» الآلية للسوق؛ بالإضافة إلى التوترات بين الولايات المتحدة وألمانيا بشأن تقييم العملات.	لا	-

السوق الهابطة	العوامل	هل حدث ركود؟	
١٩٩٠	حرب الخليج: غزو العراق للكويت؛ تضاعف أسعار النفط.	نعم	يوليو ١٩٩٠–مارس ١٩٩١
٢٠٠٠–٢٠٠٢	فقاعة الدوت كوم؛ إفلاس شركات التكنولوجيا؛ فضيحة إنرون؛ هجمات ١١ سبتمبر.	نعم	مارس ٢٠٠١–نوفمبر ٢٠٠١
٢٠٠٧–٢٠٠٩	فقاعة الإسكان؛ الانهيار الناجم عن القروض العقارية الثانوية وعقود مقايضة مخاطر عدم السداد؛ انهيار سوق الإسكان في الولايات المتحدة.	نعم	ديسمبر ٢٠٠٧–يونيو ٢٠٠٩

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

يتبين من خلال توسيع نطاق هذا التحليل أنه وفقًا للتعريف القياسي (للانخفاضات بنسبة ٢٠٪ أو أكثر)، فإن مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ شهد ٢٧ سوقًا هابطة منذ عام ١٨٣٥، و١٠ أسواق في فترة ما بعد الحرب. وقد كان هناك مزيد من عمليات التصحيح وانخفاض القيمة خلال هذه الفترة، ولكن يمكن تجاهلها إما لأنها أدت إلى انخفاضات أقل من ٢٠٪ وإما أنها كانت قصيرة الأمد جدًّا.

على مر الزمن، يؤدي إلى معظم الأسواق الهابطة واحد (وأحيانًا مزيج) من ثلاثة عوامل:

- ارتفاع أسعار الفائدة و/أو توقعات التضخم بالإضافة إلى الخوف من الركود.
- صدمة خارجية غير متوقعة تزيد من عدم اليقين وتدفع أسعار الأسهم إلى الانخفاض (مع ارتفاع علاوة المخاطرة المطلوبة).
- انفجار فقاعة رئيسية لأسعار الأصول و/أو تصحيح الاختلالات الهيكلية التي تؤدي إلى تقليص المديونيات، وغالبًا ما تؤدي إلى أزمة مصرفية.

يوضح جدول ٦-٢ تصنيف كل سوق هابطة باستخدام هذه العوامل كنقطة بداية. وعلى الرغم من أن هذا التصنيف يخضع إلى حد ما للتفسيرات الذاتية، فإنه يهدف إلى

جدول ٦-٢: الأسواق الهابطة في الولايات المتحدة منذ القرن التاسع عشر.*

مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ — السوق الهابطة					المدة اللازمة للتعافي واستعادة المستوى السابق		التقلبات	
النوع	البداية	النهاية	المدة (بالشهور)	نسبة الانخفاض (٪)	الاسمية (بالشهر)	الفعلية (بالشهر)	من القمة للقاع	من القاع للانتعاش
هيكلية	مايو ١٨٣٥	مارس ١٨٤٢	٨٢	−٥٦	٢٥٩	-	١٣	١٧
دورية	أغسطس ١٨٤٧	نوفمبر ١٨٤٨	١٥	−٢٣	٤٢	-	٨	٩
دورية	ديسمبر ١٨٥٢	أكتوبر ١٨٥٧	٥٨	−٦٥	٦٧	-	١٩	٢٥
دورية	مارس ١٨٥٨	يوليو ١٨٥٩	١٦	−٢٣	١١	-	٢١	١٥
دورية	أكتوبر ١٨٦٠	يوليو ١٨٦١	٩	−٣٢	١٥	-	٣١	١٧
دورية	أبريل ١٨٦٤	أبريل ١٨٦٥	١٢	−٢٦	٤٨	-	١٤	٨
هيكلية	فبراير ١٨٧٣	يونيو ١٨٧٧	٥٢	−٤٧	٣٢	١١	١١	١١

مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ — السوق الهابطة					المدة اللازمة للتعافي واستعادة المستوى السابق	التقلبات	
دورية	يونيو ١٨٨١	يناير ١٨٨٥	٤٣	−٣٦	١٩١	١٧	٩	١١
دورية	مايو ١٨٨٧	أغسطس ١٨٩٣	٧٥	−٣١	٦٥	٤٩	١٠	١٢
دورية	سبتمبر ١٩٠٢	أكتوبر ١٩٠٣	١٣	−٢٩	١٧	٢٢	٩	١٠
مسيرة بالأحداث	سبتمبر ١٩٠٦	نوفمبر ١٩٠٧	١٤	−٣٨	٢١	٢٥٠	١٥	١١
دورية	ديسمبر ١٩٠٩	ديسمبر ١٩١٤	٦٠	−٢٩	١٢١	١٥٩	٩	١٢
دورية	نوفمبر ١٩١٦	ديسمبر ١٩١٧	١٣	−٣٣	٨٥	١١٦	١٢	١٢
دورية	يوليو ١٩١٩	أغسطس ١٩٢١	٢٥	−٣٢	٣٩	١٤	١٥	١٠
هيكلية	سبتمبر ١٩٢٩	يونيو ١٩٣٢	٣٣	−٨٥	٢٦٦	٢٨٤	٣٠	٢٠
هيكلية	مارس ١٩٣٧	أبريل ١٩٤٢	٦٢	−٥٩	٤٩	١٥١	٢٠	١٠

مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ — السوق الهابطة				المدة اللازمة للتعافي واستعادة المستوى السابق	التقلبات
دورية	مايو ١٩٤٦	مارس ١٩٤٨	٢١	−٢٨	٢٧	٧٣	١٤	١٢
مسيرة بالأحداث	أغسطس ١٩٥٦	أكتوبر ١٩٥٧	١٥	−٢٢	١١	١٣	٩	٩
مسيرة بالأحداث	ديسمبر ١٩٦١	يونيو ١٩٦٢	٦	−٢٨	١٤	١٨	١٥	٩
مسيرة بالأحداث	فبراير ١٩٦٦	أكتوبر ١٩٦٦	٨	−٢٢	٧	٢٤	١٠	٨
دورية	نوفمبر ١٩٦٨	مايو ١٩٧٠	١٨	−٣٦	٢١	٢٧٠	٩	١٠
هيكلية	يناير ١٩٧٣	أكتوبر ١٩٧٤	٢١	−٤٨	٦٩	١٥٤	١٥	١١
دورية	نوفمبر ١٩٨٠	أغسطس ١٩٨٢	٢٠	−٢٧	٣	٨	١٢	٢٠
مسيرة بالأحداث	أغسطس ١٩٨٧	ديسمبر ١٩٨٧	٣٫٣	−٣٤	٢٠	٤٩	٤٥	١٣
دورية	يوليو ١٩٩٠	أكتوبر ١٩٩٠	٣	−٢٠	٤	٦	١٧	١٤

	مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ — السوق الهابطة				المدة اللازمة للتعافي واستعادة المستوى السابق		التقلبات	
هيكلية	مارس ٢٠٠٠	أكتوبر ٢٠٠٢	٣٠	−٤٩	٥٦	١٤٨	١٩	١١
هيكلية	أكتوبر ٢٠٠٧	مارس ٢٠٠٩	١٧	−٥٧	٤٩	٥٥	٣٢	١٦
المتوسط			٢٨	−٣٨	٦٠	٩٠	١٦	١٣
الوسيط			١٨	−٣٢	٣٩	٤٩	١٤	١١
متوسط الهيكلية			٤٢	−٥٧	١١١	١٣٤	٢٠	١٤
متوسط الدورية			٢٧	−٣١	٥٠	٧٣	١٤	١٣
متوسط المسيرة بالأحداث			٩	−٢٩	١٥	٧١	١٩	١٠

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

تقسيم الأسواق الهابطة إلى فئات مختلفة بناءً على الخصائص المتشابهة على مدى فترات زمنية مختلفة. يتضمن التصنيف من وجهة نظري الفئات الآتية:

- سوق هابطة دورية. عادةً ما تحدث هذه السوق نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة والركود الوشيك والانخفاض المتوقع في الأرباح. تتبع هذه الأسواق نمط الدورة الاقتصادية النموذجية، وهي تمثل النوع الأكثر شيوعًا من الأسواق الهابطة.
- سوق هابطة مُسيَّرة بالأحداث. تحدث هذه السوق نتيجة لصدمة مفاجئة وسريعة لا تؤدي بالضرورة إلى حدوث ركود محلي (مثل الحرب، أو صدمة أسعار النفط، أو أزمة الأسواق الناشئة، أو الاضطراب التقني للأسواق)، ولكنها تؤدي إلى ارتفاع قصير الأمد في حالة عدم اليقين وارتفاع علاوة مخاطر الأسهم (معدل العائد المطلوب).
- سوق هابطة هيكلية. عادةً ما تنجم هذه السوق عن تصحيح الاختلالات الهيكلية والفقاعات المالية. وغالبًا ما يتبعها حدوث صدمة في الأسعار، مثل الانكماش. وتتميز هذه السوق بأنها أكثر حدة وأطول مدة من أنواع الأسواق الهابطة الأخرى.

الأسواق الهابطة الدورية

الأسواق الهابطة التي وُصفت بأنها دورية هي تلك المتعلقة بالانكماش الاقتصادي القياسي الناتج عن فترة من تشديد السياسات النقدية. وهي أيضًا أسواق هابطة انتهت، على الأقل جزئيًّا، نتيجةً لانخفاض أسعار الفائدة. وتعريف الأسواق الهابطة السابقة على أنها دورية أسهل من تعريفها على هذا النحو آنذاك. وبالنظر إلى أن كثيرًا من الأسواق الهابطة الهيكلية ترتبط أيضًا بارتفاع أسعار الفائدة وفترات التباطؤ الاقتصادي، فقد يفترض المرء احتمالية وجود عامل هيكلي في أي سوق هابطة. ومع ذلك، فإن أحد الفروق الرئيسية هنا هو أن أسعار الأسهم (والسندات) تميل إلى الاستجابة لانخفاض أسعار الفائدة والمؤشرات الرائدة خلال السوق الهابطة الدورية العادية. ورغم أن انخفاض أسعار الفائدة قد يساهم لاحقًا في التعافي من السوق الهابطة الهيكلية، فإن التغييرات التي تشهدها السياسات تحتاج عادةً إلى أن تكون أكثر صرامة وتستغرق فترة أطول بكثير من الوقت. بوجه عام، يمكننا وصف الأسواق الهابطة الدورية بأنها ظاهرة نقدية تصل عمومًا إلى أدنى مستوياتها في الأسعار بعد ٣ إلى ٦ شهور من التخفيض الأول لسعر الفائدة.

أحد الأسباب التي تجعل معظم الأسواق الهابطة تميل إلى التعافي قبل نهاية الركود هو أن الأسعار المالية تبدأ في توقع التعافي نتيجة لانخفاض أسعار الفائدة. وعلى الرغم من عدم وجود بيانات كافية عن أسعار الفائدة لإثبات ذلك فيما يتعلق بجميع الأسواق الهابطة الدورية عبر التاريخ، تميل أسواق الأسهم في معظم الحالات إلى البدء في التعافي بعد فترة من انخفاض أسعار الفائدة. ورغم أن هذا قد يستغرق في بعض الأحيان فترة من الوقت؛ لأن الانخفاض الأولي في سعر الفائدة قد لا يكون كافيًا لينتج عنه توقعات بحدوث انتعاش اقتصادي وشيك، فإن تخفيف السياسات النقدية عادةً ما يكون جزءًا مهمًّا من عملية تحفيز النمو مرة أخرى ودفع أسعار الأسهم لأعلى.

هناك العديد من العوامل المشتركة بين الأسواق الهابطة الدورية. وبدراسة تاريخ هذه الأنواع من الأسواق الهابطة يتضح لنا أن متوسط السوق الهابطة الدورية يتراجع بنسبة ٣٠٪ تقريبًا، ويستمر نحو ٢٧ شهرًا. وفي المتوسط، نجد أن السوق تستعيد مستواها السابق بعد ما يزيد قليلًا عن ٤ سنوات من الانخفاض من حيث القيمة الاسمية، و٦ سنوات من حيث القيمة الحقيقية (على الرغم من أن متوسطات القيمة الحقيقية شديدة التباين). تتسم التقلبات خلال السوق الهابطة بأنها منخفضة نسبيًّا (انظر جدول ٦-٢). وتبلغ نسبة متوسط تقلبات العوائد الشهرية من الذروة إلى القاع ١٤٪ في الأسواق الهابطة الدورية. وفي الأسواق الهابطة الهيكلية، تصل النسبة إلى ٢٠٪.

قبل:

- نمو اقتصادي قوي.
- ارتفاع لأسعار الفائدة.

بعد:

- خفض لأسعار الفائدة بالإضافة إلى استجابة سريعة.
- تعافي الأرباح بسرعة.
- استجابة سوق الأسهم لانخفاض أسعار الفائدة.

فيما يتعلق بالربحية، يشير التاريخ إلى ارتباط معظم الأسواق الهابطة الدورية بانخفاضات قصيرة الأجل نسبيًّا في الربحية. وفي المتوسط، تبدأ الأرباح في التعافي بعد نحو ١٠ أشهر من نهاية السوق الهابطة.

مرة أخرى، يُعَد هذا جزئيًّا استجابةً لانخفاض أسعار الفائدة الذي بدأ يفيد الشركات من خلال انخفاض رسوم الفائدة، ولكنه أيضًا نتيجة لبدء ظهور تأثير الرافعة التشغيلية بالتزامن مع بدء تعافي حجم المبيعات. غالبًا ما تكون الأسواق الهابطة الدورية عالمية بطبيعتها (ولكن ليس من الضروري أن تكون كذلك)؛ نظرًا لاعتمادها على الدورة الاقتصادية. ومع ذلك لا تتزامن دائمًا الأنظمة الاقتصادية وأسعار الفائدة. وبناءً على ذلك، هناك أوقات تنفصل فيها أسواق الأسهم؛ مما يؤدي إلى ظهور سوق هابطة في بلد ما في حين تظهر سوق صاعدة في بلد آخر. ومن الأمثلة على ذلك انفصال سوق الأسهم الأمريكية عن أوروبا في عام ١٩٩١.

الأسواق الهابطة المُسيَّرة بالأحداث

هناك العديد من الأمثلة على الأسواق الهابطة التي يمكن وصفها بأنها مُسيَّرة بالأحداث بوجه عام. وعلى عكس الأسواق الهابطة الدورية الأكثر شيوعًا، لا تنجم الأسواق الهابطة المُسيَّرة بالأحداث عن تطور الدورة الاقتصادية وارتفاع أسعار الفائدة والمخاوف بشأن النمو المستقبلي. فهي، بدلًا من ذلك، تنشأ عمومًا نتيجة لحدث خارجي غير متوقع، مثل قضية سياسية أو صدمة غير متوقعة (على سبيل المثال، ارتفاع حاد في أسعار النفط)، وهو حدث يؤدي في حد ذاته إلى رفع علاوة المخاطر المطلوبة إلى الحد الذي يتطلب إجراء تعديل هبوطي في الأسعار، حتى لو لم يُنظَر مسبقًا إلى أسعار الأسهم باعتبارها مكلفة عمومًا. في أغلب الأحيان، تكون هذه الانخفاضات الناجمة عن أحداث قصيرة الأجل، ولا ترتبط بتحول أساسي في الظروف الاقتصادية أو ظروف الشركات.

لا يُعَد هذا التعريف مثاليًّا لأن، في بعض الأحيان، ما يبدأ كحدث غير متوقع (صدمة سياسية، على سبيل المثال) يمكن أن يكون مسئولًا جزئيًّا عن حدوث سوق هابطة تتطور إلى شيء أكثر خطورة. وتُعَد أزمة النفط عام ١٩٧٣ خير دليل على ذلك. فبالرغم من أن الارتفاع الحاد في معدلات التضخم وأسعار الفائدة الذي أعقب ذلك لم يحدث نتيجة لأزمة النفط نفسها، فقد ساهم، إلى حد كبير، في انهيار العوائد الحقيقية في أسواق الأسهم على مدى السنوات اللاحقة.

ومن هذا المنطلق يتضح أنه ليس من السهل دائمًا تحديد موعد انتهاء أزمة معينة ناجمة عن حدث معين؛ لأن الصدمة غالبًا ما تؤدي إلى موجات لاحقة من عدم اليقين المتزايد، وانخفاض الاستثمار، وربما الانكماش الاقتصادي. وفي كثير من الأحيان، يمكن

لمثل هذه الأحداث، وخاصة إذا كانت صادمة، أن ينتج عنها استجابة قوية من السياسات تؤدي إلى التعافي أو تشعل فتيل مشكلة أخرى. على سبيل المثال، أدى تخلف روسيا عن سداد الديون والأزمات الآسيوية في الفترة ١٩٩٧/١٩٩٨ إلى تخفيف السياسة النقدية على مستوى العالم في وقت كان فيه الطلب المحلي في الأنظمة الاقتصادية المتقدمة قويًّا. وانخفضت تكلفة رأس المال أكثر. وانخفضت تكاليف الاستيراد انخفاضًا حادًّا؛ مما عزَّز هوامش الشركات القوية بالفعل. وتوسَّعت التقييمات، حيث أدى كلٌّ من أسعار الفائدة المنخفضة للغاية وأرباح الشركات القوية إلى رفع سقف التوقعات بإمكانية استمرار ذلك على المدى الطويل. كان المشهد مهيأً للازدهار التكنولوجي وما تلاه من كساد في عام ٢٠٠٠.

على الرغم من الثغرات الموجودة في تعريف الأسواق الهابطة المُسيَّرة بالأحداث، من الممكن على الأقل في وقت لاحق أن نشهد بعض الانخفاضات الحادة في أسواق الأسهم نتيجة لحدوث ارتفاع مفاجئ في علاوة مخاطر الأسهم المطلوبة الناجمة عن حدث ما. وقد كانت هذه الأحداث قصيرة الأجل نسبيًّا بوجه عام؛ إذ لم تُسفر في كثير من الحالات عن حدوث تغيرات في الدورة الاقتصادية أو الاتجاه الأساسي للنمو الاقتصادي ونمو الأرباح.

وبالنظر إلى الأمثلة السابقة، كانت هناك بعض الاختلافات الرئيسية مقارنةً بالأسواق الهابطة الدورية. فنسبة متوسط الانخفاض في الأسواق الهابطة المُسيَّرة بالأحداث تبلغ ٢٩٪، وهي تقترب من نسبة متوسط الانخفاض في الأسواق الهابطة الدورية التي تبلغ ٣١٪. ومع ذلك، على الرغم من أن الأسواق الهابطة الدورية استمرت عامين في المتوسط، وتعافت في أربع سنوات، كان متوسط فترة استمرار الأسواق الهابطة المُسيَّرة بالأحداث تسعة شهور فقط، ووصلت إلى أعلى مستوياتها السابقة بعد ما يزيد قليلًا عن عام واحد.

عادةً ما كانت الأسواق الهابطة المُسيَّرة بالأحداث تظهر في ظل فترات التضخم المعتدلة. وحتى عندما كان يحدث انكماش، كان يتميز بالاعتدال. وقد ساهمت، إلى حد ما، هذه البيئة النقدية الأكثر استقرارًا في الحيلولة دون تسبب الحدث في ظهور ضغوط من شأنها تحويل هبوط السوق إلى سوق هابطة أكثر استدامة.

الأسواق الهابطة الهيكلية

يسبق أغلب الأسواق الهابطة الهيكلية فقاعات مالية (انفجرت، ربما نتيجة لارتفاع أسعار الفائدة أو تشديد شروط الائتمان) ومبالغة في التقييم، وكثيرًا ما تكون مصحوبة باختلالات كبيرة في التوازن الاقتصادي، مثل الزيادة الكبيرة في ديون القطاع الخاص؛ مما يجعل

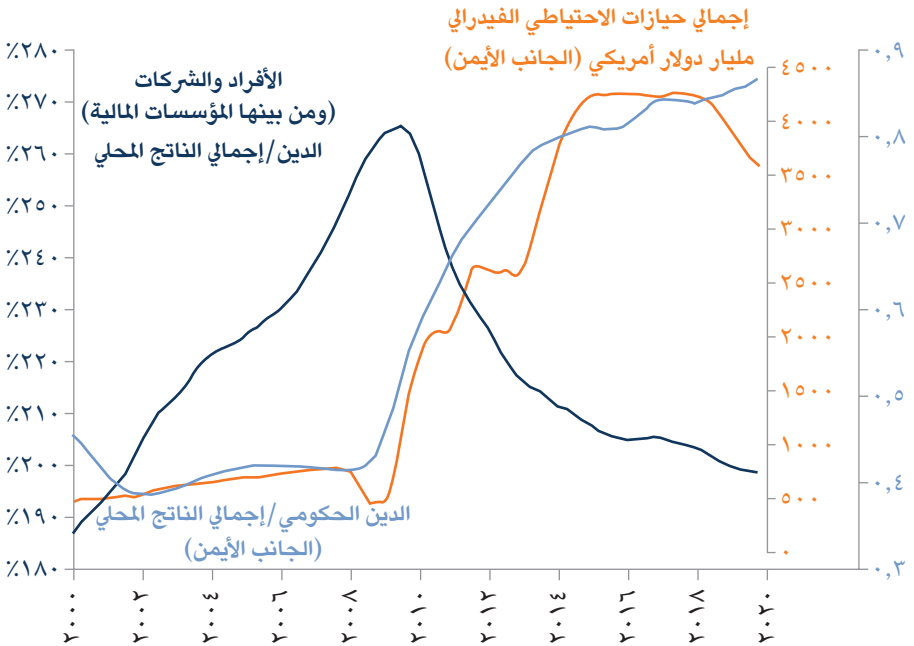
الأفراد (و/أو الشركات) عُرضة لأي صدمة. وينجم التعافي عن تصحيح الاختلالات وليس مجرد تيسير السياسات النقدية. فالأسواق الهابطة الهيكلية أكثر عمقًا وحِدَّة من الأسواق الهابطة الدورية، وتستغرق فترة التعافي عادةً نحو عقد من الزمن. ويُعَد ارتفاع معدل التقلبات سمة بارزة خلال فترة التعافي.

تميل الأسواق الهابطة الهيكلية إلى أن تكون أكثر حِدَّة من الأسواق الهابطة الدورية أو المُسيَّرة بالأحداث. وقد ساهمت هذه الأسواق، في المتوسط، في حدوث انخفاضات تزيد عن ٥٠٪ واستمرت مدة ٤ سنوات. ولكن لعل أكثر ما يبعث على القلق هو أن الأسواق الهابطة الهيكلية استغرقت ما يقرب من ٨ إلى ١٠ سنوات لتعويض الخسائر بالقيمة الاسمية والحقيقية. وجدير بالذكر أن معدل النمو السنوي للأسعار في مرحلة التعافي من هذه الأسواق الهابطة لا يختلف اختلافًا جوهريًّا عن الأسواق الدورية. ولكن يستغرق الأمر وقتًا أطول بكثير حتى يحدث التعافي، مع ارتفاع معدل التقلبات.

عادةً ما تنجم الأسواق الهابطة الهيكلية عن سوء تخصيص الموارد. وغالبًا ما ينشأ ذلك عن مزيج من دورة تكنولوجيا جديدة وانخفاضات في تكلفة رأس المال. ويصاحب ذلك عمومًا أيضًا اختلال في توازن المدَّخَرات والاستثمارات يؤدي إلى زيادة إمكانية التعرض لصدمات اقتصادية. على سبيل المثال، غالبًا ما يتزامن مع الأسواق الهابطة الهيكلية وجود عجز كبير في الحسابات الجارية أو الميزانيات، إلى جانب مستويات عالية من ديون الشركات و/أو المستهلكين.

كان هذا هو الحال قبل الأزمة المالية في عام ٢٠٠٨. وكما يوضح شكل ٦-١، ارتفعت ديون القطاع الخاص في الولايات المتحدة (ومناطق أخرى بالفعل) ارتفاعًا حادًّا في العقد، أو ما يناهز ذلك، الذي كان يسبق الأزمة المالية. وفي ذلك الوقت، كان مستوى الدين في القطاع العام كنسبة من إجمالي الناتج المحلي مستقرًّا، وكذلك كان حال الميزانيات العمومية للبنوك المركزية. وعلى مدى العقد الماضي، انعكس اتجاه هذا النمط إلى حد كبير. ورغم أن الدين لم يختفِ، فقد تحوَّل بالأساس من القطاع الخاص إلى القطاع العام، حيث يكون أقل عرضة للصدمات. يناقش الفصل التاسع بمزيد من التفصيل كيف جعلت السياسات وغيرها من العوامل الدورة الحالية مختلفة عن الدورات الماضية، وأدت إلى تعافٍ أسرع للأصول الخطرة.

بصفة عامة، عادةً ما يستغرق تصحيح الاختلالات الاقتصادية وقتًا طويلًا. وتحتاج معدلات الادخار إلى الارتفاع مع استخدام التدفقات النقدية لإعادة بناء الميزانيات العمومية. وهذا سبب آخر يجعل الأسواق الهابطة الهيكلية تميل إلى الاستمرار مدةً أطول من الأسواق



شكل ٦-١: تحول اختلالات التوازن في الولايات المتحدة من القطاع الخاص إلى القطاع العام والبنوك المركزية.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

الهابطة الدورية. وفي كثير من الأحيان تتمثل الطريقة الوحيدة لتسريع هذه العملية في إجراء نوع من التعديل الاقتصادي الحاد الذي يصحح الاختلالات على نحو أسرع. على سبيل المثال، كان لدى المملكة المتحدة العديد من العوامل المؤدية لسوق هابطة هيكلية في أوائل تسعينيات القرن العشرين؛ إذ كان الاقتصاد يعاني من اختلالات خطيرة، وركود عميق، وانخفاض حاد في أسعار العقارات والأسهم. وفي هذه الحالة، تسارعت عملية الإصلاح من خلال انهيار سعر الصرف عند خروج الجنيه الإسترليني من آلية سعر الصرف.[1] يُعَد هذا الخيار أكثر ترجيحًا في الأنظمة الاقتصادية المفتوحة الصغيرة نسبيًّا مثل اقتصاد المملكة المتحدة (أو السويد، التي كانت لها تجربة مماثلة في ذلك الوقت)،

ولكن الأمر أصعب في حالة الأنظمة الاقتصادية الكبيرة والمنغلقة نسبيًّا مثل اقتصاد الولايات المتحدة، حيث لا تتضح فوائد خفض قيمة العملة.

عند إلقاء نظرة شاملة على الأسواق الهابطة الهيكلية، نجد أنها تتميز بالخصائص الآتية:

- أكثر حدة من حيث التأثير والمدة.
- تستغرق عملية التعافي وقتًا أطول بكثير.
- لها علاقة بالمشكلات الاقتصادية الهيكلية المستمرة وليس بالمشكلات الدورية.

ونظرًا لشدة تأثير هذه الأسواق الهابطة، فمن المفيد أن نكون على دراية بأيٍّ من الخصائص المشتركة التي تحدث قبل أن تبدأ.

خفض أسعار الفائدة وتأثيره الضعيف على الأسواق الهابطة الهيكلية

خلافًا لأمثلة الأسواق الهابطة الدورية، فإن ارتفاع أسعار الفائدة لا يشكِّل عادةً محفزًا لانخفاض الأسعار في الأسواق الهابطة الهيكلية. وقد سبق العديد من الأسواق الهابطة الهيكلية في الماضي معدلات تضخم وأسعار فائدة منخفضة للغاية: وهو العامل الذي ساعد في ازدهار الاستثمار وقوة أسعار الأسهم في البداية. وقد تجلَّى ذلك في الفترة التي سبقت ذروة سوق الأسهم في عام ٢٠٠٠ وفي الفترة التي سبقت عام ٢٠٠٨. ولأن ارتفاع أسعار الفائدة لا يتسبب عادةً في حدوث سوق هابطة هيكلية، فإن انخفاض أسعار الفائدة عادةً ليس العلاج. ونظرًا لأن سعر العملة يميل إلى الانخفاض إلى حد ما عند ظهور الأسواق الهابطة الهيكلية، يعتمد التعافي على مدى توافر العملة والطلب عليها أكثر من سعرها، على الرغم من هبوط أسعار الفائدة عادةً إلى مستويات منخفضة.

ونتيجة لهذا، لا تنتهي الأسواق الهابطة الهيكلية عادةً إلا عندما ترتفع العوائد المستقبلية على رأس المال بما يكفي لتعزيز الاستثمار. ومن المسلَّم به أن الأمثلة ليست كلها متشابهة. ففي أوائل سبعينيات القرن العشرين، أدى الارتفاع الحاد في التضخم إلى تقويض العوائد المستقبلية المتوقعة على رأس المال. أما في حالة العديد من الأسواق الهابطة الهيكلية الأخرى التي أتعرَّف عليها، فيلزم أولًا تقليل الطاقة الإنتاجية الزائدة. وقد يستغرق هذا الأمر وقتًا أطول من الوقت الذي تنخفض فيه أسعار الفائدة؛ مما يوفر أحد التفسيرات لكيفية تعافي الأسواق الهابطة الدورية على نحو أسرع من الأسواق الهابطة الهيكلية.

يوضح جدول ٦-٣ الانخفاضات في أسعار الفائدة في الولايات المتحدة التي أحاطت بالأسواق الهابطة الهيكلية. في المتوسط، انخفضت أسعار الفائدة على نحو أكثر حدةً أثناء الأزمات الهيكلية مقارنةً بالأزمات الدورية، وخاصةً في الولايات المتحدة. ففي حين انخفضت أسعار الفائدة في المتوسط بنحو الثلث في الأسواق الهابطة الدورية، فقد انخفضت بنسبة ٧٠٪ في المتوسط في الأسواق الهابطة الهيكلية. أيضًا، استمرت أسعار الفائدة في الانخفاض مدةً أطول بكثير في الأسواق الهابطة الهيكلية. وشهد العديد منها انخفاضات في أسعار الفائدة استمرت عامين بعدما وصلت سوق الأسهم إلى القاع.

على الرغم من الجهود الحثيثة التي بذلتها هيئات النقد من أجل تحقيق التعافي الذي يعقبه النمو في الأسواق المالية، ظلت أسعار الأسهم في أغلب الأحيان سالبة القيمة بعد عام من أول خفض لأسعار الفائدة. يمثل هذا فارقًا مهمًّا بين الأسواق الهابطة الدورية والهيكلية.

كانت الدورة الأخيرة، التي أعقبت الأزمة المالية، غير مألوفة بوجه خاص في مدى التيسير النقدي. ومن السمات الخاصة بهذه الأزمة انهيار أسعار الفائدة إلى الصفر وتطبيق التيسير الكمي، لتجنب العواقب الانكماشية لانهيار النشاط الاقتصادي وأسعار الأصول في أعقاب الأزمة (أتناول هذا الموضوع بمزيد من التفصيل في الفصل التاسع).

صدمات الأسعار: الانكماش سمة مشتركة

هناك عامل رئيسي آخر يبدو أنه شائع أثناء الأسواق الهابطة الهيكلية وهو صدمات الأسعار، سواء كانت تضخمية أو انكماشية. وفي أغلب الأحيان، تكون الصدمات انكماشية. وعادةً ما تكون القوى الانكماشية، وخاصةً في قطاع الشركات، نتيجةً ثانويةً لانخفاض تكلفة رأس المال والإفراط في الاستثمار. ومجددًا، يُعَد التعرض لصدمات الأسعار عاملًا إضافيًّا يؤدي إلى إبطاء عملية التعافي ويطيل الوقت الذي يستغرقه العائد المتوقع على رأس المال للارتفاع بما يكفي لتمهيد الطريق من أجل التعافي.

الإيمان بحقبة جديدة/تقييمات جديدة

لقد سبق العديد من الأسواق الهابطة الهيكلية الكبرى فقاعاتٌ مالية وإيمانٌ بحدوث «حقبة جديدة». وكما قال آلان جرينسبان في شهادته أمام الكونجرس الأمريكي في ٢٦

جدول ٦-٣: ردود الفعل على خفض أسعار الفائدة في الأسواق الهابطة الهيكلية في الولايات المتحدة.*

التاريخ		خفض أسعار الفائدة		العائد السنوي لسوق الأسهم بعد فترات زمنية مختلفة من أول خفض لأسعار الفائدة			نسبة خفض أسعار الفائدة مقارنةً بمستوى البداية
الذروة	القاع	الأول	الأخير	٣ شهور	٦ شهور	عام واحد	
مايو ١٨٣٥	مارس ١٨٤٢	–	–	–	–	–	–
فبراير ١٨٧٣	يونيو ١٨٧٧	–	–	–	–	–	–
سبتمبر ١٩٢٩	يونيو ١٩٣٢	نوفمبر ١٩٢٩	مايو ١٩٣١	٨٪–	٧٪–	١٩٪–	٦٧٪–
مارس ١٩٣٧	أبريل ١٩٤٢	أبريل ١٩٣٣	أكتوبر ١٩٤٢	١٢٤٪	٣٤٪	٥٨٪	٨٣٪–
يناير ١٩٧٣	أكتوبر ١٩٧٤	ديسمبر ١٩٧٤	نوفمبر ١٩٧٦	١٤٪–	٣٪	٣٢٪	٣٢٪–
مارس ٢٠٠٠	أكتوبر ٢٠٠٢	يناير ٢٠٠١	يونيو ٢٠٠٣	١٩٪–	١٨٪–	١٥٪–	٨٢٪–

التاريخ	خفض أسعار الفائدة	العائد السنوي لسوق الأسهم بعد فترات زمنية مختلفة من أول خفض لأسعار الفائدة		نسبة خفض أسعار الفائدة مقارنةً بمستوى البداية
أكتوبر ٢٠٠٧ مارس ٢٠٠٩ سبتمبر ٢٠٠٧ ديسمبر ٢٠٠٨	٤٪	-٦٪	-١٩٪	-٩٧٪
المتوسط	١٨٪	١٪	٨٪	-٧٢٪
الوسيط	-٨٪	-٦٪	-١٥٪	-٨٢٪
الانحراف المعياري	٦٠٪	٢٠٪	٣٦٪	٢٥٪

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

فبراير ١٩٩٧: «من المؤسف أن يكون التاريخ محفوفًا برؤًى مثل تلك الخاصة بحلول «حقبات جديدة» ثبت في النهاية أنها سراب.» يَرِد في الفصل الثامن وصفٌ أكثر تفصيلًا لهذه الاندفاعات العاطفية ومدى ارتباطها بالفقاعات المالية و«حالات الهوس».

ارتفاع مستويات الديون

إن فترات انتعاش الاستثمار هي السبب الرئيسي وراء ارتفاع مستويات الديون. ولكن ارتفاع ديون الشركات، فضلًا عن الديون الشخصية والحكومية، يرتبط غالبًا بالأسواق الهابطة الهيكلية. وقد أجرى بنك التسويات الدولية دراسةً تفحص بطريقة منهجية تجربة ٣٤ دولة على مدى السنوات الأربعين الماضية، وقد خلُصَت هذه الدراسة إلى أن النمو السريع للديون هو أفضل مؤشر رائد للأزمات المالية (يمكن مراجعة بحث بوريو ولو ٢٠٠٢).[2]

تضييق نطاق قيادة سوق الأسهم

كشفت حماسة أسهم «نيفتي فيفتي» في أواخر ستينيات القرن العشرين عن سمة أخرى من سمات الأسواق الهابطة الهيكلية. كان هذا هو الوقت الذي انطلقت فيه أكبر خمسين شركة أو نحو ذلك إلى الأمام، في حين فشل ما تبقى من السوق الأمريكية في تحقيق المكاسب. ولكن عندما حدثت السوق الهابطة في أوائل سبعينيات القرن العشرين، كان انهيار هذه الأسهم أكثر من انهيار السوق كله. وكان أداء أسهم «نيفتي فيفتي» أقل من أداء السوق حتى نهاية السبعينيات.

وقد حدث الشيء نفسه في اليابان في أواخر ثمانينيات القرن العشرين، حيث هيمنت البنوك والعقارات على السوق. وكانت هذه أيضًا سمة من سمات أواخر تسعينيات القرن العشرين. ورغم أن مؤشر ستاندرد آند بورز، على سبيل المثال، ارتفع بمعدل سنوي بلغ متوسطه ٢٥٪ بين عامَي ١٩٩٤ و١٩٩٩، فإن أكثر من نصف أسهمه هبطت خلال عام ١٩٩٩ وحده. وبين عامَي ١٩٩٤ و١٩٩٦، ارتفعت أسعار ثلثَي الأسهم بنسبة ١٠٪، بما يتماشى مع متوسط الزيادة السنوية منذ نهاية الحرب العالمية الثانية. ولكن في عام ١٩٩٧، بدأ المؤشر يتغير. وبحلول عام ١٩٩٩، شكَّلت الشركات الخمس التي شهدت قيمتها السوقية أكبر زيادة نحو ٤٢٪ من إجمالي الزيادة في السوق. وشكلت الشركات المائة الكبرى ١٣٩٪ من الزيادة، مقارنةً بمتوسط ٨٧٪ منذ عام ١٩٦٧.

حدث الأمر نفسه في أوروبا. وبحلول نهاية عام ١٩٩٩، شكَّلت أكبر ٢٠ شركة من حيث القيمة السوقية نحو ٣٠٪ من إجمالي السوق.

ارتفاع معدل التقلب

لا تميل فترة الفقاعة وما يليها من انهيار إلى التركيز على عدد صغير من الأسهم فحسب، بل إن الأسواق عمومًا تميل إلى أن يكون معدل تقلبها شديد الارتفاع. ومن السمات الرئيسية للأسواق الهابطة الهيكلية ارتفاع معدل التقلب أثناء فترة انخفاض الأسعار وأثناء مرحلة التعافي. وجدير بالذكر أن معدل الزيادة السنوي الفعلي في أسعار الأسهم لا يختلف كثيرًا عن حالات التعافي في الأسواق الهابطة الدورية، ولكن هناك توجهًا إلى وجود عدد أكبر من حالات ارتفاع أسعار الأسهم وبداية التعافي الزائف.

العلاقة بين الأسواق الهابطة وأرباح الشركات

يعرض جدول ٦-٤ الأسواق الهابطة منذ ستينيات القرن العشرين والتغير في أرباح كل سهم أو أرباح الشركات أثناء السوق الهابطة وقرب حدوثها. وفي المتوسط، منذ عام ١٩٦٠، زادت أرباح كل سهم بنسبة ٥٪ فقط أثناء السوق الهابطة نفسها. ولكن تأثرت هذه النسبة بالعاملين الآتيين:

- عادةً لا تنخفض أرباح كل سهم (أو تنخفض قليلًا) في الأسواق الهابطة المسيرة بالأحداث؛ فهذه الأسواق تدور كلها حول تخفيف المخاطر؛ ومن ثَم تقليل التقييم؛ فهي ليست مدفوعة دفعًا دوريًّا مباشرًا.
- لا تتزامن الفترة الفعلية لانخفاض أرباح كل سهم مع تواريخ حدوث السوق الهابطة، ولا يتوقع أحد ذلك حيث يحاول مستثمرو الأسهم توقع الدورة. كما أن انخفاض الأرباح (الذي يتوقعه السوق) غالبًا ما يستمر بعد أن يصل السوق إلى أدنى مستوياته.

باستبعاد الأسواق الهابطة المُسيَّرة بالأحداث والنظر إلى الانخفاض الكامل للسوق الهابطة (مع الأخذ في الاعتبار أن وقت انخفاض أرباح كل سهم يختلف في كل دورة) نجد أن متوسط انخفاض أرباح كل سهم يبلغ ١٩٪. يماثل هذا الانخفاض متوسط انخفاض

جدول ٦-٤: أرباح كل سهم في الأسواق الهابطة: تنخفض أرباح كل سهم بالقدر نفسه الذي تنخفض به الأسعار في الأسواق الهابطة الدورية والهيكلية ولكن في أوقات مختلفة.*

السوق الهابطة							فترة انخفاض أرباح كل سهم			
النوع	البداية	النهاية	المدة (بالشهر)	الأداء	نسبة التغيير في أرباح كل سهم	البداية	النهاية	نسبة انخفاض أرباح كل سهم	المدة (بالشهر)	مدة تأخر بدء السوق الهابطة (بالشهر)
مسيرة بالأحداث	ديسمبر ١٩٦١	يونيو ١٩٦٢	٦	−٢٨٪	٩٪	-	-	-	-	-
مسيرة بالأحداث	فبراير ١٩٦٦	أكتوبر ١٩٦٦	٨	−٢٢٪	٥٪	ديسمبر ١٩٦٦	سبتمبر ١٩٦٧	−٤٪	٩	١٠
دورية	نوفمبر ١٩٦٨	مايو ١٩٧٠	١٨	−٣٦٪	−٢٪	سبتمبر ١٩٦٩	ديسمبر ١٩٧٠	−١١٪	١٥	٩
هيكلية	يناير ١٩٧٣	أكتوبر ١٩٧٤	٢١	−٤٨٪	٥١٪	سبتمبر ١٩٧٤	ديسمبر ١٩٧٥	−١١٪	١٥	٢١
دورية	نوفمبر ١٩٨٠	أغسطس ١٩٨٢	٢٠	−٢٧٪	−٤٪	سبتمبر ١٩٨١	مارس ١٩٨٣	−١٤٪	١٨	١٠
مسيرة بالأحداث	أغسطس ١٩٨٧	ديسمبر ١٩٨٧	٣	−٣٤٪	٦٪	مارس ١٩٨٧	سبتمبر ١٩٨٧	−٨٪	٦	−٥

	السوق الهابطة					فترة انخفاض أرباح كل سهم			
دورية	يوليو ١٩٩٠	أكتوبر ١٩٩٠	٣	-٢٠٪	٥٪	يونيو ١٩٨٩	مارس ١٩٩٢	-٢٦٪	٣٣	-١٣
هيكلية	مارس ٢٠٠٠	أكتوبر ٢٠٠٢	٣٠	-٤٩٪	-٣٪	يناير ٢٠٠١	ديسمبر ٢٠٠١	-١٥٪	١١	١٠
هيكلية	أكتوبر ٢٠٠٧	مارس ٢٠٠٩	١٧	-٥٧٪	-٢٣٪	سبتمبر ٢٠٠٧	يناير ٢٠١٠	-٣٤٪	٢٨	٠
الوسيط	١٧	-٣٤٪	٥٪			-١٣٪	١٥	١٠		
المتوسط	١٤	-٣٦٪	٥٪			-١٥٪	١٧	٥		
المتوسط (باستثناء المسيرة بالأحداث)	١٨	-٤٠٪	٤٪			-١٩٪	٢٠	٦		
المتوسط (المسيرة بالأحداث فقط)	٦	-٢٨٪	٧٪			-٦٪	٨	٢		

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

الأسعار في الأسواق الهابطة منذ ستينيات القرن العشرين (باستثناء الأسواق الهابطة المُسيَّرة بالأحداث) الذي بلغ ٤٠٪.

يشير هذا الأمر إلى أن أسواق الأسهم الهابطة (باستثناء الأسواق المُسيَّرة بالأحداث) تتعلق إلى حد كبير بانخفاض الربحية أو أرباح كل سهم، على الرغم من أن التقييمات عادةً ما تنخفض في الأسواق الهابطة. يرجع ذلك إلى أن التقييمات عادةً ما تبدأ في الانخفاض قبل الانخفاض الفعلي في الربحية، حيث يبدأ المستثمرون في توقع حدوث الانكماش. يحدث العكس تمامًا في السوق الصاعدة، حيث تتميز مرحلة الأمل بتوسع قوي في التقييم حيث تبدأ أسعار الأسهم في الارتفاع تحسبًا لنمو الأرباح في المستقبل في فترة تظل فيها الأرباح الفعلية منخفضة.

في المتوسط تتأخر انخفاضات أرباح كل سهم عن بداية السوق الهابطة بخمسة شهور (باستثناء انخفاضات الأسواق الهابطة المسيرة بالأحداث). بعبارة أخرى، تبدأ الأسعار في الانخفاض قبل انخفاض أرباح كل سهم بخمسة شهور. ومع ذلك، قد تختلف هذه الفترة الزمنية. يعكس هذا التوجه للسوق إلى الارتفاع في المراحل الأخيرة من الدورة، حتى مع بلوغ أرباح الشركات ذروتها، مرحلة التفاؤل في أواخر الدورة، حيث يستمر السوق في الارتفاع على عكس الأدلة التي تشير إلى أن الأرباح قد بلغت ذروتها بالفعل.

ملخص خصائص السوق الهابطة

بتقسيم الأسواق الهابطة إلى هذه المجموعات، أجد الخصائص الآتية تنطبق عليها:

- تشهد الأسواق الهابطة الدورية والمُسيَّرة بالأحداث انخفاضات في الأسعار بنحو ٣٠٪، في حين تشهد الأسواق الهابطة الهيكلية انخفاضات أكبر بكثير، بنحو ٥٠٪.
- تميل الأسواق الهابطة المُسيَّرة بالأحداث إلى أن تكون الأقصر مدة، حيث تستمر في المتوسط ٧ شهور؛ في حين تستمر الأسواق الهابطة الدورية في المتوسط ٢٧ شهرًا؛ وتستمر الأسواق الهابطة الهيكلية في المتوسط ٤ سنوات.
- تعود الأسواق الهابطة المُسيَّرة بالأحداث والدورية إلى مستوياتها المرتفعة السابقة بعد نحو عام واحد، وتستغرق الأسواق الهابطة الهيكلية في المتوسط ١٠ سنوات للعودة إلى مستوياتها المرتفعة السابقة.

وجدير بالذكر أن هذه البيانات تستند إلى القيمة الاسمية، بينما في الواقع كانت الأسواق الهابطة في سبعينيات القرن العشرين أكثر حدة نظرًا للارتفاع الهائل في نسبة التضخم (انظر جدول ٦-٥).

جدول ٦-٥: خصائص السوق الهابطة.*

ما قبل السوق الهابطة	دورية	مسيرة بالأحداث	هيكلية
ارتفاع أسعار الفائدة	✔	ربما	✔
صدمة خارجية	ربما	✔	ربما
زيادة أسعار الأسهم نتيجة المضاربة	✘	✘	✔
اختلالات اقتصادية	✘	✘	✔
ارتفاع الإنتاجية	ربما	-	✔
أداء اقتصادي غير معتاد	✘	✘	✔
الإيمان بعصر جديد	✘	✘	✔
فترة ما بعد الذروة	دورية	مسيرة بالأحداث	هيكلية
ركود/انكماش اقتصادي	غالبًا	ربما	غالبًا
انهيار الأرباح	✔	ربما	✔
هبوط أسعار الفائدة مما يتسبب في زيادة أسعار الأسهم وانخفاض أسعار السندات	✔	غالبًا	✘
صدمة الأسعار	✘	✘	✔

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

تعريف الأزمة المالية: سوق هابطة هيكلية مختلفة

يمكن وصف الأزمة المالية في عام ٢٠٠٧ والسوق الهابطة المصاحبة لها بأنها سوق هابطة هيكلية نموذجية، ولكن طريقة استجابة السياسات لها كانت فريدة من نوعها (ربما لأن

صناع السياسات كانوا عازمين على تجنب أخطاء الماضي). وقد ظهرت سمات السوق الهابطة الهيكلية بطرائق شتى، حيث كان تزايد الاختلالات الاقتصادية صفة أساسية للدورة التي سبقتها. ولكن كان تأثير فقاعة المضاربة في سوق الأسهم، أو الإيمان بقدوم «حقبة جديدة»، أقل مما رأيناه في الفترة التي سبقت الأسواق الهابطة الأخرى، على الأقل في سوق الأسهم. فقد كانت فقاعة هذه الدورة أكثر بروزًا في سوق العقارات في الولايات المتحدة وأجزاء من جنوب أوروبا مقارنةً بأسعار الأسهم.

إن ما يميز السوق الهابطة حقًّا في الفترة من ٢٠٠٧ حتى ٢٠٠٩ عن غيرها من الأسواق الهابطة الهيكلية هو طريقة استجابة السياسات لها. فقد أدت التخفيضات السريعة في أسعار الفائدة واعتماد التيسير الكمي إلى حدوث انتعاش حاد في أسعار الأسهم (وكذلك الأصول المالية الأخرى) مقارنةً بما شهدناه في الماضي. وقد أدى انخفاض أسعار الفائدة الخالية من المخاطر إلى تحفيز البحث عن عائد في الأصول الاسمية مثل السندات، وفي الوقت نفسه رفع القيمة الحالية لتدفقات الدخل المستقبلية. وقد ساهمت هذه البيئة غير العادية، المدعومة بالتضخم الشديد الانخفاض، في تمهيد الطريق لحدوث دورة ممتدة وارتفاع التقييمات. يناقش الفصل التاسع هذه الدورة على وجه الخصوص بمزيد من التفصيل.

تحديد مؤشر للتنبؤ بمخاطر السوق الهابطة

لا يمكن إنكار الضرر الذي قد تُلحِقه الأسواق الهابطة بعوائد المستثمرين، أيًّا كان نوعها. ويثير هذ الأمر السؤال البديهي الآتي: هل بوسعنا تحديد مجموعة من الظروف التي قد تحذرنا من اقتراب حدوث سوق هابطة؟ وهنا تظهر ثلاث مشكلات رئيسية:

- جميع الأسواق الهابطة فريدة من نوعها. ورغم وجود أوجه تشابه من حيث السمات والأداء عند بدايتها، فإن العوامل المحفزة لها والمؤدية إليها غالبًا ما تكون مختلفة اختلافًا كبيرًا.
- هناك العديد من المؤشرات السلبية الزائفة. فحدوث تغيرات في العديد من مؤشرات البيانات قبل بداية بعض الأسواق الهابطة في الماضي لا يعني أنه يمكن الاعتماد على تكرار حدوث ذلك مرة أخرى؛ فهناك العديد من المرات التي تحركت فيها هذه المؤشرات في اتجاه معين ومع ذلك لم يتبعها أي ركود. ومن ثَم فإن موثوقية

المؤشرات تميل إلى أن تكون منخفضة، وهناك عمومًا العديد من المؤشرات السلبية الزائفة والظروف الضرورية، ولكنها ليست كافية، لحدوث سوق هابطة. بعبارة أخرى، قد يكون المؤشر مفيدًا في الإشارة إلى مخاطر السوق الهابطة في إحدى الدورات ولكن ليس في الأخرى، أو قد يحتاج متغير معين إلى التحرك بطريقة معينة قبل حدوث سوق هابطة، ولكن مجرد تحرُّكه بهذه الطريقة لا يعني بالضرورة حدوث سوق هابطة لاحقًا.

- الأمر الأكثر أهمية هو أنه نظرًا لأن أسعار الأسهم نفسها تتوقع المستقبل، فمن الصعب العثور على أي مؤشرات تسبق أسعار الأسهم.

يزداد تعقد فكرة اختلاف أسواق الأسهم الهابطة بسبب الحقيقة التي مفادها أنه على الرغم من تشابه بعض الظروف في ذلك الوقت، مثل التقييمات المرتفعة والخوف من الانكماش الاقتصادي، فإن المحرك الرئيسي يختلف في كل حالة.

ومع ذلك، يمكن للعديد من العوامل المساهِمة أن تؤثر على موعد حدوث السوق الهابطة وشكلها. ولاختبار مدى فائدة هذه العوامل في التنبؤ بحدوث السوق الهابطة أو التقدم عليها، أجرى فريقي في جولدمان ساكس تحليلًا يتناول اتساق أكثر من ٤٠ متغيرًا بمرور الوقت. وقد وقع الاختيار على هذه المتغيرات عبر ثلاث فئات — الاقتصاد الكلي، والسوقي، والفني — ثم يُطبَّق نظامٌ قائم على «القواعد» لتقييم ما إذا كان كل مؤشر قد استوفى الحد الأدنى المحدد سلفًا (وإن كان غير موضوعي) قبل حدوث السوق الهابطة. على سبيل المثال، لكي تصبح نسبة السعر إلى الأرباح لمؤشر شيلر (أو نسبة السعر إلى الأرباح استنادًا إلى الأسعار الحالية ومتوسط الأرباح على مدى السنوات العشر الماضية) مستوفية للحد الأدنى المحدد سلفًا، عليها أن تكون آخذة في الارتفاع من مستوًى عالٍ بالفعل (٧٠ بالمائة مثلًا) أو أن تبدأ عند مستوًى أعلى من ٩٠ بالمائة (يهدف هذا الأمر إلى استيعاب فكرة أن التقييم لا بد أن يكون إما مرتفعًا وقابلًا للزيادة وإما مرتفعًا للغاية).

ولعله من غير المستغرب (أو كما كان متوقعًا للمستثمرين) أن تُستبعَد أغلب المتغيرات لأنها غير موثوقة؛ وذلك إما لأنها لم تُظهِر أي نمط ثابت من السلوك قبل حدوث السوق الهابطة، وإما لأنها تأخرت عن تحركات سوق الأسهم نفسها، أو لأن المتغيرات كانت شديدة التقلب بحيث لا يمكن الاعتماد عليها. وهذا يعني أن قائمة المؤشرات المحتملة قد اختُصرت إلى عدد قليل فقط من المؤشرات التي تُعَد موثوقًا فيها إحصائيًّا. وحتى في تلك الحالة، لم يُتنبأ بأي سوق هابطة من خلال جميع المؤشرات المتحركة كما هو متوقع. وعلى

نحو مماثل، لا يوجد مؤشر واحد يتحرك في الاتجاه نفسه قبل كل سوق هابطة بنسبة ١٠٠٪. على النقيض كانت مقاييس البطالة والتقييم أكثر المؤشرات فائدة على الدوام قبل السوق الهابطة. وكانت أغلب المتغيرات «الفنية» التي درسناها (مثل استطلاعات المشاعر وتحديد الأوضاع) عديمة الجدوى على نحو واضح؛ لأنها كانت تميل إلى التأخر عن السوق نفسها.[3]

الظروف النموذجية التي تسبق حدوث الأسواق الهابطة

تجمع أكثر السمات شيوعًا للأسواق الهابطة بين تدهور زخم النمو وتشديد السياسات في خضم ارتفاع التقييمات.

ورغم صعوبة العثور على عوامل تتغير دومًا قبل وصول السوق إلى الذروة مباشرةً، هناك عدد صغير من العوامل التي تميل مجتمعةً إلى التحرك بطريقة معينة في المرحلة التي تسبق سوقًا هابطة. ورغم أن بعض هذه المتغيرات تبدأ في إظهار مستويات «محفوفة بالمخاطر» قبل وقت طويل من ذلك، توفر هذه المتغيرات مجتمعةً مؤشرًا مفيدًا للمخاطر. **وعلى أقل تقدير، قد توفر هذه المجموعة من المتغيرات معلوماتٍ قيمةً بعد وصول السوق إلى الذروة حول ما إذا كان انتعاش السوق الهابطة مجددًا هو في الواقع بداية لهبوط أكبر وليس تصحيحًا قصير الأجل.**

- **البطالة**: يُعَد ارتفاع معدلات البطالة مؤشرًا جيدًا على الركود، وخاصةً في الولايات المتحدة؛ فقد ارتفعت معدلات البطالة قبل كل ركود شهدته الولايات المتحدة بعد الحرب. والمشكلة هنا هي أن ارتفاع معدلات البطالة (وكذلك الركود بطبيعة الحال) يحدث بعد هبوط سوق الأسهم. ولكن يبدو أن الانخفاض الكبير في معدلات البطالة يشكل سمةً ثابتةً قُبيل أغلب الأسواق الهابطة. ويوفر الجمع بين فترات انخفاض معدلات البطالة في الوقت الذي تكون فيه قيمة الأسهم مرتفعة ارتفاعًا شديدًا مؤشرًا مفيدًا للمخاطر المحتملة في سوق الأسهم؛ فالجمع بين انخفاض معدلات البطالة وارتفاع قيمة الأسهم عادةً ما يتبعه عوائد سالبة القيمة.
- **التضخم**: ساهم ارتفاع التضخم مساهمةً مهمة في فترات الركود السابقة، وبالتبعية في الأسواق الهابطة؛ إذ يتسبب ارتفاع التضخم في تشديد القبضة على السياسات النقدية. ولا تظهر فائدة هذا المؤشر في اللحظة التي يصل فيها

السوق إلى الذروة؛ لأن ذروة التضخم عادةً ما تتأخر عن سوق الأسهم (وفي كثير من الأحيان عن الدورة الاقتصادية). ومع ذلك كان ارتفاع التضخم سمةً مهمة للفترة التي تسبق الأسواق الهابطة في الماضي، وخاصة قبل فترة «الاعتدال العظيم» في تسعينيات القرن العشرين. وبناءً على ذلك، الافتقار إلى التضخم وتوقعات التضخم في دورة ما بعد الأزمة المالية هو أحد العوامل التي ساهمت في حدوث دورة اقتصادية أطول بكثير وتقلبات أقل. وفي غياب ضغوط التضخم، قد تظل السياسات النقدية أكثر مرونة وتُقلل من مخاطر حدوث ركود، وما يتبعه من أسواق هابطة.

- **منحنى العائد:** فيما يخص النقطة المتعلقة بالتضخم، فإن تشديد القبضة على السياسات النقدية غالبًا ما يؤدي إلى تسطيح منحنى العائد، أو حتى قلبه. ولأن كثيرًا من الأسواق الهابطة، وإن لم يكن كلها، تسبقه فترات من تشديد السياسات النقدية، نجد أن منحنيات العوائد المسطحة، قبل أن تنقلب، تتبعها أيضًا عوائد منخفضة أو أسواق هابطة. وفي السنوات الأخيرة، ربما ساهم تأثير التيسير الكمي وتراجع توقعات التضخم (علاوات الأجل) في التقليل من موثوقية هذا المؤشر.[4] نتيجةً لهذا، نستخدم مقياسًا يتراوح بين ٣ أشهر و١٠ سنوات، مع التركيز على الطرف القصير من منحنى العائد (٠–٦ أرباع). ويعكس الفارق المستقبلي في الفترة من صفر إلى ٦ أرباع توقعات السوق القصيرة الأجل على نحو أوضح من خلال توقعات أسعار الفائدة على الأموال مقارنةً بالمؤشرات الطويلة الأجل، الأكثر تأثرًا بعلاوات الأجل. وبالاتساق مع أبحاث بنك الاحتياطي الفيدرالي، نجد أن الفارق المستقبلي القصير الأجل في الفترة من صفر إلى ٦ أرباع كان أيضًا مؤشرًا مهمًّا لمخاطر الركود مقارنة بالمقياس الذي كان يتراوح بين ٣ أشهر و١٠ سنوات، على سبيل المثال. وبالجمع بين المؤشر والتقييم، يمكن أن تمثل منحنيات العائد المسطحة أو المقلوبة جنبًا إلى جنب مع التقييمات المرتفعة مؤشرًا مفيدًا للسوق الهابطة.
- **زخم النمو عند أعلى مستوياته:** عادةً ما يتبع فتراتِ النمو الاقتصادي القوي والمتسارع (على الرغم من كونها أمرًا جيدًا لمستثمري الأسهم عمومًا) انخفاضٌ في عوائد الأسهم عندما تبدأ وتيرة النمو في التباطؤ. يوضح شكل ٦-٢ هذا الأمر في حالة الولايات المتحدة. وتتحقق أعلى العوائد عندما يكون مؤشر معهد إدارة التوريد منخفضًا ولكن في حالة تعافٍ، وتتحقق أدنى العوائد عندما يكون المؤشر

منخفضًا وآخذًا في التدهور. في المتوسط، يصاحب مرحلة التباطؤ، عندما تكون مؤشرات الزخم مرتفعة ولكن في حالة تدهور، عوائد أقل؛ ولذا عندما تكون مؤشرات الزخم مرتفعة للغاية، فهناك فرصة معقولة لتدهورها حتى تصل في النهاية إلى ما دون مستويات الركود.

وكما يظهر في شكل ٦-٢، تتناسب هذه البيانات إلى حد كبير مع مراحل الدورة التي ناقشناها في الفصل الثالث.

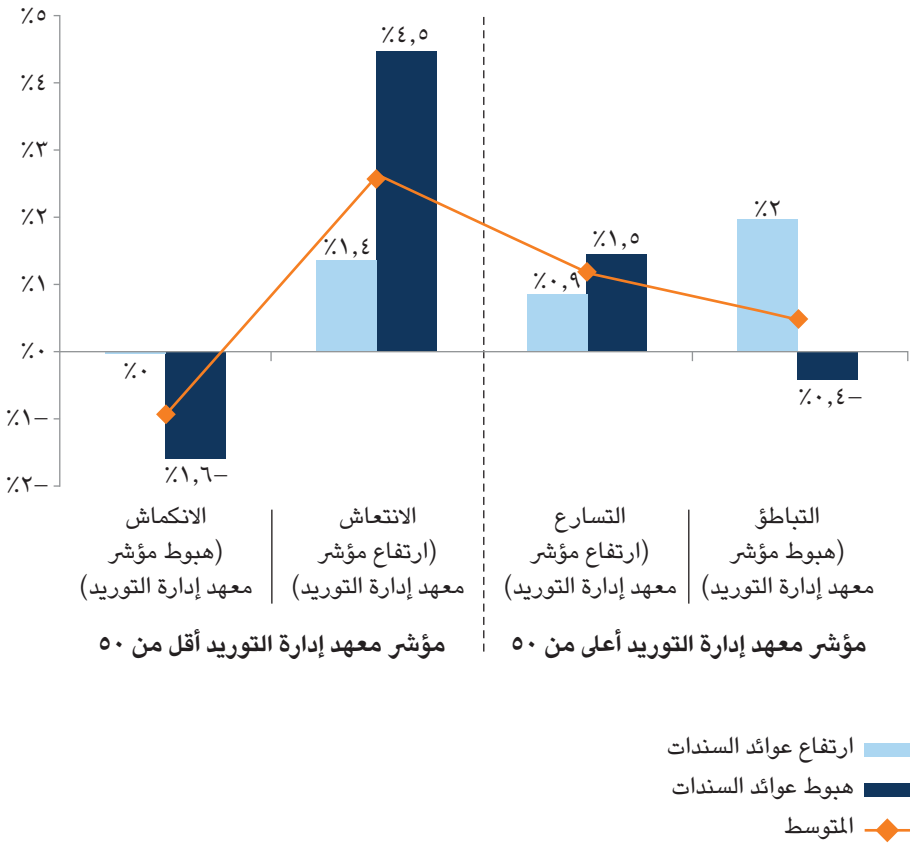
تميل الفترات التي يكون فيها مؤشر معهد إدارة التوريد في الربع الأعلى مقارنة بالمستويات السابقة إلى أن تليها عوائد أقل.

- **التقييم**: تُعَد التقييمات المرتفعة إحدى سمات أغلب فترات السوق الهابطة. ونادرًا ما يكون التقييم هو العامل المحفز لهبوط السوق؛ بل إن التقييمات غالبًا ما تكون مرتفعة لفترة طويلة قبل أن يحدث التصحيح أو السوق الهابطة. ولكن عندما تتحد العوامل الأساسية الأخرى مع التقييم، ترتفع مخاطر السوق الهابطة.
- **التوازن المالي للقطاع الخاص:** يحسب هذا المقياس التوازن المالي عن طريق طرح إجمالي الإنفاق من إجمالي الدخل لجميع الأفراد والشركات باعتباره مؤشرًا لمخاطر التضخم المالي. ونعطي الأولوية للتوازن المالي للقطاع الخاص، على بدائل مثل نمو الائتمان أو أسعار المساكن، بسببِ سِجله التجريبي وسهولة فهمه كمقياس شامل للإنفاق الزائد في القطاع الخاص.[5]

نموذج لتوقع الأسواق الهابطة

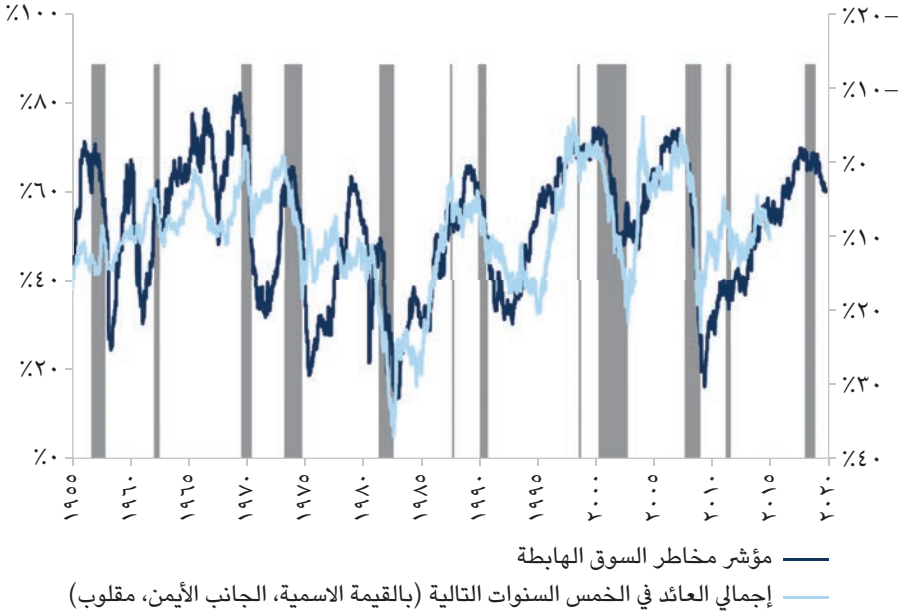
على الرغم من عدم وجود مؤشر واحد يمكن الاعتماد عليه بمفرده، يبدو أن الجمع بين هذه المقاييس الستة يوفر مؤشرًا معقولًا لمخاطر السوق الهابطة في المستقبل. وهناك علاقة تربط كل هذه المتغيرات معًا. وعادةً ما ترتبط أسواق العمل المُحكمة بتوقع ارتفاع معدل التضخم. ينتج عن هذه التوقعات تشديد السياسات وخفض سقف التوقعات بشأن النمو في المستقبل. وفي الوقت نفسه، يتسبب ارتفاع التقييمات في جعل الأسهم عُرضة لانخفاض القيمة في حال تدهور توقعات النمو أو ارتفاع سعر الخصم، أو في أسوأ الحالات، إذا حدث كلا الأمرين معًا.

يوضح شكل ٦-٣ المؤشر الخاص بأسهم مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال العالمية منذ عام ١٩٥٥. تمثل الأعمدة المظللة الانخفاضات في سوق الأسهم العالمية بنسبة



شكل ٦-٢: أداء الأسهم الأمريكية خلال التباديل المختلفة في مؤشرات معهد إدارة التوريد وعوائد السندات (النسبة المئوية للعائد الشهري على الأسعار، قطاع الصناعة الأمريكي، مؤشر معهد إدارة التوريد، عوائد السندات الأمريكية لأجل ١٠ سنوات، تعود البيانات إلى عام ١٩٩٠).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

٢٠٪ وأكثر (التعريف القياسي للسوق الهابطة). وعلى الرغم من أن المؤشر بعيدٌ كل البعد عن أن يكون مثاليًّا، فهو يشير نوعًا ما إلى المخاطر (عندما يكون قريبًا من أعلى مستوياته) والفرص (عندما يكون قريبًا من أدنى مستوياته).



شكل ٦-٣: مؤشر مخاطر السوق الهابطة يشير إلى عوائد أحادية الرقم منخفضة للأسهم العالمية.
ملحوظة: تمثل الأعمدة المظللة أسواق مؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال العالمية الهابطة، وأسواق مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ الهابطة قبل عام ١٩٦٩.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

يعمل المؤشر أيضًا كدليل للعوائد المستقبلية المحتملة. ويُظهِر شكل ٦-٣ المؤشر إلى جانب العائد الإجمالي على مدى ٥ سنوات (بعبارة أخرى، العوائد في السنوات الخمس التي تلي أي قراءة للمؤشر في الماضي)؛ ويُرجى ملاحظة أن العوائد مقلوبة، ويمكن قراءتها على الجانب الأيمن. على الرغم من أن المؤشر كان ناجحًا نجاحًا معقولًا في تسليط الضوء على مخاطر نقطة التحول (إما صعودًا وإما هبوطًا عند المستويات القصوى)، فقد وفَّر أيضًا بعض المعلومات حول العوائد المحتملة على مدى السنوات الخمس المقبلة.

الفصل السابع

طبيعة أسواق الثيران الصاعدة وشكلها

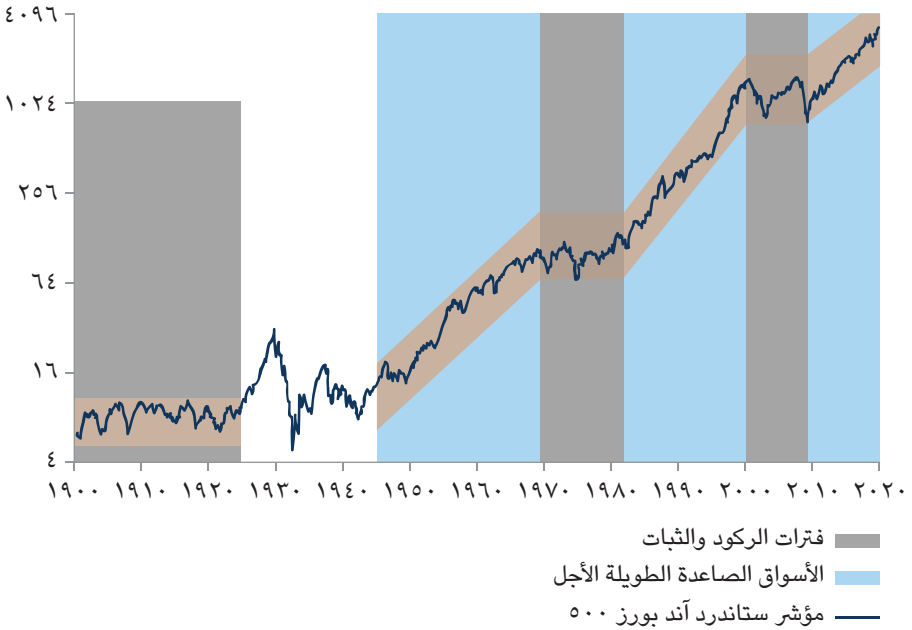
يمكن تعريف أسواق الثيران الصاعدة، مثل أسواق الدببة الهابطة، بالعديد من الطرق المختلفة. وهي تتألف من ثلاث مراحل من الدورة لا ترتبط بالانخفاضات المستدامة: مراحل الأمل والنمو والتفاؤل التي ناقشناها في الفصل الثالث.

وعلى غرار الأسواق الهابطة، تختلف الأسواق الصاعدة في المدة والقوة. فبعضها في غاية الطول والقوة، ويُظهِر اتجاهًا مستدامًا طويل الأجل، وغالبًا ما يصاحبه ارتفاعٌ في التقييمات. وبعضها الآخر يكون ثابتًا نسبيًّا أو بلا اتجاه، حيث ينتج معظم العائد من نمو الأرباح أو توزيعات الأرباح.

السوق الصاعدة الطويلة الأجل في «الدورة الفائقة»

يتوقع مستثمرو الأسهم التمتع بعائد أعلى على الأسهم (نظرًا لمخاطرها وعدم اليقين بشأن العوائد المستقبلية) مما يتوقعونه من الأصول الأقل خطورة مثل السندات الحكومية (حيث يكون العائد معروفًا مسبقًا من حيث القيمة الاسمية). ولكن بالنظر إلى تقدم أسواق الأسهم على مدى عقود عديدة، نجد أنها لا تتألف ببساطة من سلسلة من الدورات ذات اتجاه تصاعدي واضح ومستقر. وكما هو الحال في دورة الأسهم نفسها، التي يأتي فيها الجزء الأكبر من العائد في هيئة دفقة قصيرة في مرحلة الأمل، يميل كذلك الاتجاه التصاعدي الأطول أجلًا في أسعار الأسهم إلى أن يأتي على مراحل.

عند استخدام مقياس لوغاريتمي لتمثيل قيم مؤشر ستاندرد آند بورز للأسهم منذ عام ١٩٠٠ (وذلك لمراعاة الارتفاع الحاد في مستويات المؤشر الأخيرة مقارنة بالماضي



شكل ٧-١: فترات الركود والثبات في الولايات المتحدة بين الأسواق الصاعدة الطويلة الأجل (مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠، بمقياس لوغاريتمي).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

البعيد)، فمن الممكن ملاحظة أن أسعار الأسهم ارتفعت واتخذت اتجاهًا تصاعديًّا حادًّا بمرور الوقت، ولكن هذا لم يحدث على نحو مستقيم (انظر شكل ٧-١). ولتبسيط الأمر، يمكننا أن نقول إنه حدثت ثلاث «دورات فائقة» طويلة، أو أسواق صاعدة طويلة الأجل، منذ الحرب العالمية الثانية. وقد تخلَّل كلًّا منها انخفاضاتٌ حادة عرضية وأسواق هابطة «قصيرة الأجل» (غالبًا ما تكون في غاية الحدة). على سبيل المثال، توقفت السوق الصاعدة الطويلة الأجل بين عامَي ١٩٨٢ و٢٠٠٠ بسبب أزمة الادخار والقروض في أوائل ثمانينيات القرن العشرين، وانهيار عام ١٩٨٧، وأزمة السندات في عام ١٩٩٤ (عندما ارتفعت عوائد سندات الخزانة الأمريكية لأجل ٣٠ عامًا بنحو ٢٠٠ نقطة أساس في غضون ٩ شهور

فقط)، وأزمة آسيا في عام ١٩٩٨. ولكن لا يزال بوسعنا أن نعُدَّ هذه الفترات «دورات فائقة»؛ لأن العوائد القوية كانت مدفوعة ببعض العوامل الهيكلية الخاصة، التي ظلت دون انقطاع على مدى فترات طويلة من الزمن، حتى أثناء عمليات التصحيح.

١٩٤٥–١٩٦٨: ازدهار ما بعد الحرب

سيطر على هذه الفترة ازدهارٌ اقتصادي قوي بعد الحرب، وكثيرًا ما يُشار إليها باسم «العصر الذهبي للرأسمالية». وقد دعمتها مبادرة الولايات المتحدة لمساعدة أوروبا اقتصاديًّا، والمعروفة باسم خطة مارشال (أو خطة التعافي الأوروبية)، التي ساعدت في تعزيز النمو والحد من البطالة. كان نمو الإنتاجية قويًّا، خاصةً في أوروبا وشرق آسيا، كما ساهمت طفرة المواليد بعد الحرب في مزيد من التعزيز للطلب.

رغم أن البيئة الاقتصادية كانت مواتية لتحقيق عوائد قوية في أسواق الأسهم في هذه الفترة، تعافت التقييمات من مستويات ما بعد الحرب بمساعدة انخفاض طويل الأجل في علاوة مخاطر الأسهم مع تلاشي العديد من المخاطر التي كانت تهدد النظام العالمي. وظهرت مؤسسات دولية جديدة ونظام تجاري عالمي قائم على القواعد.[1] وساعد إنشاء صندوق النقد الدولي والبنك الدولي، كجزء من نظام المدفوعات الدولية الجديد المعروف بنظام بريتون وودز النقدي، في الحد من حالة عدم اليقين. وفي الوقت نفسه، تعززت التجارة العالمية وتوسعت بفضل أطر مؤسسية أقوى، مثل الاتفاقية العامة للتعريفات الجمركية والتجارة (الجات)، التي أُبرمَت في عام ١٩٤٨، ومؤتمر الأمم المتحدة للتجارة والتنمية (الأونكتاد)، الذي تأسَّس في عام ١٩٦٤. وفي العام نفسه، بدأت الجولة السادسة من مفاوضات الجات، التي يُشار إليها عادةً باسم جولة كينيدي للمفاوضات التجارية المتعددة الأطراف. وبحلول عام ١٩٦٧، أسفرت المفاوضات عن تخفيضات في التعريفات الجمركية التجارية بنسبة ٣٥٪–٤٠٪ في المتوسط على العديد من البنود، ووُصفَت على نطاق واسع في ذلك الوقت بأنها «أهم مفاوضات عُقدَت على الإطلاق بشأن التجار والتعريفات الجمركية».[2]

خلال ستينيات القرن العشرين، أدى ظهور الشركات العالمية السريعة النمو إلى تحفيز الثقة في سوق الأوراق المالية وفيما يُسمى بأسهم نيفتي فيفتي في الولايات المتحدة على وجه الخصوص. كانت الفكرة وراء الاستثمار في هذه الأسهم هي أنه لا داعي للقلق

بشأن التقييم؛ لأن هذه الشركات تمتعت إما بنمو قوي في الأرباح وإما بتوقعات عالية بالنمو القوي في المستقبل، وكان لكثير منها أيضًا علامات تجارية قوية. وعلى الرغم من عدم وجود مؤشر رسمي لهذه الشركات، كانت هناك قائمة متفق عليها عمومًا لأسهم النمو التي تضمنت العديد من الشركات الرائدة في مجال التكنولوجيا، مثل آي بي إم وزيروكس وتكساس إنسترومنتس وبوروز، بالإضافة إلى شركات الأدوية، مثل ميرك وفايزر وإيلي ليلي وأمريكان هوم برودكتس. بالإضافة إلى ذلك، قدمت مجموعة متنوعة من شركات التجزئة فرص نمو جديدة ومثيرة، مثل إيفون وماكدونالدز وبولاروید وكوداك. وبحلول عام ١٩٧٢، زادت نسبة السعر إلى الأرباح في بولاروید ٩٠ مرة، وفي ماكدونالدز ٨٥ مرة، وفي والت ديزني ٨٢ مرة. وزاد متوسط نسبة السعر إلى الأرباح لمؤشر ستاندرد آند بورز ٣٣ مرة، ومتوسط شركات نيفتي فيفتي بنحو ٤٥ مرة (وفيما يتعلق بأكبر خمس شركات في عام ١٩٧٣ بلغت الزيادة ٣٥,٥ مرة؛ انظر الفصل التاسع).

ومع مرور سنوات عقد ستينيات القرن العشرين، أصبحت قيمة الدولار الأمريكي مُبالغًا فيها، بعدما كانت قيمته ثابتة مقابل الذهب بموجب نظام بريتون وودز لأسعار الصرف الثابتة. وكانت الزيادة الكبيرة في الإنفاق العام في الولايات المتحدة، الناجمة عن برامج «المجتمع العظيم» التي تبناها الرئيس ليندون جونسون وزيادة الإنفاق العسكري لتمويل حرب فيتنام، سببًا في زيادة الضغوط على النظام. وتعرضت قاعدة الذهب لضغوط كبيرة في أواخر الستينيات، وقد ألغاها الرئيس ريتشارد نيكسون أخيرًا في عام ١٩٧١، عندما أعلن التعليق «المؤقت» لإمكانية تحويل الدولار إلى ذهب.[3] ومن ثَم انفجرت فقاعة أسهم نيفتي فيفتي.

في أغلب أسواق الأسهم، استقرت الأسعار بالفعل نحو عام ١٩٦٦ بعد ارتفاع مذهل على مدى السنوات الخمس عشرة السابقة (خاصةً في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة). ووصلت الولايات المتحدة إلى الذروة في عام ١٩٦٨. كانت السوق الهابطة التي تلت ذلك هيكليةً بطبيعتها، وانخفضت السوق الأمريكية من حيث القيمة الحقيقية بنسبة ٧٥٪ بين عامَي ١٩٦٦ و١٩٨٢. ولكن، كما في حالة الأسواق الهابطة في ثلاثينيات وأربعينيات القرن العشرين، كانت في الواقع سوقان هابطتان على الأقل مدمجتين في سوق واحدة. وشكلت الصدمات السياسية والاقتصادية مرة أخرى سمةً رئيسية. وفي عام ١٩٧٣، أدت فضيحة ووترجيت في الولايات المتحدة إلى زيادة حالة عدم اليقين في السوق، وبحلول

أكتوبر من ذلك العام، أدت الحرب العربية الإسرائيلية، فضلًا عن حظر النفط الذي فرضته أوبك والاضطرابات الصناعية، إلى زيادة عدم استقرار السوق.

وبحلول نهاية سبعينيات القرن الماضي، شهدت أسواق الأسهم بعض الارتفاعات الحادة. وفي الولايات المتحدة، كان يُنظَر إلى فوز رونالد ريجان على جيمي كارتر في نوفمبر ١٩٨٠ وسيطرة الجمهوريين على مجلس الشيوخ على أنهما عاملان مواتيان للسوق. ولأول مرة منذ عام ١٩٧٦، ارتفع مؤشر داو جونز مرة أخرى إلى مستوى ١٠٠٠ نقطة. ولكن الحماسة لم تدُم. فقد أدت جولة أخرى من الارتفاع الحاد في أسعار الفائدة (حيث رفع بنك الاحتياطي الفيدرالي سعر الخصم إلى أعلى مستوًى له على الإطلاق عند ١٤٪) إلى حدوث هبوط حاد آخر في سوق الأسهم ودخول معظم الاقتصادات في جميع أنحاء العالم في ركود آخر. خلال عام ١٩٨١، أدى التضخم وارتفاع معدلات البطالة والركود الاقتصادي إلى انخفاض الأسهم في جميع أنحاء العالم إلى مستويات أدنى.

١٩٨٢–٢٠٠٠: بداية الانكماش

ركز الأكاديميون على انخفاض التضخم باعتباره أحد المحركات الرئيسية للسوق الصاعدة الطويلة الأجل التي حدثت بعد عام ١٩٨٢. وزعم البعض أن المستثمرين عانوا من «الوهم النقدي» بعد التضخم الكبير في سبعينيات القرن العشرين. وقد أدى هذا إلى خطأين؛ أولهما: رسملة المستثمرين للأرباح المستقبلية بالسعر الاسمي (المرتفع للغاية) آنذاك بدلًا من السعر الحقيقي، والثاني: فشلهم في مراعاة المكاسب الناجمة عن خفض القيمة الحقيقية للالتزامات الاسمية.[4] ومن المؤكد أن الارتفاعات الحادة في التضخم في سبعينيات القرن العشرين قد ساهمت في انهيار التقييمات في كلٍّ من أسواق السندات والأسهم. وقد انتهت حقبة التضخم هذه، التي كانت ضارَّة للغاية بالأسواق المالية، جزئيًّا نتيجةً لما يُسمى بأزمة فولكر الائتمانية (وهي الفترة المعروفة بالركود الناجم عن دورة تشديد بنك الاحتياطي الفيدرالي التي بدأت في عام ١٩٧٧)، التي أدت إلى ارتفاع أسعار الفائدة على أموال بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي (أسعار الفائدة الأساسية) من نحو ١٠٪ إلى ما يقرب من ٢٠٪. ومنذ تلك اللحظة، بدأ التضخم في الانخفاض في مختلف أنحاء العالم، ومع التعافي القوي في النشاط الاقتصادي من الركود الشديد، بدأت مستويات الثقة — وتقييمات الأصول — في الارتفاع. ومن أغسطس ١٩٨٢ إلى ديسمبر ١٩٩٩، بلغ العائد

الحقيقي المركب على متوسط داو جونز الصناعي ١٥٪ سنويًّا، وهو ما يتجاوز كثيرًا متوسط العوائد الطويلة الأجل أو حتى الزيادة في الأرباح أو القيمة الدفترية خلال تلك الفترة.[5] ومن ثَم عكَس جزءٌ كبير من هذه السوق الصاعدة الطويلة الأجل توسعًا في التقييم؛ وهي الظاهرة التي دفعت عوائد الأسهم والدخل الثابت (السندات) إلى الارتفاع في الوقت نفسه.

شهدت ثمانينيات القرن العشرين كذلك مجموعةً كبيرة من عمليات إلغاء القيود التنظيمية والإصلاح والخصخصة في ظل إدارتَي ريجان وتاتشر في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة على الترتيب. ففي الولايات المتحدة، طبَّق قانون الانتعاش الاقتصادي لعام ١٩٨١ إصلاحات ضريبية كبيرة؛ مما أدى إلى انخفاض ضرائب الدخل ذات المعدل العالي من ٧٠٪ في عام ١٩٨٠ إلى ٢٨٪ في عام ١٩٨٦. وانخفض الإنفاق غير العسكري انخفاضًا كبيرًا، وأُلغيت القيود التنظيمية من العديد من الصناعات، ومنها قطاعا النقل الجوي والمالية، حيث أدى الإلغاء الجزئي لقانون جلاس ستيجال لعام ١٩٣٣ إلى إزالة الحواجز في قطاع الأسواق المالية التي كانت تمنع المؤسسات من الاندماج عبر الأعمال المصرفية والأوراق المالية والتأمين. وطبَّقَت المملكة المتحدة إصلاحاتٍ مماثلة، بالإضافة إلى برنامجٍ شامل لخصخصة مجموعة كبيرة من الأصول، وغيرها من المرافق. تمتعت هذه الإصلاحات بتأثير بعيد المدى. وكانت الشركات المملوكة للقطاع العام في المملكة المتحدة تُمثل ١٢٪ من إجمالي الناتج المحلي في عام ١٩٧٩؛ لكنها لم تشكل سوى ٢٪ بحلول عام ١٩٩٧.[6] وفي منتصف تسعينيات القرن العشرين انتشر اتجاه الخصخصة إلى بقية أوروبا، حتى إنه وصل إلى الحكومات التي يقودها الاشتراكيون مثل حكومة ليونيل جوسبان في فرنسا، التي قدَّمَت طرحًا أوليًّا بقيمة ٧٫١ مليارات دولار لشركة فرانس تيليكوم في عام ١٩٩٧، ثم قدَّمَت طرحًا ثانويًّا بقيمة ١٠٫٤ مليارات دولار بعد عام (مع تزايد الحماسة تجاه شركات الاتصالات أثناء فقاعة التكنولوجيا المتنامية).

وقد توقف هذا الاتجاه الطويل الأجل مؤقتًا بسبب الانهيار (الحاد القصير الأجل) الذي حدث في عام ١٩٨٧ قبل أن يدفع انخفاض أسعار الفائدة واستمرار النمو الاقتصادي الأسهم إلى أعلى مستوياتها على الإطلاق.

وقد حفز سقوط جدار برلين في عام ١٩٨٩، وتفكك الاتحاد السوفيتي الذي تلاه بعد فترة وجيزة، استمرار إعادة تقييم الأسهم. وارتفع مؤشر داكس، وهو المؤشر الرئيسي

لسوق الأسهم الألمانية، بنسبة ٣٠٪ بين أكتوبر ١٩٨٩ ويوليو ١٩٩٠. ونتيجةً لهذا، شهدت تسعينيات القرن العشرين اقتصادًا عالميًّا أكثر تكاملًا. وخلال هذه الفترة، شهدت أسواق الأسهم انخفاضًا في سعر الخصم؛ ولم يقتصر الأمر على استمرار هبوط أسعار الفائدة نتيجة انخفاض مستويات التضخم العالمية المرتفعة، بل ساعد انتهاء الحرب الباردة أيضًا في تقليص علاوة مخاطر الأسهم (الحد الأدنى للعائد المطلوب للاستثمار في الأصول الخطرة مقارنة بالسندات القليلة المخاطر).

وقد تعرضت هذه السوق الصاعدة القوية مرةً أخرى لضربة جرَّاء أزمة آسيا في عام ١٩٩٨، ولكن استجابة السياسات الحاسمة أسفرت عن تخفيف القيود على الأموال؛ الأمر الذي ساعد في دفع فقاعة التكنولوجيا في أواخر تسعينيات القرن العشرين. وعندما انفجرت هذه الفقاعة في نهاية المطاف، أنهت الاتجاه التصاعدي الطويل الأجل الذي بدأ في عام ١٩٨٢.

٢٠٠٩ وما بعده: بداية التيسير الكمي و«الاعتدال العظيم»

يتناول الفصل التاسع بمزيد من التفصيل بعض الظروف المحددة التي أعقبت الأزمة المالية، وجدير بالذكر أن هذه السوق الصاعدة كانت قويةً وطويلة الأجل على نحو خاص. بعد انهيار مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ بنسبة ٥٧٪ بعد وصوله إلى الذروة في عام ٢٠٠٧، بدأ المؤشر مرحلة التعافي القوي الذي أسفر عن أطول سوق صاعدة في التاريخ. وكما حدث في أوائل تسعينيات القرن العشرين، فقد نتج جزء من قوة التعافي عن حجم الانخفاضات في الاقتصاد والسوق التي سبقته. وفي الولايات المتحدة على وجه الخصوص، أدى انهيار سوق الإسكان إلى خسارة الأسر لثروات هائلة. ومع تجاوز قيمة الرهن العقاري الثانوي المستحقة تريليون دولار أمريكي، كان انتشار الخسائر في مختلف المؤسسات الاقتصادية والمالية أمرًا جللًا. وفي الوقت نفسه، ووفقًا لرئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي آنذاك بن برنانكي، فإن «المؤسسات المالية الأكبر من أن يُسمَح لها بالإفلاس كانت مصدرًا (وإن لم تكن المصدر الوحيد بأي حال من الأحوال) للأزمة، وأحد العوائق الأساسية التي كان لا بد لجهود واضعي السياسات أن تحتويها».[7] وفي الفترة بين عامَي ٢٠٠٧ و٢٠١٠، انخفض متوسط ثروة الأسرة في الولايات المتحدة بنسبة ٤٤٪؛ مما أدى إلى انخفاض مستوياتها إلى ما دون مستويات عام ١٩٦٩.[8]

كانت الإجراءات التي اتُّخذت لاحتواء الأزمة غير مسبوقة. ففي مارس ٢٠٠٩، أعلن بنك الاحتياطي الفيدرالي عن خططٍ لإنفاق تريليون دولار أمريكي من الدولارات المطبوعة حديثًا لشراء السندات الحكومية وسندات الرهن العقاري لخفض أسعار الفائدة من خلال برنامجه للتيسير «الكمي»، الذي كان حاسمًا في إحداث انتعاش في أسواق الأسهم.

وكان العامل الثاني والمهم في هذه السوق الصاعدة هو نمو شركات التكنولوجيا الكبرى، التي كانت تحتل، خاصةً في سوق الأسهم الأمريكية، القطاع الأكبر وتتمتع بعوائد مذهلة (يتناول الفصل الحادي عشر هذا الموضوع بمزيد من التفصيل).

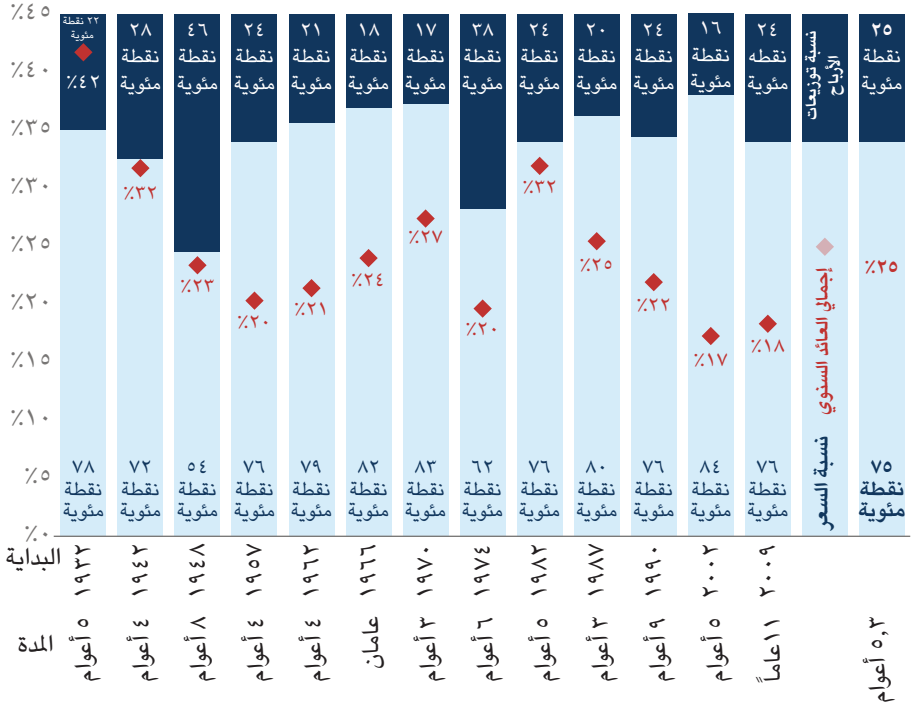
الأسواق الصاعدة الدورية

على الرغم من وجود اتجاهات طويلة للغاية في السوق تدفعها ظروفٌ محددة قد تؤدي إلى الحصول على عوائد سنوية مرتفعة، لا يزال هناك دورات داخل هذه الاتجاهات. وتبرز صعوبة التعريف حتى عندما ننظر إلى دورة الأسهم «النموذجية». على سبيل المثال، يمكن اعتبار أن أحدث سوق صاعدة للأسهم، وهي التي بدأت بعد الأزمة المالية في عام ٢٠٠٩ مستمرة، أو يمكن القول إنها انتهت في أكتوبر ٢٠١٨، عندما هبطت السوق بنحو ٢٠٪ (هذا هو التعريف النموذجي للسوق الهابطة) قبل أن تتعافى بسرعة. لقد تجاوزت العديد من أسواق الأسهم مستوى ٢٠٪ في هذه الفترة، على الرغم من أن مؤشر ستاندرد آند بورز القياسي الأمريكي انخفض بنسبة ١٩٪ قبل أن ينتعش.

وبافتراض أن هاتين السوقين هما سوقان صاعدتان منفصلتان، تتغير المتوسطات قليلًا. ولكن كقاعدة عامة، وباستخدام الولايات المتحدة كمثال، منذ عام ١٩٠٠ شهد متوسط السوق الصاعدة ارتفاعًا في الأسعار بأكثر من ١٦٠٪ (٢٤٣٪ من حيث العائد الإجمالي عند تضمين الأرباح) في أقل من ٥ سنوات؛ مما يحقق عائدًا سنويًّا بنحو ٢٥٪. ومنذ عام ١٩٠٠، كانت هناك ١٨ دورة من هذا القبيل في الولايات المتحدة؛ في حين كانت هناك ١١ دورة في فترة ما بعد الحرب (مقارنةً بثلاثة ارتفاعات كبرى طويلة الأجل ناقشناها سابقًا).

يوضح شكل ٧-٢ آخر الأسواق الصاعدة الكبرى (باستخدام سوق الأسهم الأمريكية كدليل)، بالإضافة إلى عوائدها السنوية.

وفيما يأتي بعض الملاحظات الرئيسية.



شكل ٧-٢: تحليل عوائد مؤشر ستاندرد آند بورز خلال أسواق صاعدة سابقة. ٧٥٪ من إجمالي العائد على الأسهم ناتجة من السعر، و٢٥٪ من توزيعات الأرباح المُعاد استثمارها.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

- شهد متوسط السوق الصاعدة عوائد سنوية بلغت ٢٥٪.
- تتراوح العوائد السنوية بين ١٧٪ و٤٢٪. وعمومًا، تتحقق أعلى العوائد السنوية بعد الأسواق الهابطة الأشد حدة.
- في المتوسط، في الأسواق الصاعدة السابقة، نتج ٧٥٪ من إجمالي العائد على الأسهم من السعر، و٢٥٪ من توزيعات الأرباح المُعاد استثمارها. وتتراوح نسبة توزيعات الأرباح بين ١٦٪ و٤٦٪ (انظر شكل ٧-٢).

يوضح جدول ٧-١ أن التباين بين هذه الأسواق الصاعدة كان كبيرًا.

جدول ٧-١: الأسواق الصاعدة في الولايات المتحدة.*

البداية	النهاية	الشهور	الأعوام	عائد السعر	إجمالي العائد	إجمالي العائد السنوي
أكتوبر ١٩٠٣	سبتمبر ١٩٠٦	٣٤	٢٫٨	٦٠٪	–	–
نوفمبر ١٩٠٧	ديسمبر ١٩٠٩	٢٥	٢٫١	٦٥٪	–	–
ديسمبر ١٩١٤	نوفمبر ١٩١٦	٢٢	١٫٨	٣٩٪	–	–
ديسمبر ١٩١٧	يوليو ١٩١٩	١٩	١٫٦	٤٠٪	–	–
أغسطس ١٩٢١	سبتمبر ١٩٢٩	٩٦	٨٫٠	٣٧١٪	–	–
يونيو ١٩٣٢	مارس ١٩٣٧	٥٦	٤٫٧	٣٢١٪	٤١٣٪	٤٢٪
أبريل ١٩٤٢	مايو ١٩٤٦	٤٩	٤٫١	١٥٠٪	٢٠٨٪	٣٢٪
مارس ١٩٤٨	أغسطس ١٩٥٦	١٠٠	٨٫٣	٢٥٩٪	٤٧٧٪	٢٣٪
أكتوبر ١٩٥٧	ديسمبر ١٩٦١	٤٩	٤٫١	٨٦٪	١١٤٪	٢٠٪
يونيو ١٩٦٢	فبراير ١٩٦٦	٤٣	٣٫٦	٨٠٪	١٠١٪	٢١٪
أكتوبر ١٩٦٦	نوفمبر ١٩٦٨	٢٥	٢٫١	٤٨٪	٥٨٪	٢٤٪
مايو ١٩٧٠	يناير ١٩٧٣	٣١	٢٫٦	٧٤٪	٨٩٪	٢٧٪

البداية	النهاية	الشهور	الأعوام	عائد السعر	إجمالي العائد	إجمالي العائد السنوي
أكتوبر ١٩٧٤	نوفمبر ١٩٨٠	٧٣	٦,١	١٢٦٪	٢٠١٪	٢٠٪
أغسطس ١٩٨٢	أغسطس ١٩٨٧	٦٠	٥,٠	٢٢٩٪	٣٠٣٪	٣٢٪
ديسمبر ١٩٨٧	يوليو ١٩٩٠	٣١	٢,٦	٦٥٪	٨١٪	٢٥٪
أكتوبر ١٩٩٠	مارس ٢٠٠٠	١١٣	٩,٤	٤١٧٪	٥٤٦٪	٢٢٪
أكتوبر ٢٠٠٢	أكتوبر ٢٠٠٧	٦٠	٥,٠	١٠١٪	١٢١٪	١٧٪
مارس ٢٠٠٩	يناير ٢٠٢٠	١٣٠	١٠,٨	٣٩٢٪	٥١٧٪	١٨٪
المتوسط		٥٦	٥	١٦٢٪	٢٤٨٪	٢٥٪
الوسيط		٤٩	٤	٩٤٪	٢٠١٪	٢٣٪
الحد الأدنى		١٩	٢	٣٩٪	٥٨٪	١٧٪
الحد الأقصى		١٣٠	١١	٤١٧٪	٥٤٦٪	٤٢٪

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

التباينات في مدة الأسواق الصاعدة

يوضح جدول ٧-١ أيضًا أن الأسواق الصاعدة تتباين تباينًا كبيرًا في مدتها، حيث إن أقصرها كانت أقل بقليل من عامين، وأطولها (السوق الحالية) تمتد أكثر من ١٠ أعوام.

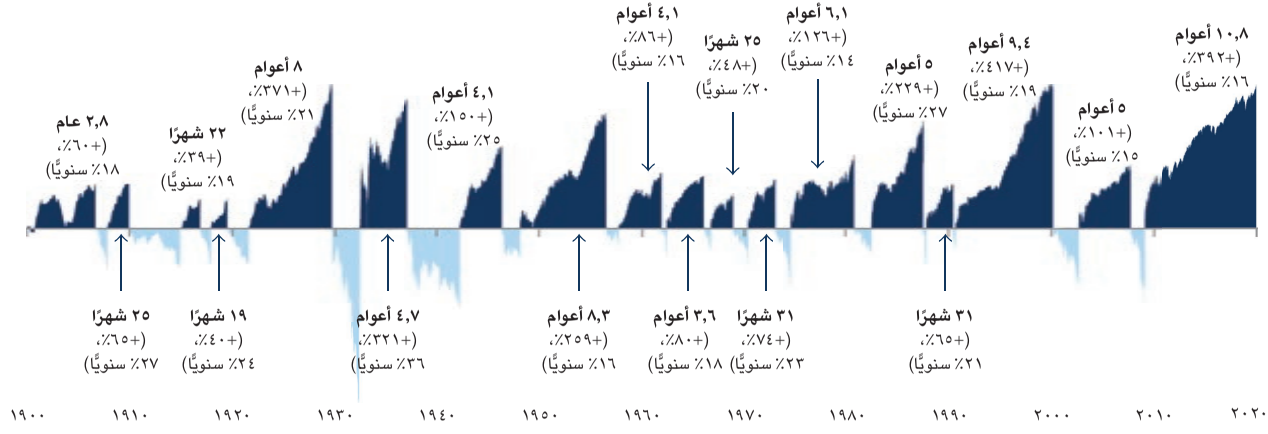
بلغ متوسط مدة استمرار السوق الصاعدة (في الولايات المتحدة) ٥٦ شهرًا، وكان الوسيط ٤٩ شهرًا. ومع ذلك كانت التباينات كبيرة (انظر شكل ٧-٣).

تختلف الأسواق الصاعدة أيضًا من حيث تكوينها، أو بعبارة أخرى، ما يحركها. وقد تأتي عوائد مستثمري الأسهم من تغيرات الأسعار (التي تتأثر بالأرباح) ومن تغيرات التقييم؛ لأن المضاعف (على سبيل المثال، نسبة السعر إلى العائد) الذي يستعد المستثمرون لدفعه مقابل الأرباح المستقبلية المتوقعة قد يتغير. وعندما يشعر المستثمرون بالتفاؤل و/أو عندما ينخفض مستوى أسعار الفائدة، فمن المرجح أن ترتفع التقييمات؛ مما يُسفر عن زيادة نسبة العائد للمستثمرين. وبالمثل، عندما يشعر المستثمرون بالقلق و/أو عندما يرتفع مستوى أسعار الفائدة، تميل التقييمات إلى الانخفاض.

يعرض شكل ٩-١ التباين في دوافع العوائد. وينقسم العائد الإجمالي (الذي يظهر في شكل المعين) إلى نسب مئوية مختلفة. لذا عندما نفكر في الأسواق الصاعدة، لا يهتم المستثمرون بالمدة والقوة فقط، بل أيضًا بالفرق بين عائد السعر والعائد الإجمالي. وعلاوة على ذلك، من المهم فهم دوافع عنصر السعر، على سبيل المثال، مقدار الزيادة المرجَّح حدوثها نتيجة نمو الأرباح الأساسية ومقدار الزيادة المرجَّح حدوثها نتيجة تغير التقييمات.

بوجه عام، يمكننا قول ما يأتي عن الأسواق الصاعدة:

- الدورات الاقتصادية الأقل تقلبًا والأطول مدةً تعني أسواقًا صاعدة ذات مدة أطول.
- أسعار الفائدة المنخفضة والأكثر استقرارًا غالبًا ما تتسبب في حدوث أسواق صاعدة أقوى، يكون فيها التقييم مسئولًا عن جزء كبير من العائد.
- توزيعات الأرباح هي المسئولة عن جزء كبير من عوائد الأسواق التي تتمتع بعوائد توزيعات أرباح أعلى (الناتجة غالبًا من القطاعات الأكثر نضجًا التي تفضل دفع مزيد من التدفقات النقدية بدلًا من الاحتفاظ بها للاستثمار في المستقبل).



شكل ٧-٣: الأسواق الصاعدة والهابطة في مؤشر ستاندرد آند بورز. استمرار متوسط السوق الصاعدة ٥٦ شهرًا.

أسواق صاعدة لا تتأثر بالاتجاه العام

بالإضافة إلى الاتجاهات التصاعدية الهيكلية الطويلة الأجل، والأسواق الصاعدة الدورية الأكثر شيوعًا، هناك فترات من العوائد المستقرة نسبيًّا. وعلى الرغم من أنها ليست شائعة جدًّا، فهذه الفترات التي لا تتأثر بالاتجاه العام في الأسواق غالبًا ما تحدث نتيجةً لارتفاع التقييمات عندما تنمو الاقتصادات والأرباح ببطء. يمكن تقسيم هذه الأسواق أيضًا إلى فئتين:

- **أسواق مستقرة منخفضة العائد (تقلبات منخفضة، عوائد منخفضة):** أسواق منخفضة العائد تكون فيها أسعار الأسهم عالقة في نطاق تداول ضيق، وتشهد تقلبات منخفضة.
- **أسواق متقلبة منخفضة العائد (تقلبات عالية، عوائد منخفضة):** فترات (غالبًا طويلة جدًّا) تحقق فيها مؤشرات الأسهم تقدمًا ضئيلًا للغاية، ولكنها تشهد تقلبات كبيرة بالإضافة إلى تصحيحات وارتفاعات قوية (وحتى أسواق صاعدة وهابطة صغيرة) بينهما.

على عكس أغلب الأسواق الصاعدة والهابطة، لا يوجد ذروة أو قاع مطلقان يمكن من خلالهما تحديد فترات الاستقرار وانخفاض العائد. وبحكم طبيعتها، يصعب تمييز هذه الفترات وتحديد تاريخ دقيق لبدايتها ونهايتها. ومع ذلك، هناك العديد من الأمثلة الجيدة لفترات انخفاض العائد النسبية وفترات الاستقرار النسبية (أي عدم حدوث سوق هابطة، ولا سوق صاعدة بعائد أكبر من ٢٥٪ على مدى أقل من عامين). منذ الحرب العالمية الثانية، كانت هناك سبع فترات في سوق الأسهم الأمريكية تستوفي هذه المعايير بوجه عام. وهناك المزيد خارج الولايات المتحدة؛ نظرًا لأن الولايات المتحدة شهدت أعلى العوائد على مستوى العالم خلال هذه الفترة؛ وبمجرد استبعاد الأسواق الهابطة، تسود معظمَ الفترات المتبقية سوقٌ صاعدة مباشرة.

يعرض جدول ٧-٢ قائمة بالأسواق المستقرة المنخفضة العائد، مع تواريخ تقريبية لبدايتها ونهايتها.

رغم صعوبة تحديد هذه الفترات بدقة، وتمتع كلٍّ منها بمجموعة خاصة من الظروف، يمكننا مع ذلك الإدلاء ببضع ملاحظات:

جدول ٧-٢: الفترات المستقرة المنخفضة العائد في الولايات المتحدة (مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠).*

البداية	النهاية	المدة (بالعام)	الأداء (٪)	الأداء السنوي (٪)	أقصى تغيير (٪)	نمو الأرباح لكل سهم سنويًّا (٪)	مضاعف نسبة السعر إلى الأرباح في بداية الفترة بناءً على أرباح الاثني عشر شهرًا الماضية	مضاعف نسبة السعر إلى الأرباح في بداية الفترة بناءً على أرباح الاثني عشر شهرًا الماضية	نسبة التغيير في السعر إلى الأرباح في الاثني عشر شهرًا الماضية (٪)
سبتمبر ١٩٤٦	مايو ١٩٤٨	١,٧	−٠,٥	−٠,٣	−١٤,٧	٥١,١	١٧,٨	٨,٧	−٥٠,٦
أغسطس ١٩٥١	يناير ١٩٥٤	٢,٤	٧,٧	٣,١	١٩,٠	−٢,٢	٨,٧	٩,٩	١٣,٧
أكتوبر ١٩٥٥	أكتوبر ١٩٥٧	٢,٠	٠,٤	٠,٢	−١٧,٧	٠,٤	١٢,١	١٢,٠	−٠,٥
ديسمبر ١٩٥٨	يناير ١٩٦١	٢,٠	٨,٥	٤,١	−١٣,٩	٦,٣	١٨,٦	١٧,٨	−٤,٢
أبريل ١٩٨٣	يناير ١٩٨٥	١,٧	٦,٧	٣,٨	−١٤,٤	١٥,٦	١١,٧	٩,٧	−١٧,١

البداية	النهاية	المدة (بالعام)	الأداء (٪)	الأداء السنوي (٪)	أقصى تغيير (٪)	نمو الأرباح لكل سهم سنويًّا (٪)	مضاعف نسبة السعر إلى الأرباح في بداية الفترة بناءً على أرباح الاثني عشر شهرًا الماضية	مضاعف نسبة السعر إلى الأرباح في بداية الفترة بناءً على أرباح الاثني عشر شهرًا الماضية	نسبة التغيير في السعر إلى الأرباح في الاثني عشر شهرًا الماضية (٪)
يناير ١٩٩٢	ديسمبر ١٩٩٤	٢,٩	٥,٩	٢,٠	٢٢,٢	٩,٧	١٩,٤	١٥,٧	−١٩,١
فبراير ٢٠٠٤	يوليو ٢٠٠٦	٢,٤	٦,٦	٢,٧	٢٤,٧	١٦,٥	٢٢,٧	١٦,٧	٢٦,٤
الوسيط		٢,٠	٦,٦	٢,٧	−١٣,٩	٩,٧	١٧,٧	١٢,٠	−١٧,١
المتوسط		٢,٢	٥,٠	٢,٢	٠,٨	١٣,٩	١٥,٨	١٢,٩	−١٤,٩

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

- من الشائع أن تحتوي الأسواق ذات نطاق التداول الضيق على فترات منخفضة العائد؛ فقد سادت هذه الفترة في سوق الأسهم الأمريكية في نحو ٢٠٪ من مدتها منذ عام ١٩٤٥ (خلال تلك الفترة، كانت هذه الأنواع من بيئة السوق في أوروبا أكثر شيوعًا، ومثلت نحو ٣٠٪ من مدتها؛ ويمكن تفسير الفرق من خلال حقيقة أن سوق الأسهم الأمريكية شهدت عمومًا نموًّا أقوى في الأرباح؛ مما دفع السوق إلى الارتفاع).
- تميل هذه الفترات إلى أن تكون قصيرة نسبيًّا، حيث تستمر من سنة إلى ٣ سنوات.
- غالبًا ما يكون النمو الاقتصادي قويًّا في هذه الفترات، بمتوسط ٣٪–٤٪. ومن ثَم، عادةً ما تكون الأرباح قوية، مما يتسبب في انخفاض القيمة بنسبة ١٠٪–١٥٪ في هذه البيئات ذات العائد المنخفض.
- أخيرًا، في المتوسط، رغم ارتفاع أسعار الفائدة خلال هذه الفترات المنخفضة العائد، يساعد نمو الأرباح القوي في تخفيف أثر ارتفاع أسعار الفائدة وانخفاض التقييمات؛ ومن ثَم، تستقر السوق بدلًا من أن تنخفض.

الفصل الثامن

ظهور الفقاعات: العلامات التحذيرية على حدوث فقاعة

يتسبب انفجار الفقاعات المالية في حدوث أسواق هابطة هيكلية حادة، وغالبًا ما تكون العواقب وخيمة على أسواق الأصول والاقتصادات الأوسع نطاقًا. ورغم أن الفقاعات قد تتركز في قطاع واحد أو فئة أصول واحدة، ولا تتسبب في حدوث سوق هابطة هيكلية أوسع نطاقًا، هناك فقاعات أخرى قد تكون واسعة النطاق إلى حد كبير، ولها تأثير على السوق بأكملها وخارجها. ومن ثَم، قد يكون من المفيد للمستثمرين استيعاب بعض الأسباب والخصائص الشائعة للفقاعات؛ إذ قد يستغرق التعافي منها وقتًا طويلًا.

وكما هي الحال مع الأسواق الهابطة والأسواق الصاعدة بوجه عام، لا يوجد تعريف دقيق للفقاعة. وكثيرًا ما نوقشت صعوبة اكتشاف الفقاعات في الأبحاث الاقتصادية.[1] وكما ذكر نائب رئيس سابق في مجلس إدارة بنك الاحتياطي الفيدرالي، «بالنظر إلى الأحداث السابقة، حتى مع كل المعلومات المتوفرة لدينا الآن، غالبًا ما يكون من الصعب التأكد مما إذا كانت ثَمة فقاعات باستخدام الأساليب الإحصائية.».[2]

من الممكن تعريف الفقاعات تعريفًا عمليًّا معقولًا كما يأتي: زيادة سريعة في الأسعار والتقييمات تؤدي إلى المبالغة في تقييم العوائد والنمو في المستقبل. الجزء الثاني من هذا التعريف مهم؛ لأن كل زيادة قوية في الأسعار لا تؤدي بالضرورة إلى حدوث فقاعات. فالمشكلات تظهر عندما ينتج عن الارتفاع السريع في الأسعار دورة مثمرة ظاهريًّا، تجذب مستثمرين جددًا؛ مما يؤدي إلى فائض من رأس المال لاحقًا. والاعتقاد السائد بأن السوق تقدم ربحية لا نهاية لها غالبًا ما يُولِّد «خوفًا من تفويت الفرصة»: فكلما زاد الحديث عن موضوع معين، وزاد الاهتمام به، زاد اهتمام المستثمرين به. ومع زيادة الثقة في الموضوع أو الأصل، ترتفع التقييمات إلى مستويات لا يمكن أن تضاهيها العوائد المستقبلية.

إن سيكولوجية الجماهير — الاعتقاد بأن المرء قد يُفوِّت فرصةً عظيمة، وفي الوقت نفسه الشعور بأن الأمان وسط القطيع — تتجلى بوضوح في أسواق الفقاعات. وقد أكد تشارلز ماكاي (١٨٤١)، في دراسته الشاملة للفقاعات المبكرة في القرنين السابع عشر والثامن عشر، أن «الناس ... يتبعون في تفكيرهم سلوك القطيع؛ وقد ثبت أنهم يصابون بالجنون معًا، لكنهم يستعيدون رشدهم ببطء، واحدًا تلو الآخر.»

كما أكد روبرت شيلر في كتابه «الوفرة اللاعقلانية» (٢٠٠٠) على التركيز المماثل على «عدوى» الحشود، وخاصة عندما يقترن ذلك بسردية قوية. ويصف شيلر الفقاعة بأنها «حالة تثير فيها أنباء ارتفاع الأسعار حماسة المستثمرين، التي تنتقل مثل العدوى من شخص لآخر؛ وتركز هذه العملية على الأحداث التي قد تبرر ارتفاع الأسعار وتجذب فئة أكبر من المستثمرين، الذين، على الرغم من الشكوك حول القيمة الحقيقية للاستثمار، ينجذبون إليه لسببين؛ أولهما شعورهم بالغيرة من نجاحات الآخرين، والثاني حبهم للمضاربة.»

إحدى أهم السمات المميزة للفقاعة النامية هي أن تدفع الإثارة بشأن موضوعٍ ما المستثمرين إلى إحدى الأسواق، دون إيلاء كثير من الاهتمام للتقييمات، أو العوائد التي تتضمنها هذه التقييمات. ومن الأمثلة الحديثة على ذلك سوق الإسكان في الولايات المتحدة قبل أزمة الرهن العقاري الثانوي في عام ٢٠٠٨. ويُظهر عمل كيس وشيلر (٢٠٠٣) إفراط مشتري المساكن في توقعاتهم المتفائلة في ذلك الوقت بشأن أسعار المساكن في المستقبل. ووفقًا لبحثهما، توقع ٨٣٪ إلى ٩٥٪ من المشترين في عام ٢٠٠٣ معدل نمو سنويًّا لأسعار المساكن بنحو ٩٪، في المتوسط، في السنوات العشر التالية، وهو معدل أعلى بكثير من المتوسطات الطويلة الأجل.[3]

يتناول هذا الفصل قضية الفقاعات فقط في محاولة لتحديد الأنماط والخصائص والسلوكيات المتكررة عبر التاريخ.

وقد وُثِّقت العديد من الفقاعات الشهيرة على مدى أكثر من أربعة قرون. ومن أبرزها، وإن لم تكن الوحيدة بأي حال من الأحوال، الفقاعات الآتية:

- ثلاثينيات القرن السابع عشر: الهوس بزهرة التوليب في هولندا
- ١٧٢٠: فقاعة بحر الجنوب، بالمملكة المتحدة، وفقاعة مسيسيبي، بفرنسا
- تسعينيات القرن الثامن عشر: الهوس بحفر القنوات في المملكة المتحدة
- أربعينيات القرن التاسع عشر: فقاعة السكك الحديدية في المملكة المتحدة

- ١٨٧٣: فقاعة السكك الحديدية في الولايات المتحدة
- عشرينيات القرن العشرين: طفرة سوق الأسهم في الولايات المتحدة
- ثمانينيات القرن العشرين: فقاعة الأراضي والأسهم في اليابان
- تسعينيات القرن العشرين: فقاعة التكنولوجيا، في جميع أنحاء العالم
- ٢٠٠٧: فقاعة الإسكان/البنوك في الولايات المتحدة (وأوروبا).

عند دراسة هذه الفقاعات ودراسة انهيارها اللاحق، نلاحظ وجود بعض الأنماط والخصائص المشتركة التي تربط بينها على الرغم من أنها نشأت في مجموعة من القطاعات المختلفة، وفي ظل ظروف مختلفة للغاية. ولتبسيط الفكرة، تجمع الأقسام التالية بعض أوجه التشابه والموضوعات المشتركة بين فترات الفقاعات المختلفة هذه في محاولة لوضع دليل للمستثمرين الذين يبحثون عن علامات تحذيرية مهمة، ولكن هناك العديد من الدراسات الممتازة والأكثر تعمقًا عن الفقاعات السابقة لأولئك الذين يسعون إلى مزيد من التفاصيل، وخاصةً كتاب إدوارد تشانسلور.[4]

ارتفاع مذهل في الأسعار ... ثم انهيار

إحدى أهم سمات الفقاعات في الأصول المالية هي الارتفاع المذهل والسريع في الأسعار والتقييمات الذي يحدث أثناء الفقاعة، والذي ينتج عنه تقييماتٌ تبالِغ في نهاية المطاف في تقدير العوائد المستقبلية المحتملة. وفي الواقع يُعَد القدر الهائل من الإثارة والمضاربة، فضلًا عن ارتفاع الأسعار، السمة المميزة لجميع الفقاعات. لقد أصبح الهوس بزهرة التوليب في ثلاثينيات القرن السابع عشر، التي تُعَد واحدة من أقدم الفقاعات الموثقة جيدًا، مرادفًا لفكرة «الهوس» في الأسواق المالية. وهذا أمر مثير للاهتمام، ليس فقط بسبب ارتفاع الأسعار المذهل أثناء فترة الفقاعة نفسها، ولكن أيضًا لأن الهوس كان قائمًا على الجشع والمضاربة فقط، دون أي أسس جوهرية داعمة له.

وعلى الرغم من التشكيك في نطاق هوس زهرة التوليب ومدى تأثيره منذ ذلك الحين (راجع تومسون ٢٠٠٧)، كانت هذه الفقاعة طفرة ذات أبعاد تاريخية. وبين نوفمبر ١٦٣٦ وفبراير ١٦٣٧، ارتفع سعر بعض بُصيلات التوليب عشرين مرة، وفي ذروة الفقاعة، كان من الممكن أن تساوي قيمة البصيلة الواحدة قيمة منزل فاخر.[5]

عندما انهارت السوق أخيرًا في فبراير ١٦٣٧، كما حدث في العديد من الأمثلة الأخرى في التاريخ، كانت الانهيارات مذهلة بقدر الارتفاعات التي سبقتها. وكما حدث مع العديد

من الفقاعات اللاحقة، ظل السبب الذي أدى إلى انهيارها في النهاية غير واضح تمامًا. في هذه الحالة، يمكن أن نقول إنه ربما كان هناك العديد من العوامل المساهمة. وفي ذروة الطفرة في عام ١٦٣٦ وأوائل عام ١٦٣٧، عندما كان الطلب في أعلى مستوياته، كانت البصيلات نفسها لا تزال مزروعة في الأرض، ولم يكن من الممكن تسليمها فعليًّا حتى الربيع التالي. لعب الابتكار المالي دورًا في دفع الأسعار إلى الارتفاع أكثر من أي وقت مضى. ونشأت سوق عقود آجلة للبصيلات، مكَّنَت البائعين من بيع زهور التوليب مقدمًا بسعر معين مقابل جودة ووزن معينين.

تفاقمت المخاطر عندما دُفعَت أغلب هذه العقود بسندات ائتمان، الأمر الذي جعل النظام عُرضةً للانهيار؛ ومن ثَم انتشار الأزمة. وأخيرًا، ساهم في زوال الفقاعة الخوفُ من اقتراب فصل الربيع الذي يقتضي الوفاء بسداد هذه العقود، التي قد لا يكون من الممكن دفع العديد منها. وبعد الانهيار، استغرقت السوق وقتًا طويلًا للتعافي، وبخاصةٍ بُصيلات الزهور العادية المنخفضة الجودة، التي لم تتعافَ مطلقًا من الانهيار، والتي كانت قد اجتذبت العديد من المضاربين الأصغر حجمًا في ذروة الفقاعة؛ لأن البصيلات النادرة كانت باهظة الثمن.

اشتركت الفقاعتان العظيمتان اللتان حدثتا في عام ١٧٢٠، أي بعد ما يقرب من قرن من الزمان، في بعض أوجه التشابه مع فقاعة هوس زهرة التوليب. فقد شهدت شركة ساوث سي (بحر الجنوب) في بريطانيا العظمى ارتفاعًا مذهلًا في سعر أسهمها خلال فترة قصيرة للغاية من الزمن. ففي يناير ١٧٢٠، بلغ سعر أسهم الشركة ١٢٨ جنيهًا إسترلينيًّا. وفي يونيو من ذلك العام، أقرَّ البرلمان البريطاني قانون الفقاعات الذي يلزم جميع الشركات المملوكة للمساهمين بالحصول على ميثاق ملكي، وهو ما نجحت شركة ساوث سي في الحصول عليه. وقد منح ختم الموافقة هذا مصداقيةً أكبر للشركة ومزيدًا من الراحة للمستثمرين؛ مما أدى إلى توسيع نطاق جاذبيتها. وبحلول نهاية يونيو ١٧٢٠، ارتفع السهم إلى ١٠٥٠ جنيهًا إسترلينيًّا. وعندما بدأ المستثمرون يفقدون الثقة في أوائل يوليو، بدأت الأسعار في الانخفاض، وبحلول سبتمبر من ذلك العام انهارت الأسهم إلى ١٧٥ جنيهًا إسترلينيًّا.[6] وشهدت شركة مسيسيبي في فرنسا فقاعةً مماثلة وانهيارًا في الوقت نفسه تقريبًا. وارتفع سعر أسهمها بنسبة مذهلة بلغت ٦٢٠٠٪، قبل أن ينهار لاحقًا بنسبة ٩٩٪.

لعبت المضاربة دورًا مهمًّا في الفقاعة الكبرى التالية، في منتصف القرن التاسع عشر في قطاع السكك الحديدية البريطانية، بفضل النمو السريع والتغيرات التكنولوجية

في السكك الحديدية. وبعد ارتفاعات مذهلة في أسعار الأسهم، انخفضت أسهم السكك الحديدية بحلول عام ١٨٥٠ بنسبة ٨٥٪ في المتوسط من ذروتها، وكانت القيمة الإجمالية لأسهم السكك الحديدية أقل من نصف رأس المال الذي أُنفقَ عليها (تشانسلور ٢٠٠٠). وعلى الرغم من تجربة فقاعة السكك الحديدية البريطانية، تكرَّر نمطٌ مماثل في الولايات المتحدة بعد عقدَين فقط من الزمان. وكان حجم الانهيار في الأسعار والاستثمار الذي أعقب ذلك مدمرًا لدرجة أنه أدى إلى سوق هابطة هيكلية ضخمة وانكماش اقتصادي أصبح يُعرَف باسم «الكساد الطويل»، وكان أسوأ فترات الانكماش الاقتصادي حتى حدوث «الكساد العظيم» في ثلاثينيات القرن العشرين. وعلى مدى السنوات السبع التي أعقبت ذعر عام ١٨٧٣، أُغلقَ ما يقرُب من نصف مصانع البلاد، وارتفعت نسبة البطالة ارتفاعًا كبيرًا. وهبطت أسعار الأسهم هبوطًا حادًّا، كما هبطت أسعار أسهم السكك الحديدية بنسبة ٦٠٪ بين عامَي ١٨٧٣ و١٨٧٨. تفاقمت الظروف الاقتصادية بسبب حالة عدم اليقين الكبيرة التي سادت أوروبا في أعقاب الحرب الفرنسية البروسية. واستغرق الأمر عقدًا من الزمان حتى ينتعش الاستثمار بعد انهيار الفقاعة، ولم ينتعش أي استثمار في السكك الحديدية مرة أخرى إلا في العقد التالي.

تكرَّر نمطٌ مماثل في طفرة الأسهم وما تلاها من انحدار أثناء انهيار سوق الأوراق المالية في عام ١٩٢٩، ولكن في هذه الحالة كان التأثير أوسع نطاقًا وأطول أمدًا. ففي يوم الاثنين الأسود (الموافق ٢٨ أكتوبر)، انخفض مؤشر داو جونز الصناعي بنسبة ١٣٪ (بعدما كان قد انخفض بالفعل بنسبة ٦٪ منذ أوائل سبتمبر)، ثم بنسبة ١٢٪ خلال الأيام التالية. وقد كانت السوق الهابطة الهيكلية التي أعقبت ذلك في غاية الشدة لدرجة أن المؤشر أخفق في العودة إلى ذروته السابقة حتى نوفمبر ١٩٥٤ (فيرجسون ٢٠٠٥). وعند وصول مؤشر داو جونز إلى أدنى مستوياته، بلغ عائد توزيعات الأرباح ٩٫٥٪؛ إذ أصبحت الشركات التي كانت قد ازدهرت في السابق غير مرغوب فيها على الإطلاق. وبِيعَ مقعد في بورصة نيويورك مقابل ١٧ ألف دولار بعد الانهيار، مقارنةً بسعر الذروة الذي بلغ ٦٥٠ ألف دولار في ذروة الطفرة في عام ١٩٢٩.

أدت فقاعة اليابان الأسطورية في ثمانينيات القرن العشرين إلى ارتفاعات غير عادية في أسعار الأسهم والأراضي بكل المقاييس. وبفضل انخفاض أسعار الفائدة (حيث كان بنك اليابان قد خفَّض أسعار الفائدة من ٥٪ إلى ٢٫٥٪ بحلول أوائل عام ١٩٨٧) واتفاقية بلازا عام ١٩٨٥ (التي أدت إلى خفض قيمة الدولار مقابل الين بهدف خفض العجز في

الحساب الجاري الأمريكي من خلال جعل الصادرات أرخص)، شهدت أسعار الأصول ارتفاعًا مطردًا لفترة طويلة. واستخدمت الشركات اليابانية عُملتها المرتفعة القيمة في خوض حملة شراء من الخارج شملت شراء مركز روكفلر في نيويورك وملاعب الجولف في هاواي وكاليفورنيا.

انتشرت هذه الحماسة على وجه الخصوص في سوق العقارات. وأفادت التقارير أن قيمة القصر الإمبراطوري في طوكيو قد تجاوزت إجمالي قيمة فرنسا أو كاليفورنيا. وفي عام ١٩٨٨، كانت قيمة الأراضي في اليابان نظريًّا أكثر من أربعة أمثال قيمة الأراضي في الولايات المتحدة، على الرغم من أن مساحة الأراضي في الولايات المتحدة كانت أكبر ٢٥ مرة.[7] وقد زُعم أن قيمة ورقة نقدية من فئة ١٠ آلاف ين ملقاة في منطقة جينزا في طوكيو كانت أقل من قطعة الأرض التي كانت تغطيها.[8] كانت هذه الفقاعة ضخمة جدًّا لدرجة أن مجموع مكاسب رأس المال على الأسهم والأراضي بلغ ٤٥٢٪ من إجمالي الناتج المحلي الاسمي من ١٩٨٦ إلى ١٩٨٩، وبلغت الخسائر اللاحقة ١٥٩٪ من إجمالي الناتج المحلي الاسمي من ١٩٩٠ إلى ١٩٩٣.[9] وكان الارتفاع في أسعار الأسهم يعني أن الشركات اليابانية كانت قد أصبحت من أكبر الشركات في العالم. فقد حققت شركات ميتسوي آند كو، وسوميتومو كورب، وميتسوبيشي كورب، وسي إيتو مبيعات أعلى من مبيعات أكبر شركة أمريكية، وهي جنرال موتورز.[10]

وننتقل إلى حالة أحدث عهدًا من التعبير عن الثقة تبعتها في نهاية المطاف مبالغة في التقييم سبقت انهيار فقاعة التكنولوجيا في أواخر تسعينيات القرن العشرين. وقبل أن تنفجر هذه الفقاعة، كانت أسهم الشركات الجديدة ترتفع ارتفاعًا هائلًا. وعندما طرحت شركة الإنترنت ياهو أسهمها للاكتتاب العام الأولي في أبريل ١٩٩٦، ارتفع سعر أسهمها من ١٣ دولارًا إلى ٣٣ دولارًا في غضون يوم واحد؛ مما أدى إلى مضاعفة قيمة الشركة. وأصبح هذا النمط مألوفًا في الفترة التي تلت ذلك. ففي عام ١٩٩٩، على سبيل المثال، ارتفعت قيمة أسهم شركة كوالكوم بنسبة ٢٦١٩٪. وأصبح هذا النطاق من ارتفاع الأسعار أمرًا شائعًا. وارتفعت قيمة ثلاثة عشر سهمًا رئيسيًّا من الأسهم ذات القيمة السوقية الكبيرة بأكثر من ١٠٠٠٪، وارتفعت قيمة سبعة أسهم أخرى من الأسهم ذات القيمة السوقية الكبيرة بأكثر من ٩٠٠٪.[11]

ارتفع مؤشر ناسداك خمس مرات بين عامَي ١٩٩٥ و٢٠٠٠، لتصل بعد ذلك نسبة سعر السهم إلى الأرباح إلى ٢٠٠ مرة، وهو أعلى بكثير من نسبة السعر إلى الأرباح لمؤشر نيكي التي بلغت ٧٠ مرة خلال فقاعة سوق الأسهم اليابانية (هايز ٢٠١٩). وبحلول

أبريل ٢٠٠٠، بعد شهر واحد فقط من بلوغ الذروة، خسر مؤشر ناسداك ٣٤٪ من قيمته، وعلى مدى العام ونصف العام التاليين شهدت مئات الشركات انخفاض قيمة أسهمها بنسبة ٨٠٪ أو أكثر. على سبيل المثال، انخفضت قيمة برايس لاين بنسبة ٩٤٪. ولاحقًا، انخفض مؤشر ناسداك بنحو ٨٠٪ بحلول الوقت الذي وصل فيه إلى أدنى مستوياته في أكتوبر ٢٠٠٩ (راجع ماك كولوتش ٢٠١٨).

وبحلول نهاية انحدار سوق الأسهم في عام ٢٠٠٢، كانت الأسهم قد فقدت ٥ تريليونات دولار من قيمتها السوقية منذ الذروة المحلية. وفي ٩ أكتوبر ٢٠٠٢، هبط مؤشر ناسداك ١٠٠ إلى أدنى مستوياته مسجلًا ١١١٤ نقطة، بانخفاض ٧٨٪ عن ذروته.

الإيمان بـ «حقبة جديدة» ... الأمر مختلف هذه المرة

إن ملاحظة ارتفاع الأسعار وانهيارها على نحو مذهل لا تُعَد ذات أهمية إلا إذا كان هناك سببٌ مشترك أو خصائص متشابهة أو أنماطٌ سلوكية معروفة يمكن أن تساعد المستثمرين في اكتشاف أوجه التشابه في المستقبل. وبالنظر إلى الأحداث السابقة، نجد أن أحد أهم مكونات الفقاعات وخصائصها، إلى جانب ارتفاع أسعارها وما يعقبه من انخفاض، هو الاعتقاد بأن شيئًا ما قد تغيَّر، وعادةً ما يكون ذلك تكنولوجيا جديدة أو ابتكارًا أو فرصةً للنمو. وقد لاحظ الخبير الاقتصادي النمساوي الشهير جوزيف شومبيتر هذا العنصر المتمثل في الإيمان القوي الذي يحرك الاهتمام بالاستثمار، حيث زعَم أن المضاربة تحدث غالبًا في بداية أي قطاع جديد. ومؤخرًا، في شهادة أمام الكونجرس الأمريكي في ٢٦ فبراير ١٩٩٧، أشار رئيس بنك الاحتياطي الفيدرالي آنذاك آلان جرينسبان إلى أنه «من المؤسف أن يكون التاريخ ممتلئًا برؤًى مثل تلك الخاصة بحلول «حقبات جديدة» ثبَت في النهاية أنها سراب.»

وقد توصلت دراسة حديثة أجراها علماء البيانات إلى أن الفقاعات في أسعار الأسهم كانت واضحة في ٧٣٪ من الحالات في عينة من ٥١ ابتكارًا كبيرًا قُدِّمت بين عامَي ١٨٢٥ و٢٠٠٠. كما وجدوا أن حجم هذه الفقاعات يزداد كلما زادت راديكالية هذه الابتكارات، وكذلك كلما زادت قدرتها على توليد تأثير الشبكة (قدرتها على تحقيق قيمة لمستخدميها لأن الآخرين يستخدمونها)، وكلما لفتت انتباه العامة في وقت طرحها في السوق.[12]

ورغم أنه لم يكن واضحًا أن الابتكار كان بمثابة المحفز في حالة هوس زهرة التوليب، يمكن القول إنه كان مهمًّا في الفقاعات المالية لشركة ساوث سي في بريطانيا العظمى وشركة مسيسيبي في فرنسا في عام ١٧٢٠.

ورغم أن هذه الفقاعات تضمَّنت تكهنات محمومة وارتفاعات في أسعار أسهم الشركات المعنية، وربما لا تبدو أكثر عقلانية من هوس زهور التوليب قبل قرن من الزمان، تشير أحدث التفسيرات إلى أن الابتكارات والتقنيات الجديدة لعبت دورًا في تطورها. وعلاوةً على ذلك، وكما هو شائع أيضًا في العديد من فترات الفقاعات، ساعد الإيمان القوي في تبرير زيادة العوائد المستقبلية المتوقعة في ذلك الوقت.[13] ويرى فريهن وجوتزمان وجيرت روينهورست (٢٠١٣) أن «الفقاعات المالية تتطلب قصةً معقولة لتبرير تفاؤل المستثمرين.» ففي هذه الفقاعات المبكرة، على سبيل المثال، أصدرت كلتا الشركتين أسهمًا مقابل ديون حكومية، وهو ابتكارٌ نتج عنه وسيلة لتحويل الدين الوطني إلى أسهم. وفي المقابل، كانت لهذه الشركات حقوق حصرية لاستغلال الموارد (مثل التبغ وتجارة الرقيق)؛ مما مكَّنها من تحقيق أرباح فائقة.

كانت مقايضة الديون الحكومية بالأسهم أحد الابتكارات (التي لم تدُم طويلًا). وكان الابتكار الآخر، وربما الأكثر أهمية، إنشاء أول شركات تأمين تطرح أسهمها للتداول العام. نشأت هذه الشركات في بريطانيا العظمى نتيجةً لقانون الفقاعات، الذي حاول الحد من مخاطر المضاربة. وكان إنشاء شركات التأمين الممولة من القطاع العام، ولكن ذات المسئولية المحدودة، سببًا في تغيير طبيعة مشاركة المخاطر؛ مما ساهم في زيادة الرغبة في تمويل المشاريع المحفوفة بالمخاطر.

في الوقت نفسه، أتاحت التغيرات التكنولوجية (في الملاحة البحرية، على سبيل المثال) إمكانية فتح طرق التجارة عبر الأطلسي، وكان هذا تحولًا غيَّر الأوضاع التي كانت سائدةً قبلئذٍ؛ فقد أصبحت طرق التجارة الجديدة بين أوروبا وأفريقيا ومنطقة البحر الكاريبي، التي مُوِّلت، جزئيًّا نتيجةً لوسائل مشاركة المخاطر الجديدة، النظامَ التجاريَّ السائد حتى أوائل القرن التاسع عشر، وأسفرت عما يمكن اعتباره أحد الأشكال الرئيسية الأولى للعولمة. وكان الجمع بين الرغبة في المخاطرة، وظروف التمويل، والوسيلة التي قدمت عوائد جذابة، والتقدم التكنولوجي في الملاحة الذي مكَّن من استغلال الفرصة، بمثابة خلفية خصبة للمضاربة.

لعبت التطورات التكنولوجية أيضًا دورًا محوريًّا في طفرة حفر القنوات في بريطانيا العظمى في سبعينيات القرن الثامن عشر؛ إذ ساهم توفير وسائل نقل جديدة وسريعة في فتح آفاق لطرق نقل أرخص وأسرع للفحم والمنسوجات والمنتجات الزراعية؛ ومن ثَم جذب اهتمام المستثمرين. كانت القناة الأولى، التي افتتحها دوق بريدجووتر في عام

١٧٦٧، تمتد من مناجم الفحم في ضيعته شمال غرب مانشستر إلى جنوب غرب المدينة، حيث أُنشئت مصانع نسيج جديدة. وقد حققت القنوات الأولى عوائد قوية على رأس المال؛ مما جذب مستثمرين ووافدين جددًا إلى هذا المجال، وهو نمط مألوف آخر في الطفرات والفقاعات اللاحقة. بلغت الطفرة ذروتها في عام ١٧٩٣ نتيجة لبداية الحروب الثورية الفرنسية. وبحلول القرن التاسع عشر، هبط العائد على رأس المال في القنوات من ذروة ما قبل الفقاعة البالغة ٥٠٪ إلى ٥٪ فقط، وبعد ربع قرن من الزمان، بلغت نسبة القنوات التي كانت لا تزال قادرة على دفع توزيعات الأرباح ٢٥٪ فقط (راجع تشانسلور ٢٠٠٠، ص١٢٤).

تزامنت الموجة الكبيرة التالية من التكنولوجيا مع عصر السكك الحديدية في أربعينيات القرن التاسع عشر في المملكة المتحدة، وجلبت معها الفقاعة الكبرى التالية. وقد سلبت السكك الحديدية لُب الجمهور بطريقة استثنائية، وتأجَّج الاهتمام بالتكنولوجيا والافتتان بها من خلال انتشار الصحف والمجلات الخاصة بالسكك الحديدية. وغطت هذه الصحف والمجلات التطورات في السوق، وغالبًا ما كانت تُروِّج للسكك الحديدية الجديدة وتُحقِّق إيراداتٍ عاليةً من عوائد الإعلانات. ووقعت ظاهرة مماثلة في فترة الهوس بحفر القنوات قبل ذلك بقرن من الزمن.

أصبح العديد من المشاهير والسياسيين البارزين مستثمرين في أسهم السكك الحديدية. وكانت الأخوات برونتي من بينهم، وكذلك العديد من المفكرين والسياسيين البارزين مثل جون ستيوارت ميل، وتشارلز داروين، وبنجامين دزرائيلي.[14] وانضم إليهم الملك جورج الأول الذي كان مستثمرًا في فقاعة ساوث سي (راجع تشانسلور ٢٠٠٠، ص٧٣)، وكذلك السير إسحاق نيوتن، الذي يُقال إنه خسر ٢٠ ألف جنيه إسترليني؛ أي ما يعادل تقريبًا ٣ ملايين جنيه إسترليني في عالمنا اليوم، عندما انهارت السوق.[15]

وقد أدى اتساع نطاق الاهتمام إلى دفع مزيد من الناس إلى تصديق «النجاح المضمون» للاستثمار. وفي عام ١٨٤٥ كتب مؤلفٌ عُرِف باسم «العامل الناجح»: «دليل قصير ومؤكد للمضاربة في السكك الحديدية؛ بضع قواعد واضحة حول كيفية المضاربة بأمان وتحقيق ربح في أسهم السكك الحديدية.» زعم هذا المؤلف أنه «لا توجد مشاريع أخرى يمكن توجيه رأس المال والذكاء إليها على نحو أكثر شرفًا أو أمانًا من الاستثمار في السكك الحديدية، إذا أُجري هذا الاستثمار على نحو صحيح. [...] لم يُستخدم رأس مال البلاد [إنجلترا] على نحو أكثر إفادة من هذا قَط.» كان هذا قبل وقت قصير من الانهيار الملحمي لفقاعة السكك الحديدية في بريطانيا العظمى.

وعلى غرار فقاعة التكنولوجيا التي ظهرت بعد قرن ونصف، تمكَّن المستثمرون من التعرف على التأثير التحولي لأحدث الابتكارات، لكنهم بالغوا لاحقًا في تقدير العوائد المحتملة التي قد تُحققها مثل هذه الابتكارات. لا شك في أن تطور السكك الحديدية كان دراماتيكيًّا، مع التوسع السريع للشبكة والبنية الأساسية الداعمة. على سبيل المثال، تطور خط السكك الحديدية في بريطانيا من ٩٨ ميلًا في عام ١٨٣٠ إلى ١٠٤٣٣٣ ميلًا بحلول عام ١٨٦٠. ولكن العوائد المالية فشلت في الارتقاء إلى مستوى هذه التوقعات العالية.

أحاطت بطفرة السكك الحديدية في الولايات المتحدة في سبعينيات القرن التاسع عشر موجةٌ مماثلة من التفاؤل. فقد شهدت نهاية الحرب الأهلية فترةً من النمو القوي في الولايات المتحدة وزيادة هائلة في الإنفاق والاستثمار في السكك الحديدية. وبين عامَي ١٨٦٨ و١٨٧٣، زاد حجم القروض التي قدمتها البنوك، والتي ساعدت في تمويل التوسع، بمعدل أسرع سبع مرات من الودائع.[16]

كانت الطفرة الأمريكية في عشرينيات القرن العشرين مدعومة أيضًا بتغيرات تكنولوجية ومجتمعية. وقد جلبت هذه الفترة معها اهتمامًا هائلًا بالمنتجات الاستهلاكية الجديدة ونموًّا كبيرًا لها. وشهدت أجهزة الراديو، على وجه الخصوص، زيادةً هائلة في الطلب. وبحلول نهاية عشرينيات القرن العشرين، تضخَّم انتشار أجهزة الراديو في الولايات المتحدة إلى ما يقرب من ثلث المنازل في الولايات المتحدة. وارتفعت قيمة الأسهم في شركة راديو كوربوريشن أوف أمريكا (آر سي إيه) من ٥ دولارات إلى ٥٠٠ دولار في عشرينيات القرن العشرين. ولكن عندما حدث انهيار عشرينيات القرن العشرين، هبطت أسهم أجهزة الراديو هبوطًا حادًّا. وتوقفت أغلب شركات تصنيع أجهزة الراديو عن العمل. وانهارت قيمة أسهم شركة آر سي إيه، مثل قيمة العديد من الشركات، بنسبة ٩٨٪ بين عامَي ١٩٢٩ و١٩٣٢. ولم تعد إلى أعلى مستوياتها السابقة لمدة ٣٠ عامًا.

عزَّز قطاع الاتصالات التفاؤل بالنمو القائم على التكنولوجيا في ذلك الوقت. وشهدت شركة أمريكان تليفون آند تليجراف (إيه تي آند تي)، المحرك المركزي في هذه الصناعة السريعة النمو، نموًّا سريعًا، وبحلول عام ١٩١٣ أصبحت شركةً محتكرة بموافقة الحكومة؛ مما سمح لشركات الهاتف المستقلة بالاتصال بشبكتها التي تغطي مسافةً طويلة. ووظفت إيه تي آند تي أكثر من ٤٠٠٠ عالم، وانتشرت براءات الاختراع خلال هذه الفترة. وفي عام ١٩١٥، بعد ما يقرب من ٤٠ عامًا من مكالمتهما الهاتفية الأولى، أجرى الدكتور بيل وتوماس واتسون أول مكالمة عابرة للقارات عبر خط يبلغ طوله ٣٤٠٠

ميل بين نيويورك وسان فرانسيسكو. وقد ساهم هذا الأمر في مضاعفة الحماسة بشأن التكنولوجيا وإمكاناتها في تنمية الأسواق.

في حقبة عشرينيات القرن العشرين التي كانت تتسم بالتفاؤل، لم تكن الثقة في الاقتصاد مدفوعةً بالتقنيات الجديدة فحسب، بل أيضًا بالاعتقاد بأن «النظام الأمريكي» للعلاقات العمالية قادر على تعزيز الإنتاجية والطلب. وقد لعب نموذج التفاوض الناجح مع النقابات، الذي كان يتضمن التحول من النهج الصدامي إلى النهج التعاوني في التعامل مع العمال، دورًا محوريًّا في هذا الأمر، وكان يُعتقد أن منع الكحول يساعد في الحد من إدمانه ورفع إنتاجية العمال. وعززت هذه التطورات التوقعات بشأن نمو الأجور، وبالتبعية الطلب. وتطورت دورة إيجابية أفضت فيها زيادة الإنتاجية إلى مزيد من الاستثمارات في مجالات جديدة من التكنولوجيا.

تكررت سمات عديدة لطفرة عشرينيات القرن العشرين في الولايات المتحدة خلال تسعينيات القرن العشرين في اليابان. وكان الدافع وراء هذه الفقاعة هو سهولة الاقتراض، إلى جانب الإيمان بأن الإنتاجية قد تحسنت.[17] ونشأت دورة إيجابية، يغذيها التمويل المتاح بسهولة، وأسعار الفائدة المنخفضة، والنمو القوي. وفيما بين بداية عام ١٩٨١ و١٩٩٠، ارتفع مؤشر نيكي بنحو ٢٠٪ سنويًّا (زيادة خمس مرات). وتمكنت الشركات من جمع مبالغ هائلة من المال مع انهيار تكلفة رأس المال؛ الأمر الذي أدى بدوره إلى حدوث طفرة في الاستثمار والإنتاجية. وساعد سعر الصرف القوي (كما حدث في الولايات المتحدة في أواخر تسعينيات القرن العشرين) في الحد من ضغوط التضخم. واقتنع بنك اليابان أن الإنتاجية وإمكانات النمو في الاقتصاد الياباني قد زادت، وأنه لم يكن هناك داعٍ لتشديد القبضة على السياسات النقدية.

شهد النصف الثاني من القرن العشرين عدة مرات حماسةً بشأن قدرة الابتكارات والتقنيات على تحقيق مكاسب أوسع نطاقًا، وكان ذلك واضحًا في ثمانينيات القرن العشرين في قطاع التكنولوجيا الحيوية وفي ثورة أجهزة الكمبيوتر الشخصية الجديدة. وفي عام ١٩٨١، سهلت شركة آي بي إم، الشركة الرائدة في مجال صناعة الكمبيوتر، التسويق التجاري الواسع النطاق لأجهزة الكمبيوتر الشخصية. وازدهر الطلب على أجهزة الكمبيوتر الشخصية، وبدأت مئات الشركات في تصنيعها في أوائل ثمانينيات القرن العشرين. ومع ذلك في عام ١٩٨٣، أعلنت العديد من الشركات مثل أتاري وتكساس إنسترومنتس وكوليكو عن تعرُّضها لخسائر نتيجة لفشل محاولاتها لتسويق أجهزة

الكمبيوتر الشخصية للمستهلكين. وفي الانهيار الذي أعقب ذلك توقفت العديد من شركات أجهزة الكمبيوتر الشخصية عن العمل، ومن بينها كومودور وكولومبيا داتا سيستمز وإيجل كمبيوتر. واستغرقت الأسهم الباقية عدة سنوات للتعافي، وكان هذا النمط قد شُوهد أيضًا في أعقاب طفرة السكك الحديدية في القرن التاسع عشر.

كذلك عكست فقاعة اليابان في ثمانينيات القرن العشرين إيمانًا بحقبة جديدة تنطوي هذه المرة على إمكانية أن تصير اليابان أكبر اقتصاد في العالم. وفي ذلك الوقت، كان أحد أكثر الكتب شعبيةً هو كتاب «اليابان في المرتبة الأولى: دروس لأمريكا» للكاتب عزرا إف فوجل، الأستاذ الفخري بجامعة هارفرد. ناقش الكتاب كيفية تطور اليابان لتصبح «القوة العظمى» الأكثر تنافسية في العالم، دون أن تعاني من العديد من المشكلات التي تواجه الولايات المتحدة وغيرها من الاقتصادات الغربية. وتزايد تركيز وسائل الإعلام على صعود اقتصاد اليابان. وكان الآباء الطموحون في مختلف أنحاء الغرب يدفعون أطفالهم لدراسة اللغة اليابانية، على أمل اكتسابهم مهارات لها أهميتها في العالم الآخذ في التغير. وكان أحد عروض العمل الأولى التي تلقيتها في ذلك الوقت في أحد البنوك اليابانية الرائدة، وعندما أخبرت الناس بالعرض ظن معظمهم أن مستقبلي سيكون آمنًا بالعمل في بنك ياباني، في طليعة التمويل العالمي.

ومن المثير للاهتمام أن هذه الظاهرة كانت أيضًا ظاهرة متنامية في الفترة الأخيرة مع تحول التركيز إلى الهيمنة الصينية. وقد عبَّرت أشهر الكتب عن روح العصر؛ حيث عكس كتاب مارتن جاك «حينما تحكم الصين العالم: نهاية العالم الغربي وميلاد نظام عالمي جديد» — الذي حقَّق أفضل مبيعات في عام ٢٠٠٩ — الأهداف التي يركز عليها العصر والإيمان بعالم آخذ في التغير بكل ما يصاحبه من مخاطر وفرص. وكما ارتفعت سوق الأسهم اليابانية ارتفاعًا حادًّا، ثم انهارت مع تزايد التوقعات بشأن هذه التغييرات المستقبلية ثم انكماشها، حدث نمطٌ مماثل في الصين، وإن كان بدرجة أقل. فقد ارتفع مؤشر شنغهاي المركب لأسعار الأسهم، على نحو عكس التفاؤل السائد، بنسبة ١٦٥٪ (أو ٦١٪ سنويًّا) بين يونيو ٢٠١٣ ويونيو ٢٠١٥. ومع تباطؤ النمو العالمي وتكثيف المخاوف بشأن أسعار الفائدة في الولايات المتحدة، انهارت سوق الأسهم بنسبة ٤٨٪ بحلول مارس ٢٠١٦.

لقد أصبحت فقاعة التكنولوجيا التي نشأت في العديد من البلدان في أواخر تسعينيات القرن العشرين أوسع نطاقًا، وشملت شركات في مختلف صناعات التكنولوجيا والاتصالات

والإعلام (التي يُشار إليها عادةً بالاختصار تي إم تي).[18] وبالإضافة إلى النمو الاقتصادي القوي وانخفاض أسعار الفائدة، كان الانبهار والحماسة بشأن ابتكارات التكنولوجيا عاملًا رئيسيًّا. وكما كان الحال مع الحماسة بشأن إمكانية توفير اتصالات أسرع في أعقاب المكالمات الأولى العابرة للقارات في عام ١٩١٥، تعززت التوقعات بسبب الانخفاضات الحادة في تكلفة الاتصالات في تسعينيات القرن العشرين، عندما زادت سرعة الاتصالات بمعدل أسرع من ذي قبل، وبنتائج مماثلة. انخفضت تكلفة المكالمة الهاتفية التي تبلغ مدتها ثلاث دقائق من نيويورك إلى لندن من ٤,٣٧ دولارات في عام ١٩٩٠ (بأسعار عام ٢٠٠٠) إلى ٠,٤٠ دولار في عام ٢٠٠٠.[19]

إلغاء القيود التنظيمية والابتكار المالي

غالبًا ما يكون إلغاء القيود التنظيمية أو تخفيفها أحد مكونات ظهور الفقاعات المالية. على سبيل المثال، في طفرة السكك الحديدية في أوائل القرن التاسع عشر في بريطانيا العظمى، كان إلغاء قانون الفقاعات في عام ١٨٢٥، الذي صدر بعد انهيار فقاعة ساوث سي في عام ١٧٢٠، تطورًا مهمًّا. وقد حدَّد القانون، الذي كان يهدف إلى التحكم في تشكيل الشركات الجديدة، عدد المستثمرين في شركات المساهمة بخمسة فقط. وبإلغاء القانون، سهلت الحكومة تسجيل الشركات وتأسيسها. ونتيجة لذلك سمحت لأعداد كبيرة من الجمهور المتحمس بالاستثمار في الشركات الجديدة. وفي الوقت نفسه، وكما أشرنا سابقًا، سمح الابتكار المالي لشركات التأمين الجديدة بتوفير بيئة أكثر ملاءمة للمخاطرة.

خلال طفرة السكك الحديدية في بريطانيا العظمى في منتصف القرن التاسع عشر، أصبحت عملية التقدم بطلبات للحصول على تصاريح لبناء خطوط سكك حديدية جديدة أقل صرامة. ومن أجل تسريع العملية، بحلول عام ١٨٤٥، كانت الطلبات تُرسَل مباشرةً إلى لجانٍ مختارة في مجلس العموم لاتخاذ القرار. ولكن اشترك في المضاربة العديد من البرلمانيين، الذين كانوا يخدمون مصالحهم الشخصية. ونتيجةً لذلك، سُمح بعددٍ هائل من التصاريح الجديدة؛ مما أدى إلى تأجُّج المضاربة. وبحلول عام ١٨٤٦، كان البرلمان قد أقرَّ ٢٧٢ قانونًا لإنشاء شركات سكك حديدية جديدة.

وقد لعب إلغاء القيود التنظيمية وزيادة الثقة في المؤسسات دورًا أيضًا في طفرة عشرينيات القرن العشرين. وأدى إنشاء نظام الاحتياطي الفيدرالي في عام ١٩١٣ (على غرار موجة الاستقلال في البنوك المركزية في تسعينيات القرن العشرين) إلى زيادة الثقة

من جانب المستثمرين، ومهَّد انتخاب الرئيس كالفين كوليدج الطريق لتخفيف صرامة قوانين مكافحة الاحتكار ولموجة من عمليات الدمج.

ساهمت عملية إلغاء القيود التنظيمية جزئيًّا في ظهور فقاعة اليابان في ثمانينيات القرن العشرين. ففي عام ١٩٨١، على سبيل المثال، منحت وزارة المالية الشركات اليابانية الإذن بإصدار سندات في سوق سندات العملات الأجنبية في لندن. وأعطت هذه السندات خيارَ شراء أسهم في أي شركة بسعر محدد قبل تاريخ انتهاء الأجل. ونظرًا للارتفاع السريع في أسعار الأسهم الذي أدى إلى زيادة قيمة السندات، تمكنت الشركات اليابانية من إصدار سندات بأسعار فائدة منخفضة للغاية. فكلما زاد عدد الشركات التي تقترض بأسعار الفائدة المنخفضة هذه وتصدر المزيد من السندات، زاد الطلب على السهم. وأُتيح للشركات حافزٌ إضافي يتمثل في قدرتها على إصدار سندات بالدولار. وفي أعقاب اتفاقية بلازا في عام ١٩٨٥، أدى الانخفاض المستمر في قيمة الدولار إلى توقع المستثمرين لارتفاع قيمة الين مقابل الدولار طيلة عمر السند، الأمر الذي نتج عنه ظهور دورة تبدو في ظاهرها إيجابية.

في عام ١٩٨٤، سمحت وزارة المالية اليابانية للشركات بإنشاء حسابات خاصة تُسمى «حسابات توكين» لحصصها في الأسهم، وهو ما سمح للشركات بتداول الأوراق المالية دون الحاجة إلى دفع أي ضريبة أرباح رأسمالية على أرباحها. ومن منتصف ثمانينيات القرن العشرين إلى أواخرها، كانت الأرباح التي تحققها الشركات من المضاربة في سوق الأوراق المالية تنمو بوتيرة سريعة، الأمر الذي شجَّع معظم الشركات الصناعية على المشاركة. وقد حققت العديد من الشركات أكثر من نصف أرباحها من حسابات توكين. وارتفع إجمالي مكاسب الشركات من صناديق توكين من ٢٤٠ مليار ين في عام ١٩٨٥ إلى ٩٥٢ مليار ين بحلول عام ١٩٨٧ (راجع تشانسلور ٢٠٠٠). كما ارتفعت مستويات الدين لتشمل أيضًا قطاع الأفراد. وكان ما يقرب من نصف الأفراد الذين طلبوا المساعدة من جمعية اليابان للاستشارات الائتمانية في طوكيو خلال عام ١٩٨٩ يملكون ما بين ١١ و٢٠ بطاقة ائتمان.[20]

تأثرت طفرة التكنولوجيا في التسعينيات كذلك بالابتكار في المنتجات المالية. وكان نمو أسواق المشتقات المالية محركًا مهمًّا لهذا. فبين عامَي ١٩٩٤ و٢٠٠٠، نمَت المبالغ الاسمية للمشتقات المالية في أسعار الفائدة والعملة بنسبة ٤٥٧٪، وهو ما يعادل النمو بنسبة ٤٥٢٪ في الفترة من عام ٢٠٠١ إلى عام ٢٠٠٧.[21]

رغم ازدهار أسواق المشتقات المالية في العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، فقد لعبت أشكال أخرى من الابتكار دورًا محوريًّا في سوق الإسكان، وكانت سببًا في طفرة الرهن العقاري الثانوي وما تبعها من انهيار البنوك وسوق الأسهم من ٢٠٠٧ إلى ٢٠٠٨. لم يكن تأثير هذه الفقاعة واضحًا حقًّا في تقييم سوق الأسهم على نطاق أوسع، رغم أن انهيارها أدى إلى انخفاضات هائلة في أسعار الأسهم. وكانت القيود التنظيمية الخفيفة المفروضة على المؤسسات المالية، إلى جانب ابتكار المنتجات المالية، عنصرًا مهمًّا في طفرة الإسكان التي سبقت الانهيار. وكما قالت كارلوتا بيريز (٢٠٠٩)، فإن «مصطلح «سادة الكون»، الذي يُستشهد به في كثير من الأحيان للإشارة إلى نوابغ المالية الذين كان من المفترض أن يكونوا قد خططوا للرخاء اللامتناهي في منتصف العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، يعبر عن الطريقة التي كان يُنظر بها إليهم باعتبارهم مبتكرين قديرين، يتعاملون مع المخاطر في عالم المالية الشاسع المعقد ويقضون عليها بطرق سحرية.»

خلال سنوات الطفرة في تسعينيات القرن العشرين، حولت البنوك كميات هائلة من ديون الرهن العقاري العالية المخاطر إلى أوراق مالية بضمان رهن عقاري وأذونات دين مضمونة، يمكن بيعها في الأسواق المالية. وقد مكَّن هذا الابتكار المؤسسات الاستثمارية من تلقي الدخل من أقساط الرهن العقاري، مع تعريضها في الوقت نفسه لمخاطر الائتمان الضمنية.

كانت المشكلة أنه عندما بدأت سوق الإسكان في السقوط نشأت دورة سلبية. وانهارت البنوك، ونتج عن مخاطر الائتمان التي طالت المؤسسات في مختلف أنحاء العالم ضعف منهجي في أسواق الأصول. وقُيِّمت العديد من منتجات أذونات الدين المضمونة[22] على أساس «القيمة السوقية»، وهو ما تسبب في انهيار أسواق الائتمان بالتزامن مع هبوط الأسعار؛ ومن ثَم انعدام السيولة في السوق. وقد اضطرت البنوك إلى إجراء عمليات تخفيض قيمة جذرية.[23]

الإقراض الميسر

على غرار العديد من الفقاعات الأخرى اللاحقة، كان النمو السريع للمستثمرين الجدد في فقاعة السكك الحديدية في الولايات المتحدة عام ١٨٧٣ ميسرًا أيضًا بفضل سهولة الاقتراض وبنوك النقد الأجنبي الجديدة التي كانت تقدم قروضًا بضمان أسهم السكك

الحديدية. كما سمحت شركات السكك الحديدية بازدياد لمستثمري القطاع الخاص بالشراء بالهامش، وهو ما يتطلب عادةً دفع ١٠٪ كدفعة مقدمة، مع احتفاظ شركة السكك الحديدية بحق المطالبة ببقية رأس المال في أي وقت (وهو خيار فُعِّل بالطبع في وقت لاحق؛ مما أدى إلى تفاقم التداعيات).

ساعد النمو الائتماني في تمويل توسعات السكك الحديدية، وبين عامَي ١٨٦٥ و١٨٧٣ زادت المسافة التي تقطعها خطوط السكك الحديدية في الولايات المتحدة من ٣٥ ألف ميل إلى ٧٠ ألف ميل، منها ١٨ ألف ميل طُوِّرت في عام ١٨٧٣ وحده. وكما حدث مع العديد من الفقاعات الأخرى، توسعت تقييمات السكك الحديدية بسرعة. ومن بين ٣٦٤ شركة عاملة في عام ١٨٧٢، دفعت ١٩٤ شركة فقط توزيعات أرباح. ومع تشديد السياسات، احتاج رواد الأعمال في مجال السكك الحديدية إلى تأمين مزيد من رأس المال لمواصلة النمو السريع للسكك الحديدية. وفي هذه الفقاعة، انتهى الأمر بشركة التمويل الشهيرة جون كروك آند كمباني إلى الإفراط في التوسع في محاولتها لبناء خط سكة حديد ثانٍ عبر المحيط الأطلسي، يُعرف باسم خط سكة حديد شمال المحيط الهادي. وبعد الحصول على قرض ضخم من الحكومة، ظهرت مخاوف بشأن الحالة الائتمانية للشركة، وأعلنت الشركة إفلاسها في عام ١٨٧٣؛ مما أدى إلى بدء الانهيار. أدى ذلك بدوره إلى سلسلة من حالات الإفلاس للشركات. وأفلس عدد كبير من شركات السمسرة، وفي عام ١٨٧٣ أُغلقَت بورصة نيويورك ١٢ يومًا لمحاولة الحد من الانهيار.

زعم جون كينيث جالبريث (١٩٥٥) أن النمو السريع للاقتراض بالهامش كان أيضًا سببًا مهمًّا في انهيار عام ١٩٢٩. ولاحقًا، قيل إن هذا النمو السريع لعب دورًا مهمًّا في انهيار عام ١٩٨٧، وإن الاقتراض المنخفض التكلفة كان أيضًا سببًا أساسيًّا في نشوء الفقاعة اليابانية. تمكنت البنوك من تعزيز أصولها بفضل الانخفاض الشديد في أسعار الفائدة وتكلفة رأس المال. وفي عام ١٩٩٨، كانت أكبر عشرة بنوك في العالم كلها يابانية، وكانت تستخدم مزايا تكلفة رأس المال للاستحواذ على حصة من السوق العالمية. وبحلول عام ١٩٨٨، أصبحت البنوك اليابانية أكبر المقرضين في العالم في مجال الخدمات المصرفية الدولية، بحصة عالمية تزيد عن ٢٠٪. وكان النمو المذهل للبنوك اليابانية وارتفاع القيم السوقية يعني أنه بحلول أواخر ثمانينيات القرن العشرين كان إجمالي القيمة السوقية لأكبر ١٣ بنكًا يابانيًّا أكبر بخمس مرات من أكبر ٥٠ بنكًا على مستوى العالم.[24] أما اليوم، فالبنوك الأربعة الأولى على أساس الأصول صينية.

كانت القروض المنخفضة التكلفة التي يسهل الحصول عليها من السمات المميزة لفقاعة الدوت كوم في أواخر تسعينيات القرن العشرين. وفي عام ١٩٩٧ تدفقت مبالغ غير مسبوقة من رأس المال إلى ناسداك. وبحلول عام ١٩٩٩، استحوذت شركات الإنترنت على ٣٩٪ من جميع استثمارات رأس المال المخاطر. وفي ذلك العام، ارتبط ٢٩٥ من أصل ٤٥٧ طرحًا عامًّا أوليًّا بشركات الإنترنت، تلاها ٩١ في الربع الأول من عام ٢٠٠٠ وحده (راجع هايز ٢٠١٩).

أساليب تقييم جديدة

فقاعات عديدة في التاريخ نشأت بسبب الاعتقاد بأن «الأمر مختلف هذه المرة»، وقد شجَّع هذا الأمر المستثمرين على النظر في طرق جديدة لتقييم الشركات وتسويغ تلك الطرق. خلال عشرينيات القرن العشرين، على سبيل المثال، زعم العديد من الأكاديميين أن الأسهم ليست أخطر من السندات، ولكنها تقدم عوائد محتملة أكبر.[25] بالإضافة إلى ذلك، ركَّز عدد من الدراسات على النمو المركب في الأسهم.[26]

وقد زعم آخرون، مثل تشارلز دايس في كتابه «مستويات جديدة في سوق الأوراق المالية»،[27] أن أسعار الأسهم في أواخر عشرينيات القرن العشرين كانت منخفضة للغاية. ومن وجهة نظره، لم تكن السوق قد أخذت بعين الاعتبار بعد الثورة الثلاثية في الإنتاج والتوزيع والتمويل التي كانت آخذة في رفع قيمة الصناعة الأمريكية.

سادت حماسة مماثلة، وخاصةً في الولايات المتحدة، أثناء طفرة سوق الأوراق المالية في خمسينيات وستينيات القرن العشرين. وقد ذكر بنيامين جراهام في كتابه «المستثمر الذكي» (١٩٤٩)[28] أن «المعايير القديمة للتقييم لم تعد قابلة للتطبيق»، حيث أدت محاولة بنك الاحتياطي الفيدرالي لتجنب الكساد من خلال خفض أسعار الفائدة إلى زيادة إمكانات النمو في الاقتصاد؛ ومن ثَم قيمة الأسهم.

شاعت أيضًا في تسعينيات القرن العشرين نقاشاتٌ بشأن تبرير ارتفاع التقييمات أثناء فقاعة اليابان. وقد أدى ارتفاع نسبة السعر إلى الأرباح في الأسهم إلى زيادة الفارق في عائد الأسهم من أواخر ثمانينيات القرن العشرين إلى أوائل تسعينياته. وكما ذكر أوكينا وشيراكاوا وشيراتسوكا (٢٠٠١)، فإن معدل النمو المتوقع لإجمالي الناتج المحلي الاسمي المحسوب من الفارق في عائد الأسهم في عام ١٩٩٠، كان مرتفعًا بمقدار ٨ نقاط مئوية، استنادًا إلى الافتراض المعياري القائم على عامل الخصم. وكان معدل النمو هذا غير محتمل

إلى حد كبير في ذلك الوقت (أو بالأحرى منذ ذلك الحين) نظرًا لانخفاض معدلات التضخم والتوجهات الديموجرافية. ومن ثَم، وكما حدث مع العديد من الفقاعات الأخرى، كان المستثمرون يعكسون توقعات شديدة التفاؤل غير مستدامة على المدى الطويل.

ورد في صحيفة «ذا إيكونوميست» (في الخامس عشر من أبريل ١٩٨٩) ما يأتي: «لقد أدرك المستثمرون اليابانيون الطريقة الدرامية التي غيَّرت بها الشركات اليابانية الرائدة مصادر أرباحها من خلال إعادة الهيكلة. وقد أدى هذا إلى جعل أرباحها غير منتظمة للغاية بحيث لا تعطي أي معنًى للمقاييس الثابتة مثل نسبة السعر إلى الأرباح. وبدلًا من ذلك، بدأ المستثمرون في تقييم تدفُّق أرباح الشركة في المستقبل من خلال النظر إلى إجمالي قيمة أصول الشركة [...] وهذا يعني ضمنًا أن الأسهم قد تكون أقل من قيمتها الحقيقية.»

أثناء الفقاعات، غالبًا ما ساعدت ثقة المستثمرين في الاتجاه السائد في ارتفاع التقييمات. حدث هذا أثناء فقاعة السكك الحديدية في سبعينيات القرن التاسع عشر، وتكرر في فقاعة التكنولوجيا وفقاعة الدوت كوم في تسعينيات القرن العشرين. وبدراسة أسعار الأسهم أثناء فقاعة الدوت كوم، وجد كوبر وديميتروف وراو (٢٠٠١) أن الشركات التي غيَّرت أسماءها في أواخر تسعينيات القرن العشرين إلى مصطلح مرتبط بالإنترنت أو بتكنولوجيا المعلومات (مثل إضافة دوت كوم إلى اسمها) تسببت في زيادة سعر أسهمها بنسبة ٥٣٪ في المتوسط في الأيام التي أعقبت الإعلان عن هذا التغيير، حتى لو كان نشاط الشركة محدودًا مع قطاع تكنولوجيا المعلومات أو فيه.[29]

مشكلات وفضائح محاسبية

من السمات الشائعة للفقاعات عبر التاريخ إدراك المشكلات المحاسبية التي تظهر بعد انفجار الفقاعة.

بعد ثلاث سنوات من انفجار فقاعة السكك الحديدية في المملكة المتحدة (١٨٤٨)، ألَّف آرثر سميث كتابًا بعنوان «فقاعة العصر؛ أو مغالطة الاستثمار في السكك الحديدية، وحسابات السكك الحديدية، وتوزيعات أرباح السكك الحديدية».[30] الأمر المثير للاهتمام حول هذه الفقاعة هو أنه بمجرد انفجارها، أُفصحَ على نطاق واسع عن حدوث انتهاكات محاسبية. وأكَّد سميث أن الطفرة في أسهم السكك الحديدية التي حدثت في السنوات القليلة السابقة أدت إلى حدوث انتهاكات محاسبية ضخمة. وأضاف أن «توزيعات أرباح

كل شركة سكك حديدية منذ استخدام القاطرات ذات المحرك كانت تُدفع من خلال تخصيص مبالغ من رأس المال تُضاف إلى حساب الإيرادات. وهذا يعني أن توزيعات الأرباح كانت تُدفَع فعليًّا من رأس المال. وكانت السكك الحديدية تتطلب دائمًا مصدرًا ثابتًا للنفقات يفوق توزيعات الأرباح المعلنة، دون احتساب النفقات الخاصة بالخطوط الفرعية أو التوسعات.» قاد أحد أعضاء البرلمان، جورج هدسون، إحدى هذه العمليات؛ وقد فشلت لأنه تورَّط في ممارسة احتيالية تتمثل في دفع توزيعات الأرباح من رأس المال (وهي ممارسة حدثت أيضًا في فقاعة ساوث سي).

أشار جراهام ودود في عام ١٩٣٤ (في كتابهما «تحليل الأوراق المالية») أن «في عامَي ١٩٢٨ و١٩٢٩ حدث تراخٍ شامل وكارثي في تطبيق معايير السلامة التي كانت تلتزم بها مؤسسات إصدار الأوراق المالية في السابق. وقد تجلَّى هذا في بيع العديد من العروض الجديدة المنخفضة المستوى، بمساعدة أساليب خادعة في عرض الحقائق للجمهور. وقد أثَّر الانحدار العام في القيم تأثيرًا شديدًا في تلك الإصدارات غير السليمة وغير الموثوق فيها، وكانت الخسائر التي تكبَّدها المستثمرون في العديد من هذه التعويمات مروعةً للغاية.»

أثناء فقاعة اليابان في تسعينيات القرن العشرين، سمح إنشاء «الزايتيك»، أو الحسابات المصطنعة، بتلاعب الشركات بالعديد من الأصول؛ مما أدى إلى حدوث فضائح محاسبية. وقد تكشَّفت في صيف عام ١٩٩١ سلسلة من هذه الفضائح. إحدى هذه الفضائح، على وجه الخصوص، تضمنت، حسبما زُعم، مدفوعاتٍ سرية تزيد عن مليار دولار من أكبر شركات الأوراق المالية في البلاد إلى عدد قليل من العملاء المختارين. وكانت تهدف إلى تعويض العملاء عن خسائر التداول في فترات هبوط السوق في عامَي ١٩٨٧ و١٩٩٠. كما كانت هناك اتهامات بأن أكبر شركة سمسرة في العالم في ذلك الوقت، وهي شركة نومورا المحدودة للأوراق المالية، تلاعبت بسعر أسهم شركة طوكيو.[31]

استمرت الاتهامات بالفضائح، وأدت إلى إفلاس عدد من البنوك، مثل بنك توكاي وبنك كيوا سايتاما، اللذين أُلقي عليهما اللوم لإصدار شهادات إيداع وهمية لتزويد العملاء بـ «ضمانات» للقروض العقارية.[32]

ذكر بنيامين جراهام وديفيد دود (١٩٣٤) في كتابهما أنه «بدلًا من تقييم السوق باستخدام المعايير القياسية للقيمة، اعتمدت الحقبة الجديدة على سعر السوق.»

سلطت فقاعة التكنولوجيا في تسعينيات القرن العشرين الضوء أيضًا على العديد من الفضائح والمخالفات. ربما كانت أشهرها شركة إنرون، الشركة التي كانت مجلة

«فورتشن» قد أطلقت عليها لقب الشركة الأكثر ابتكارًا في أمريكا لمدة ست سنوات متتالية من عام ١٩٩٦ إلى عام ٢٠٠١.[33] وعندما أعلنت إنرون إفلاسها في الثاني من ديسمبر ٢٠٠١، اتضح أن الميزانية العمومية المدقَّقة قد اقتطعت من ديون الشركة الطويلة الأجل نحو ٢٥ مليار دولار. وشهدت شركة وورلدكوم فضيحة أخرى ظهرت بعد انفجار الفقاعة. فقد صنفت الشركة نفقات تُقدَّر بـ ٣,٨ مليارات دولار كاستثمارات رأسمالية، وكان هناك ٣,٣ مليارات دولار أخرى من المخالفات المتعلقة بالتلاعب بالاحتياطيات، عندما خصصت الشركة احتياطيات لتغطية الخسائر المقدرة.

خلاصة القول، رغم أن كل الأحداث التي ناقشناها في هذا الفصل كانت مختلفة اختلافًا واضحًا، فهناك سمات مشتركة لفترات الفقاعة أو الهوس تتضمن ما يأتي:

- الإيمان بـ «حقبة جديدة» أو تكنولوجيا جديدة.
- إلغاء القيود التنظيمية والابتكار المالي.
- توفر القروض الميسرة والظروف المالية الموائمة.
- تبرير تدابير التقييم الجديدة.
- ظهور فضائح ومخالفات محاسبية.

هذه النقاط تتضمن بعضًا من العلامات التحذيرية التي تشير إلى تحوُّل السوق الصاعدة إلى فقاعة، قد ينجم عند انفجارها سوق هابطة هيكلية حادة، أو على الأقل خسائر كبيرة في جزء من السوق.

الجزء الثالث

دروس من أجل المستقبل: التركيز على حقبة ما بعد الأزمة المالية؛ ماذا تغيَّر؟ وماذا تعني هذه الحقبة للمستثمرين؟

الفصل التاسع

كيف تغيَّرت الدورة بعد الأزمة المالية؟

ليست كل الدورات متشابهة، ولكن البيئة منذ الأزمة المالية العالمية من ٢٠٠٧ إلى ٢٠٠٩ كانت غير عادية على نحو خاص؛ نظرًا لأن العديد من الأنماط والعلاقات التقليدية بين الأسواق الاقتصادية والمالية قد تغيرت، وفي بعض الحالات، انهارت. فهم هذه التغييرات مهم لأنه يساعد في تفسير التحركات السوقية التي شهدناها منذ الأزمة المالية، ويوفر فهمًا أفضل لكيفية تطور الدورات في المستقبل.[1]

كانت الأزمة المالية من ٢٠٠٧ إلى ٢٠٠٩ وتداعياتها صادمةً للغاية من حيث انهيار قيمة الأصول الخطرة وتداعي الاقتصاد العالمي. وقد قُدِّر تأثيرها على الاقتصاد العالمي بأكثر من ١٠ تريليونات دولار؛ أي ما يعادل أكثر من سدس الاقتصاد العالمي في عام ٢٠١٠ وحده، وخُفِّضت قيمة أكثر من تريليونَي دولار من الأصول في المؤسسات المالية (أوكسينفورد ٢٠١٨). يقترح بعض المحللين أن تأثير الأزمة ربما كان أكبر من ذلك. وتشير إحدى الدراسات إلى أن الأزمة المالية أدت إلى حدوث انخفاض مزمن في الناتج الأمريكي بنحو ٧ نقاط مئوية، وهو ما يمثل خسارة في الدخل مدى الحياة من حيث القيمة المخصومة الحالية تبلغ نحو ٧٠ ألف دولار لكل مواطن أمريكي.[2] وقد قال محافظ بنك إنجلترا في ذلك الوقت، السير ميرفين كينج، «إن هذه هي أخطر أزمة مالية، على الأقل منذ ثلاثينيات القرن العشرين، إن لم يكن على الإطلاق.»[3]

وكما هو متوقع، نظرًا للتأثير الاقتصادي، كان انهيار أسواق الأسهم كبيرًا أيضًا؛ فقد هبطت أسواق الأسهم الأمريكية بنسبة ٥٧٪، وانخفضت سوق الأسهم العالمية (مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال العالمية) بنسبة ٥٩٪؛ مما جعل هذه الفترة تنضم بقوة إلى مجموعة الأسواق الهابطة الهيكلية النادرة، استنادًا إلى التعريفات الواردة في الفصل السادس.

من ناحية نمط تحركات السوق قبل حدوث الأزمة وفي بداية السوق الهابطة، كانت هناك دورة سوقية نموذجية إلى حد ما (وإن كانت متطرفة) تقترب من الركود الشديد. ومع ذلك، كسر التعافي الذي أعقب الركود أنماط الماضي؛ لأن مراحل الدورة النموذجية انحرفت عن مسارها جرَّاء سلسلة من الصدمات مع انتشار الآثار الثانوية للأزمة في جميع أنحاء العالم. وعلى الرغم من تمركز الأزمة في سوق الإسكان في الولايات المتحدة، مع انهيار الرهن العقاري الثانوي والمشكلات الائتمانية والمصرفية ذات الصلة، فقد امتدت الضغوط إلى البنوك الأوروبية (التي كانت تعتمد اعتمادًا كبيرًا في ذلك الوقت على الديون، وكانت متعلقة بشدة أيضًا بالعقارات في جنوب أوروبا، التي عانت أيضًا من خسائر كبيرة)؛ ونتيجة لذلك، ظهرت في أزمة الديون السيادية الأوروبية (٢٠١٠–٢٠١٢). شعرنا بالموجة الثالثة بالأساس في آسيا عندما خفضت الصين في أغسطس ٢٠١٥ قيمة عُملتها مقابل الدولار الأمريكي بعد فترة من النمو الضعيف. وانهارت كذلك أسعار السلع الأساسية، حيث انخفضت أسعار خام برنت إلى أكثر من النصف من نحو ١٠٠ دولار للبرميل في صيف عام ٢٠١٤ إلى ٤٦ دولارًا في يناير ٢٠١٦.

ثلاث موجات للأزمة المالية

يمكن وصف هذه الموجات فيما يتعلق بأسباب التوترات التي اندلعت في المناطق المختلفة.

بدأت الموجة الأولى في الولايات المتحدة بانهيار سوق الإسكان، وتطورت إلى أزمة ائتمانية أوسع نطاقًا، وانتهت بإعلان شركة ليمان براذرز إفلاسها وبدء برنامج إنقاذ الأصول المتعثرة والتيسير الكمي.[4]

وبدأت الموجة الثانية في أوروبا بتعرض البنوك للخسائر الناجمة عن الاستدانة في الولايات المتحدة، وتطورت إلى أزمة سيادية نظرًا لعدم وجود آلية لتقاسم الديون في جميع أنحاء منطقة اليورو. وبلغت ذروتها مع أزمة الديون اليونانية والإصرار على أن مستثمري القطاع الخاص عليهم «تحمل مسئولية» الخسائر. وقد انتهت هذه الأزمة باستخدام المعاملات النقدية المباشرة،[5] والتزام البنك المركزي الأوروبي بالقيام «بكل ما يلزم»، وأخيرًا تطبيق التيسير الكمي.

تزامنت الموجة الثالثة في الأسواق الناشئة مع انهيار أسعار السلع الأساسية والنشاط الاقتصادي الذي ضرب أسهم الأسواق الناشئة بقوة، وخاصةً بين يونيو ٢٠١٣ وبداية عام ٢٠١٦.

يسلط شكل ٩-١ الضوء على تأثير الموجات الثلاث على أسواق الأسهم في الولايات المتحدة وأوروبا والأسواق الناشئة. ونلاحظ أن الموجة الأمريكية تحولت بسرعة إلى صدمة عالمية، حيث تضررت أسواق الائتمان والميزانيات العمومية للبنوك في جميع أنحاء العالم. وانخفضت جميع أسواق الأسهم الرئيسية معًا، وعانت الأسواق الناشئة (التي تتمتع ببيتا عالية، والأكثر عرضة لانهيار نمو التجارة العالمية) من الانخفاضات الأضخم. كما كان للانتعاش، الذي أطلقته سياسات أسعار الفائدة الصفرية وبداية التيسير الكمي في الولايات المتحدة، تأثير عالمي، وانتعشت بقوة أسهم الأسواق الناشئة (التي عانت في البداية أكثر من غيرها).



شكل ٩-١: الموجات الثلاث للأزمة المالية (أداء العائد الإجمالي بالدولار الأمريكي).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

لكن التعافي توقف بعد ذلك مع امتداد الأزمة إلى أوروبا. وهنا، أدى الجمع بين البنوك ذات الاستدانة العالية والضعف المؤسسي في الإطار المالي لمنطقة اليورو إلى أزمة ديون سيادية وهبوط حاد آخر. ولكن خلال جزء كبير من هذه الفترة، تمكن الاقتصاد وسوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة من الانفصال عن بقية العالم، واستمر في تحقيق تقدم سريع.

كان التأثير شديدًا في أوروبا، وبحلول أواخر يوليو ٢٠١٢، واجه القطاع المالي في منطقة اليورو أزمة حادة. فبحلول صيف عام ٢٠١٢، بلغت عوائد السندات السيادية الإسبانية لأجل عشر سنوات مستويات أعلى من ٧٫٥٪، وكان معدل العائد على السندات لأجل عامين يقترب من ٧٪. وهدد تسطيح منحنى العائد الحكومي الإسباني عند مستويات غير متسقة مع الاستدامة المالية والاقتصادية الكلية بتوقف سوق السندات السيادية. ونظرًا للدور المركزي الذي تلعبه هذه السوق في الأداء الأوسع نطاقًا للنظام المالي الإسباني (والعلاقات الوثيقة بين البنوك والحكومة)، أصبح القطاع المصرفي الإسباني مهددًا. وانتقلت الأزمة إلى بلدان أخرى على أطراف منطقة اليورو مع ارتفاع العوائد السيادية الإيطالية أيضًا إلى نحو ٧٪؛ مما تسبَّب في إثارة مخاوف واسعة النطاق بشأن المخاطر الوجودية التي تهدد اليورو ومنطقة اليورو.

أخيرًا، انتعشت أسواق الأسهم على مستوى العالم في منتصف عام ٢٠١٢ مع تراجع علاوات المخاطر في أعقاب التدخلات السياسية الصارمة من جانب البنك المركزي الأوروبي والتأكيدات الشفهية بأن البنك المركزي الأوروبي سوف يفعل «كل ما يلزم» للحفاظ على اليورو؛ الأمر الذي أظهر مرة أخرى قدرة البنوك المركزية على تغيير توقعات السوق. وفي أعقاب تعليقات رئيس البنك المركزي الأوروبي دراجي، أعلن عن برنامج المعاملات النقدية المباشرة للبنك المركزي الأوروبي في مؤتمر صحفي عُقد في سبتمبر ٢٠١٢. أما فيما يتعلق بدول منطقة اليورو التي قبلت الشروط الضمنية في آلية الاستقرار الأوروبي، واحتفظت في الوقت نفسه بالقدرة على الوصول إلى السوق، فقد كان البنك المركزي الأوروبي على استعداد لشراء الديون الحكومية القصيرة الأجل بكميات غير محدودة.

لكن في الوقت الذي بدا فيه أن الأمور تهدأ، أدى الضعف الكبير في أسواق السلع الأساسية وأسهم الأسواق الناشئة إلى إثارة موجة ثالثة من الانحدار، وكانت الصين هي مركز الأزمة. وتأثرت أوروبا مرة أخرى؛ نظرًا لتعرضها الكبير للأسواق الناشئة، ولكن سوق الأسهم الأمريكية شهدت تصحيحًا أخف وأقصر، واعتُبرت مرة أخرى ملاذًا آمنًا نسبيًّا.

منذ منتصف عام ٢٠١٦، تحركت أسواق الأسهم وأسواق الدخل الثابت (السندات والقروض) معًا إلى الأعلى، على الرغم من وجود اختلافات كبيرة في العوائد النسبية. وكان لتيسير السياسات النقدية الصارمة والتيسير الكمي تأثير قوي في دفع التقييمات في الأسواق المالية إلى الارتفاع. وقد تناولت أبحاث أكاديمية مختلفةٌ تأثير التيسير الكمي على أسعار السندات، وخاصة بعد الإعلان عنها. وأشارت أبحاث أخرى إلى أن التيسير الكمي كان له تأثير ملموس على أسواق الأسهم أيضًا، حيث تشير بعض التقديرات إلى أنه في حالة مؤشر فوتسي الرئيسي في المملكة المتحدة ومؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ في الولايات المتحدة، «تسببت التدابير السياسية غير التقليدية المعتمَدة في زيادة أسعار الأسهم بنسبة ٣٠٪ على الأقل.»[6]

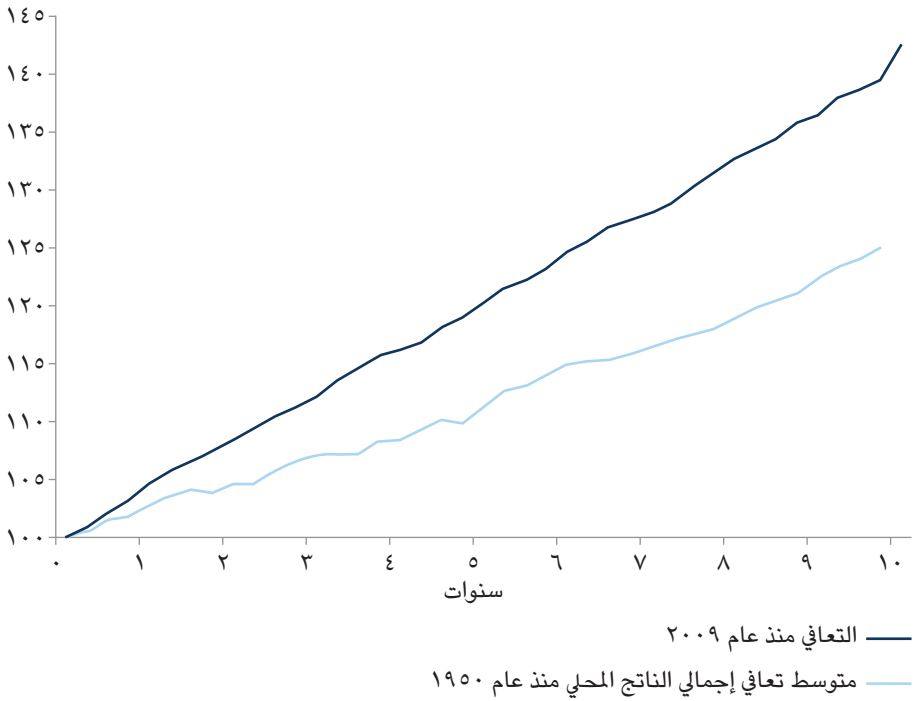
لقد ارتفعت جميع أسواق الأسهم معًا، وتخلصت أخيرًا من تأثير الأزمة المالية. وفي سياق هذه الأزمة المستمرة، كان عام ٢٠١٦ بمثابة نقطة تحوُّل مهمة حيث ارتفعت أسواق الأسهم العالمية على خلفية النمو القوي المتزامن وتراجع المخاطر السياسية/النظامية. وأدى التحسن في النمو والأرباح إلى تحقيق، لأول مرة في الدورة، حصة كبيرة من أسواق عوائد الأسهم من نمو الأرباح بدلًا من ارتفاع التقييمات.

وكما هو متوقع، دفع هذا المزيج أسواق الأسهم العالمية إلى أن ترتفع ارتفاعًا حادًّا، حيث سجل مؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال العالمي واحدة من أعلى عوائده على أساسٍ معدل وفقًا للمخاطر منذ منتصف ثمانينيات القرن العشرين.

الفجوة غير العادية بين الأسواق المالية والأنظمة الاقتصادية

على الرغم من أن المراحل «النموذجية» للدورة منذ عام ٢٠٠٩ قد تأثرت بالمشكلات المستمرة التي ذكرناها للتو، هناك بعض الطرق الأساسية التي تغيرت بها طبيعة الدورة الحالية وشكلها أيضًا منذ عام ٢٠٠٨.

وجدير بالذكر أن ما يجعل فترة ما بعد الأزمة المالية غير عادية هو أن الدورة الاقتصادية كانت أطول بكثير من المعتاد، وأضعف بكثير. وإذا أخذنا الولايات المتحدة مثالًا، فإن الاقتصاد الآن، أي في وقت كتابة هذا الكتاب، يمر بأطول توسع اقتصادي له منذ ١٥٠ عامًا. ولكن على الرغم من أن الاقتصاد الأمريكي تمكن من التعافي على نحو أقوى من الاقتصادات في آسيا وأوروبا في السنوات الأخيرة، فقد حقق تعافيًا أبطأ من معظم حالات الركود «العادية». يوضح شكل ٩-٢ مسار النمو الاقتصادي منذ ركود عام ٢٠٠٩ مقارنةً بمتوسط التعافي من فترات الركود السابقة على مدى السنوات الخمسين الماضية.



شكل ٩-٢: تعافٍ اقتصادي أضعف من المتوسط (إجمالي الناتج المحلي الحقيقي للولايات المتحدة من أدنى مستوًى وحتى ١٠ سنوات تالية).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

وقد كان استمرار النمو البطيء بعد الأزمة المالية أوضح في أجزاء أخرى من العالم، خاصةً في أوروبا، حيث كان تأثير الديون السيادية والأزمات المصرفية أعظم.

ومع ذلك تماشى التعافي البطيء للنشاط الاقتصادي وانخفاض مستوى التضخم الذي أعقب الركود العظيم مع خصائص حالات التعافي الاقتصادي السابقة من فترات الركود الناجمة عن انهيارات قطاع الإسكان أو القطاع المصرفي. وبالنظر إلى نسب الاستدانة المرتفعة التي سبقت الأزمة المالية، لا ينبغي أن يكون هذا مفاجئًا على الإطلاق. وقد أظهرت دراسات عديدة أن دورات الأعمال التي تتبع دورات الاستدانة الكبيرة تميل إلى التسبب

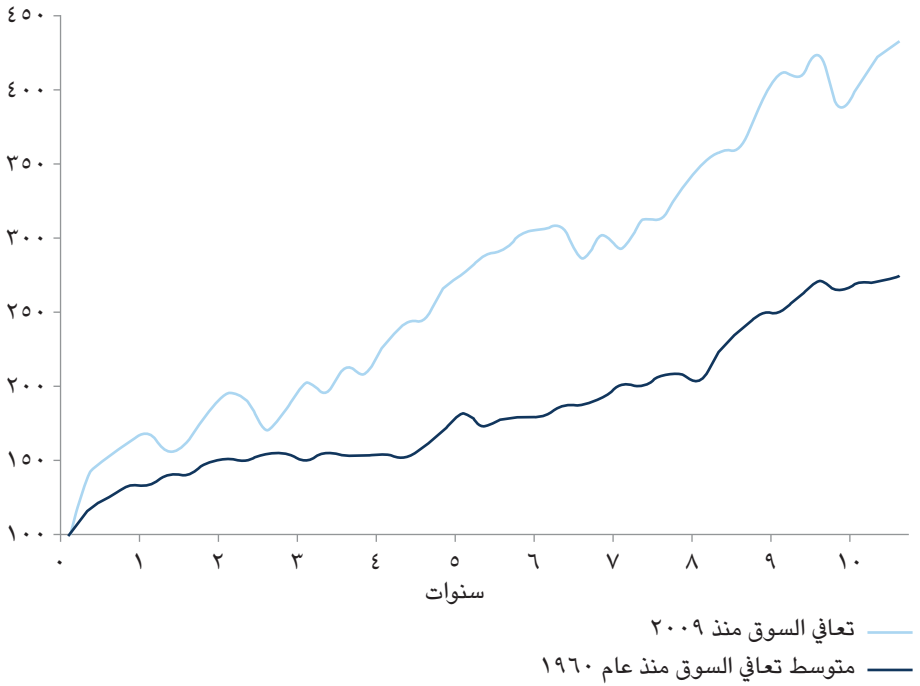
في حدوث تعافٍ أبطأ وأضعف للنمو. على سبيل المثال، في دراسة أُجريت على نحو ٢٠٠ حالة ركود منذ عام ١٨٥٠، اكتشف مجلس الاحتياطي الفيدرالي في سان فرانسيسكو[7] أن خصائص فترة التعافي بعد الركود تعتمد إلى حد كبير على الظروف التي سبقتها. وبخاصة، «من المرجح أن يكون مسار الركود والتعافي المرتبط بذروة الأزمة المالية أطول أمدًا وأكثر تأثيرًا من المسار الذي نجده بعد ذروة طبيعية.» وقد وردت ملحوظة مماثلة في دراسات أخرى.[8]

تشير دراسات أُجريت على حالات سابقة من الضغوط المالية في مختلف أنحاء العالم إلى خسائر مماثلة كبيرة ومستمرة في الناتج. على سبيل المثال، درس رومر ورومر (٢٠١٧) مجموعةً من البلدان في منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية، ووجدا أن إجمالي الناتج المحلي يكون عادةً أقل بنحو ٩ نقاط مئوية بعد خمس سنوات من حدوث أزمة مالية شديدة.[9]

ومن المثير للاهتمام أن وتيرة التعافي من الركود في عام ٢٠٠٨ في الاقتصاد الأمريكي كانت مماثلة للغاية لتلك التي حققتها اليابان في أوائل تسعينيات القرن العشرين في أعقاب انهيار البنوك والعقارات في أواخر ثمانينيات القرن العشرين، على الرغم من أن وتيرة التعافي في اليابان لم ترقَ إلى مستوى ما حققته الولايات المتحدة في الآونة الأخيرة (إلى حد كبير بسبب سياسات أكثر صرامة).

اللافت في دورة ما بعد الأزمة المالية، وخاصةً في ظل الخلفية الاقتصادية الضعيفة، هو قوة انتعاش أسعار الأسهم. وكما يظهر في شكل ٩-٣، فرغم أن سوق الأسهم (كما يظهر هنا في الولايات المتحدة) شهدت نمطًا مماثلًا نسبيًّا للتعافي الاقتصادي لليابان في تسعينيات القرن العشرين، كان أداء هذه السوق أقوى بكثير من «متوسط» التعافي من الركود، وأقوى أيضًا من التعافي من السوق الهابطة في اليابان في تسعينيات القرن العشرين (انظر شكل ٩-٤). وكان نجاح هذه الدورة يكمن في طول مدتها. فقد سجلت دورة الأسهم بعد الأزمة المالية (باستخدام مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠) أطول موجة صعود لها على الإطلاق، مع طفرة استمرت لأكثر من عقد من الزمن.

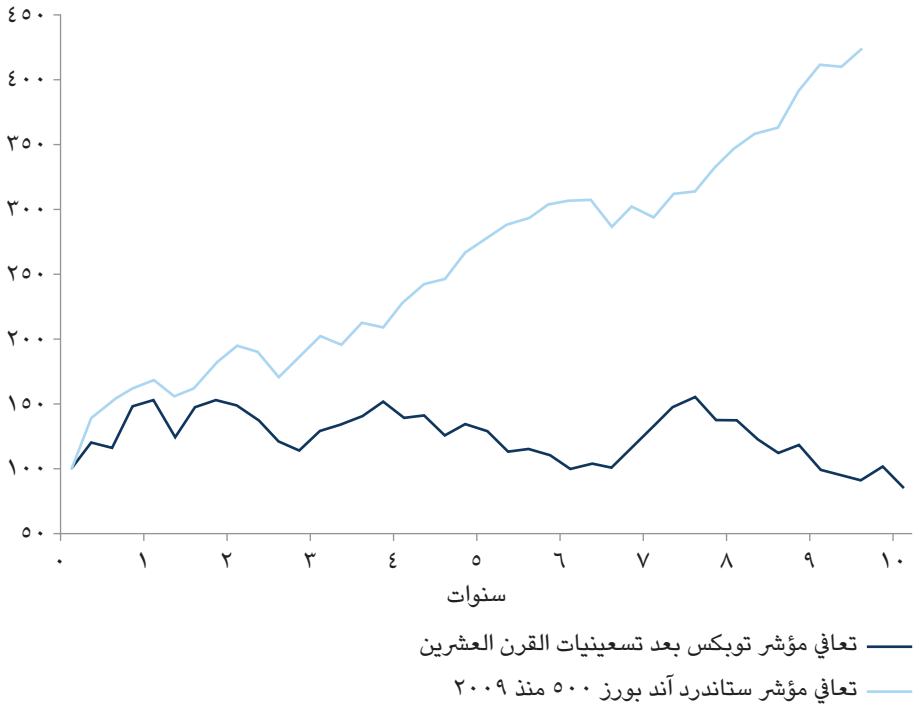
بعبارة أخرى، على الرغم من موجات الأزمة المالية المتلاحقة، كانت العوائد الإجمالية قوية في مختلف المجالات (وإن كانت أعلى من أدنى مستويات السوق في عام ٢٠٠٩). ومن الصعب أن نعرف إلى أي مدًى كان التعافي في أسواق الأسهم ناتجًا عن تيسير الظروف المالية، وانخفاض أسعار الفائدة إلى صفر، والتيسير الكمي، ولكن من الواضح أن تعافي



شكل ٩-٣: أضعف تعافٍ مالي ولكنه فعال فعاليةً غير عادية (مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

أسواق الأسهم في هذه الدورة كان أكثر ارتفاعًا بكثير من التعافي الذي أعقب أسواق هابطة مماثلة في الماضي.

يُظهِر شكل ٩-٥ المدة المستغرقة للتعافي من الخسائر الناجمة عن الأسواق الهابطة الكبرى. وكانت الدورة الحالية (على الأقل في الولايات المتحدة) أسرع كثيرًا من تلك التي أعقبت انهيار الاقتصاد في عام ١٩٢٩، وفي اليابان في عام ١٩٩٠. فقد استعادت العوائد ١٠٠٪ من أعلى مستوياتها السابقة في غضون أربع سنوات من الأزمة في هذه الدورة، في حين ظلت عند نحو ٥٠٪ من أعلى مستويات سابقة لعوائدها بعد دورتَي الولايات المتحدة في عام ١٩٢٩ واليابان في عام ١٩٩٠.

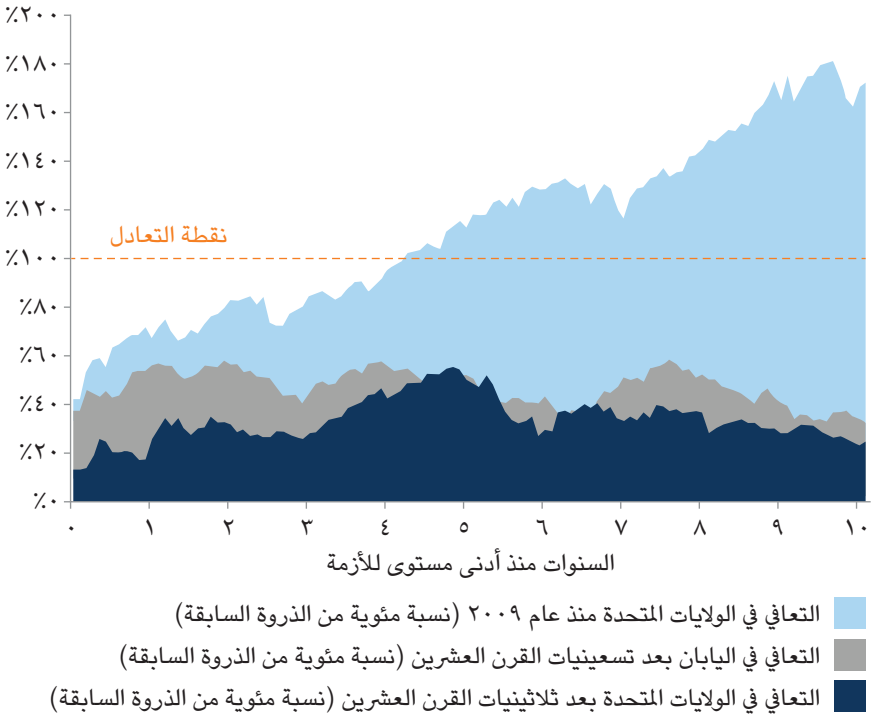


شكل ٩-٤: تعافي الأسواق المالية.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

ارتفاع جميع الأصول مع موجة السيولة

اعتمد جزء من نجاح الأصول المالية على مدى السنوات العشر الماضية على أنها كانت مدفوعة بعامل مشترك، ألا وهو انخفاض أسعار الفائدة الخالية من المخاطر، التي ساهمت في ارتفاع التقييمات. ورغم أن الأسهم حققت عوائد أعلى من السندات، كان تأثير السياسات النقدية المتساهلة مُستشعَرًا في جميع فئات الأصول.

كان لتيسير السياسات النقدية الصارمة (الذي يتضمن التيسير الكمي) بعد الأزمة تأثير ذو مغزًى لعوائد الأصول. وفي الواقع أن الفجوة بين «التضخم» المقيس في الاقتصاد الحقيقي وتضخم الأصول المالية كانت ملحوظة أيضًا في هذه الدورة (انظر شكل ٩-٦).



شكل ٩-٥: على النقيض مما حدث في أزمة ثلاثينيات القرن العشرين في الولايات المتحدة أو أزمة تسعينيات القرن العشرين في اليابان، تعافت الأسواق الأمريكية من خسائرها بسرعة بعد عام ٢٠٠٩ (عوائد الأسعار الاسمية؛ الولايات المتحدة: ستاندرد آند بورز ٥٠٠؛ اليابان: توبكس).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

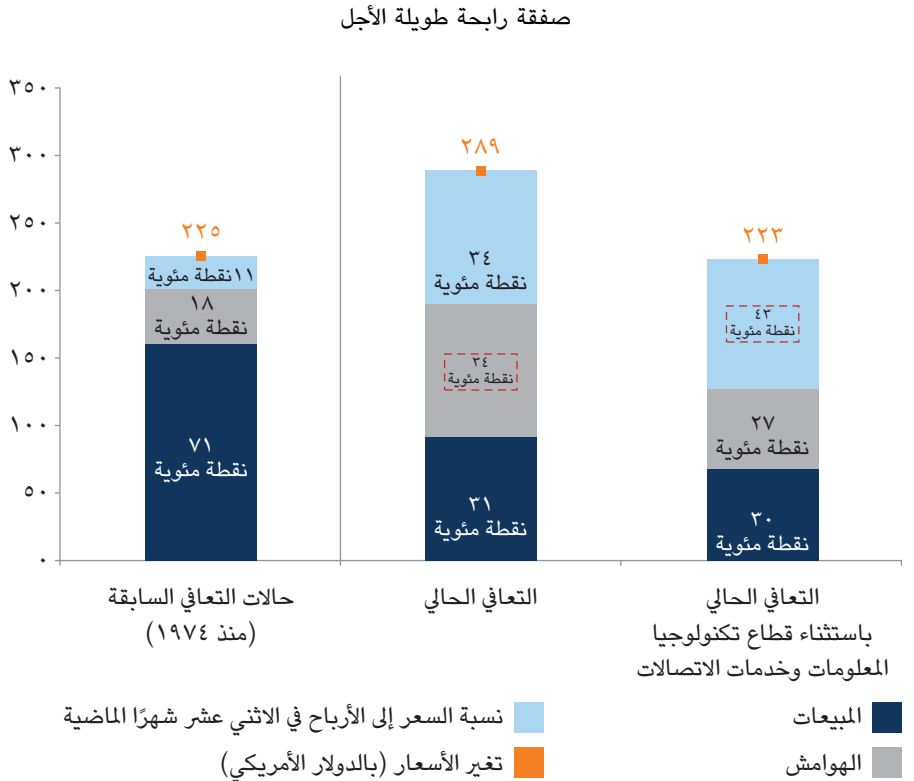
وقد شهدت الأصول المالية تضخمًا كبيرًا، ساهم جزء كبير منه في ارتفاع التقييمات في الأسواق أثناء انهيار أسعار الفائدة.

ونتيجةً لهذا، فقد أدت فترة ما بعد الأزمة المالية إلى حدوث أطول وأقوى سوق صاعدة ضمن حافظة «متوازنة» قياسية (المُعرَّفة هنا بأنها معيار مرجعي يتألف من ٦٠٪ من الأسهم الأمريكية و٤٠٪ من السندات الحكومية الأمريكية).

شكل ٩-٦: الفجوة الكبيرة بين تضخم أسعار الأصول وتضخم «الاقتصاد الحقيقي» (أداء العائد الإجمالي بالعملة المحلية منذ يناير ٢٠٠٩).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

الدوافع غير العادية للعائد

إن مدى مساهمة التقييمات العالية في العوائد يختلف من سوق لأخرى، ولكن، كما يوضح شكل ٩-٧، فقد دفعت التقييمات نسبةً أعلى من العوائد في فترة ما بعد الأزمة المالية،



شكل ٩-٧: يُعزى جزء كبير من الارتفاع في الأسواق بعد مرور عشر سنوات على الأزمة حتى الآن إلى الارتفاع في التقييمات والهوامش (مساهمة المبيعات والهوامش في عوائد الأسعار: مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ باستثناء المؤسسات المالية والعقارات والمرافق؛ التعافي الحالي بدءًا من مارس ٢٠٠٩).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

على الأقل مقارنةً بمتوسط الأسواق الصاعدة السابقة، وخاصةً في أوروبا. وحتى في سوق الأسهم الأمريكية (حيث الأرباح قوية)، كان تأثير التقييمات على نسبة عائد السوق أكبر ثلاث مرات مقارنةً بمتوسط الدورات السابقة؛ أي تقريبًا ثلث العائد مقارنةً بمتوسط الدورات السابقة (على مدى فترة مماثلة) الذي تجاوز ١٠٪ بقليل. كما ساهمت الهوامش في نسبةٍ أكبر من العوائد مقارنةً بالمتوسط المعتاد في الدورات السابقة (ويرجع هذا جزئيًّا

إلى ارتفاع هوامش قطاع التكنولوجيا ارتفاعًا حادًّا). وفي الوقت نفسه، كان نمو الإيرادات أضعف (نحو نصف نسبة العوائد التي تمثلها عادةً)، ويرجع هذا جزئيًّا إلى الانخفاض الشديد في مستوى التضخم عمومًا.

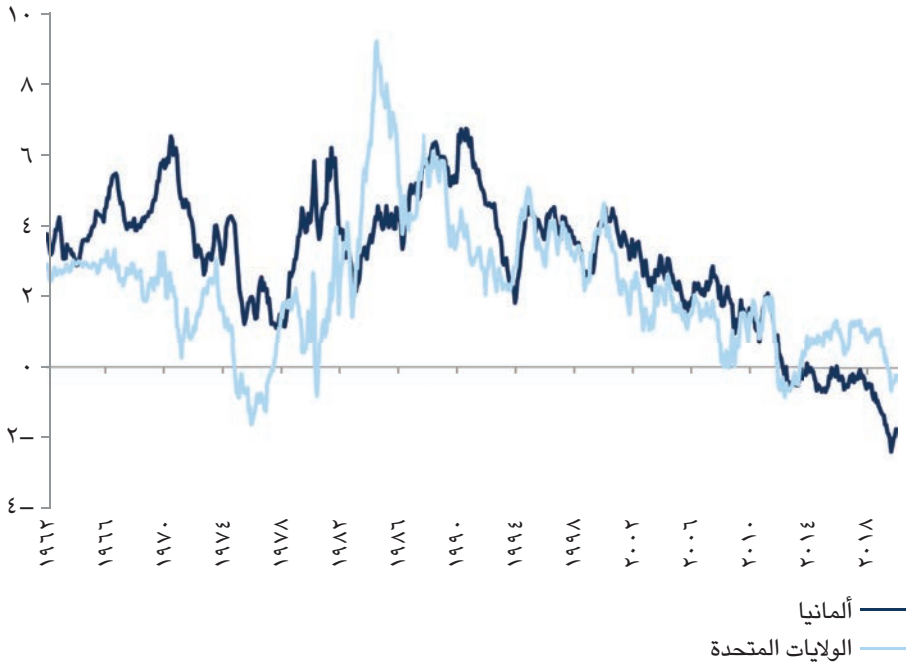
انخفاض مستوى التضخم وأسعار الفائدة

تمثل التغيير الحاسم الآخر منذ الأزمة المالية في أسعار الفائدة وعوائد السندات؛ يناقش الفصل العاشر هذا الموضوع بمزيد من التفصيل.

لم تنخفض أسعار الفائدة الاسمية والتضخم فحسب؛ بل حدث أيضًا انخفاض كبير في أسعار الفائدة الحقيقية الطويلة الأجل (أسعار الفائدة الاسمية مطروحًا منها نسبة التضخم) (انظر شكل ٩-٨).

قد يكون هناك العديد من الأسباب وراء ذلك الأمر. أحد التفسيرات هو أنه عندما تتجاوز المدخرات حجم الاستثمارات، يتسبب ذلك في انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية المتوازنة. والمبرر وراء ذلك هو أن التغيرات في السياسة النقدية والإنفاق المالي لم تكن في الواقع أهم محركات أسعار الفائدة. على سبيل المثال، في فرضية الركود الطويل الأجل، يقترح سامرز (٢٠١٥) أن الطلب الكلي الضعيف على نحو مزمن، جنبًا إلى جنب مع أسعار الفائدة المنخفضة للغاية التي حددتها البنوك المركزية، تسبَّب في جعل معدلات الادخار المرغوب فيه أعلى من الاستثمار؛ ومن ثَم دفع أسعار الفائدة الطبيعية إلى ما دون أسعار السوق. لقد أدت التخمة الادخارية العالمية (بيرنانكي ٢٠٠٥) ونقص الأصول الآمنة (كاباليرو وفارحي ٢٠١٧)[10] إلى دفع المدخرات الفائضة في اقتصادات الأسواق الناشئة، التي تنعكس في فوائض حساباتها الجارية، إلى الاقتصادات المتقدمة؛ مما أدى إلى انخفاض أسعار الفائدة الحقيقية هناك. وألقى آخرون بالمسئولية على تباطؤ النمو الاقتصادي وانخفاض التضخم (بما يعكس تأثير العوامل الديموجرافية وأيضًا تأثير الاضطراب التكنولوجي السريع).

أيًّا كانت الأسباب، فقد انخفضت أيضًا مقاييس السوق الآجلة للتضخم مقارنةً بالدورات السابقة. وفي الماضي، نجم عن تضييق سوق العمل في كثير من الأحيان ضغوطٌ تضخمية كبيرة ومستمرة؛ مما دفع البنوك المركزية إلى رفع أسعار الفائدة رفعًا حادًّا، وبالتبعية زيادة مخاطر الركود. ولكن منذ العقد الأول من القرن الحادي والعشرين، ساهمت التوجيهات المستقبلية الأكثر فعالية من جانب البنوك المركزية في انخفاض

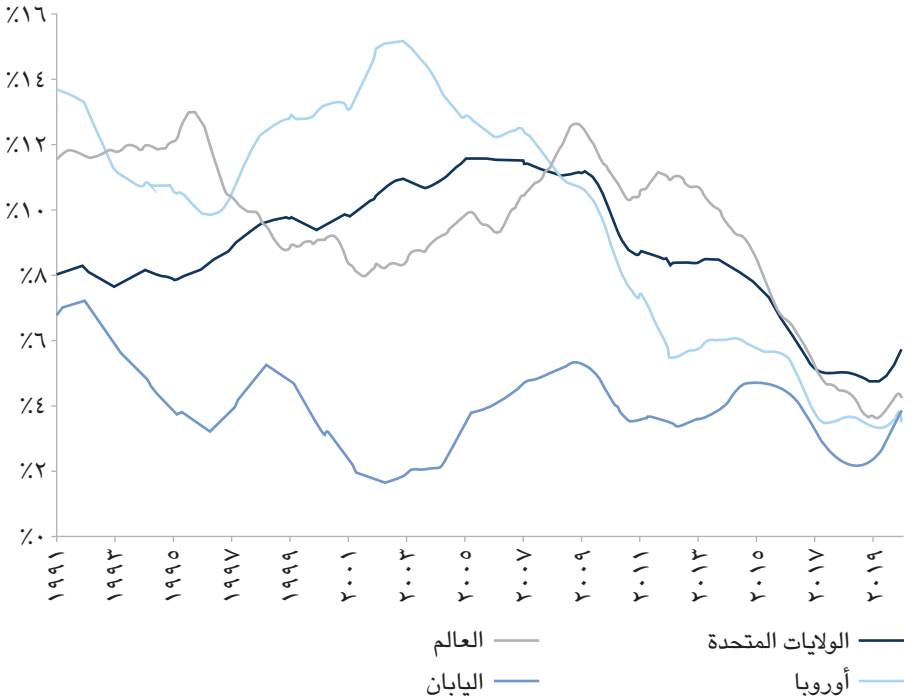


شكل ٩-٨: تحول قيم عوائد السندات الحقيقية إلى قيم سالبة (العائد الاسمي لعشر سنوات مطروحًا منه نسبة التضخم الحالي).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

التضخم وزيادة استقراره، إلى جانب تسطح منحنى فيليبس (الذي يعبر عن العلاقة بين البطالة والتضخم)؛ مما أدى إلى توقعات تضخم أكثر استقرارًا بكثير.[11] وإلى حد ما، كان تأثير التيسير الكمي مسئولًا أيضًا.[12] يتناول الفصل العاشر بمزيد من التفصيل تأثير توقعات التضخم والانخفاض الشديد في عوائد السندات.

تراجع توقعات النمو العالمي

رغم انخفاض أسعار الفائدة وتراجع توقعات التضخم، حدث أيضًا انخفاض كبير في معدلات النمو الطويلة الأجل منذ الأزمة المالية. وقد انعكس هذا في كلٍّ من توقعات

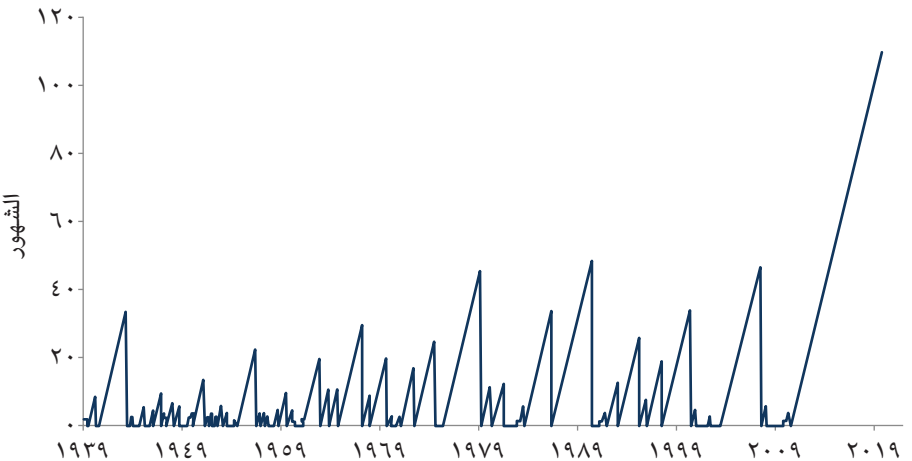


شكل ٩-٩: انخفاض نمو الإيرادات جنبًا إلى جنب مع انخفاض إجمالي الناتج المحلي الاسمي (نمو المبيعات سنويًّا (المتوسط المتداول لمدة عشر سنوات)، في السوق باستثناء المؤسسات المالية).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

النشاط الاقتصادي الطويلة الأجل وفي نمو المبيعات وأرباح الشركات لكل سهم. يوضح شكل ٩-٩ المتوسط المتداول لمدة عشر سنوات (للتخفيف من تقلبات البيانات) لنمو المبيعات في أسواق الأسهم في أوروبا والولايات المتحدة والعالم. وقد أدى انخفاض التضخم وضعف التعافي في النشاط الاقتصادي إلى تناقص مبيعات الشركات بوجه عام. ويوضح الشكل كذلك أن معدل النمو السنوي لمدة عشر سنوات في الإيرادات في جميع أنحاء العالم المتقدم قد اقترب من المستويات التي شهدتها اليابان منذ انهيار فقاعة الأصول في أواخر ثمانينيات القرن العشرين.

انخفاض معدلات البطالة وارتفاع معدلات التوظيف

رغم التغيرات التي طرأت على علاقات منحنى فيليبس وتباطؤ النمو الاقتصادي عمومًا، كانت سوق العمل أقوى بكثير مما توقع أغلب الناس في أعقاب الأزمة المالية. وكان القلق يكمن في أن تؤدي فترة انخفاض النمو إلى الارتفاع الشديد في معدلات البطالة، ورغم ثبوت صحة هذا الأمر في بعض الاقتصادات الأكثر تضررًا بالأزمة، خاصةً في جنوب أوروبا، لا يمكن اعتباره قاعدة عامة. ففي الولايات المتحدة والمملكة المتحدة وألمانيا واليابان، انخفضت معدلات البطالة إلى مستويات لم نشهدها منذ أربعين عامًا أو خمسين.



شكل ٩-١٠: إجمالي الأشهر التي لم يُسجَّل فيها أي انخفاض في عدد الوظائف في كشوف المرتبات في الولايات المتحدة (إجمالي كشوف المرتبات في غير المجالات الزراعية).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

وفي الوقت نفسه، كان معدل نمو العمالة مثيرًا للإعجاب مقارنةً بمعايير الدورات السابقة. وكما يُظهِر شكل ٩-١٠، فقد استمر نمو العمالة في الولايات المتحدة في وقت كتابة هذا الكتاب لمدة أشهر أطول من أي وقت مضى دون توقف. هناك العديد من التفسيرات لهذا الأمر؛ فقد ساهم انخفاض مستوى دعم الحكومات وانخفاض الضرائب

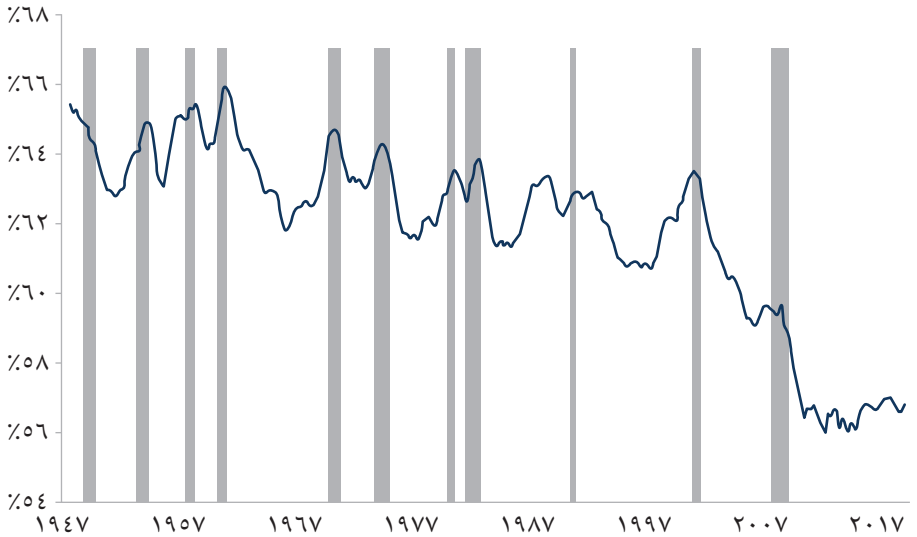
في جعل التوظيف أكثر جاذبية للعديد من الأفراد، وكان هناك أيضًا زيادة كبيرة في نسبة مشاركة الإناث في سوق العمل.[13] وربما أدى كذلك ضعف النقابات والمفاوضات الجماعية إلى زيادة عدد الوافدين الجدد إلى سوق العمل، وغالبًا ما يُذكَر ارتفاع معدل أعمار السكان كسبب. ولعل الأمر الأكثر إثارة للدهشة هو تزامن هذا الارتفاع في معدل التوظيف في مرحلة ما بعد الأزمة مع حدوث تغييرات جذرية في التكنولوجيا وسط مخاوف بشأن استحواذ الروبوتات والتكنولوجيا على الوظائف. ومع ذلك فقد ساعدت الابتكارات التكنولوجية الحديثة سوق العمل على النمو وزيادة مرونتها. ووفقًا لصحيفة «ذا إيكونوميست»، انخفضت تكلفة شغل وظيفة شاغرة بنسبة ٨٠٪ في السنوات العشر الماضية.[14] وأظهرت دراسة حديثة أن الأشخاص الذين يستخدمون الإنترنت للبحث عن وظائف قللوا من فترة بطالتهم بنسبة تصل إلى ٢٥٪.[15]

من بين التطورات غير العادية الأخرى التي ظهرت منذ الأزمة المالية أنه على الرغم من ارتفاع معدلات التوظيف، ظل كلٌّ من الأجور والتضخم عند مستويات منخفضة للغاية.

وعلى المنوال نفسه، كان هناك تغيير كبير آخر منذ الأزمة المالية، وهو الانخفاض المستمر في حصة العمالة من إجمالي الناتج المحلي وارتفاع حصة الأرباح من إجمالي الناتج المحلي (انظر شكل ٩-١١).

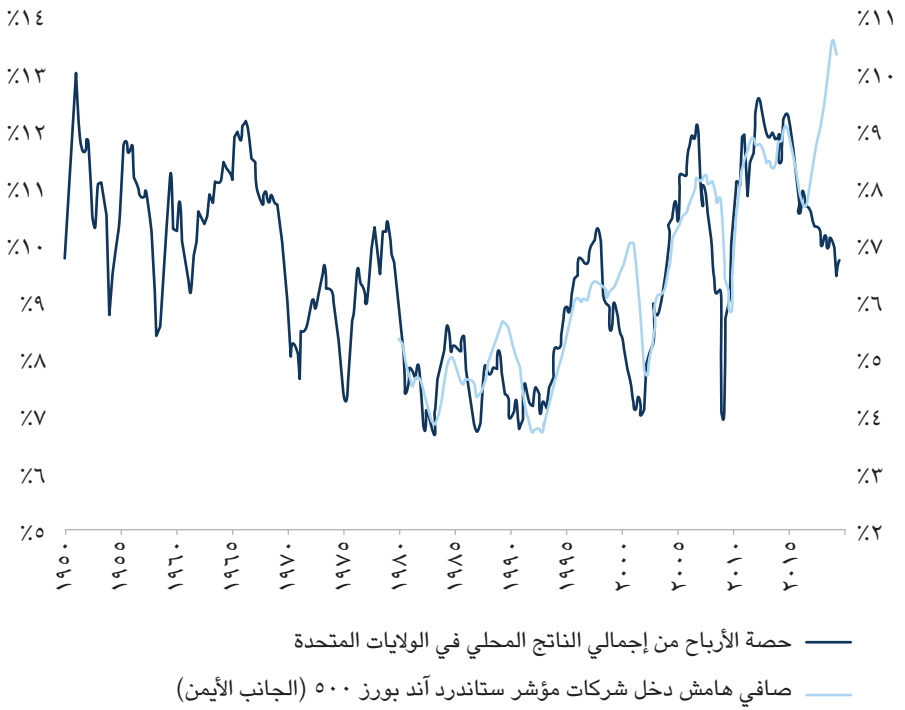
ارتفاع هوامش الربح

لقد ساعد بالتأكيد الارتفاع المستمر في هوامش أرباح الشركات منذ الأزمة المالية في تعويض ضعف نمو المبيعات. من المحتمل أن هناك أسبابًا كثيرة وراء زيادة هوامش الشركات زيادةً هائلة. تقع المسئولية على كلٍّ من عدم القدرة على تحديد الأسعار في سوق العمل (الذي يعكس القوة المتنامية للتكنولوجيا)، وكذلك الارتفاع السريع في هوامش الشركات التكنولوجية الأسرع نموًّا. بالإضافة إلى ذلك، كان الاتجاه المتنامي للعولمة مهمًّا. وفي ألمانيا كان تضخم الأجور منخفضًا في السنوات الأخيرة، رغم انخفاض معدلات البطالة، ويرجع ذلك جزئيًّا إلى أنه في حالة مطالبة العمال بزيادة الأجور، فهناك فرصة كبرى لانتقال هذه الوظائف الأعلى أجرًا إلى أوروبا الوسطى وأماكن أخرى حيث سوق العمل مندمجة على نحو وثيق في الاقتصاد الألماني.



شكل ٩-١١: حصة العمالة الأمريكية من ناتج الأعمال غير الزراعية.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

ومع ذلك، هناك مخاطر تتمثل في أن هذه الهوامش غير مستدامة. ففي الولايات المتحدة على الأقل، كانت هناك فجوة متزايدة الاتساع بين الهوامش في الاقتصاد كله والهوامش الموجودة في سوق الأوراق المالية على وجه التحديد (انظر شكل ٩-١٢). يُعزى ذلك جزئيًّا إلى تأثير تخفيضات الضرائب في الولايات المتحدة في عام ٢٠١٧، التي أفادت على وجه الخصوص الشركات الدولية الكبرى (الممثلة في سوق الأوراق المالية). ويرجع ذلك أيضًا إلى الاختلاف في النسبة التي يمثلها كل قطاع؛ فسوق الأوراق المالية في الولايات المتحدة تحتوي على نسبة عالية جدًّا من شركات التكنولوجيا الضخمة التي تتمتع بحصة سوقية متنامية وهوامش ربح أعلى من الشركات التقليدية في الاقتصاد كله. ولكن هناك الآن ارتفاعًا في الأجور بدأ يُضعِف هوامش الربح، وقد يبدأ هذا في التأثير على سوق الأوراق المالية أيضًا. في حال توقف التقييمات عن الارتفاع في المستقبل وبلوغ الهوامش ذروتها (وهو أمر من المرجح أن يحدث في دورة اقتصادية ناضجة)، يؤدي انخفاض نمو المبيعات إلى انخفاض نمو الأرباح؛ ومن ثَم انخفاض العوائد.



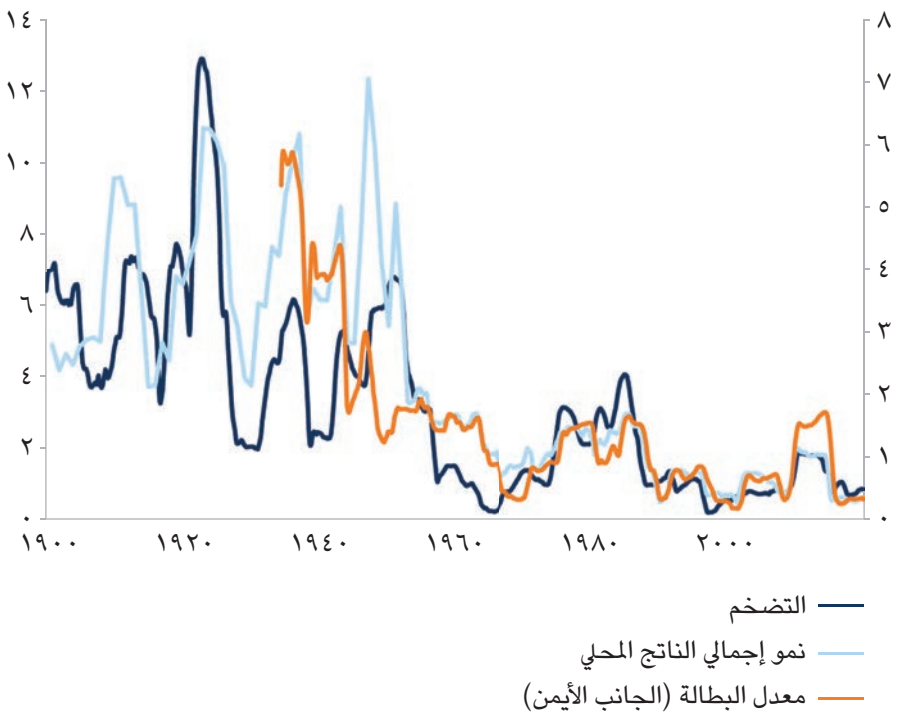
شكل ٩-١٢: انخفاض حصة أرباح إجمالي الناتج المحلي في الولايات المتحدة مع عدم انعكاس ذلك على صافي هامش دخل شركات مؤشر ستاندرد آند بورز.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

انخفاض معدل تقلب متغيرات الاقتصاد الكلي

على الرغم من انخفاض توقعات النمو الاقتصادي الطويلة الأجل، وتباطؤ نمو الإيرادات في قطاع الشركات، فقد تراجع معدل تقلب النمو أيضًا (انظر شكل ٩-١٣).

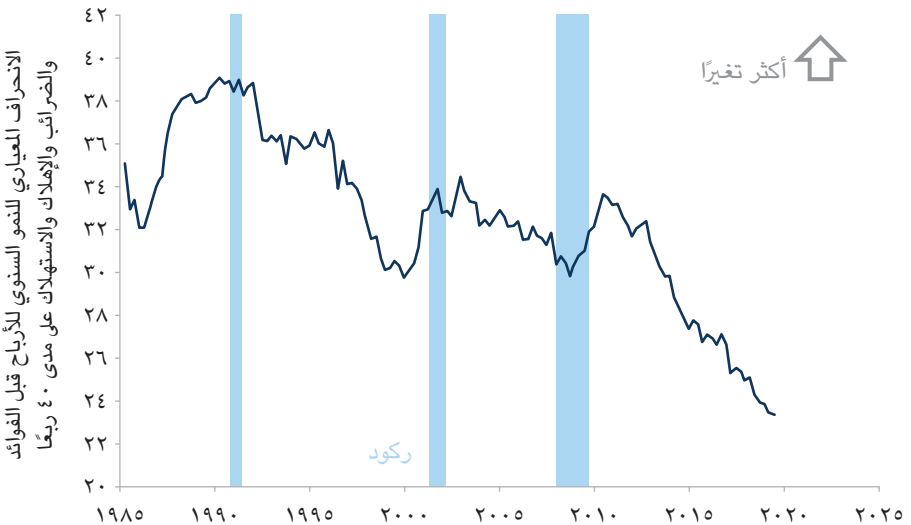
وقد تزامن حدوث كثير من هذه الأمور مع استقلال البنوك المركزية وطفرة العولمة التي أعقبت انهيار الاتحاد السوفيتي في أواخر تسعينيات القرن العشرين. ومع ذلك تكرر الانخفاض منذ الأزمة المالية. ورغم أن فترة التسعينيات يُشار إليها غالبًا باسم فترة «الاعتدال العظيم» بسبب نموها المستقر وانخفاض التضخم، فإنها انتهت، ويرجع ذلك

إلى حد كبير إلى فقاعة التكنولوجيا في أسواق الأسهم في نهاية القرن. ولكن منذ ذلك الحين، انخفض معدل تقلب الاقتصاد الكلي مجددًا. وانخفضت مخاطر المحركات النموذجية لفترات الركود السابقة، مثل الثورات الصناعية، وأزمات النفط، والتضخم المفرط، منذ الأزمة المالية. وبالإضافة إلى هذا، فمن المرجح أن تستمر الدورة الحالية مدةً أطول في ظل غياب أي ارتفاعات كبيرة في أسعار الفائدة، أو فقاعات مالية، أو اختلالات في الاقتصاد الكلي.



شكل ٩-١٣: تراجع معدل تقلب نمو إجمالي الناتج المحلي الأمريكي ومعدلي التضخم والبطالة، خاصة منذ ثمانينيات القرن العشرين (التقلب المتداول على خمس سنوات).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

من اللافت للنظر أيضًا أنه على الرغم من تباطؤ وتيرة نمو الإيرادات في قطاع الشركات، فقد انخفض أيضًا معدل تقلب أرباح الشركات (أو الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك)[16] (انظر شكل ٩-١٤).

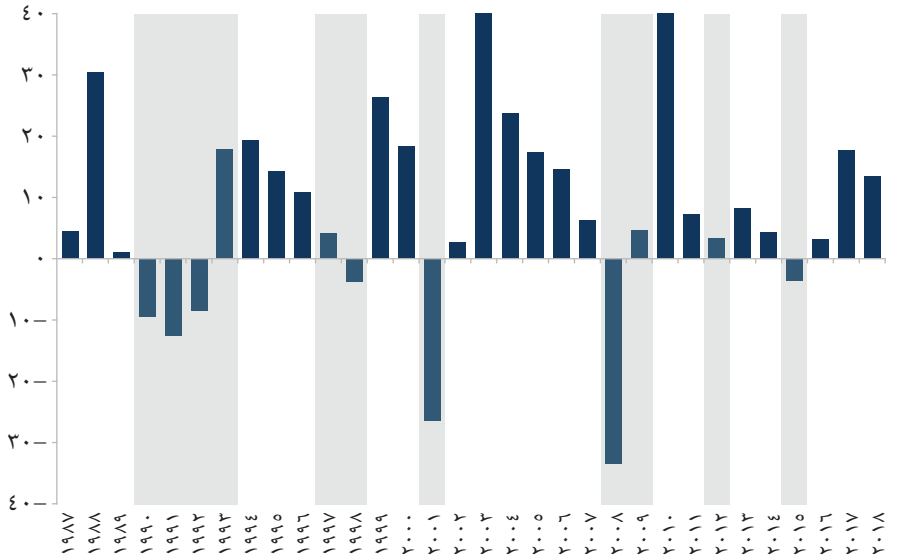


شكل ٩-١٤: معدل تقلب نمو الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والاستهلاك في متوسط الشركات المدرجة في مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ على مدى العشر السنوات السابقة.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

في الدورات السابقة، كان نمو الأرباح يميل إلى أن يكون دوريًّا، حيث يرتفع ارتفاعًا حادًّا في فترات النمو الاقتصادي (خاصة في المراحل المبكرة من التعافي). ومنذ الأزمة المالية، كان نمو الأرباح منخفضًا نسبيًّا ولكن أكثر استقرارًا (انظر شكل ٩-١٥).

إن انخفاض معدل تقلب الأصول المالية من شأنه جعل الدورات أكثر قابلية للتنبؤ، ما دام لم يتغير هذا التوجه، ولكن من المعقول أن يؤدي تثبيت معدلات التضخم وأسعار الفائدة المنخفضة إلى جعل الدورات أطول كثيرًا في المستقبل. ومن العوامل الإيجابية الأخرى هنا أن اختلالات التوازن في القطاع الخاص أصغر بكثير؛ مما يساعد القطاع

الخاص على أن يكون أكثر مرونة في مواجهة الصدمات ويقلل من مخاطر خفض الديون في القطاع الخاص.

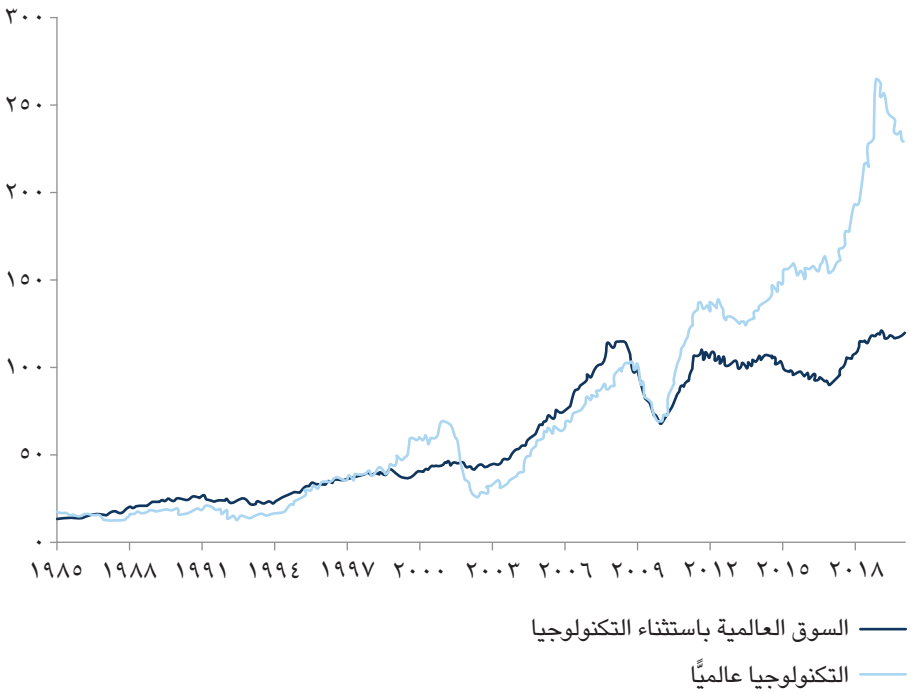


شكل ٩-١٥: عادةً ما تنخفض نسبة الأرباح لكل سهم أثناء فترات الركود (نمو الأرباح المحققة سنويًا لمؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال العالمي، ويشير التظليل الرمادي إلى فترات الركود [الولايات المتحدة، أوروبا، اليابان، الأسواق الناشئة]).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

تأثير التكنولوجيا المتزايد

تأثر تطور دورة الأسهم منذ الأزمة المالية بتغيير مهم آخر، وهو التكنولوجيا وتأثيرها على العوائد. فالنمو الهائل لبعض شركات التكنولوجيا (أو الشركات التي تستخدم تقنيات جديدة لتعطيل الصناعات التقليدية، بما في ذلك تجارة التجزئة والمطاعم وسيارات الأجرة والفنادق والخدمات المصرفية)، يعني ضمنًا أن توزيع الأرباح قد تضاءل حتى بالمقارنة بالدورات الماضية. وقد شهد قطاع التكنولوجيا ارتفاعًا كبيرًا في الأرباح منذ الأزمة، كما

هو موضح في شكل ٩-١٦. ورغم أن العالم (باستثناء قطاع التكنولوجيا) شهد تحسنًا قويًّا في الأرباح مع تعافي الاقتصاد العالمي في عام ٢٠١٦، فقد عاد للتو إلى المستويات التي سادت قبل الأزمة المالية. وفي الوقت نفسه، شهد قطاع التكنولوجيا ارتفاعًا في الأرباح لكل سهم خلال الفترة نفسها.

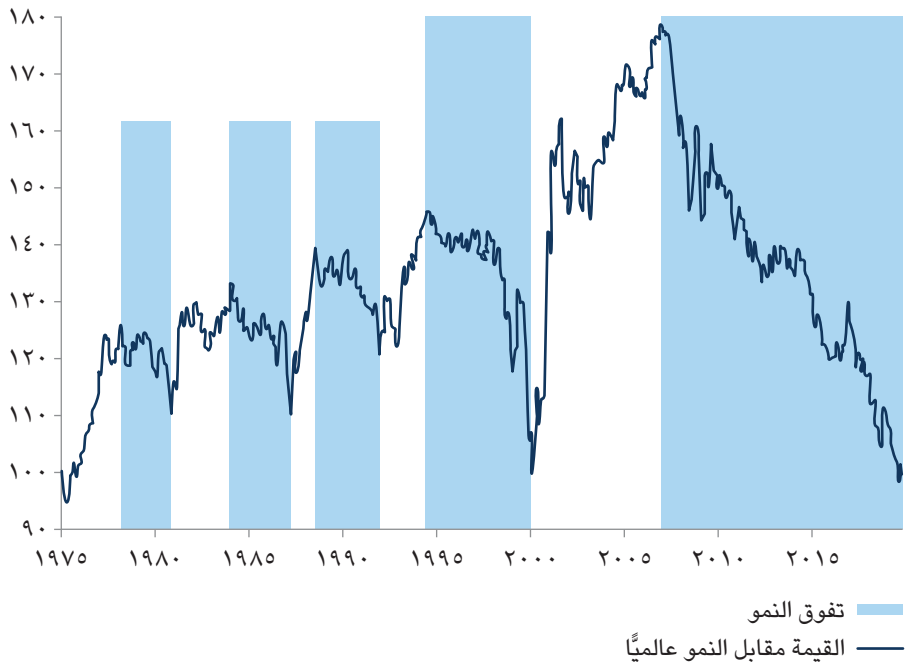


شكل ٩-١٦: تجاوز أرباح قطاع التكنولوجيا لأرباح السوق العالمية (الأرباح العالمية في الاثني عشر شهرًا الماضية [٢٠٠٩/٠١/٠١ = ١٠٠]).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

وقد أدى هذا التغيير الجذري، الذي يناقشه الفصل الحادي عشر بمزيد من التفصيل، إلى وجود فجوة كبيرة بين أداء القطاعات التي حققت أعلى العوائد في سوق الأوراق المالية والقطاعات الأخرى.

الفجوة غير العادية بين النمو والقيمة

تناول الفصل الخامس بعض التأثيرات التقليدية في أنماط الاستثمار على مدار الدورة، ولكن البيئة التي أعقبت الأزمة المالية أدت إلى نمط مستمر ومستدام من العوائد النسبية داخل أسواق الأسهم أكثر حدة مما اعتدنا أن نشهده في الماضي. وبالنظر إلى توجهات السوق العالمية تحديدًا، نجد أن أداء قطاع القيمة في أسواق الأوراق المالية (أي الشركات ذات التقييم المنخفض عمومًا) كان أضعف من أداء ما يُسمى بشركات النمو (تلك التي يُتوقَّع لها نمو مستقبلي أعلى) (شكل ٩-١٧).



شكل ٩-١٧: القيمة مقابل النمو وفقًا لمؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال العالمي.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

هناك عدة أسباب لذلك تتعلق بالطبيعة الفريدة لهذه الدورة على وجه الخصوص.

أولًا: كان النمو محدودًا؛ ومن ثَم، حظي بتقدير كبير بوجه عام. ولقد شهدنا بالفعل انخفاضًا في نمو الإيرادات منذ الأزمة المالية، ولكن انخفضت أيضًا بوجه عام نسبة الشركات ذات النمو المرتفع في معظم أسواق الأسهم. على سبيل المثال، يوضح شكل ٩-١٨ حصة الشركات العالية النمو مقابل الشركات المنخفضة النمو على مستوى العالم على مر السنين. وتشير تسمية «عالية النمو» هنا إلى الشركات التي من المتوقع أن تنمو إيراداتها بأكثر من ٨٪ سنويًّا على مدى السنوات الثلاث المقبلة، أما تسمية «منخفضة النمو» فتشير إلى الشركات التي من المتوقع أن تنمو بمعدل أقل من ٤٪.

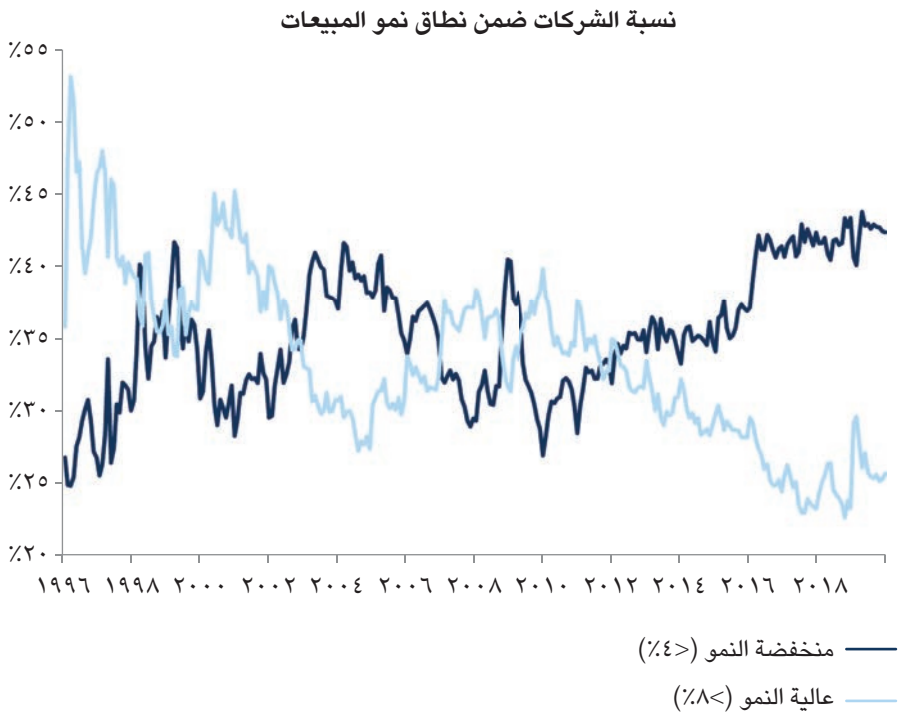
ثانيًا: عزَّز انخفاض عوائد السندات قيمة النمو مقابل القيمة نتيجة لـ «مدة» أسهم النمو الأطول؛ ومن ثَم مدى تأثرها بانخفاض أسعار الفائدة. وقد ناقش الفصل الخامس هذه النقطة بمزيد من التفاصيل. يُظهِر شكل ٩-١٩ العلاقة بين عوائد السندات والأداء النسبي للنمو مقابل القيمة.

ثالثًا: عزَّز انخفاض عوائد أسهم الشركات الدفاعية مقارنةً بأسهم الشركات الدورية. وهذا موضوع مشابه للنمو مقابل القيمة. فالعديد من القطاعات الدورية تتمتع بنسبة سعر إلى أرباح منخفضة، في حين يُنظَر إلى أغلب أسهم الشركات الدفاعية على أنها تقدم نموًّا أفضل، أو — وهو الأهم — نموًّا يمكن التنبؤ به (شكل ٩-٢٠).

رابعًا: أدى انخفاض عوائد السندات إلى زيادة قيمة الشركات ذات التقلبات المنخفضة والميزانيات العمومية القوية، فضلًا عن تلك التي توصف غالبًا بأنها «عالية الجودة». وقد فُضِّل هذا النمط من الاستثمار في البيئات التي تتسم بعدم اليقين الاقتصادي والسياسي؛ مما أدى إلى زيادة قيمة الشركات التي تتمتع بدرجة عالية من الاستقرار أو القدرة على التنبؤ بتدفقات إيراداتها المستقبلية (شكل ٩-٢١).

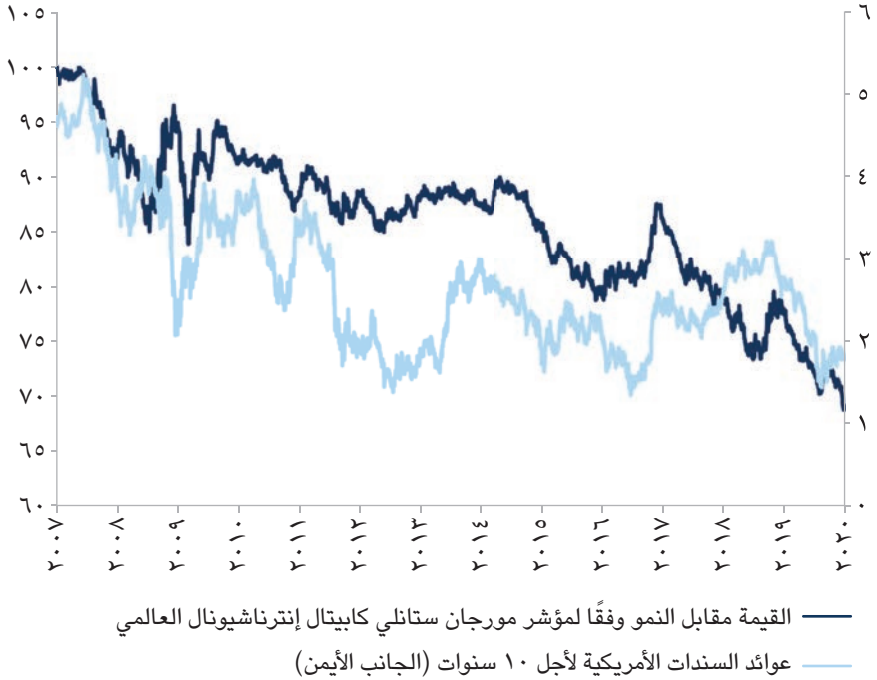
خامسًا: كان للتحول نحو تفضيل النمو مقابل القيمة تأثيرٌ ملموس أيضًا على الأداء النسبي لمختلف مناطق العالم. وتحديدًا، كان هناك اتجاه ثابت لتفوق أداء سوق الأسهم الأمريكية مقارنةً بأسواق الأسهم الأخرى منذ الأزمة المالية، ويتجلى هذا الأمر عند مقارنة أداء سوق الأسهم الأمريكية بأداء سوق الأسهم الأوروبية. ويوضح شكل ٩-٢٢ الأداء النسبي لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ ومؤشر يورو ستوكس (المعيار الرئيسي للأسهم في منطقة اليورو) على مر الزمن. فبين عامَي ١٩٩٠ و٢٠٠٧ لم يكن

هناك اتجاه واضح؛ وكان الأداء النسبي بين هذه الأسواق دوريًّا إلى حد ما؛ ففي بعض الأحيان تفوق أداء الولايات المتحدة على أوروبا، وفي أحيان أخرى تفوقت أوروبا. ولقد شهدت الفترة منذ الأزمة المالية اتجاهًا متكررًا لتفوق أداء سوق الأسهم الأمريكية.



شكل ٩-١٨: عدد الشركات المتوقع أن يرتفع معدل نمو مبيعاتها قليل جدًّا (مؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال العالمي).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

المثير للاهتمام في هذا الأمر أن هذا الاتجاه للأداء النسبي يرتبط ارتباطًا وثيقًا بالأداء النسبي لمؤشرات القيمة مقابل النمو. وتُعَد الولايات المتحدة سوق نموٍّ ذات تركيز عالٍ على الشركات التي تتمتع بنمو سريع، في حين أن السوق الأوروبية عكس ذلك؛ فهي تحتوي



شكل ٩-١٩: التأثير المحتمل لانخفاض عوائد السندات على أسهم القيمة.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

على نسبة عالية من الشركات المنخفضة النمو و«الأرخص» في الصناعات الناضجة نسبيًّا، وتتألف نسبة صغيرة من السوق من شركات عالية النمو.

تعكس الاختلافات الكبيرة في أداء الأسهم الإقليمية التي حدثت منذ الأزمة المالية اختلافاتٍ كبيرةً جدًّا بين نمو الأرباح لكل سهم في مختلف أسواق الأسهم الرئيسية. على سبيل المثال، كما هو موضح في شكل ٩-٢٣، منذ الذروة الأخيرة في مستويات الأرباح لكل سهم قبل بدء الأزمة المالية مباشرةً، ارتفع مستوى الأرباح لكل سهم في الولايات المتحدة بنحو ٩٠٪. وكان لقطاع التكنولوجيا حصة كبيرة من هذا الارتفاع في الأرباح. وفي اليابان، كانت الزيادة المكافئة ١٢٪، وفي جميع أنحاء أوروبا (الممثَّلة هنا في أكبر شركات مؤشر ستوكس ٦٠٠)، كان إجمالي الارتفاع في الأرباح لكل سهم ضئيلًا، بنسبة ٤٪. وكما هو



شكل ٩-٢٠: تأثر أسهم الشركات الدورية والشركات الدفاعية بعوائد السندات.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

الحال في الولايات المتحدة، تُعَد نسبة القطاعات داخل أسواق الأسهم هذه عاملًا مهمًّا. فقد أدت النسبة الكبيرة لشركات التكنولوجيا في الولايات المتحدة إلى تعزيز الأرباح، في حين لدى أوروبا نسبة كبيرة من البنوك (التي عانت من انخفاض كبير في الأرباح). وعند تعديل الأرقام الأوروبية لمعرفة ما قد يكون عليه معدل نمو أرباح كل سهم لو كانت أوروبا تتمتع بنسب قطاعات الولايات المتحدة نفسها (على سبيل المثال، المزيد من شركات التكنولوجيا والقليل من البنوك)، نجد أن نمو الأرباح كان سيصبح أقوى بكثير، بما يصل إلى ما يقرب من ٤٠٪.



شكل ٩-٢١: تفوق أداء الأسهم المنخفضة التقلبات مع انخفاض توقعات التضخم والعوائد.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

دروس مستفادة من اليابان

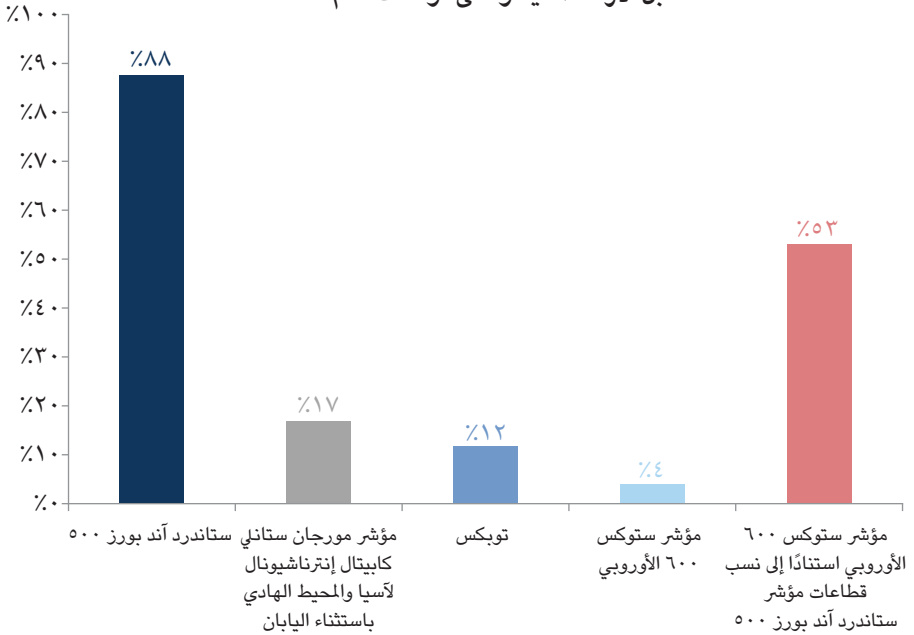
إن انخفاض النمو والتضخم وأسعار الفائدة، الذي أصبح اتجاهًا مهيمنًا في العديد من الاقتصادات منذ الأزمة المالية، ليس بالأمر الجديد. فقد عانت اليابان، بعد أزمتها المالية في أواخر ثمانينيات القرن العشرين، من انهيار مماثل في سوق الأسهم وازدهار في أسعار السندات مع انحدار أسعار الفائدة بلا هوادة. ونتيجة لهذا تُقدِّم التجربة اليابانية بعد فقاعتها المالية بعض الأدلة على استدامة بعض الاتجاهات التي ناقشناها هنا فيما يتعلق



شكل ٩-٢٢: انعكاس الأداء النسبي لأسهم القيمة مقابل أسهم النمو في الأداء النسبي لأوروبا مقابل الولايات المتحدة.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

بحقبة ما بعد الأزمة المالية. لا شك أن هناك اختلافات مهمة بين الدورات المالية في اليابان منذ عام ١٩٩٠ وبقية العالم بعد عام ٢٠٠٨. وأحد الأسباب أن حجم فقاعة أسعار الأراضي والعقارات في حالة اليابان كان أكبر بكثير. ناقشنا في الفصل الثامن الارتفاع الهائل في قيمة الأراضي. وأدت العلاقة التكافلية بين ارتفاع قيمة الأراضي وأرباح الشركات وأسعار الأسهم إلى وصول مؤشر نيكي القياسي للأسهم إلى ذروة تقييم نسبة السعر إلى الأرباح التي بلغت نحو ٦٠ مرة من الأرباح السابقة، وهو أعلى كثيرًا مما شهدناه في الفترة التي سبقت الأزمة المالية في عام ٢٠٠٧.

معدل نمو الأرباح لكل سهم منذ ذروة ما قبل الأزمة المالية وحتى توقعات عام ٢٠١٩



شكل ٩-٢٣: تقلص الفجوة بين نسبة الأرباح لكل سهم في الولايات المتحدة وأوروبا إلى النصف تقريبًا عند تعديل نسب القطاعات (وصول نسبة الأرباح لكل سهم إلى الذروة في عام ٢٠٠٦ في مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ وتوبكس، وفي عام ٢٠٠٧ في مؤشر ستوكس ٦٠٠ الأوروبي ومؤشر مورجان ستانلي كابيتال إنترناشيونال لآسيا والمحيط الهادي باستثناء اليابان).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

لكن قضية ندرة النمو كان لها بالتأكيد تأثير على سوق الأسهم اليابانية، كما رأينا في البيئة التي أعقبت الأزمة المالية. ورغم أن أسهم النمو جميعًا لم يتفوق أداؤها على القيمة في حالة اليابان (حيث تُظهِر المؤشرات العامة للنمو مقابل القيمة أداءً ضعيفًا واضحًا للنمو في اليابان حتى عامَي ٢٠٠٧/٢٠٠٨)، يبدو أن هناك بعض الأسباب المعينة وراء ذلك الأمر. أولًا: أدى انخفاض العائد في كلٍّ من أسواق السندات والأسهم في اليابان إلى

جعل أسهم عائد توزيعات الأرباح المرتفع أكثر جاذبية مما كانت عليه في معظم الأسواق الأخرى منذ عام ٢٠٠٧؛ وثانيًا: اعتُبر عددٌ قليل نسبيًّا من الشركات في اليابان مُواتيًا لاستثمار المساهمين؛ لذا فإن دفع توزيعات أرباح كان علامةً جيدة على هذه السمة. ثالثًا: كان أداء عوامل النمو والقيمة في اليابان في السنوات العشرين إلى الثلاثين الماضية مماثلًا لأداء تلك العوامل عالميًّا، في حين تفوق أداء القيمة على بقية العالم في أوائل/منتصف تسعينيات القرن العشرين.

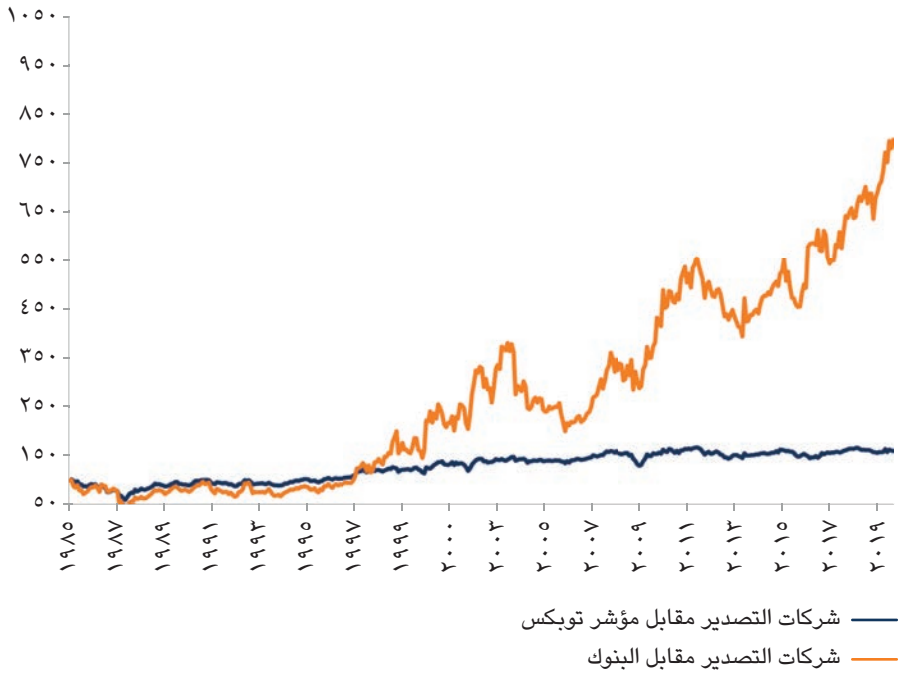
ومع ذلك، كان لندرة النمو تأثير كبير على العوائد النسبية في اليابان، وتجلى ذلك في الأداء المتفوق المستمر لشركات التصدير (التي كانت تتمتع بقوة الطلب في الأسواق الخارجية المزدهرة نسبيًّا) خاصةً عند مقارنتها بالبنوك (انظر شكل ٩-٢٤). وكان هذا النمط واضحًا أيضًا في الأسواق الأوروبية في العقد الماضي، حيث مال الطلب المحلي الضعيف والنمو المعقول في الأسواق الأخرى إلى أن يفيدا الشركات التي تتأثر بالطلب الخارجي، في حين أنهما كانا يضران الشركات التي تعتمد على الطلب المحلي المرتفع في المتوسط. وجدير بالذكر أنه هكذا كان الحال في اليابان على الرغم من ارتفاع قيمة الين (على الأقل في البداية).

لقد تفوقت الشركات الدفاعية، التي تتسم بحساسية منخفضة نسبيًّا لتقلبات معدلات النمو الاقتصادي، على الشركات اليابانية منذ تسعينيات القرن العشرين، وكانت أقوى هذه الشركات هي «شركات النمو الدفاعية»؛ أي شركات السلع الاستهلاكية الأساسية والرعاية الصحية (انظر شكل ٩-٢٥)؛ وصحَّ الأمر نفسه في أوروبا على مدى العقد الماضي. ومع ذلك، كان نمط أداء الشركات الدفاعية ذات العوائد العالية أو الخاضعة للتنظيم الحكومي أقل وضوحًا في اليابان، في حين نتج عمومًا عن التنظيم الحكومي وعدم القدرة على تحديد الأسعار في أوروبا ضعف أداء هذه الأسهم.

هناك تشابه آخر بين دورة ما بعد الأزمة الأخيرة في أوروبا وتلك في اليابان في تسعينيات القرن العشرين وما بعدها، وهو ضعف أداء البنوك. والواقع أن أداء البنوك في إيطاليا، حيث كانت الضغوط في أشد حالاتها، كان أسوأ كثيرًا من أدائها في اليابان منذ انفجار فقاعتها.

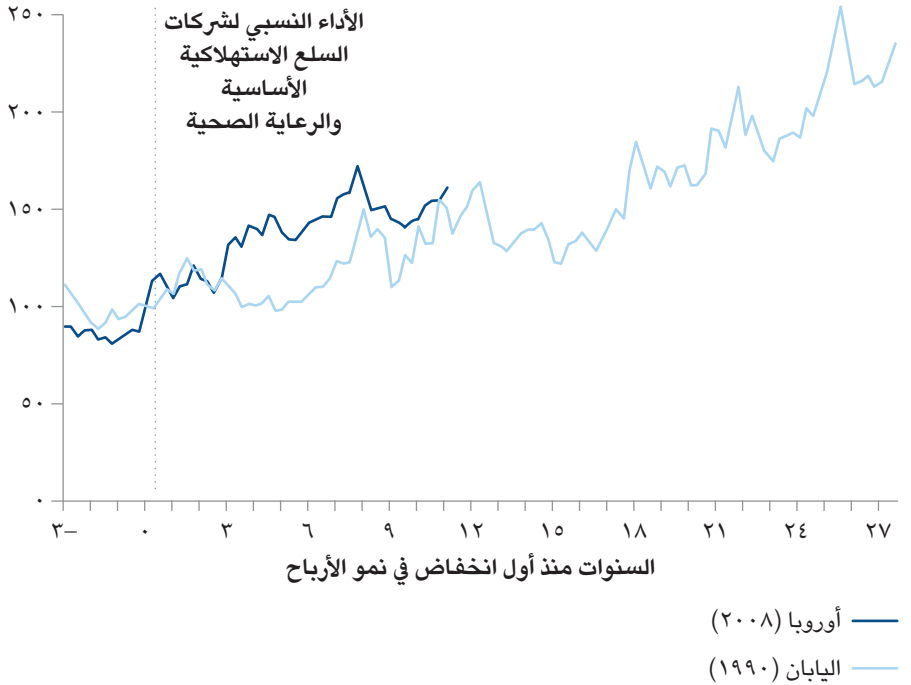
إجمالًا، برزت منذ الأزمة المالية عدة تغيرات هيكلية مهمة مقارنةً بتجربة الدورات المتوسطة في فترة ما بعد الحرب:

- استمرت الدورة الاقتصادية مدةً طويلة طولًا غير معتاد (أطول دورة في الولايات المتحدة منذ ما يقرب من ١٥٠ عامًا).



شكل ٩-٢٤: استمرار تفوق أداء شركات التصدير في اليابان خاصةً عند مقارنتها بالبنوك (باستخدام القيمة المرجعية ١٠٠ في عام ١٩٨٥).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

- ضعف نسبيًّا أداء الدورة الاقتصادية من حيث نمو إجمالي الناتج المحلي الاسمي والحقيقي؛ مما أدى إلى حقبة من التدابير الاستباقية والحازمة على نحو غير عادي من تيسير للسياسات النقدية الصارمة وبدء تطبيق التيسير الكمي.
- تراجعت توقعات النمو الطويل الأجل، وتباطأ متوسط نمو الإيرادات في قطاع الشركات في الاقتصادات الغربية، رغم تخفيض أسعار الفائدة.
- رغم انخفاض النمو الاقتصادي ونمو الأرباح إلى ما دون المتوسط، تمتعت الأسواق المالية بقوة غير عادية في أسواق الدخل الثابت (مع تراجع أسعار الفائدة ومعدل



شكل ٩-٢٥: تفوق أداء شركات «النمو الدفاعية» في أوروبا واليابان (الزمن ٠ = الربع الرابع من عام ١٩٩٠ في اليابان، والربع الثالث من عام ٢٠٠٨ في أوروبا).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

التضخم) وفي أسواق الأسهم والائتمان، حيث دفعت أسعار الفائدة المنخفضة التقييمات إلى الارتفاع.

- انهارت توقعات التضخم وعلاوات الأجل، وانخفضت عوائد السندات إلى مستويات قياسية، على مستوى العالم وفي العديد من الاقتصادات الفردية.
- أدى تأثير النمو البطيء والانخفاض القياسي لأسعار الفائدة إلى ندرة الدخل والنمو نسبيًّا. وقد نتج عن هذا الأمر تحولٌ طويل الأجل في الأداء النسبي نحو أصول الجودة والنمو المنخفضة التقلب داخل الأسهم والأصول التي توفر أي زيادة في العائد، مثل الائتمان المؤسسي المرتفع العائد.

- تزامن مع الأزمة المالية والتعافي الذي تبعها حدوث تحوُّل هائل طويل الأجل أو تحوُّل على مدار الدورة الفائقة في التكنولوجيا. وقد أدى هذا إلى تركيز سريع للإيرادات والأرباح في عدد صغير نسبيًّا من الشركات الضخمة للغاية التي يقع كثير منها في الولايات المتحدة. وقد ساعد هذا، بالإضافة إلى الاقتصاد المحلي القوي، سوق الأسهم الأمريكية على تحقيق عوائد نسبية أعلى.

الفصل العاشر

تحت الصفر: تأثير انخفاض عوائد السندات

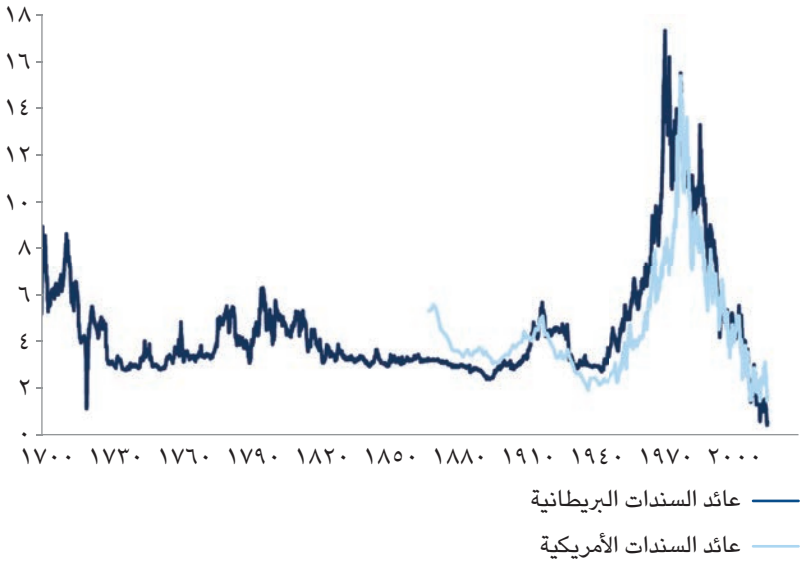
ناقشنا في الفصل التاسع بعض الاختلافات الهيكلية الرئيسية التي ظهرت منذ الأزمة المالية مقارنةً بدورات سابقة، ومن بينها الانخفاضات الكبيرة في مستويات أسعار الفائدة العالمية وعوائد السندات.

يُعَد الانهيار في عوائد السندات الطويلة الأجل في كلٍّ من الولايات المتحدة والمملكة المتحدة (حيث توجد سلاسل بيانات تاريخية طويلة الأجل) أمرًا استثنائيًّا وفقًا للمعايير التاريخية، حيث بلغت عوائد السندات أدنى مستوياتها في المملكة المتحدة منذ عام ١٧٠٠ وفي الولايات المتحدة منذ ثمانينيات القرن التاسع عشر (انظر شكل ١٠-١).

وقد أصبح الانخفاض في عوائد السندات حادًّا للغاية في بعض الحالات لدرجة أن ما يقرب من ٢٥٪ من الديون الحكومية على مستوى العالم كانت عوائدها بالسالب. بعبارة أخرى، كان المستثمر الذي يرغب في شراء الديون الحكومية يدفع في واقع الأمر للحكومة مقابل أخذ أمواله. حتى إن ربع سندات الشركات ذات الدرجة الاستثمارية (أي الشركات ذات الميزانية العمومية القوية جدًّا) كانت عوائدها بالسالب. تمثل فكرة الدفع مقابل إقراض المال مفهومًا غريبًا؛ لذلك دعونا نرى سبب حدوث هذا الأمر وما يعنيه لعوائد الأسهم والدورة.

قد يكون هناك العديد من الأسباب التي أدت إلى هبوط عوائد السندات إلى الصفر، أو في بعض الحالات إلى ما دونه. أولًا: لقد كان هذا انعكاسًا لسياسة البنك المركزي. فقد أسفرت الأزمة المالية العالمية عن بذل جهود عالمية لخفض أسعار الفائدة بسرعة في أعقاب الأزمة المالية سعيًا للتخفيف من وطأتها على الاقتصادات وتجنب الأخطاء الناجمة عن الإجراءات البطيئة التي اتُّخذت في أعقاب الانهيارات المالية السابقة (اليابان في أواخر

ثمانينيات القرن الماضي والولايات المتحدة في ثلاثينياته، على وجه الخصوص). وبعد ذلك ساهمت عوائد السندات وأسعار الفائدة الطويلة الأجل من خلال برامج التيسير الكمي في تعزيز جهود البنوك المركزية «لتثبيت» أسعار الفائدة.



شكل ١٠-١: عائد السندات البريطانية منذ عام ١٧٠٠؛ يقترب حاليًّا من أدنى مستوياته على الإطلاق.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

وعمومًا، يُقال إن التيسير الكمي يؤثر على العوائد من خلال خفض توقعات المستثمرين بشأن أسعار الفائدة المستقبلية من خلال «تأثير الإشارة»؛ إذ يشير شراء البنك المركزي للديون الحكومية إلى أن المستوى المستهدف لأسعار الفائدة سيظل أقل مما كان من الممكن أن يكون عليه الحال لولا ذلك. وثَمة حجة أخرى مفادها أن مشتريات البنك المركزي من الأوراق المالية الحكومية تشجع المستثمرين على زيادة الطلب على أكثر الأصول خطورة من أجل تحقيق عائد مقبول؛ ومن ثَم تقليل عوائد سندات الدين

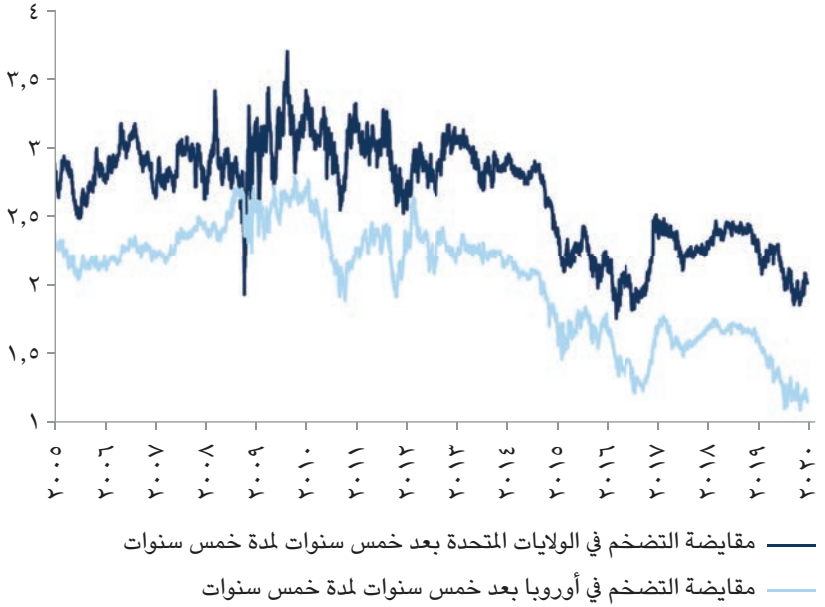
الأخرى، مثل سندات الشركات، أو أسواق أكثر السندات خطورة، أو أسواق أطول السندات أجلًا.[1] ورغم تباين التقديرات بشأن التأثير المباشر للتيسير الكمي على عوائد السندات، فقد خلصت أغلب الدراسات إلى أن برامج التيسير الكمي التي ينتهجها بنك الاحتياطي الفيدرالي (عمليات شراء الأصول الواسعة النطاق) كان لها تأثيرات اقتصادية وإحصائية كبيرة على مستوى عوائد سندات الخزانة، وتوصلت إلى استنتاجات مماثلة فيما يخص عمليات شراء الأصول في بلدان أخرى.[2]

ثانيًا: كان انخفاض توقعات التضخم، إلى جانب ضعف الناتج منذ الأزمة المالية، مُبرِّرًا أيضًا لانخفاض عوائد السندات. وبالطبع، يصعب فصل التأثير على توقعات التضخم عن التيسير الكمي والنمو. فعلى الرغم من أن انخفاض النمو، على سبيل المثال، كان قد ساهم بوضوح في انخفاض توقعات التضخم في اليابان لبعض الوقت، فعندما طبق البنك المركزي سياسة أسعار الفائدة السالبة في عام ٢٠١٦، انخفضت كذلك توقعات السوق بشأن التضخم المستقبلي المتوسط الأجل.[3]

وقد انخفضت توقعات التضخم انخفاضًا ملموسًا منذ بداية القرن الحادي والعشرين، في أعقاب انهيار التكنولوجيا، وظلت مستقرة منذ ذلك الحين. يوضح شكل ١٠-٢ هذا الانخفاض في الولايات المتحدة.

اليابان وأوروبا هما المنطقتان اللتان انخفضت فيهما توقعات التضخم انخفاضًا حادًّا خاصةً في السنوات الأخيرة، ويتمتع كلاهما بنسبة كبيرة من السندات السالبة العائد في العالم. وعلى غرار اليابان، كان لاستمرار أسعار الفائدة السالبة القيمة في أوروبا في السنوات الأخيرة آثار غير مباشرة في أسواق السندات في أماكن أخرى، وفي ذلك تلك الموجودة في الولايات المتحدة (انظر شكل ١٠-٣).

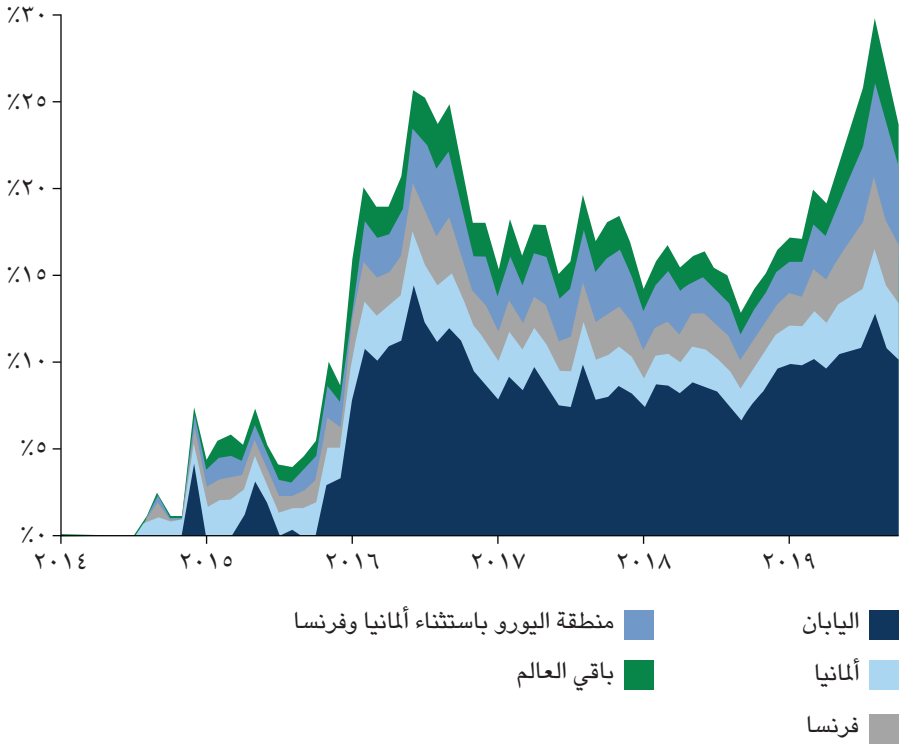
وفي حالة أوروبا، كان للتيسير الكمي الذي طبقه البنك المركزي الأوروبي والعوائد السالبة للسندات الألمانية تأثير ملموس على فروق العوائد على السندات السيادية. فخلال ذروة أزمة الديون السيادية الأوروبية في عام ٢٠١١، ارتفعت عوائد السندات اليونانية بأكثر من ٥٠٪ في مرحلة ما، وارتفعت مرة أخرى لفترة وجيزة في عام ٢٠١٥. ومنذ ذلك الحين، ومع تلاشي المخاوف بشأن تفكك منطقة اليورو وتعزيز التيسير الكمي، كانت الآثار غير المباشرة للعوائد الألمانية السالبة على أسواق السندات الأوروبية الأخرى ملموسة؛ مما أدى إلى تقارب عوائد السندات اليونانية لأجل عشر سنوات مع تلك الخاصة بالولايات المتحدة (انظر شكل ١٠-٤).



شكل ١٠-٢: استمرار انخفاض توقعات التضخم التي يتضمنها السوق.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

ثالثًا: قد يعكس انخفاض عوائد السندات أيضًا انهيار ما يُسمى بعلاوة الأجل. ونظريًّا يتكون عائد السندات الحكومية الخالية من مخاطر التخلف عن السداد من مجموع سعر الفائدة المتوقعة على مدى عمر السند بالإضافة إلى علاوة الأجل. ولذلك، عادةً ما تعكس التغيرات في عوائد السندات إما إعادة النظر في توقعات سعر الفائدة القصيرة الأجل وإما في المخاطر المرتبطة بالمدة.

يرجع السبب وراء وجود علاوة الأجل هذه إلى حاجة المستثمرين إلى التعويض عن تحمل المخاطر الاقتصادية (كما هي الحال مع الأسهم وعلاوة مخاطر الأسهم). فحاملو السندات يتعرضون لنوعين مهمين من المخاطر. النوع الأول هو التضخم، حيث يضعف التضخم غير المتوقع القيمة الحقيقية للمدفوعات الاسمية الثابتة؛ مما يقلل من العوائد الحقيقية على السندات الاسمية. وهذا يعني أن مستثمري السندات سوف يحتاجون



شكل ١٠-٣: تتصدر منطقة اليورو الارتفاع الأخير في الديون السالبة العائد (حصة السندات العالمية السالبة العائد، حسب البلد).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

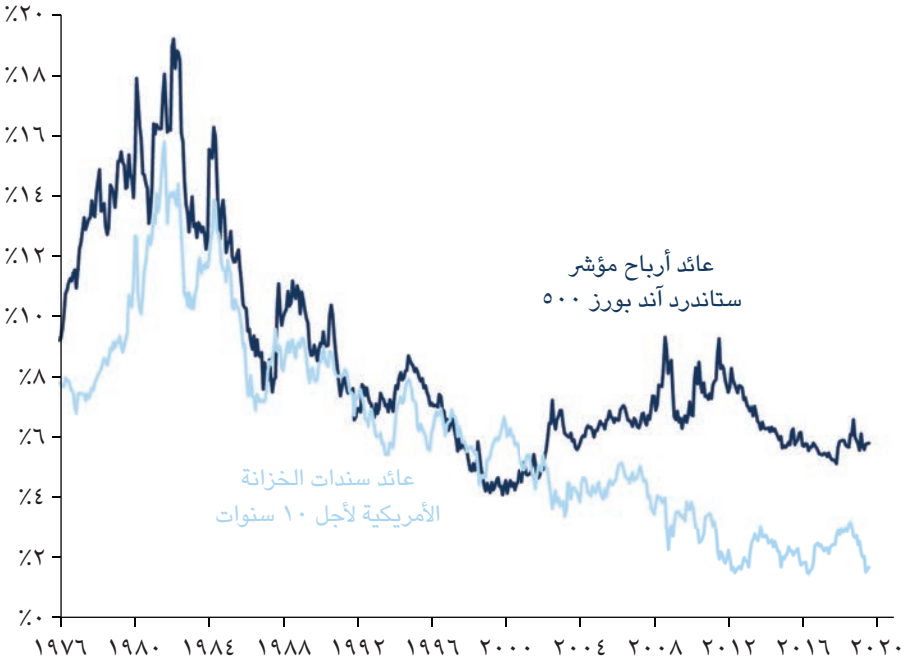
إلى علاوة أجل أكبر عندما يتوقعون ارتفاع التضخم و/أو عندما تزداد شكوكهم بشأن مساره على المدى المتوسط. والنوع الثاني هو خطر الركود. وهذا بالطبع هو الخطر الأساسي لمستثمري الأسهم. وذلك لأن الركود يعني انخفاضًا في توقعات نمو الاستهلاك والثروة، ويؤدي أيضًا إلى ارتفاع نسبة تجنب المخاطرة؛ مما يدفع المستثمرين إلى المطالبة بتعويضات أكبر مقابل الاحتفاظ بأصول محفوفة بالمخاطر، وعلاوات أقل للأصول ذات الدخل الثابت الأكثر أمانًا.



شكل ١٠-٤: تقارب عائد السندات (عائد السندات اليونانية والأمريكية لأجل ١٠ سنوات).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

أسعار الفائدة الصفرية وتقييمات الأسهم

إذن ما تأثير البيئة العالمية لأسعار الفائدة السالبة القيمة الخالية من المخاطر على الدورة وتقييمات الأصول والعوائد؟ يدعم كلٌّ من الإطار النظري والتاريخي الحجة القائلة بأن أسعار الفائدة المنخفضة ينبغي أن تزيد من قيمة الأسهم، إذا ما تساوت جميع العوامل الأخرى. ومن طرق قياس هذه العلاقة وكيفية تغيرها ما يُسمى بفجوة العائد؛ أي الفرق بين عائد أرباح مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ (نسبة الأرباح إلى السعر) وعائد سندات الخزانة الأمريكية لأجل عشر سنوات. وبمرور الوقت، عكست التغيرات في هذه العلاقة الارتباط بين السندات والأسهم، الذي لا يتسم بالثبات كما ناقشنا في الفصل الرابع. وبوجه عام، كانت العلاقة السائدة إيجابية على مدى فترات طويلة جدًّا من الزمن على مدار دورات الاستثمار السابقة، ولكنها تحولت إلى علاقة سلبية منذ الأزمة المالية.



شكل ١٠-٥: عائد أرباح مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ وعوائد سندات الخزانة الأمريكية (اعتبارًا من ٢٦ يوليو ٢٠١٩).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

منذ الأزمة المالية، ومع هبوط عوائد السندات بلا هوادة، اتسعت الفجوة بين الاثنين. بعبارة أخرى، ينخفض تقييم نسبة السعر إلى الأرباح في سوق الأسهم (مع ارتفاع عائد الأرباح) أكثر مما كان متوقعًا نظرًا لانخفاض أسعار الفائدة الخالية من المخاطر، أو عوائد السندات الطويلة الأجل، ويتجلى ظهور هذا التأثير في أوروبا حيث أصبحت عوائد السندات الحكومية سالبة القيمة.

عندما بدأت الأزمة المالية، كان العائد على السندات الحكومية الألمانية لأجل عشر سنوات نحو ٤,٥٪، وهو العائد نفسه تقريبًا في الولايات المتحدة في ذلك الوقت. ولكن منذ ذلك الحين، أصبح العائد على السندات سلبيَّ القيمة، إلى جانب انخفاض توقعات التضخم والتيسير الكمي. وشهد حساب العائد المتاح للمستثمرين في سوق الأسهم (عائد

توزيعات الأرباح بالإضافة إلى العائد من الشركات التي تعيد شراء الأسهم) ارتفاعًا مطردًا في السنوات الأخيرة (شكل ١٠-٦). وزادت الفجوة بين الاثنين لأعلى مستوًى لها على الإطلاق.

الفجوة بين العائد النقدي الإجمالي في سوق الأسهم وعائد السندات الحكومية في الولايات المتحدة ليست كبيرة مثلما هي في أوروبا؛ مما يعكس توقعات أقوى بشأن احتمالات النمو الطويل الأجل لأرباح الشركات في الولايات المتحدة مقارنةً بأوروبا. ومع ذلك، تغيرت العلاقة النسبية مع عوائد السندات تغيرًا كبيرًا. وفي أوائل التسعينيات، على سبيل المثال، كان يُعرَض على المستثمر عائد نقدي في سوق الأسهم بنحو ٤٪ في وقت كان فيه عائد السندات الحكومية لأجل ١٠ سنوات ٨٪. حاليًّا، انخفض عائد السندات لأجل ١٠ سنوات إلى أقل من ١,٥٪، ولكن يُعرَض على مستثمري الأسهم عائد نقدي في سوق الأسهم يتجاوز ٥٪. ويمثل الفارق بين الاثنين انخفاضًا كبيرًا في توقعات النمو الطويل الأجل.

أسعار الفائدة الصفرية وتوقعات النمو

يمكن أن تساعد المقارنة بين العائد على السندات الحكومية والأسهم في تقدير قيمة علاوة مخاطر الأسهم، أو العائد المطلوب الذي يحصل عليه المستثمرون في الأسهم مقارنةً بالسندات. وقد يتأثر هذا بعدم اليقين والتغيرات في توقعات المستثمرين للنمو الطويل الأجل، وتميل بيئة عوائد السندات الصفرية أو السالبة القيمة إلى التأثير على كليهما.

يمكن فهم هذه العلاقات باستخدام أداة تقييم قياسية يستخدمها المستثمرون لتقييم قيمة التدفق المستقبلي لتوزيعات الأرباح اليوم. ويمكِّن هذا النهج، وهو نموذج بسيط أحادي المرحلة لخصم توزيعات الأرباح (ويُشار إليه أيضًا باسم نموذج نمو جوردون)[4] المستثمِر من «استخلاص» أو حساب علاوة المخاطر هذه. ويمكن كتابة الصيغة على النحو الآتي:

عائد السندات + علاوة مخاطر الأسهم = عائد توزيعات الأرباح + النمو الطويل الأجل

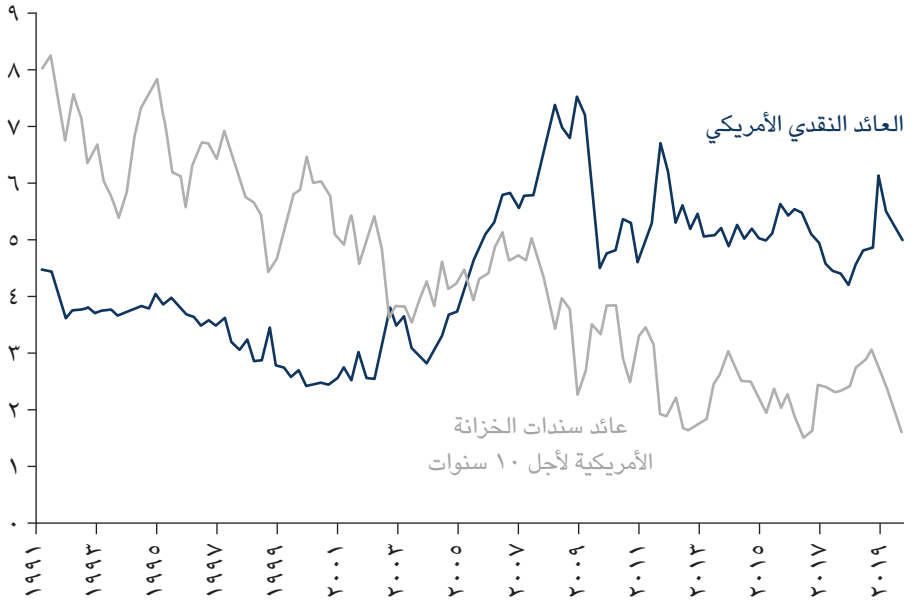
إذا كان العائد على السندات صفرًا (أو أقل)، فهذا يعني أن علاوة مخاطر الأسهم تساوي (أو أعلى من) مجموع النمو المتوقع على المدى الطويل وعائد توزيعات الأرباح (المُشار إليه باسم تكلفة الأسهم).



شكل ١٠-٦: تتمتع الأسهم بهامش عائد كبير (عائد سندات الخزانة الألمانية لأجل ١٠ سنوات والعائد النقدي [عائد توزيعات الأرباح وعائد إعادة الشراء]).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

لنأخذ أوروبا مثالًا: إذا علمنا أن عائد توزيعات الأرباح هو، على سبيل المثال، ٤٪ (تقريبًا ما هو متاح في أسواق الأسهم الأوروبية حاليًّا)، وأن نمو الأرباح الطويل الأجل يعادل إجمالي الناتج المحلي الاسمي الطويل الأجل عند ٢٪ (استنادًا إلى الافتراض التحفظي لإجمالي الناتج المحلي الحقيقي بنسبة ١٪ والتضخم بنسبة ١٪)، فإن هذا يخبرنا أن علاوة مخاطر الأسهم تبلغ ٦٪ على الأقل، أو أعلى من ذلك إذا كان عائد السندات سالب القيمة، أو إذا افترضنا حدوث ارتفاع طفيف في التضخم على المدى الطويل (بما يتماشى مع هدف البنك المركزي الأوروبي وهو ٢٪).

يشير هذا إلى أن أحد الآثار المترتبة على عوائد السندات الصفرية هو حاجة المستثمرين إلى عائد مستقبلي أعلى مما قد يكون عليه الحال في الأسهم، ويرجع ذلك لسببين أولهما أن أسعار الفائدة الصفرية تزيد من عدم اليقين بشأن المسار المستقبلي، والثاني لأنها ترتبط أيضًا بانخفاض معدلات النمو الطويل الأجل. تنطبق الحجة نفسها على انخفاض



شكل ١٠-٧: استمرار احتفاظ الأسهم بقيمتها المغرية خلال السنوات الأخيرة على الرغم من انخفاض عوائد السندات (عائد سندات الخزانة الأمريكية لأجل ١٠ سنوات والعائد النقدي [عائد توزيعات الأرباح وعائد إعادة الشراء]).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

علاوة الأجل لعوائد السندات. ومن الصعب معرفة إلى أي مدًى تؤثر هذه العوامل على العائد المستقبلي المطلوب أو علاوة مخاطر الأسهم. تكمن المشكلة في أنه في الواقع لا يوجد مستوًى محدد يمكن ملاحظته لعلاوة المخاطر المطلوبة (العائد الإضافي) التي من شأنها أن تحفز الاستثمار في الأسهم بدلًا من أكثر الأصول أمانًا مثل السندات في أي وقت، وفي كل الأحوال، أيًّا كانت علاوة المخاطر هذه، فمن المرجَّح أن تتغير بمرور الوقت.

ومع ذلك، من الممكن حساب علاوة المخاطر اللاحقة، أي ما حصل عليه المستثمرون فعليًّا سابقًا مقابل الاستثمار في الأسهم مقارنةً بالسندات. وبافتراض أن المستثمرين كانوا ينجحون في تحديد أسعار الأصول على نحو تقريبي في الماضي (وبطبيعة الحال، ربما لم يكن هذا هو الحال دائمًا)، فإن هذا من شأنه أن يوفر تقديرًا معقولًا إلى حد ما لعلاوة

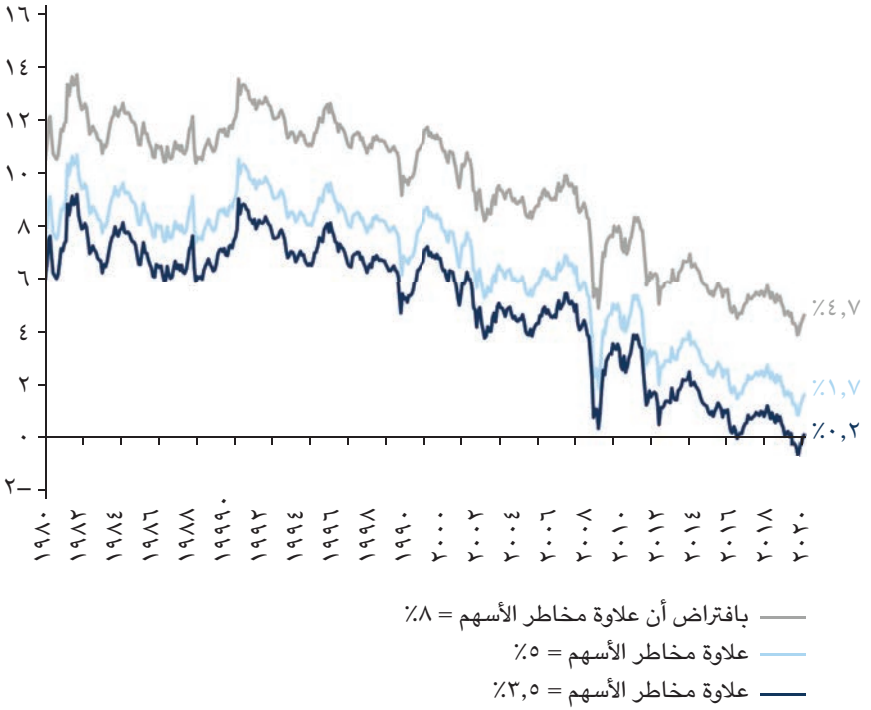
مخاطر الأسهم المطلوبة على مدى التاريخ. وبمقارنة أداء الأسهم بأداء السندات على فتراتٍ مدتها ١٠ سنوات، نجد أن علاوة مخاطر الأسهم اللاحقة كانت نحو ٣,٥٪ في فترة ما بعد الحرب، على الأقل في الولايات المتحدة منذ خمسينيات القرن العشرين.

أسعار الفائدة الصفرية: حساب النمو المستقبلي

إذا افترضنا أن نسبة ٣,٥٪ تمثل علاوة مخاطرة معقولة تاريخيًّا خلال الدورة، فمن الممكن استخدام علاوة المخاطرة هذه ودمجها مع عوائد السندات ومستوى سوق الأسهم لحساب النمو المفترض (في توزيعات الأرباح أو الأرباح) المتوقع في المستقبل. يعرض شكل ١٠-٨ النتائج في حالة أوروبا (حيث تباطأ النمو الاقتصادي، وتتألف سوق الأسهم من نسبة أعلى من القطاعات الناضجة الأبطأ نموًّا). يوضح شكل ١٠-٨ النمو المفترض باستخدام علاوة المخاطرة البالغة ٣,٥٪ وبعض البدائل الأعلى. هناك طريقة أخرى لتفسير هذا الأمر، وهي القول إنه إذا كانت نسبة ٣,٥٪ هي العائد الإضافي المتوقع الصحيح في الأسهم مقارنةً بالسندات، فإن أسعار سوق الأسهم تُحدَّد بعدالة على أساس أن المستثمرين يتوقعون نموًّا صفريًّا في الأرباح وتوزيعات الأرباح إلى الأبد. على النقيض، لا بد أن تكون علاوة مخاطر الأسهم ٨٪ حتى يتوقع السوق نموًّا اسميًّا طويل الأجل في الأرباح بنسبة ٤,٧٪ (نمو حقيقي للأرباح بنسبة ٢,٧٪ تقريبًا وتضخم بنسبة ٢٪).

وأيًّا كان مستوى علاوة مخاطر الأسهم المستخدم، فيبدو أن النمو المُقدَّر (أو المتوقع) الطويل الأجل قد انخفض انخفاضًا مطردًا في العقد الماضي أو نحو ذلك. لذا، رغم أن انخفاض عوائد السندات، وفي الحالات القصوى العوائد السالبة القيمة، قد يعني انخفاض سعر الخصم للأسهم، وبالتبعية ارتفاع التقييمات، فإن تباطؤ النمو الطويل الأجل يعمل على تعويض هذا التأثير. وإذا كان من المتوقع أن ينخفض النمو، فسينخفض أيضًا النمو الطويل الأجل للتدفقات النقدية أو الأرباح في قطاع الشركات.

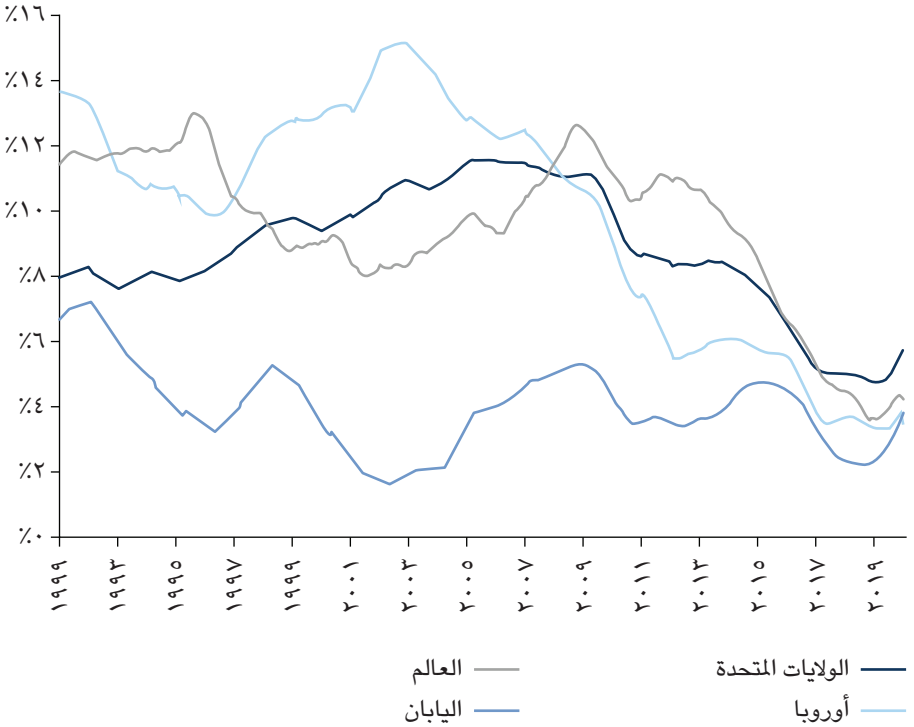
وهنا يظهر السؤال الآتي: هل هناك مبرر لخفض توقعات النمو؟ قد لا يكون الأمر بالسوء الذي يبدو عليه. فقد حققت اليابان، في نهاية المطاف، ناتجًا محليًّا إجماليًّا اسميًّا يقترب من الصفر على مدى العقود الأخيرة (ويخشى المستثمرون أن تشير بيئة العوائد السالبة القيمة على السندات في أوروبا حاليًّا إلى أننا من المرجح أن نشهد شيئًا مماثلًا في المستقبل في أوروبا وربما في أماكن أخرى).



شكل ١٠-٨: استخدام علاوة مخاطر الأسهم بنسبة ٣,٥٪ في نموذج خصم الأرباح ذي المرحلة الواحدة يشير إلى أن نسبة النمو السنوي لتوزيعات أرباح كل سهم في السوق تقل عن ٠٪ (أي النمو الضمني لتوزيعات الأرباح من نموذج خصم الأرباح ذي المرحلة الواحدة، باستخدام علاوة مخاطر الأسهم البديلة).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

وبالنظر إلى نمو الإيرادات، فقد اتجهت معدلات النمو التاريخية نحو الانخفاض في السنوات الأخيرة (انظر شكل ١٠-٩). وتفوقت بقية دول العالم، ومن بينها أوروبا، بسهولة على اليابان في تسعينيات القرن العشرين والعقد الأول من القرن الحادي والعشرين، على الرغم من تضاؤل الفجوة.

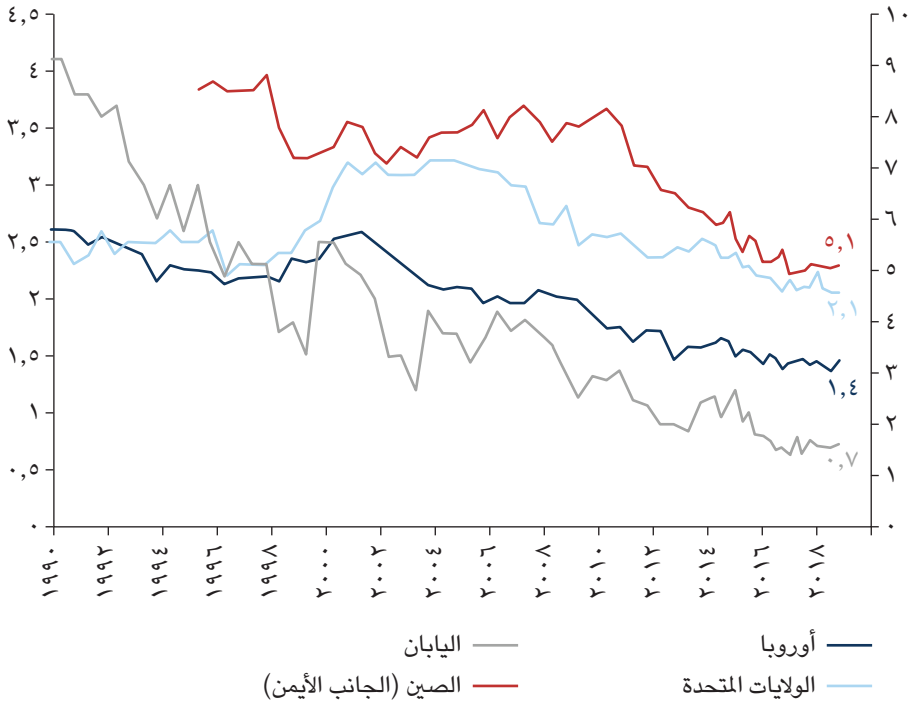
ينتج انخفاض نمو الإيرادات من انخفاض التضخم وضعف النمو الاقتصادي الحقيقي على مدى العقد الماضي. علاوةً على ذلك، تراجعت التوقعات الجماعية بشأن نمو



شكل ١٠-٩: تباطؤ نمو المبيعات في أوروبا واقترابه حاليًّا من مستوى اليابان (متوسط معدل نمو المبيعات المتداول على مدى ١٠ سنوات، حسب المنطقة؛ العملة المحلية، عالميًّا بالدولار الأمريكي).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

إجمالي الناتج المحلي المتوسط الأجل تدريجيًّا، من ٢,٥٪ في منتصف تسعينيات القرن العشرين إلى ما يقرب من ١٪ لمنطقة اليورو اليوم.

إن إلقاء نظرة على توقعات خبراء الاقتصاد الجماعية الطويلة الأجل (من ٦ إلى ١٠ سنوات) يُظهِر أنه منذ الأزمة المالية، تراجعت توقعات نمو إجمالي الناتج المحلي الحقيقي الطويل الأجل، على الرغم من التيسيرات القوية للسياسات النقدية وتطبيق التيسير الكمي، وفي حالة الولايات المتحدة، الزيادة الكبيرة في الإنفاق المالي (انظر شكل ١٠-١٠).

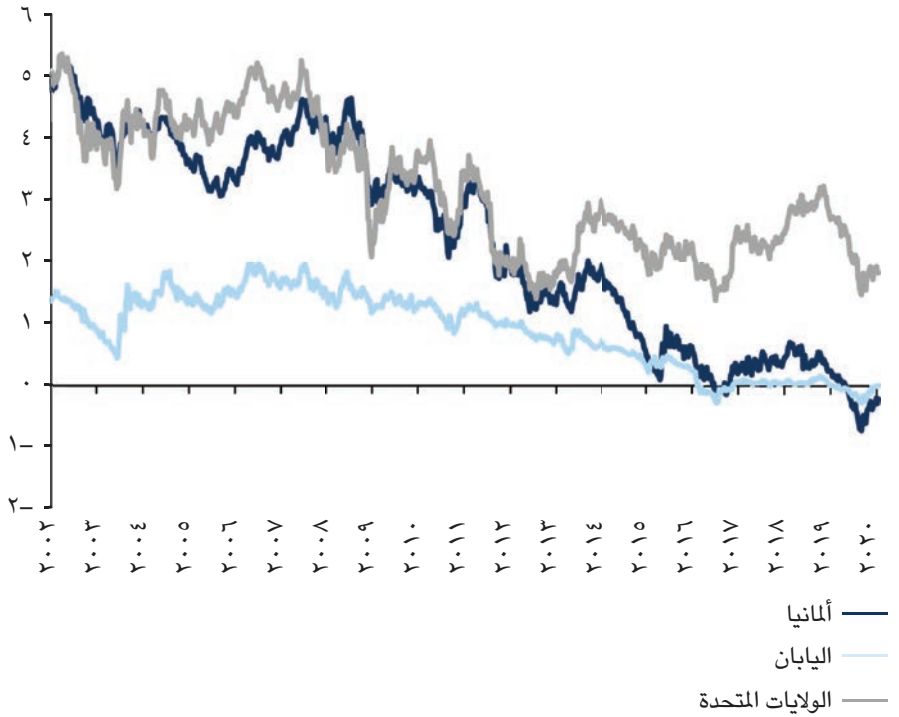


شكل ١٠-١٠: تراجع توقعات نمو إجمالي الناتج المحلي العالمي الحقيقي الطويل الأجل إلى أدنى مستوًى لها على الإطلاق (نمو إجمالي الناتج المحلي الطويل الأجل [من ٦ إلى ١٠ سنوات] بإجماع آراء خبراء الاقتصاد).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

في السياق العام لتراجع توقعات النمو على مستوى العالم، شهدت أوروبا واليابان أكبر انخفاض للعوائد، بالإضافة إلى أعلى حصة من عوائد السندات العالمية السالبة القيمة (انظر شكل ١٠-١١).

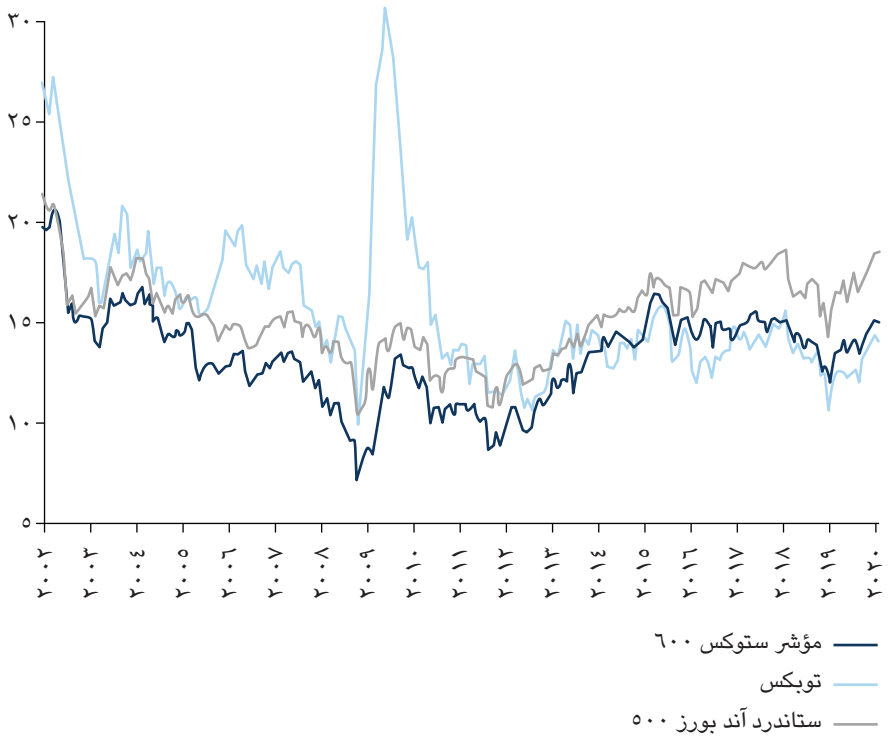
ورغم أن النظرية ربما كانت ستقترح أن مثل هذه الانخفاضات الكبيرة في أسعار الفائدة الخالية من المخاطر كانت سترفع القيمة الحالية للتدفقات النقدية المستقبلية، وتدفع التقييمات في الأسهم إلى الارتفاع، فإن العكس في الواقع صحيح. فنسبة السعر إلى الأرباح تتساوى في سوق الأسهم بأوروبا واليابان، لكن تنخفض نسبة كلٍّ منهما عن

سوق الأسهم الأمريكية، التي تتمتع بعوائد سندات أعلى. تفسير ذلك أن عوائد السندات السالبة القيمة في كلٍّ من اليابان وألمانيا ترتبط بتراجع توقعات النمو الطويل الأجل (انظر شكل ١٠-١٢)



شكل ١٠-١١: تقارب العوائد الألمانية مع المستويات اليابانية (وما دونها) (نسبة عائد السندات الحكومية لأجل ١٠ سنوات).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

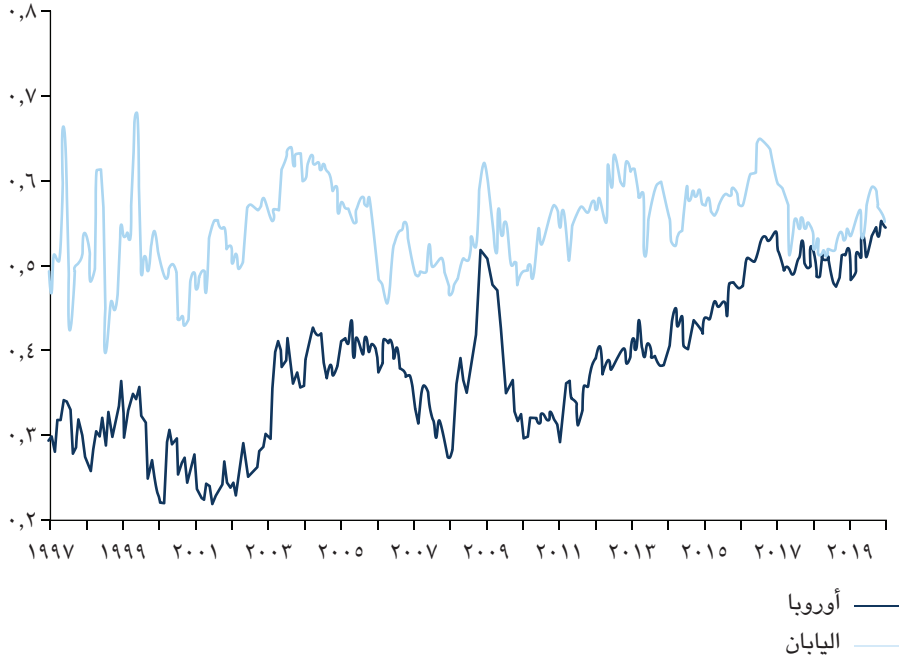
إن تباطؤ معدل النمو الطويل الأجل في أرباح الشركات، وهو التطور الذي حدث في اليابان لمدة ٢٠ عامًا، بدأ يظهر أيضًا في أوروبا مع انخفاض عوائد سنداتها، مثل تلك في اليابان، إلى ما دون الصفر (انظر شكل ١٠-١٣).



شكل ١٠-١٢: تماثل نسبة السعر إلى الأرباح في أوروبا واليابان (نسبة السعر إلى الأرباح في اثني عشر شهرًا قادمة).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

ومن بين الآثار المترتبة على هذا الأمر التحديات التي واجهتها هوامش البنوك. فقد تعثر أداء البنوك أمام ضعف نمو القروض وأسعار الفائدة السالبة القيمة. على سبيل المثال، في دراسة أُجريَت على ٦٥٥٨ بنكًا من ٣٣ دولة من دول منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بين عامَي ٢٠١٢ و٢٠١٦، أظهرت الأبحاث أن تطبيق سياسة أسعار الفائدة الصفرية أدى إلى تقليص الإقراض المصرفي.[5] ومن المثير للاهتمام أنه عند مقارنة الأداء النسبي للبنوك بأسواق الأسهم الأوسع نطاقًا، يتضح أن أداء البنوك اليابانية كان دون المستوى على نحو ثابت إلى حد ما منذ نهاية أزمتها المالية في عام ١٩٩٠ وبداية انخفاض النمو

وأسعار الفائدة السالبة القيمة. وقد ظهر نمط مماثل في أوروبا منذ بداية الأزمة المالية الأخيرة في عام ٢٠٠٨ وانخفاض النمو وأسعار الفائدة السالبة القيمة التي أعقبت ذلك.



شكل ١٠-١٣: انخفاض نمو نصف سوق اليابان على مدى السنوات العشرين الماضية؛ وتكرر الأمر نفسه مؤخرًا في أوروبا (النسبة المئوية للشركات ذات النمو المنخفض حيث من المتوقع أن تنمو المبيعات بنسبة تقل عن ٤٪ في السنة المالية الثالثة).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

أسعار الفائدة الصفرية والمعلومات الديموجرافية

في كلتا الحالتين، قد تكون عوائد السندات المنخفضة هذه ناتجة عن عوامل هيكلية أخرى مرتبطة بالديموجرافيا. وكما يظهر في شكل ١٠-١٤، فإن الصورة الديموجرافية الطويلة الأجل في كلٍّ من أوروبا واليابان، حيث عوائد السندات أقل من الصفر في كلٍّ منهما، تشير

أيضًا إلى أن سن السكان يتقدم على نحو أسرع. وتزعم فرضية دورة حياة الاستثمار (موديلياني وبرومبرج ١٩٨٠) أن الناس يقترضون أكثر عندما يكونون صغارًا في السن ويدخرون أكثر عندما يكبرون؛ ومع تزايد نسبة كبار السن أو متوسطي العمر، ينبغي أن يزيد الطلب على الأصول الآمنة المُدرَّة للدخل (مثل السندات الحكومية)، ما من شأنه أن يدفع الأسعار إلى الارتفاع، والعوائد إلى الانخفاض. وقد زعم آخرون أن نسبة السكان المتوسطي العمر إلى الشباب تساعد في تفسير مستوى أسعار الفائدة الطويلة الأجل.[6]

أسعار الفائدة الصفرية والطلب على الأصول الخطرة

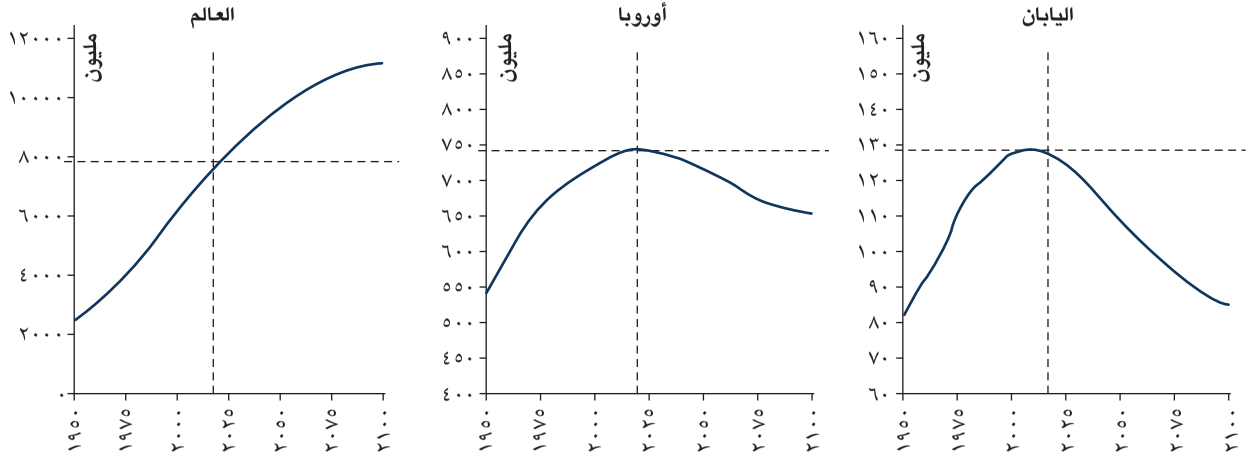
أحد الجوانب الأخرى المثيرة للاهتمام في أسعار الفائدة الصفرية أو السالبة القيمة هو تأثيرها على تفضيل مؤسسات الاستثمار الطويل الأجل، مثل صناديق المعاشات وشركات التأمين، للأصول الخطرة.

ومن الآثار الرئيسية التي واجهتها هذه المؤسسات عند انخفاض أسعار الفائدة زيادة صافي القيمة الحالية للالتزامات المستقبلية (أي القيمة المخفضة للتدفقات النقدية المستقبلية) لخطة تقاعد أو شركة تأمين. وفيما يتعلق بخطة معاشات تقليدية محددة المزايا، فإن انخفاض عائد السندات الطويلة الأجل بمقدار ١٠٠ نقطة أساس قد يعني، مع ثبات كل العوامل الأخرى، زيادة فورية في الالتزامات بنحو ٢٠٪.[7]

من النتائج المحتملة لهذا الأمر اضطرار هذه المؤسسات إلى زيادة حجم الأصول الخطرة من أجل تلبية أهداف العوائد الطويلة الأجل. وعلى حد تعبير منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية: «الشاغل الرئيسي بشأن التوقعات هو مدى انخراط صناديق المعاشات وشركات التأمين، أو احتمال انخراطها، في «البحث عن العائد» بحثًا مفرطًا في محاولة لمضاهاة مستوى العوائد التي وُعد بها المستفيدون أو حاملو الوثائق عندما كانت الأسواق المالية تقدم عوائد أعلى، وهو ما قد يؤدي إلى زيادة مخاطر حدوث تعسر مالي.»[8]

هناك دلائل تشير إلى تأثر الولايات المتحدة بهذا الأمر، حيث تحملت المؤسسات في المجمل مزيدًا من المخاطر مع انخفاض أسعار الفائدة الخالية من المخاطر ومعدلات التمويل.[9] وأظهرت مؤشرات أخرى أن السعي إلى تحقيق العوائد لا يقتصر على المؤسسات فقط، بل ينطبق على المستثمرين كذلك.[10]

وهناك أيضًا تداعيات واسعة النطاق على صناديق المعاشات. فقد تأثرت الشركات التي تتحمل التزامات معاشات مستقبلية كبيرة تأثرًا شديدًا بالأزمة والانخفاضات التي



شكل ١٠-١٤: سوف يتراجع عدد السكان في كلٍّ من أوروبا واليابان في العقود المقبلة ولكن بوتيرة أسرع في اليابان.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

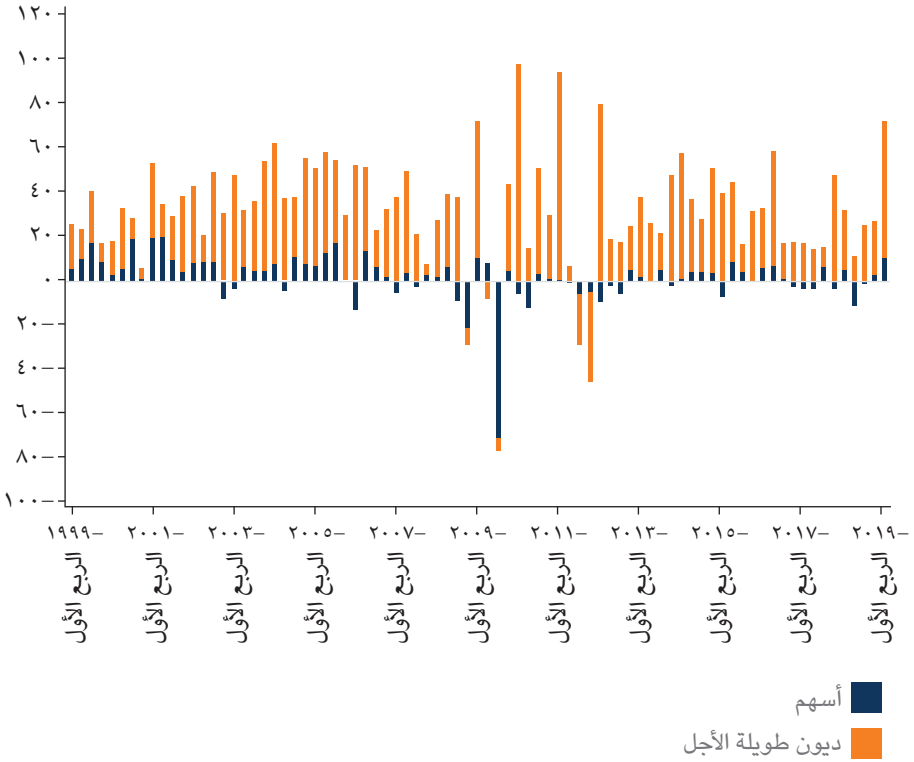
تلتها في أسعار الفائدة (التي أدت إلى زيادة صافي القيمة الحالية للعجز).[11] وفيما يخص شركات التأمين، فإن انخفاض أسعار الفائدة قد يهدد العوائد المضمونة لعقود التأمين على الحياة، ويجعلها أقل قدرة على الصمود في مواجهة الركود أو مقيدة بعوائد منخفضة هيكليًّا إذا زاد حجم استثماراتها في السندات الحكومية.[12]

في بعض المناطق، وخاصةً في أوروبا، تتسبب المخاطر العالية المرتبطة بأسهم شركات المعاشات والتأمين لأغراض تنظيمية في جعل زيادة حجم الاستثمارات في الأصول الخطرة أمرًا صعبًا للغاية. وأحد التأثيرات المحتملة لهذا الأمر أن الطلب المتزايد على السندات، من خلال الحاجة إلى التحوط من مخاطر أسعار الفائدة والالتزامات، يفرض مزيدًا من الضغوط الخافضة لعوائد السندات. وقد يؤدي هذا بدوره إلى تفاقم مشكلة التمويل فيما يخص صناديق المعاشات وشركات التأمين، فضلًا عن فرض مزيد من الضغوط الخافضة لعوائد السندات بوجه عام. وفي الواقع، وكما يظهر في شكل ١٠-١٥، واصلت شركات المعاشات والتأمين الأوروبية في المجمل التركيز على استثمارات الديون مثل السندات الحكومية في السنوات الأخيرة حتى مع انخفاض عوائد السندات إلى ما دون الصفر.

ختامًا، يمكننا أن نستخلص عدة ملاحظات حول عوائد السندات الصفرية أو السالبة القيمة:

- لقد كان الانهيار في عوائد السندات العالمية منذ الأزمة المالية حدثًا لم يسبق له مثيل، ونتج عنه عوائد سالبة القيمة لنحو ربع السندات الحكومية. وقد عكس هذا الانهيار أمرين: أولهما تراجع توقعات التضخم بسبب انخفاض النمو، والثاني تأثير التيسير الكمي وخفض علاوة الأجل على توقعات التضخم.
- عوائد السندات عند الحد الصفري لا تفيد بالضرورة الأسهم. وبوجه عام، تشير تجربة اليابان وأوروبا على وجه الخصوص إلى أن انخفاض عوائد السندات قد تسبب في ارتفاع علاوة مخاطرة الأسهم المطلوبة؛ أي العائد الإضافي الذي يطلبه المستثمرون لتحمل المخاطر وشراء الأسهم مقارنةً بالسندات الحكومية الخالية من المخاطر.
- قد تؤثر عوائد السندات الصفرية أو السالبة القيمة على الدورة من خلال جعلها أقل تقلبًا، ولكن في الوقت نفسه يتسبب ذلك في جعل الأسهم أكثر تأثرًا بتوقعات النمو الطويلة الأجل. إذا أدت الصدمة إلى حدوث ركود، فقد نشهد تأثيرًا سلبيًّا على تقييمات الأسهم أعظم بكثير مما شهدناه في الدورات الماضية.

تحت الصفر: تأثير انخفاض عوائد السندات



شكل ١٠-١٥: تستمر صناديق المعاشات والتأمين في التركيز على استثمارات الديون (وتتجاهل الأسهم إلى حد كبير) (مليار يورو، تدفقات ربع سنوية إلى الأسهم والديون الطويلة الأجل من جانب صناديق المعاشات والتأمين في منطقة اليورو).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

- تتعرض صناديق المعاشات وشركات التأمين لخطر عدم تطابق الالتزامات مع انخفاض عوائد السندات إلى الصفر أو دون ذلك. وقد يؤدي هذا إلى تحمل بعض المؤسسات لقدر كبير من المخاطر من أجل تحقيق العوائد المضمونة، ولكنه قد يؤدي أيضًا إلى زيادة الطلب على السندات مع انخفاض العوائد؛ مما يؤدي إلى انخفاض أكبر لعوائد السندات.

الفصل الحادي عشر

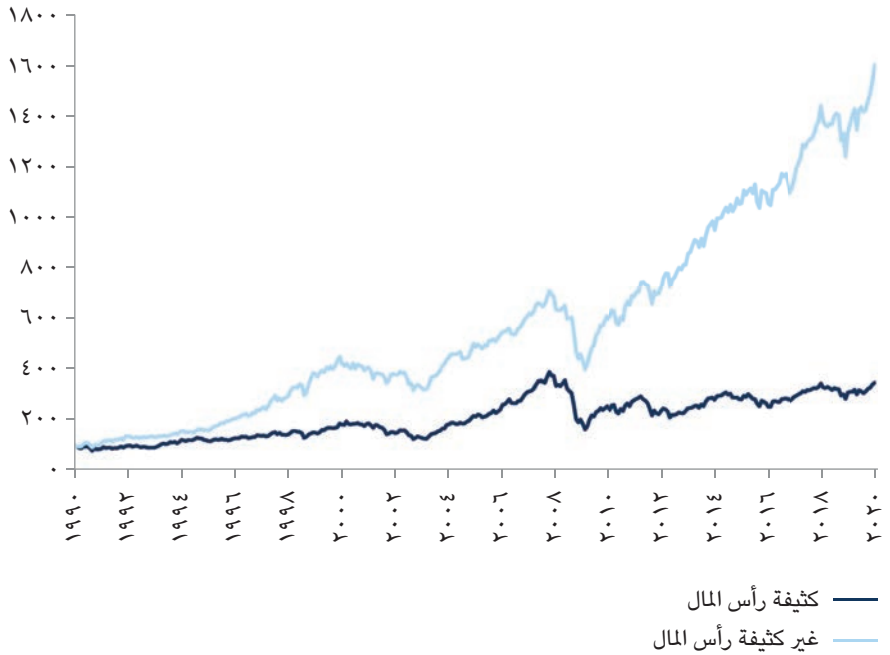
تأثير التكنولوجيا على الدورة

ناقشتُ في الفصل التاسع التغييرات التي طرأت على الدورة منذ الركود العظيم في عام ٢٠٠٨ والأزمة المالية التي أعقبت ذلك. ورغم أن هذه الدورة الاقتصادية كانت ضعيفة، فقد كانت أطول من المعتاد. وفي الوقت نفسه، كانت دورة سوق الأسهم أقوى.

ساهم تباطؤ نمو إجمالي الناتج المحلي الاسمي مقارنةً بالدورات السابقة، إلى جانب انخفاض التضخم، في تقدم أرباح الشركات تقدمًا ضعيفًا. ولكن لم تشهد جميع مجالات قطاع الشركات نموًّا بطيئًا في الأرباح. لقد كان مجال التكنولوجيا هو الاستثناء. فقد اكتسب تأثير التكنولوجيا على سوق الأسهم ودورتها اهتمامًا على مدى العقد الماضي نظرًا لزيادة حجم شركات التكنولوجيا ونفوذها، خاصة في الولايات المتحدة. وكما ناقشنا في الفصل التاسع، كانت التكنولوجيا القطاع الذي حقق أقوى نمو في الأرباح منذ الأزمة المالية.

تتسم التغيرات السريعة في التكنولوجيا في الثورة الرقمية، التي يُشار إليها أحيانًا باسم الثورة الصناعية الثالثة، بأنها جذرية. وقد كان لها تأثير كبير على كيفية تطور دورة الأسهم منذ الأزمة المالية، كما ساهمت في توسيع الفجوة بين الفائزين والخاسرين النسبيين في سوق الأسهم.

لقد كان لقدرة شركات التكنولوجيا على الاستفادة من منتجاتها مع استخدام رأس مال أقل في أعمالها تأثير كبير على الأداء النسبي للقطاعات والشركات في هذه الدورة. على سبيل المثال، بإجراء مقارنة بسيطة بين الصناعات الكثيفة رأس المال والصناعات ذات رأس المال الأقل كثافة، يتضح مدى تمتع القطاعات «القليلة» رأس المال بعوائد أقوى منذ الأزمة المالية (انظر شكل ١١-١).



شكل ١١-١: ضعف أداء القطاعات الكثيفة رأس المال منذ الأزمة المالية (الإجمالي العالمي).
ملحوظة: القطاعات الكثيفة رأس المال: التشجير والورق، المعادن الصناعية والتعدين، السيارات وقطع الغيار، السلع الترفيهية، البناء ومواد البناء، معدات النفط وخدماته، شركات الاتصالات للخطوط الثابتة والمتنقلة، الكهرباء والغاز والمياه والمرافق المتعددة؛ والقطاعات غير كثيفة رأس المال: شركات إنتاج الأغذية والمشروبات، السلع المنزلية وبناء المنازل، السلع الشخصية، التبغ، متاجر التجزئة العامة، معدات وخدمات الرعاية الصحية، الأدوية والتكنولوجيا الحيوية، البرمجيات وخدمات الكمبيوتر، الأجهزة والمعدات التكنولوجية.
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

ظهور التكنولوجيا وأوجه الشبه التاريخية

نظرًا لنجاح قطاع التكنولوجيا وهيمنته، تبدو ثورة التكنولوجيا اليوم حدثًا غير مسبوق. وفقًا للعديد من التقديرات (راجع سين تف ٢٠١٣)، أُنتِجَ ٩٠٪ من البيانات العالمية على مدى العامين الماضيين.[1] ويتمتع أكثر من نصف سكان العالم الآن بإمكانية الوصول إلى

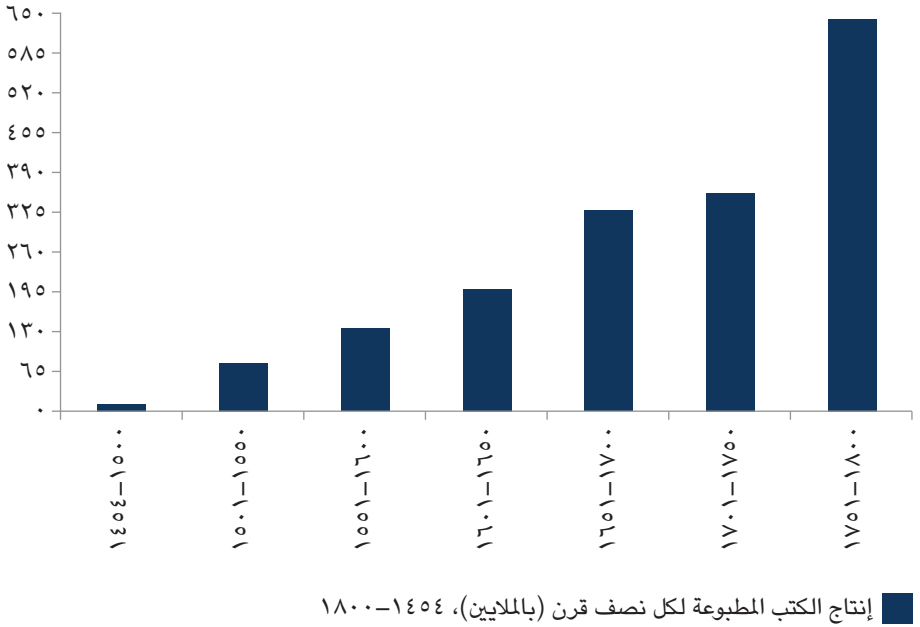
الإنترنت، وقد تطورت هذه القفزة التي بدأت من لا شيء في أقل من ٣٠ عامًا. إن الطفرة التي حدثت في البيانات والتخزين السحابي لا تؤثر في الشركات التي تعزز التكنولوجيا فحسب، بل أيضًا تلك التي تستخدمها لتعطيل الشركات التي تتبع الطرق التقليدية في إنجاز أعمالها.

ومع ذلك، تتشابه العديد من خصائص الثورة التكنولوجية الرقمية الحالية مع فترات أخرى من الابتكار التكنولوجي السريع في الماضي؛ مما يساعد في وضع الاتجاهات التي نشهدها في الدورة الحالية في سياقها الصحيح.

آلة الطباعة وثورة البيانات الكبرى الأولى

نتج عن اختراع آلة الطباعة في عام ١٤٥٤ حدوث أحد أقدم وأهم موجات التكنولوجيا التي أحدثت ثورة في الطريقة التي تعمل بها اقتصادات العالم، والطريقة التي يعمل بها الناس ويتواصلون فيما بينهم. وقد أدت هذه التكنولوجيا إلى حدوث طفرة في المعلومات (على غرار طفرة البيانات التي حدثت في السنوات الأخيرة)؛ الأمر الذي نتج عنه تمهيد الطريق أمام عصر التنوير والعديد من التقنيات الأخرى التي غيَّرت حياة الإنسان (أو «التطبيقات الرائدة» كما يُشار عادةً إليها اليوم). فقبل اختراع آلة الطباعة، كانت المعلومات تُكتَب بخط اليد (في مخطوطات)، وكان تدوينها والوصول إليها يخضعان لسيطرة الكنيسة المشددة. ومع ظهور آلة الطباعة، نما حجم البيانات المتاحة بقدر كبير، ومعه انهارت تكلفة المعلومات (هل يبدو ذلك مألوفًا؟). وفقًا لبحث أجراه بورينج وفان زاندن (٢٠٠٩)،[2] فقد ارتفع عدد الكتب المنشورة من لا شيء إلى نحو ثلاثة ملايين كتاب سنويًّا بحلول عام ١٥٥٠ في أوروبا، وهو ما يفوق العدد الإجمالي للمخطوطات (الكتب السابقة للطباعة) التي دُوِّنت في القرن الرابع عشر بأكمله (انظر شكل ١١-٢). وبحلول عام ١٨٠٠، كان قد نُشر ٦٠٠ مليون كتاب. وكما حدث مع كل الابتكارات التكنولوجية، انهارت أسعار الكتب مع انخفاض تكاليف الإنتاج. وتبع ذلك تغيرات اجتماعية ومجتمعية هائلة.

على غرار الإنترنت اليوم، عملت آلة الطباعة كنقطة انطلاق لتطوير العديد من التقنيات المهمة الأخرى، التي بدورها حفزت ظهور مشاريع تجارية وصناعية جديدة، وفي الوقت نفسه عطلت الصناعات التقليدية وأجبرت كثيرًا منها على التغيير والتطور.



شكل ١١-٢: ثورة البيانات العظيمة؛ طفرة إنتاج الكتب (أدى اختراع الكتب المطبوعة إلى نمو هائل في البيانات وظهور تقنيات أخرى). (المصدر: ماكس روزر (٢٠١٧)، «الكتب». منشور على الإنترنت على OurWorldInData.org.)

ثورة السكك الحديدية والبنية التحتية المتكاملة

يمكن العثور على أوجه تشابه أخرى مع الموجة الحالية من الابتكارات في الثورة الصناعية، عندما كانت التكنولوجيا مرة أخرى المحرك الرئيسي للنمو. فقد تطوَّر العديد من هذه التقنيات بعضها من بعض، واعتمد بعضها على بعض، تمامًا كما تعتمد الهواتف الذكية اليوم على الإنترنت، والعكس صحيح. وقد ثبت أن تأثير الشبكة للابتكار محوري بعد اختراع آلة الطباعة وأثناء ثورة السكك الحديدية. وخلال الثورة الصناعية، حفز النجاح الاستثنائي ونمو السكك الحديدية ظهور كثير من الفرص. وفي عام ١٨٣٠، كان لدى إنجلترا ٩٨ ميلًا من خطوط السكك الحديدية؛ وبحلول عام ١٨٤٠، زاد هذا الرقم إلى

نحو ١٥٠٠ ميل، وبحلول عام ١٨٤٩، أصبح نحو ٦٠٠٠ ميل من السكك الحديدية التي تربط بين جميع مدنها الرئيسية.[3]

نتج عن القروض الميسرة والتكنولوجيا (الثورية) الجديدة حدوث طفرة في الاستثمار، التي بدورها كانت لها آثار متتابعة على زيادة عدد المصانع والتحضر وظهور أسواق تجزئة جديدة، ولم يكن السبب الحقيقي وراء حدوث كل هذه الأمور واضحًا في ذلك الوقت. وقد ساعد مد خطوط القطارات في نمو البنية التحتية للتلغراف في أربعينيات القرن التاسع عشر. وفي غضون ١٠ سنوات، أصبح إرسال البرقيات (الذي لم يكن ممكنًا في السابق) جزءًا من الحياة اليومية (وهو ما يشبه قليلًا تنامي الإنترنت بين تسعينيات القرن العشرين والعقد الأول من القرن الحادي والعشرين). وبحلول منتصف ستينيات القرن التاسع عشر، كانت لندن متصلة بنيويورك، وبعد ١٠ سنوات كان من الممكن إرسال الرسائل بين لندن وبومباي في غضون دقائق. وأصبحت شركات البرق والتلغراف قوية جدًّا؛ وأُنشئت شركة إيه تي آند تي (١٨٨٥).

أسفرت تقنيات أخرى عن زيادة هائلة في الطلب وجذب عدد كبير من الوافدين الجدد. فمع انطلاق البث الإذاعي، زاد بسرعةٍ الطلب على أجهزة الراديو. وبين عامَي ١٩٢٣ و١٩٣٠، اشترى ٦٠٪ من الأُسر الأمريكية أجهزة راديو؛ مما أدى إلى حدوث طفرة في محطات الراديو. وفي عام ١٩٢٠، هيمنت شركة كيه دي كيه إيه على البث الإذاعي الأمريكي، ولكن بحلول عام ١٩٢٢، افتُتحَت ٦٠٠ محطة إذاعية في جميع أنحاء الولايات المتحدة.

شهدنا أنماطًا مماثلة في طفرة التكنولوجيا في تسعينيات القرن العشرين، حيث أدى الاعتقاد بأن من شأن التكنولوجيا أن تعزز استخدام البيانات إلى حدوث زيادة كبيرة في قيمة شركات الاتصالات والإعلام، فضلًا عن شركات التكنولوجيا الجديدة. وكما اتضح في النهاية، لم ينجح في مجالات التكنولوجيا الناشئة الشركات التي توقع الناس نجاحها، أو حتى تلك التي كانت موجودة، في الموجة الأولى. وعلاوةً على ذلك، تعرضت شركات اتصالات وإعلام كثيرة للاضطراب بسبب الابتكارات التكنولوجية نفسها التي كان من المتوقع قبل ٢٠ عامًا أن تكون سببًا في حدوث تغيرات جذرية. فخلال طفرة السكك الحديدية، تمخض اختراع المحرك البخاري عن إنشاء السكك الحديدية، ثم أتاح تأثير الشبكة والتواصل تطوير تقنيات أخرى. وكان هذا النمط واضحًا أيضًا على مدى العقدين الماضيين. فقد مهَّد تطور الإنترنت وانتشاره السريع الطريق أمام تطور الهواتف الذكية

وانتشارها السريع. وقد أدى هذا في حد ذاته إلى ظهور قطاع من الشركات القائمة على التطبيقات المستخدمة على هذه الهواتف (على سبيل المثال، الثورة التي حدثت في خدمات سيارات الأجرة وتوصيل الطعام)، ومن هنا ظهر مصطلح «إنترنت كل شيء» (أي عالم الأجهزة المتصلة).

الكهرباء والنفط، وقود القرن العشرين

من الأمثلة الأخرى على موجات الابتكار غير العادية النمو السريع في توليد الكهرباء في أوائل القرن العشرين. ففي الولايات المتحدة في عام ١٩٠٠، لم تتعدَّ نسبة الطاقة الميكانيكية المولدة بالكهرباء مقارنةً بالبخار أو الماء ٥٪ (بعد أن ارتفعت من ١٪ فقط في عام ١٨٩٠). وبحلول عشرينيات القرن العشرين، وصلت الكهرباء إلى نصف الشركات وما يقرب من نصف المنازل. وكما حدث مع موجات التكنولوجيا الأخرى التي سبقتها، انهارت الأسعار. وانخفض السعر الحقيقي للكهرباء بنحو ٨٠٪ بين عامَي ١٩٠٠ و١٩٢٠؛[4] مما أتاح نمو العديد من المنتجات الأخرى ذات الصلة (على سبيل المثال، الراديو).

التكنولوجيا: الاضطراب والتكيف

ثَمة اعتبار آخر للابتكار التكنولوجي وتأثيره على الصناعة، هو أن المستثمرين غالبًا ما ينظرون إلى التأثير الهدام للتكنولوجيا، مفترضين أنها ستحل محل الصناعة القائمة، ولكنهم غالبًا ما يجدون أن تأثيرها تكميلي وليس هدامًا. على سبيل المثال، عندما هيمنت السكك الحديدية على التكنولوجيا في القرن التاسع عشر، كانت هناك مخاوف من أن الخيول لن تكون مطلوبة بعد ذلك. ولكن في واقع الأمر، تسببت السكك الحديدية في تزايد الطلب على الخيول؛ لأنه ظلت هناك حاجة إلى النقل إلى الوجهة النهائية أو إلى وجهة البداية لمحطة السكك الحديدية.[5] إن «مشكلة الميل الأول» هذه لها أوجه تشابه مثيرة للاهتمام مع مشكلات اليوم، حيث أصبحت حلول التنقل والتوصيل مطلوبة مع انتقال الطلب إلى الإنترنت. على سبيل المثال، يمكن شراء الطعام على نحو متزايد عبر الإنترنت، ولكن التوصيل إلى المنزل يتم غالبًا عن طريق الدراجات النارية والدراجات والسيارات؛ ويصح الأمر نفسه فيما يتعلق بعمليات شراء المنتجات عبر الإنترنت. وهذا بدوره يخلق شركات جديدة يمكنها استخدام منصات التكنولوجيا لحل هذه المشكلات اللوجستية بكفاءة أكبر. وقد ظهر اتجاه مماثل في الحلول الجديدة في المدن لمشاركة الدراجات والدراجات النارية

الصغيرة. لذا يبدو أن حل المشكلات التي تخلقها التقنيات الجديدة يوفر أيضًا الأساس لظهور فرص جديدة.

بالإضافة إلى توفير فرص جديدة، غالبًا ما تحل التكنولوجيا الجديدة محل بعض أشكال التكيف داخل الصناعات التقليدية. على سبيل المثال، عندما ظهرت الساعات الرقمية في سبعينيات القرن العشرين، كان من المتوقع على نطاق واسع أن تختفي الساعات الميكانيكية. كانت هذه المخاوف في غير محلها، حيث أجرت شركات صناعة الساعات التقليدية تحديثات في منتجاتها، واستفادت من الاتجاه نحو الجودة والحنين إلى الماضي. وحققت الصناعة في سويسرا وحدها إيرادات بلغت ٢١,٨ مليار فرنك سويسري في عام ٢٠١٨.[6] ينطبق الأمر نفسه على السينما. فقد أدى ظهور تقنية الفيديو في ثمانينيات القرن العشرين، ثم أقراص الدي في دي في عام ١٩٩٧، إلى توقع إغلاق دور السينما نظرًا لسهولة مشاهدة الأفلام في المنزل. ومجددًا طوَّرت السينما من نفسها وأصبحت قطاعًا سريع النمو في مجال الترفيه، حيث حققت مبيعات التذاكر العالمية رقمًا قياسيًّا بلغ ٤١,٧ مليار دولار في عام ٢٠١٨.[7] حتى إن أسطوانات الفينيل بدأت تظهر مرة أخرى بين جيل الشباب الذين ينجذبون إلى الأشياء العتيقة المظهر، وبيع أكثر من ٤ ملايين ألبوم مطابق لشروط التصنيفات في المملكة المتحدة وحدها في عام ٢٠١٨.[8]

التكنولوجيا والنمو في الدورة

أحد جوانب طفرة التكنولوجيا الحالية التي هيمنت على دورة الأسهم في السنوات العشر الماضية أو نحو ذلك هو انخفاض النمو الاقتصادي ونمو الإنتاجية عمومًا. وقد زعم البعض أن هذا يشكل مفارقةً ويوضح التأثير المحدود لمثل هذه التقنيات، وأن أسعار الأسهم لا بد أنها قد بالغت في تقدير إمكاناتها. ولكن هناك أدلة قوية من التاريخ بأن موجات التكنولوجيا السابقة أسفرت أيضًا عن تباطؤ نمو الإنتاجية والنشاط الاقتصادي أكثر مما يُعتقد عمومًا. على سبيل المثال، رغم أن جيمس وات سوَّق محركًا فعالًا نسبيًّا في عام ١٧٧٤، لم تظهر أول قاطرة بخارية ناجحة تجاريًّا إلا في عام ١٨١٢، ولم يتسارع نصيب الفرد من الناتج في بريطانيا بوضوح إلا في ثلاثينيات القرن التاسع عشر.

أظهرت دراسات أكاديمية عديدة أن التحسن في الإنتاجية في بريطانيا في أواخر القرن التاسع عشر كان ضئيلًا.[9] وكان نمو الإنتاجية بطيئًا خلال العقود الأخيرة من القرن الثامن عشر، ولم يتحسن إلا في عام ١٨٣٠. ومع ذلك، فإن هذا يُفضي إلى الرأي القائل بأن التغيرات التكنولوجية الأولية غالبًا ما تستغرق وقتًا طويلًا لتؤثر في الاقتصاد بأكمله.

يمكن ملاحظة نمط مماثل في عصر الكهرباء في ثمانينيات القرن التاسع عشر. ولم تُسفر هذه الابتكارات عن مكاسب إنتاجية كبيرة حتى عشرينيات القرن العشرين، عندما أُدركَت إمكانيات إعادة هيكلة المصانع.[10] في الواقع، من المحتمل أن نشهد تأثيرًا مماثلًا بعد ثورة تكنولوجيا المعلومات (انظر ديفيد ورايت ٢٠٠١). ولذا من المنطقي أن الثورة الرقمية لم تنجح بعدُ في تعزيز الإنتاجية.[11]

غالبًا ما تتمتع التقنيات الجديدة بإمكانات هائلة لنمو الإنتاجية، ولكن قد يكون من الصعب اعتمادها بكفاءة إلى أن يتم إعادة هيكلة عملية التصنيع، وفي كثير من الحالات، يقتضي الأمر وجود معيار عالمي للتقنية. وفي الوقت نفسه، يمكن أن تتسبب الحاجة إلى إنشاء قاعدة مستخدمين ضخمة من أجل تحقيق تأثيرات الشبكة في إعاقة انتشار التقنية في البداية وبالتبعية في إبطاء زيادة الإنتاجية. كان استخدام المحرك البخاري والفحم للصهر أيضًا عرضة لتأثيرات الشبكة هذه. وفي نهاية المطاف، كان نقل الفحم بمثابة دفعة كبيرة للنمو والإنتاجية، ولكن لم يكن من الممكن اعتماده بالكامل إلا بعد إنشاء شبكات النقل. وبالمثل، لم يكن يمكن تعويض التكاليف الثابتة الكبيرة للاستثمار إلا عندما بدأ عدد كافٍ من المستخدمين الجدد في الاعتماد على مصدر الطاقة الجديد. وفي الوقت نفسه، تطلب استخدام الطاقة البخارية بناء مصانع ثم بناء قنوات لتسهيل نقل المواد الخام والمنتجات النهائية. وعلى نحو مماثل، قد يكون الانتقال من محركات الاحتراق الداخلي إلى المحركات الكهربية أمرًا ممكنًا من الناحية الفنية، ولكنه يتطلب نظامًا متكاملًا لإمداد الطاقة ومحطات الشحن قبل اعتماده اعتمادًا كاملًا.

في ثمانينيات القرن العشرين، انتشرت على نطاق واسع مخاوف بشأن نقص نمو الإنتاجية، وبالتبعية سوء تقدير الشركات المرتبطة بالتكنولوجيا. وفي عام ١٩٨٧، صرَّح روبرت سولو، الحائز على جائزة نوبل، بأنه «يمكنك رؤية تأثير عصر الكمبيوتر في كل مكان باستثناء إحصاءات الإنتاجية.»[12] وتلاشت هذه المخاوف عندما شهدت العديد من الاقتصادات تحسنًا كبيرًا في الإنتاجية في تسعينيات القرن العشرين. لكن ضعف نمو الإنتاجية في العديد من الاقتصادات منذ الركود العظيم والأزمة المالية أعاد إحياء هذا النقاش مجددًا.

على الرغم من أن البعض يرون أن الوقت الذي يقضيه الأشخاص في العمل لا يقدر تقديرًا سليمًا، بل يتم التقليل من قيمته الحقيقية؛ مما يشير إلى أن الإنتاجية الفعلية قد تكون أضعف، فإن هناك من يرى أنه ثَمة مشكلة في قياس الإنتاجية. على سبيل المثال، حلل خبراء الاقتصاد في جولدمان ساكس[13] أسعار السوق لأجهزة آيفون غير مستعملة

مبيعة على موقع إيباي، ووجدوا أن انخفاض الأسعار بنسبة ٢٠٪–٤٠٪ في الأشهر القريبة من طرح طرازات جديدة يعني وجود تحسينات كبيرة في الجودة. إن الفجوة التضخمية بين أسعار السوق الثانوية ومؤشر أسعار المستهلك لأجهزة الهاتف تعني تحسنًا سنويًّا في الجودة بنحو ٨٪. وبتطبيق هذه التعديلات في الجودة على فئات الاستهلاك ذات الصلة، قدَّر الباحثون أن نسبة التقليل في تقدير قيمة معدل نمو الاستهلاك السنوي تتراوح بين +٠,٠٥ نقطة مئوية و+٠,١٥ نقطة مئوية على مدى العقد الماضي. وبالاستناد إلى هذه النتائج مجتمعة، قدَّر الباحثون أن القياس الخاطئ المجمع لنمو إجمالي الناتج المحلي الأمريكي يتراوح حاليًّا بين ٣/٢ نقطة مئوية و٤/٣ نقطة مئوية سنويًّا، بعد أن كان نحو ٤/١ نقطة مئوية قبل عقدين من الزمن. ورغم أن هذه الأرقام كلها غير مؤكدة إلى حد كبير، فإن تحليلها والتطورات الأخيرة في الأبحاث والدراسات تشير إلى أن وتيرة نمو الإنتاجية الحالية أعلى كثيرًا مما تبدو عليه.

هذه نقطة مهمة لأنها تشير إلى أن النمو الاقتصادي الضعيف الذي شهدناه بعد الأزمة المالية ربما يكون راجعًا، على الأقل فيما يخص جزءًا ضئيلًا، إلى التقدير الخاطئ لتأثير التكنولوجيا على النمو والإنتاجية. وقد يفسر هذا أيضًا السبب في أن نمو أرباح التكنولوجيا كان أقوى كثيرًا من نمو إجمالي الناتج المحلي المقيس على مدى السنوات الأخيرة. وعلى أي حال، ربما تساهم مشكلة القياس إلى حد ما في تفسير سبب اختلاف الدورة الاقتصادية والاستثمارية إلى حد ما في فترة ما بعد الأزمة المالية (راجع الفصل التاسع).

لذلك، ورغم أن وتيرة الابتكار والفوائد الجانبية التي تنتج عن هذه التقنيات الجديدة قد تبدو أسرع من أي وقت مضى، فإن التاريخ يُظهِر أننا قد شهدنا أنماطًا مماثلة في الماضي. فالشركات المهيمنة التي قادت الموجات السابقة من التكنولوجيا ظلت مهيمنة لفترة طويلة للغاية. ولكن تأثير الشبكة الذي أحدثته هذه الشركات أدى إلى ظهور مزيد من الابتكارات والشركات الجديدة. وهنا تجدر الإشارة إلى ثلاث ملاحظات لها علاقة بفرص التكنولوجيا:

- **الشركات التي تخترع أو تبتكر (آلة الطباعة، والراديو، والتلفزيون)**

  رغم أن الشركات المبتكِرة غالبًا ما تكون ناجحة، لا تنجح جميع هذه الشركات أو الشركات الرائدة في التكنولوجيا. والتاريخ مليء بأمثلة لشركات تدخل أحد المجالات الجديدة، لكن لا ينجح منها إلا عدد قليل. ففي عام ١٨٩٩، أنتجت ثلاثون شركة

مُصنِّعة أمريكية ٢٥٠٠ مركبةً ذات محرك، ودخلت ٤٨٥ شركة في هذا المجال في العقد التالي.[14] والآن تهيمن على السوق ثلاثة تكتلات. وبالمثل، بين عام ١٩٣٩ واليوم، صنعت أكثر من ٢٢٠ شركة مُصنِّعة لأجهزة التلفزيون أجهزة تلفزيون في السوق الأمريكية ومن أجل السوق الأمريكية. ومن بين هذه الشركات، يُقدَّر عدد الشركات التي ما زالت تصنع أجهزتها حتى اليوم بنحو ٢٣ شركة.[15]

- **الشركات التي تنشئ البنية التحتية لدعم الاختراعات الجديدة (السكك الحديدية أو النفط أو توليد الطاقة أو محركات البحث على الإنترنت)**

كما ورد سابقًا، يمكن أن تصبح الشركات الداعمة للشبكات مهيمنة للغاية، ولكن من الصعب أن نعرف على وجه اليقين في البداية أي الشركات من المرجَّح أن تستمر. على سبيل المثال، كانت شركة إيه أوه إل واحدة من أوائل مقدمي خدمات الإنترنت، ولكنها خسرت في النهاية أمام شركة جوجل. وكانت ماي سبيس واحدة من أوائل الشركات التي روجت لوسائل التواصل الاجتماعي والملفات الشخصية على الإنترنت واشترتها شركة نيوز كورب، ولكنها لم تستطِع الصمود أمام فيسبوك.

- **الشركات التي تستفيد من الابتكارات الجديدة لتعطيل أو استبدال الشركات القائمة في الصناعات التقليدية (مثال ذلك المنصات أو الأسواق الرقمية)**

في السنوات الأخيرة، غالبًا ما عكس هذا الأمر تأثير المنصات أو الأسواق الرقمية التي أصبحت ناجحة لأنها تستفيد مما يُسمى بتأثيرات الشبكة. وكما ذُكر في صحيفة «ذا إيكونوميست»: «الحجم يولد الحجم؛ فكلما زاد عدد البائعين الذين يمكن لأمازون، على سبيل المثال، جذبهم، زاد عدد المشترين الذين سيتسوقون من خلال الموقع؛ مما يجذب مزيدًا من البائعين، وهكذا.»[16]

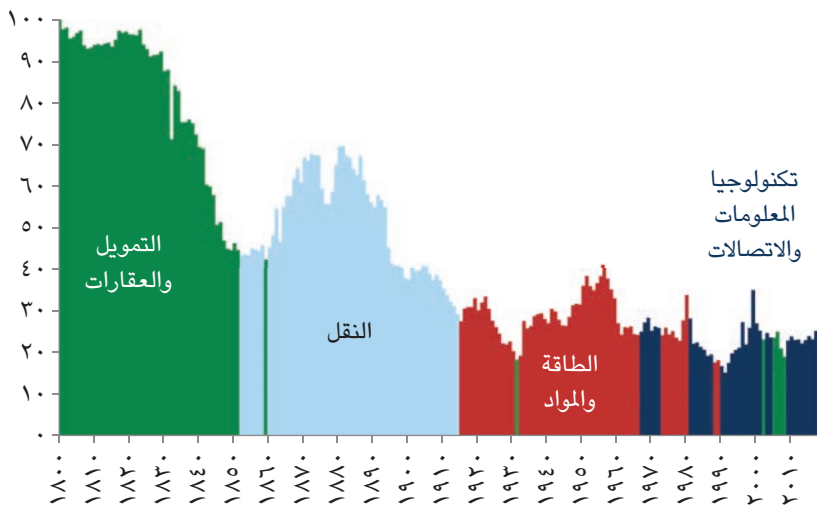
لكن هذه الملاحظات البسيطة قد تبالغ في تبسيط الوضع إلى حد ما. في نهاية المطاف، يعتمد نجاح الشركات عمومًا على مجموعة من العوامل مثل التوقيت (متى يحظى المنتج بقبول عام في السوق)، والإدارة الجيدة، والتمويل.

إلى متى تستطيع الأسهم والقطاعات الحفاظ على الهيمنة؟

على الرغم من الأسس الأقوى التي يتمتع بها قطاع التكنولوجيا اليوم مقارنةً بما كان عليه الحال قبل عشرين عامًا، فإن الحجم الكبير لهذا القطاع، وخاصةً في بعض الأسواق،

يثير مسألة الاستدامة. وهنا يظهر السؤالان الآتيان: ماذا يمكن للتاريخ أن يخبرنا عن طول مدة هيمنة القطاعات؟ وإلى أي مدًى يمكن أن يصل حجم قطاع أو سهم؟

بالاستناد إلى تاريخ تكوين القطاعات في مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ باعتباره معيارًا مرجعيًّا، يتضح لنا أن هيمنة القطاعات ليست ظاهرة جديدة. وبمرور الوقت، أسفرت موجات التكنولوجيا المختلفة عن مراحل مختلفة من هيمنة القطاع؛ ومع تنوع أسواق الأسهم، أصبح القطاع الأكبر يشكل حصة أصغر من إجمالي السوق.



شكل ١١-٣: يشكل القطاع الأكبر حصة أصغر مع تنوع أسواق الأسهم (حصة القطاع الأكبر في الولايات المتحدة).
المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

يمكن تقسيم ريادة القطاعات في سوق الأسهم الأمريكية إلى ثلاث فترات رئيسية، تعكس كلٌّ منها المحرك الرئيسي للاقتصاد في ذلك الوقت.

- ١٨٠٠–خمسينيات القرن التاسع عشر: قطاع التمويل. خلال هذه الفترة، كانت البنوك هي القطاع الأكبر. في البداية، شكلت البنوك ما يقرب من ١٠٠٪ من سوق

الأسهم، حتى تطورت سوق الأسهم وتوسعت. وبحلول خمسينيات القرن التاسع عشر، انخفض حجم القطاع إلى أكثر من النصف.

- خمسينيات القرن التاسع عشر–العقد الأول من القرن العشرين: قطاع النقل. مع بدء تمويل البنوك لنظام السكك الحديدية السريع التوسع في الولايات المتحدة (وفي أماكن أخرى)، استحوذت أسهم النقل على أكبر قطاع في المؤشر. في سنوات ازدهارها، شكَّلت ما يقرب من ٧٠٪ من المؤشر في الولايات المتحدة قبل أن تتراجع إلى نحو ثلث القيمة السوقية لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ بحلول نهاية الحرب العالمية الأولى.
- عشرينيات القرن العشرين–سبعينيات القرن العشرين: قطاع الطاقة. مع النمو الهائل للصناعة، التي كانت تعتمد على النفط بدلًا من البخار والفحم، استحوذت أسهم الطاقة على القطاع الأكبر. وظلت الطاقة القطاع الرئيسي حتى تسعينيات القرن العشرين، ولكن كان يتخلل هذه المدة فترات قصيرة من ريادة قطاع التكنولوجيا الناشئ (في الموجة الأولى، قاد هذا القطاع أجهزة الكمبيوتر المركزية وبعد ذلك البرمجيات).

إلى أي مدًى يمكن أن ترتفع التقييمات؟

شهدت فترات أخرى في التاريخ وصول شركات النمو إلى تقييمات أعلى مما نشهده اليوم. فهناك فترتان سابقتان حيث هيمنت مجموعة من الأسهم على عوائد وتقييمات سوق الأسهم في ستينيات إلى أوائل سبعينيات القرن العشرين، أو ما يُسمى بعصر نيفتي فيفتي، وأواخر تسعينيات القرن العشرين، التي شهدت نهضة التكنولوجيا. شهدت فترة نيفتي فيفتي هيمنة مجموعة من ٥٠ شركة لم تركز على قطاع معين، على عكس ما حدث في وقت لاحق في تسعينيات القرن العشرين، بل على مفهوم. وكان هناك تفاؤل كبير بأن الهيمنة الاقتصادية الأمريكية ستسمح لجيل جديد من الشركات الأمريكية بأن تصبح شركات متعددة الجنسيات ورائدة في السوق العالمية.

تمتَّع كثير من الشركات التي كانت مفضلة بعوائد مرتفعة للغاية (مختلفة إلى حد ما عن فقاعة التكنولوجيا في أواخر تسعينيات القرن العشرين، عندما كانت تهيمن على السوق شركات جديدة لا تحقق عوائد)، وكان هناك اعتقاد بأن هذه العوائد يمكن الحفاظ عليها في المستقبل البعيد. ولهذا السبب، كان يشار إليها غالبًا باسم أسهم «القرار الواحد».

وعادةً ما كان المستثمرون يسعدون بشرائها والاحتفاظ بها بغضِّ النظر عن سعرها. وشاع في هذه الفترة الابتعاد عن الاستثمار القائم على القيمة والتوجه نحو استثمار النمو. ونتيجةً لذلك، ارتفعت التقييمات ارتفاعًا كبيرًا. وبحلول عام ١٩٧٢، عندما كانت نسبة السعر إلى الأرباح في مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ تساوي ١٩ مرة، تجاوز متوسط نسبة سعر إلى أرباح شركات نيفتي فيفتي ضعف هذا الرقم. وجرى تداول أسهم بولاروید عند نسبة سعر إلى أرباح تتجاوز ٩٠ مرة، وجرى تداول أسهم والت ديزني وماكدونالدز عند نسبة سعر إلى أرباح تتجاوز ٨٠ مرة من الأرباح المستقبلية المتوقعة. وعلى الرغم من هذه التقييمات المرتفعة، صرَّح البروفيسور جيريمي سيجل (١٩٩٨) بأن معظم الأسهم قد نمت بالفعل إلى تقييماتها وحققت عوائد قوية للغاية.

في وقت لاحق، دفع توجه مماثل التركيز على «الاقتصاد الجديد» في أواخر تسعينيات القرن العشرين. وحينها، خسرت أسهم القيمة (أو «الاقتصاد القديم») الاستحسان، كما حدث في ستينيات القرن العشرين. في واقع الأمر يختلف إلى حد كبير الارتفاع الحالي في شركات التكنولوجيا الذي أعقب الأزمة المالية عن الهوس الذي قاد الفقاعة في أواخر تسعينيات القرن العشرين. وفي السنوات التي سبقت الأزمة، هيمنت البنوك على نسبة كبيرة من القطاع في العديد من أسواق الأسهم (مستفيدةً من مجموعة من العوامل، وهي النمو القوي، والاستدانة العالية، والابتكار في المنتجات). ومع تراجع زعامة البنوك في الأسواق، سرعان ما أصبحت التكنولوجيا القائد الرئيسي لعوائد السوق وهيمنت على القطاع مرة أخرى. ومنذ عام ٢٠٠٨، زادت حصة قطاع التكنولوجيا في سوق الأسهم العالمية من ٧٪ إلى ١٢٪؛ وفي الوقت نفسه، زادت حصته في السوق الأمريكية إلى ما يقرب من الضعف، حيث زادت من ١٣٪ إلى ٢١٪ في مؤشر ستاندرد آند بورز. في أواخر تسعينيات القرن العشرين، ارتفعت حصة التكنولوجيا في القيمة السوقية العالمية من ١٠٪ فقط من مؤشر ستاندرد آند بورز في عام ١٩٩٦ إلى ذروة بلغت ٣٣٪ في عام ٢٠٠٠.

الأمر الأهم أن تقييم الشركات في الفترات السابقة كان أعلى كثيرًا من تقييم أغلب شركات التكنولوجيا في وقتنا الحاضر. وكما يظهر في جدول ١١-١، فإن أكبر أسهم لشركات التكنولوجيا خلال فقاعة التكنولوجيا كانت تُتداوَل عند متوسط نسبة سعر إلى أرباح يتجاوز ٥٠ مرة (على الرغم من أن العديد من الأسهم كانت أغلى من ذلك بكثير). **وتُدُووِلَت أكبر أسهم نيفتي فيفتي عند متوسط نسبة سعر إلى أرباح بلغ ٣٥ مرة.** واليوم، تُتداوَل أكبر أسهم لشركات التكنولوجيا عند متوسط نسبة سعر إلى أرباح يبلغ

جدول ١١-١: أكبر الشركات في مجال التكنولوجيا اليوم، شركات التكنولوجيا في تسعينيات القرن العشرين وشركات نيفتي فيفتي (بيانات إف إيه إيه إم جي اعتبارًا من ٣١ ديسمبر ٢٠١٩، وبيانات فقاعة التكنولوجيا اعتبارًا من ٢٤/٠٣/٢٠٠٠، وبيانات نيفتي فيفتي اعتبارًا من ٢ يناير ١٩٧٣، باستثناء البيانات الفعلية لنسبة السعر إلى الأرباح لعام ١٩٧٢).*

	الحجم		التقييم
	النسبة في السوق	القيمة السوقية (مليار دولار)	نسبة السعر إلى الأرباح (السنة المالية القادمة)
إف إيه إيه إم جي			
أبل	٤,٦٪	١٣٠٥	١٨,٧
مايكروسوفت	٤,٥٪	١٢٠٣	٢٥,٥
ألفابت	٣,٠٪	٩٩٣	٢٥,٠
أمازون	٢,٩٪	٩١٦	٦٥,٩
فيسبوك	١,٨٪	٥٨٥	٢٢,١
إجمالي إف إيه إيه إم جي	**١٦,٨٪**	**٥٠٠٢**	**٢٥,١**
فقاعة التكنولوجيا			
مايكروسوفت	٤,٥٪	٥٨١	٥٥,١
سيسكو سيستمز	٤,٢٪	٥٤٣	١١٦,٨
إنتل	٣,٦٪	٤٦٥	٣٩,٣
أوراكل	١,٩٪	٢٤٥	١٠٣,٦
لوسنت	١,٦٪	٢٠٦	٣٥,٩
إجمالي فقاعة التكنولوجيا	**١٥,٨٪**	**٢٠٤٠**	**٥٥,١**
نيفتي ٥٠			

	الحجم		التقييم
	النسبة في السوق	القيمة السوقية (مليار دولار)	نسبة السعر إلى الأرباح (السنة المالية القادمة)
آي بي إم	٨٫٣٪	٤٨	٣٥٫٥
إيستمان كوداك	٤٫٢٪	٢٤	٤٣٫٥
سيرس روبوك	٣٫٢٪	١٨	٢٩٫٢
جنرال إلكتريك	٢٫٣٪	١٣	٢٣٫٤
زيروكس	٢٫١٪	١٢	٤٥٫٨
إجمالي نيفتي فيفي	**٢٠٫٠٪**	**١١٦**	**٣٥٫٥**

* المصدر: قسم أبحاث الاستثمارات العالمية بجولدمان ساكس.

نحو ٢٥ مرة من الأرباح المتوقعة، رغم الانخفاض الشديد لأسعار الفائدة (وخاصةً مقارنةً بأوائل سبعينيات القرن العشرين) (انظر جدول ١١-١).

إلى أي حد يمكن أن تنمو الشركات مقارنةً بحجم السوق؟

لقد زادت القيمة السوقية لشركات التكنولوجيا الرائدة زيادةً كبيرة في الدورة الحالية، وهذا يعكس النمو الكبير في الإنفاق على التكنولوجيا وقدرته على أن يحل محل الإنفاق الرأسمالي التقليدي الآخر. وفي كثير من الأحيان تكاد المنصات الجديدة تستحوذ على السوق بأكملها.

ولكن مجددًا، هذه ليست ظاهرة جديدة. على سبيل المثال، سيطرت شركة ستاندرد أويل على أكثر من ٩٠٪ من إنتاج النفط و٨٥٪ من المبيعات في الولايات المتحدة بحلول عام ١٩٠٠. وفي الوقت نفسه، تمكنت شركة يو إس ستيل، وهي شركة رائدة أخرى في قطاع مهيمن، من تجنب الانهيار، وأصبحت أول شركة تبلغ قيمتها السوقية «مليار دولار».

أدت موجة أخرى من التكنولوجيا إلى هيمنة شركة إيه تي آند تي. واحتكرت شركة إيه تي آند تي سوق الاتصالات في الولايات المتحدة لعقود من الزمن، حتى تدخلت الحكومة الأمريكية في واحدة من أشهر حالات مكافحة الاحتكار. واحتفظت شركة إيه تي آند تي بأكثر من ٧٠٪ من المبيعات مقارنةً بشركات الاتصالات الأمريكية المدرجة في البورصة من عام ١٩٥٠ إلى عام ١٩٨٠. رفعت وزارة العدل دعوى قضائية ضد الشركة لأول مرة في عام ١٩٧٤، لكن الحكم ضد شركة إيه تي آند تي لم يصدر حتى عام ١٩٨٢، وفي النهاية صدر حكم بحل الشركة في الأول من يناير ١٩٨٤. أدى حل الشركة إلى زيادة عدد الشركات في قطاع الاتصالات حيث قُسِّمَت شركة إيه تي آند تي إلى ثماني شركات صغيرة. في عام ١٩٧٥، كانت شركة إيه تي آند تي واحدة من شركتين فقط تمتلكان أكثر من ٥٪ من المبيعات في قطاع الاتصالات في نظام معيار التصنيف الصناعي القياسي. وبحلول عام ١٩٩٦، كان هناك تسع شركات اتصالات أمريكية مدرجة في البورصة بأكثر من ٥٪ من مبيعات القطاع.[17]

مع تطور أجهزة الكمبيوتر المركزية في سبعينيات القرن العشرين، كان هناك أيضًا تركيز كبير لحصة السوق في الشركات الرائدة، وخاصة في شركة آي بي إم، التي أدت هيمنتها إلى رفع وزارة العدل الأمريكية لدعوى قضائية لمكافحة الاحتكار ضدها في عام ١٩٦٩. ووفقًا لتقارير إخبارية في ذلك الوقت، كانت حصة آي بي إم في سوق أجهزة الكمبيوتر المركزية خلال هذا الوقت تبلغ نحو ٧٠٪. وقد رفعت وزارة العدل دعواها القضائية في يناير ١٩٦٩، زاعمةً أن آي بي إم كانت تقمع المنافسة من خلال تكتيكات مختلفة، مثل العروض المجمعة. واستمرت الدعوى القضائية لمدة ١٣ عامًا، وأُسقطَت في النهاية في يناير ١٩٨٢.

وعلى الرغم من عدم صدور حكم ضد شركة آي بي إم، فإن المخاطر التنظيمية كانت سببًا في انحدار مطرد في نمو المبيعات والهوامش. وكان نمو مبيعات آي بي إم ربع السنوية متقلبًا إلى حد ما في الستينيات والسبعينيات، ولكنه تحوَّل إلى الانخفاض بوضوح في الثمانينيات مع انتقال الصناعة إلى منتجات جديدة، مع استمرار التدقيق التنظيمي.

ومع تولي البرمجيات دور المحرك الرئيسي للتكنولوجيا، حدث تحول آخر في الهيمنة. وفي عام ١٩٩٢، واجهت مايكروسوفت مجموعة من الدعاوى القضائية بشأن وضعها في الصناعة، مع التركيز المتزايد على قرار ربط المتصفح إنترنت إكسبلورر بنظام التشغيل ويندوز. ورفعت الولايات المتحدة دعوى قضائية ضد مايكروسوفت في مايو ١٩٩٨، وأمر

القاضي بتقسيم الشركة إلى شركتين في يونيو ٢٠٠٠. ولكن عُدِّل الحكم في الاستئناف في يونيو ٢٠٠١؛ مما أدى إلى تسوية تضمنت مرسوم موافقة، غيرت مايكروسوفت بموجبه بعض ممارساتها التجارية، مثل الاتفاقيات الحصرية. كان نظام التشغيل الخاص بشركة مايكروسوفت يعمل على أكثر من ٩٠٪ من أجهزة المستهلكين في عام ٢٠٠٠ (راجع وزارة العدل الأمريكية ٢٠١٥). ومع ذلك، قيدت الأحكام الواردة في تسوية عام ٢٠٠١ كيفية السماح لشركة مايكروسوفت بتطوير البرامج وترخيصها. وانخفض متوسط نمو مبيعات مايكروسوفت ربع السنوية من ٤٠٪ (١٩٨٨–٢٠٠٠) إلى ١٠٪ (٢٠٠١–٢٠١٨)، على الرغم من أن جزءًا من هذا التباطؤ يمكن أن يُعزى على الأرجح إلى المشهد المتغير للتكنولوجيا (على سبيل المثال، ظهور الهواتف الذكية والتحول إلى «السحابة»).

في الآونة الأخيرة، ومع هيمنة الحوسبة المحمولة وتطبيقات الإنترنت، تحول اتجاه تركيز السوق مرة أخرى. ففي مجال البحث على الإنترنت، على سبيل المثال، تمتلك جوجل حصة سوقية تزيد عن ٩٠٪، وتبلغ حصة منافسها الأكبر الذي يليها — بينج — ٣,٢٪ (حصة سوق المتصفحات على مستوى العالم، بدون تاريخ). ولذلك أصبحت العديد من شركات التكنولوجيا كبيرة للغاية ومهيمنة في الدورة الحالية أيضًا، وتثار تساؤلات حول المنافسة والتشريعات والتنظيمات المحتملة. ومجددًا، هذا لا يقتصر على الدورة الحالية. ومثلما حدث مع القطاعات، ظلت الشركات الكبيرة في الصدارة، وغالبًا ما كانت تتمتع بمكانة مهيمنة في السوق، لفترات طويلة تعكس الأوضاع الاقتصادية. وكانت أكبر الشركات في مؤشر ستاندرد آند بورز على مر التاريخ على النحو الآتي:

- **١٩٥٥–١٩٧٣: جنرال موتورز**: خلال «العصر الذهبي للرأسمالية»، تجاوزت أرباح جنرال موتورز ١٠٪ من مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠.
- **١٩٧٤–١٩٨٨: آي بي إم**: «عصر أجهزة الكمبيوتر المركزية» (بلغت ذروتها عند ٧,٦٪ من القيمة السوقية).
- **١٩٨٩–١٩٩٢: إكسون**: شركة فرعية من ستاندرد أويل، التي كانت مهيمنة لفترة طويلة قبل قرن تقريبًا (بلغت ذروتها عند ٢,٧٪ من القيمة السوقية).
- **١٩٩٣–١٩٩٧: جنرال إلكتريك:** (بلغت ذروتها عند ٣,٥٪ من القيمة السوقية).
- **١٩٩٨–٢٠٠٠: مايكروسوفت**: «عصر البرمجيات» (بلغت ذروتها عند ٤,٩٪ من القيمة السوقية).
- ٢٠٠٠–٢٠٠٥: جنرال إلكتريك (مرة أخرى): (بلغت ذروتها عند ٣,٥٪ من القيمة السوقية.)

- ٢٠٠٦–٢٠١١: إكسون (مرة أخرى): (بلغت ذروتها عند ٥,٢٪ من القيمة السوقية) على الرغم من أن بنك أوف أمريكا وسيتي جروب كانا لفترة وجيزة أكبر الأسهم بين عامَي ٢٠٠٦ و٢٠٠٧ قبل الأزمة المالية.
- **٢٠١٢ حتى اليوم: أبل (وأحيانًا مايكروسوفت)**: (بلغت ذروتها عند ٥,٠٪ من القيمة السوقية.)

كانت حصة الشركات المهيمنة في الفترات السابقة أكبر بكثير في السوق الأوسع مما هي عليه اليوم. ومع ذلك، فإن إحدى النقاط المثيرة للاهتمام هي أن أكبر الشركات، وخاصةً تلك التي كانت موجودةً منذ فترة طويلة، لم تكن كبيرة مثل الشركات الحالية من حيث حصتها في السوق أو قيمتها السوقية. على سبيل المثال، قبل حل شركة إيه تي آند تي، كانت قيمتها نحو ٤٧ مليار دولار، وهو ما يعادل ١٢٠ مليار دولار اليوم. إن نطاق الشركات المهيمنة الحالية وقوة أرباحها أكبر بكثير مما رأيناه في الماضي. والحجم الهائل لهذه الشركات المهيمنة يجعل من الصعب عليها أن تنمو، ولكن من غير المرجح أن يحد هذا من المساهمة المهيمنة لقطاع التكنولوجيا على نطاق أوسع مع تطور الشركات الأحدث.

التكنولوجيا واتساع الفجوات بين الرابحين والخاسرين

على الرغم من أنني أزعم أن هيمنة التكنولوجيا في دورة سوق الأسهم الحالية ليست ظاهرة جديدة، تتمثل إحدى الطرق التي أحدثت بها التكنولوجيا تغييرًا في هذه الدورة في كيفية تأثيرها في أنماط القيادة في أسواق الأسهم في جميع أنحاء العالم. وعلى مدى العقد الماضي، على وجه الخصوص، هناك طريقتان وسعت بهما التكنولوجيا الفجوات بين الرابحين والخاسرين.

الأولى من خلال الفارق المتزايد بين أجور العمال والأرباح التي تُحققها الشركات، أو حصة الناتج التي تُخصَّص للعمالة في مقابل الحصة المخصصة للشركات. وقد أكدت بعض الدراسات الأكاديمية على دور تراكم رأس المال والتطور التكنولوجي المعزز لرأس المال في التأثير على كيفية تقسيم الناتج بين العمال والشركات (على سبيل المثال، بنتوليلا وسانت بول ٢٠٠٣؛ هتشينسون وبيرسين ٢٠١٢).

ووفقًا لتقديرات منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية (الإنتاجية المتعددة العوامل ٢٠١٢)، فإن نمو الإنتاجية الإجمالية لعوامل الإنتاج (TFP) وتكثيف رأس المال — المحركين الرئيسيين للنمو الاقتصادي — كانا مسئولين عن معظم الانخفاض المتوسط في حصة العمالة داخل الصناعة في بلدان منظمة التعاون الاقتصادي والتنمية بين عامَي ١٩٩٠ و٢٠٠٧. وهذا التحول جزء من عملية نشأت على مدى فترة طويلة من الزمن. ففي الولايات المتحدة، على سبيل المثال، كانت حصة العمالة من إجمالي الناتج المحلي تتجه نحو الانخفاض منذ الحرب العالمية الثانية، ولكنها شهدت انخفاضًا حادًّا بوجه خاص منذ الأزمة المالية.[18]

وبالطبع، ليست التكنولوجيا هي السبب الوحيد وراء هذا. فقد ساهم تأثير الإجراءات التقشفية، وكذلك تأثير التيسير الكمي. وقد ساعدت هذه العملية في خفض مستوى أسعار الفائدة وتعزيز أرباح الشركات (فضلًا عن الاتجاه نحو إعادة شراء الشركات لأسهمها في الولايات المتحدة). وبالمثل، على الرغم من أن العديد من شركات التكنولوجيا في الولايات المتحدة تستخدم عمالة أرخص خارج الولايات المتحدة، تفعل الشركات المصنعة الأخرى الشيء نفسه، وقد سبقت هذه الاتجاهات الإنترنت والكمبيوتر والهاتف الذكي. واستفاد كذلك أصحاب الدخل المنخفض في كثير من الحالات من القدرة على الاتصال التي توفرها التكنولوجيا، وخاصةً فيما يتعلق بخفض المنصات الإلكترونية لأسعار الكتب والملابس والألعاب والسلع الكهربائية. ومن ثَم ربما تكون التكنولوجيا قد ساهمت في الطفرة في الاستهلاك.

حدث التحول الثاني من خلال مكافأة شركات النمو في هذه الدورة مقارنةً بشركات القيمة. وهذه طريقة أخرى لقول إن الشركات ذات النمو المرتفع (التي يوجد كثير منها في قطاع التكنولوجيا) تفوقت بقدر كبير على الشركات التي تبدو «رخيصة» (بنسب سعر إلى أرباح منخفضة أو توزيعات أرباح مرتفعة).

إن تفوق أسهم النمو مقارنةً بالقيمة ناتج عن عوامل عديدة وليس مجرد انعكاس لنجاح التكنولوجيا. ومن الأسباب التي أدت إلى ذلك الضعف المستمر الذي أصاب البنوك في أعقاب الأزمة المالية ومواجهة الأرباح لتحديات مستمرة نتيجةً لأسعار الفائدة المنخفضة للغاية، والسالبة القيمة في كثير من الحالات. وعلاوةً على ذلك، كان الانخفاض الطويل الأجل في عوائد السندات منذ الأزمة المالية، إلى جانب التضخم، عاملًا مساهمًا مهمًّا.

يُنظَر إلى شركات النمو على أنها «طويلة الأمد» مقارنةً بشركات القيمة. بعبارة أخرى، فإن حساسية صافي القيمة الحالية لشركات النمو (حيث من المتوقع أن تنمو الإيرادات في

المستقبل البعيد) للتغيرات في مستوى أسعار الفائدة أعلى من شركات القيمة، التي تميل إلى أن تكون في الصناعات الأكثر نضجًا والأبطأ نموًّا. وهذا يعني أنه في فترة انخفاض أسعار الفائدة، يكون التأثير الإيجابي على صافي القيمة الحالية لشركات التكنولوجيا أعلى مما هو عليه لشركات القيمة، أو تلك التي تتسم بحساسية خاصةً للتطورات الاقتصادية القصيرة الأجل. وقد ناقشتُ في الفصل الخامس محركات الأنماط في السوق، والطرق التي تغيرت بها هذه المحركات منذ الأزمة المالية في الفصل التاسع.

الملخص والاستنتاجات

بمرور الوقت، يخضع المشهد الاقتصادي والسياسي والاستثماري لتغييرات كبيرة. وتتطور الابتكارات التكنولوجية الكبرى (مثل الإنترنت) والتحديات (على سبيل المثال، تغير المناخ) جنبًا إلى جنب مع الدورات النموذجية في معدلات النمو الاقتصادي والتضخم وأسعار الفائدة. ومع ذلك، وعلى الرغم من كل هذه التغييرات التي تحدث بمرور الوقت، هناك أنماط في النشاط الاقتصادي وعوائد الأصول المالية تتكرر في هيئة دورات.

من باب التلخيص، فيما يأتي بضع نقاط مهمة يمكن استخلاصها.

الدروس المستفادة من الماضي

- تعتمد عوائد المستثمرين في الأصول على عدد من العوامل، ولكن ربما يكون أهمها الأفق الزمني للاستثمار والتقييم الأولي. فكلما طالت مدة رضا المستثمر عن الاحتفاظ بالاستثمار، زادت احتمالية ارتفاع العوائد المعدلة حسب التقلبات.

تشكل هذه الاعتبارات أهمية خاصة لمستثمري الأسهم. على سبيل المثال، حققت الأسهم المشتراة في ذروة فقاعة التكنولوجيا في عام ٢٠٠٠، أسوأ عوائد في فترات الحيازة لمدة عشر سنوات على مدى أكثر من مائة عام؛ وذلك لأن التقييمات الأولية كانت مرتفعة للغاية. على نحو مماثل، لا تزال سوق الأسهم اليابانية (نيكي ٢٢٥) أقل بنحو ٤٥٪ من المستوى الذي بلغته في ذروتها في عام ١٩٨٩؛ أي قبل ثلاثين عامًا. ولم يعد مؤشر ستاندرد آند بورز إلى مستواه في عام ١٩٢٩ إلا في عام ١٩٥٥. ورغم أن هذه كانت أحداثًا استثنائية في التاريخ، فإن قدرًا كبيرًا من تفسير حدوثها يعود إلى التقييمات. ومن المفهوم أن ذروات التقييم العظيمة

(١٩٢٩، ١٩٦٨، ١٩٩٩) تميل إلى أن تتبعها عوائد ضعيفة للغاية على أساس معدل وفقًا للمخاطر، وأن التقييمات المنخفضة للغاية، في أدنى مستويات السوق (١٩٣٠، ١٩٧٣، ٢٠٠٨)، تميل إلى أن تتبعها عوائد قوية للغاية.

- كان متوسط إجمالي العائد السنوي للأسهم الأمريكية منذ عام ١٨٦٠ نحو ١٠٪، على مدى أفق زمني يتراوح بين عام واحد إلى عشرين عامًا. وفيما يخص السندات الحكومية لأجل عشر سنوات، كان متوسط العائد يتراوح بين ٥٪ و٦٪ على مدى فترات الحيازة نفسها. ورغم أن عوائد الأسهم المعدلة وفقًا للتقلبات (المخاطر) أقل بكثير من السندات على المدى القصير، يحصل المستثمرون على المدى الطويل عمومًا على مكافأة لتحمل المخاطر.
- على مدى فترات طويلة من الزمن، تميل أسواق الأسهم (وفئات الأصول الأخرى) إلى التحرك في دورات. يمكن تقسيم كل دورة بوجه عام إلى مراحل تعكس المحركات المتنوعة مع نضوج الدورة الاقتصادية: (١) مرحلة اليأس، التي تنتقل خلالها السوق من ذروتها إلى أدنى مستوياتها، والمعروفة أيضًا باسم سوق الدب الهابطة، (٢) مرحلة الأمل، وهي فترة قصيرة عادةً (في المتوسط ١٠ شهور في الولايات المتحدة، و١٦ شهرًا في أوروبا)، عندما ينتعش السوق من أدنى مستوياته من خلال توسعات متعددة. هذه المرحلة بالغة الأهمية للمستثمرين؛ لأنها عادةً ما تتزامن مع تحقيق أعلى العوائد في الدورة، وعادةً ما تبدأ عندما تستمر البيانات الكلية ونتائج الأرباح لقطاع الشركات في الانخفاض، (٣) مرحلة النمو، وهي عادةً أطول فترة (في المتوسط ٣٩ شهرًا في الولايات المتحدة، و٢٩ شهرًا في أوروبا)، عندما يتحقق نمو الأرباح ويدفع العوائد، (٤) مرحلة التفاؤل، وهي الجزء الأخير من الدورة، عندما يصبح المستثمرون أكثر ثقة، أو ربما حتى راضين، وعندما تميل التقييمات إلى الارتفاع مرة أخرى والتفوق على نمو الأرباح. وعادة ما تستمر هذه المرحلة ٢٥ شهرًا في الولايات المتحدة.
- من الضروري تجنب الأسواق الهابطة لأن العوائد تتركز تركيزًا كبيرًا في دورات الأسهم. وقد يكون التباين في العوائد من عام إلى آخر كبيرًا. بلغت نسبة أسوأ عائد سنوي بعد الحرب لمؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ ما يساوي −٢٦٫٥٪ (١٩٧٤)، وأفضل عائد +٥٢٪ (١٩٥٤). يُظهِر التاريخ أن تجنب أسوأ الشهور قد يكون،

بمرور الوقت، بقيمة الاستثمار نفسه في أفضل الشهور. ولكن ليست كل الأسواق الهابطة متشابهة. فتاريخيًّا، يمكن تقسيم الأسواق الهابطة إلى ثلاثة تصنيفات وفقًا لشدتها وطول مدتها: دورية، ومُسيَّرة بالأحداث، وهيكلية.

تشهد الأسواق الهابطة الدورية والمُسيَّرة بالأحداث انخفاضات في الأسعار بنحو ٣٠٪، في حين تشهد الأسواق الهابطة الهيكلية انخفاضات أكبر بكثير، بنحو ٥٠٪. وتميل الأسواق الهابطة المُسيَّرة بالأحداث إلى أن تكون الأقصر أمدًا، حيث تستمر في المتوسط ٧ شهور؛ وتستمر الأسواق الهابطة الدورية في المتوسط ٢٦ شهرًا؛ في حين تستمر الأسواق الهابطة الهيكلية في المتوسط ٣ سنوات ونصفًا. تميل الأسواق الهابطة المُسيَّرة بالأحداث والدورية إلى العودة إلى مستوياتها السوقية السابقة بعد نحو عام واحد، في حين تستغرق الأسواق الهابطة الهيكلية في المتوسط ١٠ سنوات للعودة إلى مستوياتها السوقية السابقة.

يمكن للأسواق الصاعدة أن تحقق عوائد قوية. وكقاعدة عامة تقريبية، وباستخدام الولايات المتحدة مثالًا، تشهد الأسواق الصاعدة في المتوسط ارتفاعًا في الأسعار بأكثر من ١٣٠٪ على مدى ٤ سنوات؛ مما يؤدي إلى تحقيق عائد سنوي يبلغ نحو ٢٥٪.

تُدفَع بعض الأسواق الصاعدة بزياداتٍ مستمرة في التقييم، ويمكن وصفها على نطاق واسع بأنها أسواق طويلة الأجل. ومن أفضل الأمثلة على ذلك الطفرة التي حدثت بعد الحرب العالمية الثانية في الفترة ١٩٤٥–١٩٦٨، والطفرة الطويلة التي عكست انخفاض التضخم وانهيار الحرب الباردة في الفترة ١٩٨٢–٢٠٠٠. الأسواق الصاعدة الأخرى أقل وضوحًا في الاتجاهات، وتميل إلى أن تكون أكثر دورية. وتنقسم هذه الأسواق إلى الأنواع الآتية:

- أسواق مستقرة منخفضة العائد (تقلبات منخفضة، عوائد منخفضة). وهي أسواق منخفضة العائد، حيث تكون أسعار الأسهم عالقة في نطاق تداول ضيق، وتشهد تقلبات منخفضة.
- أسواق متقلبة منخفضة العائد (تقلبات عالية، عوائد منخفضة). وهي فترات (غالبًا طويلة جدًّا) تُحقق فيها مؤشرات الأسهم تقدمًا ضئيلًا للغاية، ولكنها تشهد تقلبات عالية بالإضافة إلى تصحيحات وارتفاعات قوية (وحتى أسواق صاعدة وهابطة صغيرة) بينهما.

الدروس المستفادة من الحاضر

- على الرغم من أن الأسواق تميل إلى التحرك في دورات، فهناك العديد من الطرق التي اختلفت بها دورة ما بعد الأزمة المالية عن الماضي. فمن ناحية، الدورة الاقتصادية طويلة جدًّا بالفعل، وفي حالة الولايات المتحدة، هي الأطول منذ أكثر من قرن من الزمن. إلى جانب ذلك، تراجعت توقعات التضخم، وانخفضت عوائد السندات إلى مستويات منخفضة قياسية. ووصلت عوائد السندات الطويلة الأجل في المملكة المتحدة إلى أدنى مستوياتها منذ عام ١٧٠٠، وهناك الآن أكثر من ١٤ تريليون دولار من السندات الحكومية ذات العوائد السالبة القيمة. كما أدى الابتكار التكنولوجي إلى اتساع الفجوة بين الرابحين والخاسرين النسبيين من حيث نمو الأرباح والعوائد. وكان قطاع التكنولوجيا مصدرًا رئيسيًّا لنمو الهوامش والأرباح التي تحققت منذ الأزمة المالية.
- إن الخلفية المتمثلة في انخفاض النمو الاقتصادي نسبيًّا إلى جانب تراجع توقعات التضخم وعوائد السندات إلى حد كبير منذ الأزمة المالية تعني أن المستثمرين يواجهون ندرةً في الدخل (حيث تقترب أسعار الفائدة من الصفر أو حتى أقل منه) والنمو؛ فهناك عدد أقل من الشركات ذات النمو المرتفع مقارنةً بفترة ما قبل الأزمة المالية، كما تباطأ معدل نمو الإيرادات لقطاع الشركات بوجه عام. وقد أدى هذا المزيج من العوامل إلى البحث عن العائد في أسواق الدخل الثابت والائتمان، ولكنه انعكس إلى حد كبير في تفوق عامل النمو مقارنةً بالقيمة في الأسهم. وفي كلٍّ من أسواق الائتمان والأسهم، أدت المستويات العالية من عدم اليقين بشأن النمو المستقبلي أيضًا إلى زيادة علاوة الجودة؛ أي الشركات ذات الميزانيات العمومية الأقوى مع حساسية أقل للدورة الاقتصادية. ومن المرجح أن تستمر هذه الظروف ما لم، أو حتى، تبدأ توقعات النمو والتضخم في العودة إلى المستويات النموذجية التي شهدتها الدورات قبل الأزمة المالية.
- نتيجة لهذه التغيرات، وبداية التيسير الكمي، ارتفعت تقييمات الأصول المالية عمومًا؛ مما يشير إلى انخفاض العوائد في المستقبل. وعوائد السندات التي تقترب من الصفر لا تعود بالفائدة على الأسهم بالضرورة. وبوجه عام، تشير الخبرة المكتسبة من اليابان وأوروبا على وجه الخصوص إلى أن انخفاض عوائد السندات

أدى إلى رفع علاوة المخاطر المطلوبة للأسهم؛ العائد الإضافي الذي يطلبه المستثمرون بالفعل لتحمل المخاطر وشراء الأسهم مقارنة بالسندات الحكومية الخالية من المخاطر.

وقد تؤثر عوائد السندات الصفرية أو السالبة القيمة على الدورة من خلال جعلها أقل تقلبًا، ولكن في الوقت نفسه، يجعل هذا الأسهم أكثر حساسية لتوقعات النمو الطويل الأجل. إذا حدث ركود نتيجةً لصدمة ما، فقد نشهد تأثيرًا سلبيًّا أعظم بكثير على تقييمات الأسهم مما شهدناه في الدورات الماضية.

تتعرض صناديق المعاشات وشركات التأمين لخطر عدم تطابق الالتزامات مع انخفاض عوائد السندات إلى الصفر أو دون ذلك. وقد يؤدي هذا إلى تحمل بعض المؤسسات لقدر كبير من المخاطر من أجل تحقيق العوائد المضمونة، ولكنه قد يؤدي أيضًا إلى زيادة الطلب على السندات مع انخفاض العوائد؛ مما يؤدي إلى انخفاض أكبر لعوائد السندات.

- لقد حدث تحول هيكلي إضافي نتيجة للابتكار التكنولوجي. فوفقًا للعديد من التقديرات، أُنتِجَ ٩٠٪ من البيانات العالمية في العامين الماضيين.[1] وقد أدى هذا إلى ظهور تأثير توزيعي سريع بين الرابحين والخاسرين النسبيين. وتضخم حجم الشركات الكبرى؛ إذ تزيد القيمة السوقية المجمعة لشركات أمازون وأبل ومايكروسوفت عن إجمالي الناتج المحلي السنوي لأفريقيا (٥٤ دولة)، وتُعَد التكنولوجيا القطاع المهيمن في سوق الأسهم الأمريكية. لكن التاريخ يُظهِر أن هذا ليس أمرًا استثنائيًّا. فبمرور الوقت، أدت موجات مختلفة من التكنولوجيا إلى مراحل مختلفة من هيمنة القطاعات، بدءًا من القطاع المالي (من ١٨٠٠ إلى ١٨٥٠)، والنقل، الذي يعكس طفرة السكك الحديدية (بين ١٨٥٠ و١٩١٠)، والطاقة (من ١٩٢٠ إلى ١٩٧٠). ومنذ ذلك الحين، وبصرف النظر عن فترة قصيرة قبل الأزمة المالية في عام ٢٠٠٨، أصبحت التكنولوجيا مهيمنة. وقد انعكس هذا في تطور أجهزة الكمبيوتر المركزية (أصبحت شركة آي بي إم أكبر سهم في مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ في عام ١٩٧٤)، وأجهزة الكمبيوتر الشخصية (أصبحت مايكروسوفت أكبر شركة في عام ١٩٩٨)، وشركة أبل (التي أصبحت أكبر شركة في عام ٢٠١٢).

ما يمكن أن نتوقع حدوثه في المستقبل

لم تكن الدورات المالية المستقبلية المحور الرئيسي لهذا الكتاب. ومع ذلك، يمكننا أن نُدلي ببعض الملاحظات حول الدورة الماضية والحالية التي قد توفر لنا بعض القرائن حول ما يمكن أن نتوقع حدوثه في المستقبل.

- إحدى الملاحظات الأكثر اتساقًا التي يمكن أن نستنتجها من تاريخ الدورات هي مدى أهمية التقييمات. فالتقييمات المرتفعة تميل إلى التسبب في عوائد مستقبلية أقل، والعكس صحيح. والمزيج غير المعتاد في دورة ما بعد الأزمة المالية من أسواق المنتجات ذات التضخم المنخفض نسبيًّا مع التضخم المرتفع (والعوائد القوية) في الأصول المالية ينتج جزئيًّا من العامل المشترك نفسه: انخفاض أسعار الفائدة.
- إن انخفاض المستويات الحقيقية لأسعار الفائدة قد يعكس العديد من العوامل: ارتفاع معدل أعمار السكان، والادخار المفرط، وتأثير التكنولوجيا على الأسعار، فضلًا عن العولمة. كما يعكس، على الأقل جزئيًّا، تيسير البنوك المركزية للسياسات الصارمة إلى حد كبير في أعقاب الأزمة المالية.
- ساعد هذا التحول نحو الانخفاض في العوائد الحقيقية، إلى جانب انخفاض معدلات النمو بوجه عام، على إطالة مدة الدورة الاقتصادية أكثر مما اعتدنا عليه في الماضي، ولكن في الوقت نفسه، جعل الاقتصادات والشركات والمستثمرين أكثر اعتمادًا على استمرار هذه الظروف السائدة. وهذا يشير إلى أن المستثمرين سيواجهون بعض التحديات غير العادية في السنوات القليلة المقبلة.
- رغم أن وقوع ركود في الأمد القريب لا يزال يبدو مستبعدًا، فإن نطاق خفض أسعار الفائدة في مواجهة الصدمات الاقتصادية أصبح اليوم أكثر محدودية مما كان عليه في الماضي، الأمر الذي يجعل التعافي من الركود الاقتصادي أصعب. وقد تُقرر الحكومات أنه لمواجهة تكاليف التمويل المنخفضة تاريخيًّا، فإن زيادة الاقتراض والتوسع المالي أمرٌ مُغرٍ على نحو متزايد.
- لكن إذا أسفر هذا الاقتراض عن نمو اقتصادي أقوى بكثير، فمن المرجح أن يؤدي في مرحلة ما إلى رفع توقعات التضخم وأسعار الفائدة من مستوياتها الحالية المنخفضة تاريخيًّا، مع احتمال التسبب في انخفاض قيمة الأصول المالية مع ارتفاع عوائد السندات إلى مستويات أعلى.

- إحدى النتائج المحتملة أن يتعافى النشاط الاقتصادي مرة أخرى إلى وتيرة النمو التي كان يتمتع بها قبل الأزمة المالية. ومن شأن هذا أن يزيد من الثقة في النمو المستقبلي، ولكن في الوقت نفسه، من المرجح أن يدفع أسعار الفائدة الطويلة الأجل إلى الارتفاع بقدر أكبر بكثير؛ مما يزيد من مخاطر انخفاض قيمة الأصول المالية وحدوث سوق هابطة ينتج عنها خسائر محتملة في كلٍّ من الأسهم والسندات. ثَمة سيناريو بديل هو أن تظل مستويات النمو والتضخم وأسعار الفائدة منخفضة للغاية، كما كان الحال في اليابان على مدى العقود الأخيرة. ورغم أن هذا قد يقلل من التقلبات في الأصول المالية، فمن المرجح أن يكون مصحوبًا بعوائد منخفضة. ومع ارتفاع الطلب على العوائد نظرًا لارتفاع معدل أعمار السكان والالتزامات الطويلة الأجل في شكل تكاليف الرعاية الصحية والمعاشات التقاعدية، سيكون من الصعب تحقيق العوائد المطلوبة دون تحمل مزيد من المخاطر.
- ربما ينجم التحدي الأعظم من تغير المناخ والحاجة إلى خفض الانبعاثات الكربونية من الاقتصادات. ورغم أن الجهود المبذولة لإنجاز ذلك سوف تكون مكلفة، فسوف توفر أيضًا فرصًا كبيرة للاستثمار وإعادة تجهيز الاقتصادات بحيث يكون النمو في المستقبل أكثر استدامة.
- بدأت التكنولوجيا تؤتي ثمارها. ففي السنوات الثماني الماضية، انخفضت تكاليف طاقة الرياح بنسبة ٦٥٪، وتكاليف الطاقة الشمسية بنسبة ٨٥٪، وتكاليف البطاريات بنسبة ٧٠٪. وفي غضون خمسة عشر عامًا، ينبغي أن يكون من الممكن ليس فقط توفير الكهرباء المتجددة بأسعار تنافسية تمامًا مع الطاقة المعتمدة على الوقود الأحفوري، بل أيضًا توفير حلول تخزين الطاقة المنخفضة التكلفة اللازمة لتمكين تشغيل أنظمة الطاقة التي تعتمد بنسبة ٨٠٪ إلى ٩٠٪ على مصادر الطاقة المتجددة ذات الطبيعة المتقطعة.[2]
- على المدى الطويل، حتى مع قبول التقلبات الناجمة عن الدورات، قد يكون الاستثمار مربحًا للغاية. وتميل الأصول المختلفة إلى تحقيق أفضل أداء في أوقات مختلفة، وسوف تعتمد العوائد على قدرة المستثمر على تحمل المخاطر. ولكن في حالة مستثمري الأسهم على وجه الخصوص، يشير التاريخ إلى أنهم إذا تمكنوا من الاحتفاظ باستثماراتهم لمدة خمس سنوات على الأقل، ولا سيما إذا تمكنوا من إدراك العلامات التحذيرية على حدوث الفقاعات والتغيرات في الدورة، فيمكنهم الاستمتاع حقًّا بـ «صفقة رابحة طويلة الأجل».

ملاحظات

شكر وتقدير

(1) Binder, J., Nielsen, A. E. B., and Oppenheimer, P. (2010). Finding fair value in global equities: Part I. *Journal of Portfolio Management*, 36(2), 80–93.

مقدمة

(1) Under European Community guidelines, France and Italy were required to end all exchange controls by 1 July 1990 but France implemented these six months earlier in order to show its commitment to the principles of free movement of goods, capital and people in Europe.

(2) Stone, M. (2015). The trillion fold increase in computing power, visualized. Gizmodo [online]. Available at https://gizmodo.com/the-trillion-fold-increase-in-computing-power-visualiz-1706676799.

(3) Smith, B., and Browne, C. A. (2019). *Tools and weapons: The promise and the peril of the digital age*. New York, NY: Penguin Press.

(4) Filardo, A., Lombardi, M., and Raczko, M. (2019). Measuring financial cycle time. *Bank of England Staff Working Paper No. 776* [online].

Available at https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2019/measuring-financial-cycle-time.

(5) Bruno, V., and Shin, H. S. (2015). Cross-border banking and global liquidity. *Review of Economic Studies*, 82(2), 535–564.

(6) Borio, C., Disyatat, P., and Rungcharoenkitkul, P. (2019). What anchors for the natural rate of interest? *BIS Working Papers No. 777* [online]. Available at https://www.bis.org/publ/work777.html.

(7) Borio, C. (2013). On time, stocks and flows: Understanding the global macroeconomic challenges. *National Institute of Economic and Social Research*, 225(1), 3–13.

(8) See Marks, H. (2018). *Mastering the cycle: Getting the odds on your side* (p. 293). Boston, MA: Houghton Mifflin Harcourt.

الفصل الأول: إدارة الدورة في ظل ظروف شديدة الاختلاف

(1) Lovell, H. (2013). Battle of the quants. *The Hedge Fund Journal*, p. 87.

(2) Cawley, L. (2015). Ozone layer hole: How its discovery changed our lives. BBC [online]. Available at https://www.bbc.co.uk/news/uk-england-cambridgeshire-31602871.

(3) In fact, this wasn't the first global live event. This had already been achieved in 1967 with Our World, which had used satellites to beam to a global audience of 400,000 to 700,000 people, the biggest ever at the time, and included appearances and performances from Pablo Picasso, Maria Callas, and the famous UK entry, The Beatles, who performed 'All You Need Is Love' for the first time.

(4) See Fukuyama, F. (1989). The end of history? *The National Interest*, 16, 3–18.

(5) http://news.bbc.co.uk/onthisday/hi/dates/stories/september/16/newsid_2519000/2519013.stm.

(6) The Maastricht Treaty, officially known as the Treaty on European Union, marked the beginning of ‘a new stage in the process of creating an ever closer union among the peoples of Europe’. It laid the foundations for the euro single currency and also expanded cooperation between countries in several areas. For details, see Five things you need to know about the Maastricht Treaty. (2017). ECB [online]. Available at https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/25_years_maastricht.en.html.

(7) Michael Fish subsequently argued that these comments related to Florida and were linked to a news bulletin before the weather forecast, but the severity of the storm was not generally anticipated.

(8) https://phys.org/news/2019-01-geoscientists-insist-weather-accurate.html.

(9) Why weather forecasts are so often wrong. (2016) *The Economist explains*.

(10) See BBC news website: Crash was economists’ ‘Michael Fish’ moment, says Andy Haldane, 6 January 2017, where they quote ‘Remember that? Michael Fish getting up: “There’s no hurricane coming but it will be very windy in Spain”. Very similar to the sort of reports central banks—naming no names—issued pre-crisis: “There is no hurricane coming but it might be very windy in the sub-prime sector”’.

(11) https://wwwf.imperial.ac.uk/~bin06/M3A22/queen-lse.pdf.

(12) An, A., Jalles, J. T., and Loungani, P. (2018). How well do economists forecast recessions? *IMF Working Paper No. 18/39* [online]. Available at https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/03/05/How-Well-Do-Economists-Forecast-Recessions-45672.

(13) There were those who did warn about the risks of downturn and the papers written by these people are useful guides to the signals that they had identified. Nouriel Roubini gave a speech warning about the collapse in the US housing market and its implications in September

2006 to the IMF (see Roubini, N. (2007). *The risk of a U.S. hard landing and implications for the global economy and financial markets*. New York: New York University [online]. Available at https://www.imf.org/External/NP/EXR/Seminars/2007/091307.htm). Raghu Rajan gave a speech in 2005 warning of the excessive risks in financial markets risks: Rajan, R. J. (2005). Financial markets, financial fragility, and central banking. *The Greenspan era: Lessons for the future*, sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City, Jackson Hole, WY. The Bank of International Settlements (BIS) warned in its July 2007 annual report that there were significant risks to the global economy.

(14) Loewenstein, G., Scott, R., and Cohen J. D. (2008). Neuroeconomics. *Annual Review of Psychology*, 59, 647–672.

(15) Keynes also argued that investors are affected, particularly in uncertain times, by what other people do.

(16) A good summary of the literature on behavioural finance and markets can be found in Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83– 104.

(17) Kindleberger, C. (1996). *Manias, panics, and crashes* (3rd ed.). New York, NY: Basic Books.

(18) For a detailed discussion of some of the literature, see Baddeley, M. (2010). Herding, social influence and economic decision-making: Socio-psychological and neuroscientific analyses. *Philosophical Traditions of The Royal Society* [online]. Available at https://doi.org/10.1098/rstb.2009.0169.

(19) See Sunstein, C. R., and Thaler, R. (2016). The two friends who changed how we think about how we think. *The New Yorker* [online]. Available at https://www.newyorker.com/books/page-turner/the-two-friends-who-changed-how-we-think-about-how-we-think.

(20) Kahneman, D., and Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–292.

(21) Akerlof, G., and Shiller, R. J. (2010). *Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

(22) https://ritholtz.com/2004/04/the-theory-of-reflexivity-by-george-soros/.

(23) Malmendier, U., and Nagel, S. (2016). Learning from inflation experiences. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(1), 53–87.

(24) Filardo, A., Lombardi, M., and Raczko, M. (2019). Measuring financial cycle time. *Bank of England Staff Working Paper No. 776* [online]. Available at https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2019/measuring-financial-cycle-time.

(25) Ferguson, R. W. (2005). Recessions and recoveries associated with asset-price movements: What do we know? *Stanford Institute for Economic Policy Research*, Stanford, CA.

(26) Aikman, D., Lehnert, A., Liang, N., and Modugno, M. (2017). Credit, financial conditions, and monetary policy transmission. *Hutchins Center Working Paper #39* [online]. Available at https://www.brookings.edu/research/credit-financial-conditions-and-monetary-policy-transmission.

(27) Dhaoui, A., Bourouis, S., and Boyacioglu, M. A. (2013). The impact of investor psychology on stock markets: Evidence from France. *Journal of Academic Research in Economics*, 5(1), 35–59.

الفصل الثاني: العوائد الطويلة الأجل

(1) Ainger, J. (2019). 100-year bond yielding just over 1% shows investors' desperation. *Bloomberg* [online]. Available at https://www

.bloomberg.com/news/articles/2019–06–25/austria–weighs–another–century–bond–for–yield–starved–investors.

(2) Mehra, R., and Prescott, E. C. (1985). The equity premium: A puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15(2), 145–161.

الفصل الثالث: دورة الأسهم: تحديد المراحل

(1) The output gap is usually described as the amount by which the actual output of an economy falls short of its potential output.

الفصل الرابع: عوائد الأصول على مدار الدورة

(1) Mueller–Glissmann, C., Wright, I., Oppenheimer, P., and Rizzi, A. (2016). *Reflation, equity/bond correlation and diversification desperation*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

(2) Goobey, G. H. R. (1956). Speech to the Association of Superannuation and Pension Funds. The pensions archive [online]. Available at http://www.pensionsarchive.org.uk/27/.

الفصل الخامس: أنماط الاستثمار على مدار الدورة

(1) Full definitions are available at https://www.msci.com/eqb/methodology/meth_docs/MSCI_Dec07_GIMIVGMethod.pdf.

(2) Graham, B., and Dodd, D. L. (1934). *Security analysis*. New York, NY: McGraw–Hill.

(3) Fama, E., and French, K. (1998). Value versus growth: The international evidence. *Journal of Finance*, 53(6), 1975–1999.

(4) Macaulay, F. R. (1938). *Some theoretical problems suggested by the movements of interest rates, bond yields, and stock prices in the United States Since 1856*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

الفصل السادس: ضروريات أسواق الدببة الهابطة: طبيعتها وشكلها

(1) http://news.bbc.co.uk/onthisday/hi/dates/stories/september/16/newsid_2519000/2519013.stm.

(2) See Borio, C., and Lowe, P. (2002). Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus. *BIS Working Papers No. 114* [online]. Available at https://www.bis.org/publ/work114.html.

(3) Oppenheimer, P., and Bell, S. (2017). *Bear necessities: Identifying signals for the next bear market*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

(4) A useful discussion about the value of the yield curve in predicting recessions can be found in Benzoni, L., Chyruk, O., and Kelley, D. (2018). Why does the yield-curve slope predict recessions? *Chicago Fed Letter No. 404*.

(5) A discussion of a broad recession risk indicator and the private sector imbalance can be found in Struyven, D., Choi, D., and Hatzius, J. (2019). *Recession risk: Still moderate*. New York, NY: Goldman Sachs Global Investment Research.

الفصل السابع: طبيعة أسواق الثيران الصاعدة وشكلها

(1) Post-war reconstruction and development in the golden age of capitalism. United Nations (2017). *World Economic and Social Survey 2017*.

(2) Norwood, B. (1969). The Kennedy round: A try at linear trade negotiations. *Journal of Law and Economics*, 12(2), 297–319.

(3) The end of the Bretton Woods System. IMF [online]. Available at https://www.imf.org/external/about/histend.htm.

(4) Modigliani, F., and Cohn, R. A. (1979). Inflation, rational valuation and the market. *Financial Analysts Journal*, 35(2), 24–44.

(5) Ritter, J., and Warr, R. S. (2002). The decline of inflation and the bull market of 1982–1999. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(01), 29–61.

(6) Privatisation in Europe, coming home to roost. (2002). *The Economist*.

(7) Bernanke, B. (2010, Sept. 2). *Causes of the recent financial and economic crisis*. Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission, Washington, DC.

(8) Phillips, M. (2019). The bull market began 10 years ago. Why aren't more people celebrating? *New York Times* [online]. Available at https://www.nytimes.com/2019/03/09/business/bull-market-anniversary.html.

الفصل الثامن: ظهور الفقاعات: العلامات التحذيرية على حدوث فقاعة

(1) Gurkaynak, R. (2005). Econometric tests of asset price bubbles: Taking stock. *Finance and Economics Discussion Series*. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

(2) Ferguson, R. W. (2005). Recessions and recoveries associated with asset-price movements: What do we know? *Stanford Institute for Economic Policy Research*, Stanford, CA.

(3) Pasotti, P., and Vercelli, A. (2015). Kindleberger and financial crises. *FESSUD Working Paper Series No. 104* [online]. Available at http://fessud.eu/wp-content/uploads/2015/01/Kindleberger-and-Financial-Crises-Fessud-final_Working-Paper-104.pdf.

(4) A comprehensive account can be found in Chancellor, E. (2000). *Devil take the hindmost: A history of financial speculation*. New York, NY: Plume.

(5) See Thompson, E. (2007). The tulipmania: Fact or artifact? *Public Choice*, 130(1–2), 99–114.

(6) Evans, R. (2014). How (not) to invest like Sir Isaac Newton. *The Telegraph* [online]. Available at https://www.telegraph.co.uk/finance/personalfinance/investing/10848995/How-not-to-invest-like-Sir-Isaac-Newton.html.

(7) Cutts, R. L. (1990). Power from the ground up: Japan's land bubble. *The Harvard Business Review* [online]. Available at https://hbr.org/1990/05/power-from-the-ground-up-japans-land-bubble.

(8) Johnston, E. (2009). Lessons from when the bubble burst. *The Japan Times* [online]. Available at https://www.japantimes.co.jp/news/2009/01/06/reference/lessons-from-when-the-bubble-burst/.

(9) Okina, K., Shirakawa, M., and Shiratsuka, S. (2001). The asset price bubble and monetary policy: Experience of Japan's economy in the late 1980s and its lessons. *Monetary and Economic Studies*, 19(S1), 395–450.

(10) Turner, G. (2003). *Solutions to a liquidity trap*. London, UK: GFC Economics.

(11) Norris, F. (2000). The year in the markets; 1999: Extraordinary winners and more losers. *New York Times* [online]. Available at https://www.nytimes.com/2000/01/03/business/the-year-in-the-markets-1999-extraordinary-winners-and-more-losers.html.

(12) See Sorescu, A., Sorescu, S. M., Armstrong, W. J., and Devoldere, B. (2018). Two centuries of innovations and stock market bubbles. *Marketing Science Journal*, 37(4), 507–684.

(13) See Frehen, R. G. P., Goetzmann, W. N., and Rouwenhorst, K. G. (2013). New evidence on the first financial bubble. *Journal of Financial Economics*, 108(3), 585–607.

(14) Odlyzko, A. (2010). Collective hallucinations and inefficient markets: The British railway mania of the 1840s. *SSRN* [online]. Available at https://ssrn.com/abstract=1537338.

(15) Evans, How (not) to invest like Sir Isaac Newton.

(16) Lucibello, A. (2014). Panic of 1873. In D. Leab (Ed.), *Encyclopedia of American recessions and depressions* (pp. 227–276). Santa Barbara, CA: ABCCLIO.

(17) Browne, E. (2001). Does Japan offer any lessons for the United States? *New England Economic Review*, 3, 3–18.

(18) Stephen King of HSBC wrote a report 'Bubble Trouble' in which he identified significant risks of overvaluations and potential economic consequences before the technology bubble burst in 2000.

(19) See Masson, P. (2001). Globalization facts and figures. *IMF Policy Discussion Paper No. 01/4* [online]. Available at https://www.imf.org/en/Publications/IMF-Policy-Discussion-Papers/Issues/2016/12/30/Globalization-Facts-and-Figures-15469.

(20) Johnston, Lessons from when the bubble burst.

(21) Perez, C. (2009). The double bubble at the turn of the century: Technological roots and structural implications. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 779–805.

(22) A collateralised debt obligation (CDO) is a structured financial product that pools together assets that generate cash, such as mortgages, and then packages this asset pool into different tranches that can be sold to investors. Each varies significantly in risk profile.

(23) Pezzuto, I. (2012). Miraculous financial engineering or toxic finance? The genesis of the U.S. subprime mortgage loans crisis and its consequences on the global financial markets and real economy. *Journal of Governance and Regulation*, 1(3), 113–124.

(24) Cutts, Power from the ground up.

(25) Smith, E. L. (1925). *Common stocks as long-term investments*. New York, NY: Macmillan.

(26) Guild, S. E. (1931). *Stock growth and discount tables*. Boston, MA: Financial Publishing Company.

(27) Dice, C. A. (1931). New levels in the stock market. *Journal of Political Economy*, 39(4), 551–554.

(28) Graham, B. (1949). *The intelligent investor*. New York, NY: HarperBusiness.

(29) Cooper, M., Dimitrov, O., and Rau, P. (2001). A Rose.com by any other name. *The Journal of Finance*, 56(6), 2371–2388.

(30) Smith, A. (1848). *The bubble of the age; or, The fallacies of railway investment, railway accounts, and railway dividends*. London, UK: Sherwood, Gilbert and Piper.

(31) Sterngold, J. (1991). Nomura gets big penalties. *New York Times*, October 9, Section D, p. 1.

(32) Reid, T. R. (1991). Japan's scandalous summer of '91. *Washington Post* [online]. Available at https://www.washingtonpost.com/archive/politics/1991/08/03/japans-scandalous-summer-of-91/e066bc12-90f2-4ce1-bc05-70298b675340/.

(33) Ferguson, N. (2012). *The ascent of money*. London, UK: Penguin.

الفصل التاسع: كيف تغيَّرت الدورة بعد الأزمة المالية؟

(1) There are many useful accounts of the triggers for and consequences of the crisis, and how things have changed since. See, for example, Tooze, A. (2018). *Crashed: How a decade of financial crises changed the world*. London, UK: Allen Lane.

(2) Romer, C., and Romer, D. (2017). New evidence on the aftermath of financial crises in advanced countries. *American Economic Review*, 107(10), 3072–3118.

(3) Mason, P. (2011). Thinking outside the 1930s box. BBC [online]. Available at https://www.bbc.co.uk/news/business-15217615.

(4) TARP was a programme of the US government that helped to stabilise the financial system through a series of measures that included the

TARP bailout programme, authorising $700 billion to bail out banks, AIG, and auto companies. It also helped credit markets and homeowners. Quantitative easing (QE)—or large-scale asset purchases—refers to monetary policy that entails a central bank creating money that is used to buy predetermined amounts of government bonds or other financial assets in order to inject liquidity into the economy.

(5) Outright Monetary Transactions (OMT) is a programme of the European Central Bank under which the Bank makes purchases (outright transactions) in secondary, sovereign bond markets, under certain conditions, of bonds issued by euro area member states.

(6) Balatti, M., Brooks, C., Clements, M. P., and Kappou, K. (2016). Did quantitative easing only inflate stock prices? Macroeconomic evidence from the US and UK. *SSRN* [online]. Available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2838128. They argue in this paper that median estimates indicate a peak impact on equities, at the end of the 24-month horizon, of about 30% for the FTSE All-Share and about 50% for the S&P 500.

(7) Jorda, O., Schularick, M., Taylor, A. M., and Ward, F. (2018). Global financial cycles and risk premiums. *Working Paper Series 2018-5*, Federal Reserve Bank of San Francisco [online]. Available at http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/2018/05/.

(8) Terrones, M., Kose, A., and Claessens, S. (2011). Financial cycles: What? How? When? *IMF Working Paper No. 11/76*, [online]. Available at https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Financial-Cycles-What-How-When-24775.

(9) Romer and Romer, New evidence on the aftermath of financial crises in advanced countries.

(10) Caballero, R. J., and Farhi, E. (2017). The safety trap. *The Review of Economic Studies*, 85(1), 223–274.

(11) See Cunliffe, J. (2017). *The Phillips curve: Lower, flatter or in hiding?* Bank of England [online]. Available at https://www.bankofengland.co.uk/speech/2017/jon-cunliffe-speech-at-oxford-economics-society.

(12) Borio, C., Piti, D., and Juselius, M. (2013). Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle. *BIS Working Papers No. 404* [online]. Available at https://www.bis.org/publ/work404.html argue that 'to the extent that monetary policy, which sets the price of leverage, can influence the financial cycle, it too may have a persistent impact on the economy's long-run path, and hence also on real interest rates. If the definition of equilibrium also precludes the occurrence of boom-bust cycles, as one would reasonably expect, then it may not be possible to define a natural rate independently of the monetary regime'.

(13) See more on female participation in Blau, F. D., and Kahn, L. M. (2013). Female labor supply: Why is the US falling behind? *NBER Working Paper No. 18702* [online]. Available at https://www.nber.org/papers/w18702.

(14) Across the rich world, an extraordinary jobs boom is under way. (2019, May 23). *The Economist*.

(15) Kuhn, P., and Mansour, H. (2014). Is internet job search still ineffective? *Economic Journal*, 124(581), 1213–1233.

(16) Earnings before interest, depreciation and tax.

الفصل العاشر: تحت الصفر: تأثير انخفاض عوائد السندات

(1) See How quantitative easing affects bond yields: Evidence from Switzerland. Christensen, J., and Krogstrup, S. (2019). Royal Economic Society [online]. Available at https://www.res.org.uk/resources-page/how-quantitative-easing-affects-bond-yields-evidence-from-switzerland.html.

(2) See Gilchrist, S., and Zakrajsek, E. (2013). The impact of the Federal Reserve's large-scale asset purchase programmes on corporate credit risk. *NBER Working Paper No. 19337* [online]. Available at https://www.nber.org/papers/w19337.

(3) See Christensen, J. H. E., and Speigel, M. M. (2019). Negative interest rates and inflation expectations in Japan. *FEBSF Economic Letter*, 22.

(4) See, for example, http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/pdfiles/eqnotes/webcasts/ERP/ImpliedERP.ppt.

(5) See Molyneux, P., Reghezza, A., Thornton, J., and Xie, R. (2019). Did negative interest rates improve bank lending? *Journal of Financial Services Research*, July 2019.

(6) See Gozluklu, A. (n.d.). *How do demographics affect interest rates?* The University of Warwick [online]. Available at https://warwick.ac.uk/newsandevents/knowledgecentre/business/finance/interestrates/.

Others have argued that the overall effect of an ageing population has been to reduce the 'equilibrium' on the dependency ratio, with some estimates suggesting that demographics reduced the equilibrium rate on interest by at least one and a half percentage points between 1990 and 2014 (Carvalho, C., Ferro, A., and Nechio, F. (2016). Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism. *Working Paper Series 2016-5*. Federal Reserve Bank of San Francisco [online]. Available at http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/wp2016-05.pdf.(

(7) See Antolin, P., Schich, S., and Yermi, J. (2011). The economic impact of low interest rates on pension funds and insurance companies. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011(1). See page 25 footnote 2.

(8) For a discussion on the asset/liability mix and the risks of 'searching for yield', see Can pension funds and life insurance companies keep their promises? (2015). *OECD Business and Finance Outlook 2015* [online].

Available at https://www.oecd.org/finance/oecd-business-and-finance-outlook-2015-9789264234291-en.htm.

(9) Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., and Sack, B. (2011). The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases. *International Journal of Central Banking*, 7(1), 3–43. These authors also found that US state and municipal sponsors with weak balance sheets have increased their risk exposure as bond yields have fallen. They estimate that up to a third of funds' total risk was related to underfunding and low interest rates between 2002 and 2016. Also see Lu, L., Pritsker, M., Zlate, A., Anadu, K., and Bohn, J. (2019). Reach for yield by U.S. public pension funds. *FRB Boston Risk and Policy Analysis Unit Paper No. RPA 19-2* [online]. Available at https://www.bostonfed.org/publications/risk-and-policy-analysis/2019/reach-for-yield-by-us-public-pension-funds.aspx.

(10) Lian, C., Ma, Y., and Wang, C. (2018). Low interest rates and risk taking: Evidence from individual investment decisions. *The Review of Financial Studies*, 32(6), 2107–2148.

(11) See Antolin, Schich, and Yermi, (2011). The economic impact of low interest rates on pension funds and insurance companies.

(12) See Belke, A. H. (2013). Impact of a low interest rate environment—Global liquidity spillovers and the search-for-yield. *Ruhr Economic Paper No. 429*.

الفصل الحادي عشر: تأثير التكنولوجيا على الدورة

(1) See Internet World Stats: www.internetworldstats.com.

(2) Buring, E., and van Zanden, J. L. (2009). Charting the "Rise of the West": Manuscripts and printed books in Europe; A long-term perspective from the sixth through eighteenth centuries. *The Journal of Economic History*, 69(2), 409–445.

(3) George Hudson and the 1840s railway mania. (2012). *Yale School of Management Case Studies* [online]. Available at https://som.yale.edu/our-approach/teaching-method/case-research-and-development/cases-directory/george-hudson-and-1840s.

(4) Brookes, M., and Wahhaj, Z. (2000). Is the internet better than electricity? *Goldman Sachs Global Economics Paper No. 49*.

(5) For discussion, see Odlyzko, A. (2010). Collective hallucinations and inefficient markets: The British railway mania of the 1840s. *SSRN* [online]. Available at https://ssrn.com/abstract=1537338.

(6) https://www.fhs.swiss/eng/statistics.html.

(7) McNary, D. (2019, Jan. 2). 2018 worldwide box office hits record as Disney dominates. *Variety* [online]. Available at https://variety.com/2019/film/news/box-office-record-disney-dominates-1203098075/.

(8) https://www.classicfm.com/discover-music/millennials-are-going-nuts-for-vinyl-revival/.

(9) See Antras, P., and Voth, H. (2003). Factor prices and productivity growth during the British Industrial Revolution. *Explorations in Economic History*, 40(1), 52–77; see also Harley, N. F. R., and Harley, C. K. (1992). Output growth and the British Industrial Revolution: A restatement of the Crafts–Harley view. *Economic History Review*, 45(4), 703–730.

(10) Crafts, N. (2004). Productivity growth in the Industrial Revolution: A new growth accounting perspective. *The Journal of Economic History*, 64(2), 521–535.

(11) Mühleisen, M. (2018). The long and short of the digital revolution. *Finance & Development* [online] 55(2). Available at https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2018/06/impact-of-digital-technology-on-economic-growth/muhleisen.htm.

(12) Roach, S. S. (2015). Why is technology not boosting productivity? *World Economic Forum* [online]. Available at https://www.weforum.org/agenda/2015/06/why-is-technology-not-boosting-productivity.

(13) Hatzius, J., Phillips, A., Mericle, D., Hill, S., Struyven, D., Choi, D., Taylor, B., and Walker, R. (2019). *Productivity paradox v2.0: The price of free goods*. New York, NY: Goldman Sachs Global Investment Research.

(14) Automobile history, History.com, 21 August 2018.

(15) http://www.tvhistory.tv/1960–2000-TVManufacturers.htm.

(16) How to tame the tech titans. (2018). *The Economist* 18th June 2018, Leaders Section.

(17) Hammond, R., Kostin, D. J., Snider, B., Menon, A., Hunter, C., and Mulford, N. (2019). *Concentration, competition, and regulation: 'Superstar' firms and the specter of antitrust scrutiny*. New York, NY: Goldman Sachs Global Investment Research.

(18) The Labour Share in G20 Economies International Labour Organisation for Economic Co-operation and Development with contributions from International Monetary Fund and World Bank Group Report prepared for the G20 Employment Working Group Antalya, Turkey, 26–27 February 2015.

الملخص والاستنتاجات

(1) SINTEF. (2013). Big data, for better or worse: 90% of world's data generated over last two years. *ScienceDaily* [online]. Available at https://www.sciencedaily.com/releases/2013/05/130522085217.htm.

(2) Turner, A. (2017). The path to a low-carbon economy. *Climate 2020* [online]. Available at https://www.climate2020.org.uk/path-low-carbon-economy.

مقترحات للقراءة

Ahir, H., and Prakash, L. (2014). *Fail again? Fail better?* Forecasts by economists during the great recession. George Washington University Research Program in Forecasting Seminar.

Balvers, R. J., Cosimano, T. F., and McDonald, B. (1990). Predicting stock returns in an efficient market. *The Journal of Finance*, 45(4), 1109–1128.

Barnichon, R., Matthes, C., and Ziegenbein, A. (2018). *The financial crisis at 10: Will we ever recover?* San Francisco, CA: Federal Reserve Board.

Bell, S., Oppenheimer, P., Mueller–Glissmann, C., and Huang, A. (2015). *Below zero: 10 effects of negative real interest rates on equities*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Bernanke, B. (2018). The real effects of the financial crisis. *Brookings Papers on Economic Activity*.

Borio, C. (2012). The financial cycle and macroeconomics: What have we learnt? *BIS Working Papers No. 395* [online]. Available at https://www.bis.org/publ/work395.htm.

Burton, M. (1973). *A random walk down Wall Street*. New York, NY: W. W. Norton & Company.

Cagliarini, A., and Price, F. (2017). Exploring the link between the macroeconomic and financial cycles. In J. Hambur and J. Simon (Eds.), *Monetary policy and financial stability in a world of low interest rates (RBA annual conference volume)*. Sydney, Australia: Reserve Bank of Australia.

Campbell, J. (2000, Fall). Strategic asset allocation: Portfolio choice for long-term investors. *NBER Reporter* [online]. Available at https://admin.nber.org/reporter/fall00/campbell.html.

Claessens, S., Kose, M. A., and Terrones, M. E. (2011). *How do business and financial cycles interact? IMF Working Paper 11/88*.

Cribb, J., and Johnson P. (2018). *10 years on—Have we recovered from the financial crisis?* London, UK: Institute of Fiscal Studies.

Crump, R. K., Eusepi, S., and Moench, E. (2016). The term structure of expectations and bond yields. *Federal Reserve Bank of New York Staff Reports No. 775*.

Daly, K., Nielsen, A. E. B., and Oppenheimer, P. (2010). Finding fair value in global equities: Part II— Forecasting returns. *The Journal of Portfolio Management*, 36(3), 56–70.

Diamond, P. A. (1999). What stock market returns to expect for the future? *Social Security Bulletin*, 63(2), 38–52.

Durré, A., and Pill, A. (2010). *Non-standard monetary policy measures, monetary financing and the price level. Monetary and Fiscal Policy Challenges in Times of Financial Stress*, Frankfurt, Germany. Available at https://www.ecb.europa.eu/events/pdf/conferences/ecb_mopo_fipo/Pill.pdf?c87bc7b3966364963b437607ec63d1b8.

Fama, E. F., and French, K. (1988). Dividend yields and expected stock returns. *Journal of Financial Economics*, 22(1), 3–25.

Garber, P. M. (2000). *Famous first bubbles*. Cambridge, MA: MIT Press.

Goyal, A. (2004). Demographics, stock market flows, *and stock returns. Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 39(1), 115–142.

Howard, M. (2018). *Mastering the market cycle: Getting the odds on your side*. London, UK: Nicholas Brealey Publishing.

Kettell, S. (1990–1992). *A complete disaster or a relative success? Reconsidering Britain's membership of the ERM*. Coventry, UK: University of Warwick.

King, S. D. (2017). *Grave new world: The end of globalization, the return of history*. New Haven, CT: Yale University Press.

Kopp, E., and Williams, P. D. (2018). A macroeconomic approach to the term premium. *IMF Working Paper No. 18/140* [online]. Available at https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/06/15/A-Macroeconomic-Approach-to-the-Term-Premium-45969.

Kuhn, M., Schularitz, M., and Steins, U. (2018). Research: How the financial crisis drastically increased wealth inequality in the U.S. *The Harvard Business Review* [online]. Available at https://hbr.org/2018/09/research-how-the-financial-crisis-drastically-increased-wealth-inequality-in-the-u-s.

Lansing, K. J. (2018). Real business cycles, animal spirits, and stock market valuation. *Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper* 2018-08 [online]. Available at https://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/2018/08.

Lenza, M., Pill, H., and Reichlin, L. (2010). Monetary policy in exceptional times. *ECB Working Paper Series No. 1253* [online]. Available at https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1253.pdf.

Lincoln, E. J. (2002). *The Japanese economy: What we know, think we know, and don't know*. [online] Washington, DC: Brookings Institution. Available at https://www.brookings.edu/research/the-japanese-economy-what-we-know-think-we-know-and-dont-know/.

Loungani, P. (2001). Deciphering the causes for the post–1990 slow output recoveries. *International Journal of Forecasting*, 17(3), 419–432.

Martin, J. (2009). *When China rules the world: The end of the western world and the birth of a new global order*. London, UK: Penguin Books.

Miranda–Agrippino, S., and Rey, H. (2015a). US monetary policy and the global financial cycle. *NBER Working Paper No. 21722*.

Miranda–Agrippino, S., and Rey, H. (2015b). World asset markets and the global financial cycle. *CEPR Discussion Papers 10936*.

Mueller–Glissmann, C., Rizzi, A., Wright, I., and Oppenheimer, P. (2018). *The balanced bear—Part 2: Chasing your tail risk and balancing the bear*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Mukunda, G. (2018). The social and political costs of the financial crisis, 10 years later. *The Harvard Business Review [online].* Available at https://hbr.org/2018/09/the–social–and–political–costs–of–the–financial–crisis–10–years–later.

Musson, A. E. (1959). The Great Depression in Britain, 1873–1896: A reappraisal. *Journal of Economic History*, 19(2), 199–228.

Odlyzko, A. (2012). The railway mania: Fraud, disappointed expectations, and the modern economy. *Journal of the Railway & Canal Historical Society*, 215, 2–12.

Oppenheimer, P. (2004). *Adventures in Wonderland: Through the looking glass; Scenarios for a post–crisis world*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Oppenheimer, P. (2015). *The third wave: Wave 3 of the crisis and the path to recovery*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Oppenheimer, P. (2016). *Any happy returns: The evolution of the 'long good buy'*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Oppenheimer, P., Bell, S., and Jaisson, G. (2018). *Making cents; The cycle & the return of low returns*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Oppenheimer, P., and Jaisson, G. (2018). *Why technology is not a bubble: Lessons from history*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Oppenheimer, P., Kerneis, A., Coombs, S., Mejia C., Hickey, J., Ng, C., Pensari, K., and Savina, M. (2002). *Share despair: Anatomy of bear markets and the prospects for recovery*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Oppenheimer, P., Kerneis, A., Coombs, S., Mejia C., Ng, C., Pensari, K., and Patel, H. (2004). *Bear repair: Anatomy of a bull market*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Oppenheimer, P., Mueller-Glissmann, C., Moser, G., Nielsen, A., and Bell, S. (2009). *The equity cycle part I: Identifying the phases*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Oppenheimer, P., Mueller-Glissmann, C., and Rizzi, A. (2017). *Bull market, 8th birthday—Many happy returns?* London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Oppenheimer, P., Nielsen, A., Mueller-Glissmann, C., Moser, G., and Bell, S. (2009). *The equity cycle part II: Investing in phases*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Oppenheimer, P., and Walterspiler, M. (2012). *The long good buy: The case for equities*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Oppenheimer, P., and Walterspiler, M. (2013). *Long good buy II: 18 months on… the case for equities continues*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Reinhart, C. M., and Rogoff, K. S. (2008). This time is different: Eight centuries of financial folly. *NBER Working Paper No. 13882*.

Reinhart, C. M., and Rogoff, K. S. (2014). Recovery from financial crises: Evidence from 100 episodes. *American Economic Review*, 104(5), 50–55.

Rezneck, S. (1950). Distress, relief, and discontent in the United States during the Depression of 1873–78. *Journal of Political Economy*, 58(6), 494–512.

Schröder, D., and Florian, E. (2012). A new measure of equity duration: The duration-based explanation of the value premium. German Economic Association. *Annual Conference 2012: New Approaches and Challenges for the Labor Market of the 21st Century*, Goettingen, Germany.

Shah, D., Isah, H., and Zulkernine, F. (2019). Stock market analysis: A review and taxonomy of prediction techniques. *International Journal of Financial Studies*, 7(2), 26.

Siegel, J. J. (1992). The equity premium: Stock and bond returns since 1802. *Financial Analysts Journal*, (48)1, 28–38.

Siegel, L. B. (2017). The equity risk premium: A contextual literature review. *CFA Research Foundation Literature Reviews*, 12(1).

Spierdijk, L., Bikker, J., and van der Hoek, P. (2010). Mean reversion in international stock markets: An empirical analysis of the 20th century. *De Nederlandsche Bank Working Paper No. 247* [online]. Available at https://www.dnb.nl/en/news/dnb-publications/dnb-working-papers-series/dnb-working-papers/working-papers-2010/dnb232375.jsp.

Vissing-Jorgensen, A., and Krishnamurthy, A. (2011). The effects of quantitative easing on interest rates: Channels and implications for policy. *Brookings Papers on Economic Activity*, pp. 215–265.

Wright, I., Mueller–Glissmann, C., Oppenheimer, P., and Rizzi, A. (2017). *The equity risk premium when growth meets rates*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Wright, J. H. (2012). What does monetary policy do to long–term interest rates at the zero lower bound? *Economic Journal*, 122(546), F447–F466.

Zhang, W. (2019). Deciphering the causes for the post–1990 slow output recoveries. *Economics Letters*, 176(C), 28–34.

المراجع

Across the rich world, an extraordinary jobs boom is under way. (2019, May 23). *The Economist*.

Aikman, D., Lehnert, A., Liang, N., and Modugno, M. (2017). Credit, financial conditions, and monetary policy transmission. *Hutchins Center Working Paper #39* [online]. Available at https://www.brookings.edu/research/credit-financial-conditions-and-monetary-policy-transmission.

Ainger, J. (2019). 100-year bond yielding just over 1% shows investors' desperation. *Bloomberg* [online]. Available at https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-06-25/austria-weighs-another-century-bond-for-yield-starved-investors.

Akerlof, G., and Shiller, R. J. (2010). *Animal spirits: How human psychology drives the economy, and why it matters for global capitalism*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

An, A., Jalles, J. T., and Loungani, P. (2018). How well do economists forecast recessions? *IMF Working Paper No. 18/39* [online]. Available at https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2018/03/05/How-Well-Do-Economists-Forecast-Recessions-45672.

Antolin, P., Schich, S., and Yermi, J. (2011). The economic impact of low interest rates on pension funds and insurance companies. *OECD Journal: Financial Market Trends*, 2011(1).

Antras, P., and Voth, H. (2003). Factor prices and productivity growth during the British industrial revolution. *Explorations in Economic History*, 40(1), 52–77.

Baddeley, M. (2010). Herding, social influence and economic decision-making: Socio-psychological and neuroscientific analyses. *Philosophical Traditions of The Royal Society* [online]. Available at https://doi.org/10.1098/rstb.2009.0169.

Balatti, M., Brooks, C., Clements, M. P., and Kappou, K. (2016). Did quantitative easing only inflate stock prices? Macroeconomic evidence from the US and UK. *SSRN* [online]. Available at https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=2838128.

Belke, A. H. (2013). Impact of a low interest rate environment—Global liquidity spillovers and the search-for-yield. *Ruhr Economic Paper No. 429*.

Bentolila, S., and Saint-Paul, G. (2003). Explaining movements in the labor share. *Contributions to Macroeconomics*, 3(1).

Benzoni, L., Chyruk, O., and Kelley, D. (2018). Why does the yield-curve slope predict recessions? *Chicago Fed Letter No. 404*.

Bernanke, B. S. (2005). The global saving glut and the U.S. current account deficit. Board of Governors of the Federal Reserve System speech 77.

Bernanke, B. (2010, Sept. 2). *Causes of the recent financial and economic crisis*. Testimony before the Financial Crisis Inquiry Commission, Washington, DC.

Bernstein, P. L. (1997). What rate of return can you reasonably expect… or what can the long run tell us about the short run? *Financial Analysts Journal*, 53(2), 20–28.

Binder, J., Nielsen, A. E. B., and Oppenheimer, P. (2010). Finding fair value in global equities: Part I. *Journal of Portfolio Management*, 36(2), 80–93.

Blau, F. D., and Kahn, L. M. (2013). Female labor supply: Why is the US falling behind? *NBER Working Paper No. 18702* [online]. Available at https://www.nber.org/papers/w18702.

Borio, C. (2013). On time, stocks and flows: Understanding the global macroeconomic challenges. *National Institute of Economic and Social Research*, 225(1), 3–13.

Borio, C., Disyatat, P., and Rungcharoenkitkul, P. (2019). What anchors for the natural rate of interest? *BIS Working Papers No. 777* [online]. Available at https://www.bis.org/publ/work777.html.

Borio, C., and Lowe, P. (2002). Asset prices, financial and monetary stability: Exploring the nexus. *BIS Working Papers No. 114* [online]. Available at https://www.bis.org/publ/work114.html.

Borio, C., Piti, D., and Juselius, M. (2013). Rethinking potential output: Embedding information about the financial cycle. *BIS Working Papers No. 404* [online]. Available at https://www.bis.org/publ/work404.html.

Brookes, M., and Wahhaj, Z. (2000). Is the internet better than electricity? *Goldman Sachs Global Economics Paper No. 49*.

Browne, E. (2001). Does Japan offer any lessons for the United States? *New England Economic Review*, 3, 3–18.

Browser market share worldwide. (n.d.). Statcounter Global Stats [online]. Available at https://gs.statcounter.com/search-engine-market-share.

Bruno, V., and Shin, H. S. (2015). Cross-border banking and global liquidity. *Review of Economic Studies*, 82(2), 535–564.

Buring, E., and van Zanden, J. L. (2009). Charting the "Rise of the West": Manuscripts and printed books in Europe; A long-term perspective

from the sixth through eighteenth centuries. *The Journal of Economic History*, 69(2), 409–445.

Caballero, R. J., and Farhi, E. (2017). The safety trap. *The Review of Economic Studies*, 85(1), 223–274.

Can pension funds and life insurance companies keep their promises? (2015). *OECD Business and Finance Outlook 2015* [online]. Available at https://www.oecd.org/finance/oecd-business-and-finance-outlook-2015-9789264234291-en.htm.

Carvalho, C., Ferro, A., and Nechio, F. (2016). Demographics and real interest rates: Inspecting the mechanism. *Working Paper Series 2016-5*. Federal Reserve Bank of San Francisco [online]. Available at http://www.frbsf.org/economicresearch/publications/working-papers/wp2016-05.pdf.

Case, K., and Shiller, R. (2003). Is there a bubble in the housing market? *Brookings Papers on Economic Activity*, 34(2), 299–362.

Cawley, L. (2015). Ozone layer hole: How its discovery changed our lives. BBC [online]. Available at https://www.bbc.co.uk/news/uk-england-cambridgeshire-31602871.

Chancellor, E. (2000). *Devil take the hindmost: A history of financial speculation*. New York, NY: Plume.

Christensen, J. H. E., and Speigel, M. M. (2019). Negative interest rates and inflation expectations in Japan. *FEBSF Economic Letter*, 22.

Cooper, M., Dimitrov, O., and Rau, P. (2001).

A Rose.com by any other name. *The Journal of Finance*, 56(6), 2371–2388.

Crafts, N. (2004). Productivity growth in the industrial revolution: A new growth accounting perspective. *The Journal of Economic History*, 64(2), 521–535.

Cunliffe, J. (2017). *The Phillips curve: Lower, flatter or in hiding?* Bank of England [online]. Available at https://www.bankofengland.co.uk/speech/2017/jon-cunliffe-speech-at-oxford-economics-society.

Cutts, R. L. (1990). Power from the ground up: Japan's land bubble. *The Harvard Business Review* [online]. Available at https://hbr.org/1990/05/power-from-the-ground-up-japans-land-bubble.

David, P. A., and Wright, G. (2001). General purpose technologies and productivity surges: Historical reflections on the future of the ICT revolution. *Economic Challenges of the 21st Century in Historical Perspective*, Oxford, UK. Available at https://www.researchgate.net/publication/23742678_General_Purpose_Technologies_and_Productivity_Surges_Historical_Reflections_on_the_Future_of_the_ICT_Revolution.

Dhaoui, A., Bourouis, S., and Boyacioglu, M. A. (2013). The impact of investor psychology on stock markets: Evidence from France. *Journal of Academic Research in Economics*, 5(1), 35–59.

Dice, C. A. (1931). New levels in the stock market. *Journal of Political Economy*, 39(4), 551–554.

Eckstein, O., and Sinai, A. (1986). The mechanisms of the business cycle in the postwar era. In R. Gorden (Ed.), *The American business cycle: Continuity and change* (pp. 39–122). Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

The end of the Bretton Woods System. IMF [online]. Available at https://www.imf.org/external/about/histend.htm.

Evans, R. (2014). How (not) to invest like Sir Isaac Newton. *The Telegraph* [online]. Available at https://www.telegraph.co.uk/finance/personalfinance/investing/10848995/How-not-to-invest-like-Sir-Isaac-Newton.html.

Fama, E. F. (1970). Efficient capital markets: A review of theory and empirical work. *The Journal of Finance*, 25(2), 383–417.

Fama, E. F., and French, K. (1998). Value versus growth: The international evidence. *Journal of Finance*, 53(6), 1975–1999.

Ferguson, N. (2012). *The ascent of money*. London, UK: Penguin.

Fama, E. F., and French, K. (2002). The equity premium. *Journal of Finance*, 57(2), 637–659.

Ferguson, R. W. (2005). *Recessions and recoveries associated with asset-price movements: What do we know? Stanford Institute for Economic Policy Research*, Stanford, CA.

Filardo, A., Lombardi, M., and Raczko, M. (2019). Measuring financial cycle time. *Bank of England Staff Working Paper No. 776* [online]. Available at https://www.bankofengland.co.uk/working-paper/2019/measuring-financial-cycle-time.

Fisher, I. (1933). The debt-deflation theory of the great depressions. *Econometrica*, 1, 337–357.

Five things you need to know about the Maastricht Treaty. (2017). ECB [online]. Available at https://www.ecb.europa.eu/explainers/tell-me-more/html/25_years_maastricht.en.html.

Frehen, R. G. P., Goetzmann, W. N., and Rouwenhorst, K. G. (2013). New evidence on the first financial bubble. *Journal of Financial Economics*, 108(3), 585–607.

Fukuyama, F. (1989). The end of history? *The National Interest*, 16, 3–18.

Gagnon, J., Raskin, M., Remache, J., and Sack, B. (2011). The financial market effects of the Federal Reserve's large-scale asset purchases. *International Journal of Central Banking*, 7(1), 3–43.

Galbraith, J. K. (1955). *The great crash*, 1929. Boston: Houghton Mifflin Harcourt.

George Hudson and the 1840s railway mania. (2012). *Yale School of Management Case Studies* [online]. Available at https://som.yale.edu/

our-approach/teaching-method/case-research-and-development/cases-directory/george-hudson-and-1840s.

Gilchrist, S., and Zakrajsek, E. (2013). The impact of the Federal Reserve's large-scale asset purchase programs on corporate credit risk. *NBER Working Paper No. 19337* [online]. Available at https://www.nber.org/papers/w19337.

Goobey, G. H. R. (1956). Speech to the Association of Superannuation and Pension Funds. *The pensions archive [online]*. Available at http://www.pensionsarchive.org.uk/27/.

Gozluklu, A. (n.d.). *How do demographics affect interest rates?* The University of Warkick [online]. Available at https://warwick.ac.uk/newsandevents/knowledgecentre/business/finance/interestrates/.

Graham, B. (1949). *The intelligent investor*. New York, NY: HarperBusiness.

Graham, B., and Dodd, D. L. (1934). *Security analysis*. New York, NY: McGraw-Hill.

Guild, S. E. (1931). *Stock growth and discount tables*. Boston, MA: Financial Publishing Company.

Gurkaynak, R. (2005). Econometric tests of asset price bubbles: Taking stock. *Finance and Economics Discussion Series*. Washington, DC: Board of Governors of the Federal Reserve System.

Hammond, R., Kostin, D. J., Snider, B., Menon, A., Hunter, C., and Mulford, N. (2019). *Concentration, competition, and regulation: 'Superstar' firms and the specter of antitrust scrutiny*. New York, NY: Goldman Sachs Global Investment Research.

Harley, N. F. R., and Harley, C. K. (1992). Output growth and the British Industrial Revolution: A restatement of the Crafts-Harley view. *Economic History Review*, 45(4), 703–730.

Hatzius, J., Phillips, A., Mericle, D., Hill, S., Struyven, D., Choi, D., Taylor, B., and Walker, R. (2019). *Productivity paradox v2.0: The price of free goods*. New York, NY: Goldman Sachs Global Investment Research.

Hayes, A. (2019, April 25). Dotcom bubble. Investopedia.

How quantitative easing affects bond yields: Evidence from Switzerland. (2019). Royal Economic Society [online]. Available at https://www.res.org.uk/resources-page/how-quantitative-easing-affects-bond-yields-evidence-from-switzerland.html.

How to tame the tech titans. (2018). *The Economist*.

Hutchinson, J., and Persyn, D. (2012). Globalisation, concentration and footloose firms: In search of the main cause of the declining labour share. *Review of World Economics*, 148(1).

Jacques, M. (2009). *When China rules the world: The end of the western world and the birth of a new global order*. New York, NY: Penguin Press.

Johnston, E. (2009). Lessons from when the bubble burst. *The Japan Times* [online]. Available at https://www.japantimes.co.jp/news/2009/01/06/reference/lessons-from-when-the-bubble-burst/.

Jorda, O., Schularick, M., Taylor, A. M., and Ward, F. (2018). Global financial cycles and risk premiums. *Working Paper Series 2018-5*, Federal Reserve Bank of San Francisco [online]. Available at http://www.frbsf.org/economic-research/publications/working-papers/2018/05/.

Kahneman, D., and Tversky, A. (1979). Prospect theory: An analysis of decision under risk. *Econometrica*, 47(2), 263–292.

Keynes, J. M. (1930). *A treatise on money*. London, UK: Macmillan.

Kindleberger, C. (1996). *Manias, panics, and crashes* (3rd ed.). New York, NY: Basic Books.

Kuhn, P., and Mansour, H. (2014). Is internet job search still ineffective? *Economic Journal*, 124(581), 1213–1233.

Lian, C., Ma, Y., and Wang, C. (2018). Low interest rates and risk taking: Evidence from individual investment decisions. *The Review of Financial Studies*, 32(6), 2107–2148.

Loewenstein, G., Scott, R., and Cohen J. D. (2008). Neuroeconomics. *Annual Review of Psychology*, 59, 647–672.

Lovell, H. (2013). "Battle of the quants". *The Hedge Fund Journal*, p. 87.

Lu, L., Pritsker, M., Zlate, A., Anadu, K., and Bohn, J. (2019). Reach for yield by U.S. public pension funds. *FRB Boston Risk and Policy Analysis Unit Paper No. RPA 19-2* [online]. Available at https://www.bostonfed.org/publications/risk-and-policy-analysis/2019/reach-for-yield-by-us-public-pension-funds.aspx.

Lucibello, A. (2014). Panic of 1873. In D. Leab (Ed.), *Encyclopedia of American recessions and depressions* (pp. 227–276). Santa Barbara, CA: ABC-CLIO.

Macaulay, F. R. (1938). *Some theoretical problems suggested by the movements of interest rates, bond yields, and stock prices in the United States Since 1856*. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.

Mackay, C. (1841). *Extraordinary popular delusions and the madness of crowds*. London, UK: Richard Bentley.

Malmendier, U., and Nagel, S. (2016). Learning from inflation experiences. *The Quarterly Journal of Economics*, 131(1), 53–87.

Marks, H. (2018). *Mastering the cycle: Getting the odds on your side (p. 293)*. Boston, MA: Houghton Mifflin Harcourt.

Mason, P. (2011). Thinking outside the 1930s box. *BBC* [online]. Available at https://www.bbc.co.uk/news/business-15217615.

Masson, P. (2001). Globalization facts and figures. *IMF Policy Discussion Paper No. 01/4* [online]. Available at https://www.imf.org/en/

Publications/IMF-Policy-Discussion-Papers/Issues/2016/12/30/Globalization-Facts-and-Figures-15469.

McCullough, B. (2018). An eye-opening look at the dot-com bubble of 2000—and how it shapes our lives today. IDEAS.TED.COM [online]. Available at https://ideas.ted.com/an-eye-opening-look-at-the-dot-com-bubble-of-2000-and-how-it-shapes-our-lives-today.

McNary, D. (2019, Jan. 2). 2018 worldwide box office hits record as Disney dominates. *Variety [online]*. Available at https://variety.com/2019/film/news/box-office-record-disney-dominates-1203098075/.

Mehra, R., and Prescott, E. C. (1985). The equity premium: A puzzle. *Journal of Monetary Economics*, 15(2), 145–161.

Minsky, H. P. (1975). *John Maynard Keynes*. New York, NY: Springer.

Modigliani, E., and Blumberg, R. (1980). Utility analysis and the aggregate consumption function: An attempt at integration. *The collected papers of Franco Modigliani*. Cambridge, MA: MIT Press.

Modigliani, F., and Cohn, R. A. (1979). Inflation, rational valuation and the market. *Financial Analysts Journal*, 35(2), 24–44.

Molyneux, P., Reghezza, A., Thornton, J., and Xie, R. (2019). Did negative interest rates improve bank lending? *Journal of Financial Services Research*, July 2019.

Mueller-Glissmann, C., Wright, I., Oppenheimer, P., and Rizzi, A. (2016). *Reflation, equity/bond correlation and diversification desperation*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Mühleisen, M. (2018). The long and short of the digital revolution. *Finance & Development [online]* 55(2). Available at https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2018/06/impact-of-digital-technology-on-economic-growth/muhleisen.htm.

Multifactor productivity. (2012). OECD Data [online]. Available at https://data.oecd.org/lprdty/multifactor-productivity.htm.

Norris, F. (2000). The year in the markets; 1999: Extraordinary winners and more losers. *New York Times* [online]. Available at https://www.nytimes.com/2000/01/03/business/the-year-in-the-markets-1999-extraordinary-winners-and-more-losers.html.

Norwood, B. (1969). The Kennedy round: A try at linear trade negotiations. *Journal of Law and Economics*, 12(2), 297–319.

Odlyzko, A. (2010). Collective hallucinations and inefficient markets: The British railway mania of the 1840s. *SSRN* [online]. Available at https://ssrn.com/abstract=1537338.

Okina, K., Shirakawa, M., and Shiratsuka, S. (2001). The asset price bubble and monetary policy: Experience of Japan's economy in the late 1980s and its lessons. *Monetary and Economic Studies*, 19(S1), 395–450.

Oppenheimer, P., and Bell, S. (2017). *Bear necessities: Identifying signals for the next bear market*. London, UK: Goldman Sachs Global Investment Research.

Oxenford, M. (2018). *The lasting effects of the financial crisis have yet to be felt*. London, UK: Chattam House.

Pasotti, P., and Vercelli, A. (2015). Kindleberger and financial crises. *FESSUD Working Paper Series No. 104* [online]. Available at http://fessud.eu/wp-content/uploads/2015/01/Kindleberger-and-Financial-Crises-Fessud-final_Working-Paper-104.pdf.

Perez, C. (2009). The double bubble at the turn of the century: Technological roots and structural implications. *Cambridge Journal of Economics*, 33(4), 779–805.

Pezzuto, I. (2012). Miraculous financial engineering or toxic finance? The genesis of the U.S. subprime mortgage loans crisis and its consequences on the global financial markets and real economy. *Journal of Governance and Regulation*, 1(3), 113–124.

Phillips, M. (2019). The bull market began 10 years ago. Why aren't more people celebrating? *New York Times* [online]. Available at https://www.nytimes.com/2019/03/09/business/bull-market-anniversary.html.

Post-war reconstruction and development in the golden age of capitalism. (2017). *World Economic and Social Survey 2017*.

Privatisation in Europe, coming home to roost. (2002). *The Economist*.

Rajan, R. J. (2005). Financial markets, financial fragility, and central banking. *The Greenspan era: Lessons for the future, sponsored by the Federal Reserve Bank of Kansas City*, Jackson Hole, WY.

Reid, T. R. (1991). Japan's scandalous summer of '91. *Washington Post [online]*. Available at https://www.washingtonpost.com/archive/politics/1991/08/03/japans-scandalous-summer-of-91/e066bc12-90f2-4ce1-bc05-70298b675340/.

Ritter, J., and Warr, R. S. (2002). The decline of inflation and the bull market of 1982–1999. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, 37(01), 29–61.

Roach, S. S. (2015). Why is technology not boosting productivity? *World Economic Forum* [online]. Available at https://www.weforum.org/agenda/2015/06/why-is-technology-not-boosting-productivity.

Romer, C., and Romer, D. (2017). New evidence on the aftermath of financial crises in advanced countries. *American Economic Review*, 107(10), 3072–3118.

Roubini, N. (2007). *The risk of a U.S. hard landing and implications for the global economy and financial markets*. New York: New York University [online]. Available at https://www.imf.org/External/NP/EXR/Seminars/2007/091307.htm.

Shiller, R. J. (1980). Do stock prices move too much to be justified by subsequent changes in dividends? *NBER Working Paper No. 456* [online]. Available at https://www.nber.org/papers/w0456.

Shiller, R. J. (2000). *Irrational exuberance*. Princeton, NJ: Princeton University Press.

Shiller, R. J. (2003). From efficient markets theory to behavioral finance. *Journal of Economic Perspectives*, 17(1), 83–104.

Siegel, J. (1994). *Stocks for the long run* (2nd ed.). New York, NY: Irwin.

Siegel, J. (1998). *Valuing growth stocks: Revisiting the nifty fifty. The American Association of Individual Investors Journal [online]*. Available at https://www.aaii.com/journal/article/valuing-growth-stocks-revisiting-the-nifty-fifty.

SINTEF. (2013). Big data, for better or worse: 90% of world's data generated over last two years. *ScienceDaily* [online]. Available at https://www.sciencedaily.com/releases/2013/05/130522085217.htm.

Smith, A. (1848). *The bubble of the age; or, The fallacies of railway investment, railway accounts, and railway dividends*. London, UK: Sherwood, Gilbert and Piper.

Smith, B., and Browne, C. A. (2019). *Tools and weapons: The promise and the peril of the digital age*. New York, NY: Penguin Press.

Smith, E. L. (1925). *Common stocks as long-term investments*. New York, NY: Macmillan.

Sorescu, A., Sorescu, S. M., Armstrong, W. J., and Devoldere, B. (2018). Two centuries of innovations and stock market bubbles. *Marketing Science Journal*, 37(4), 507–684.

Sterngold, J. (1991). Nomura gets big penalties. *New York Times*, October 9, Section D, p. 1.

Stone, M. (2015). The trillion fold increase in computing power, visualized. *Gizmodo [online]*. Available at https://gizmodo.com/the-trillion-fold-increase-in-computing-power-visualiz-1706676799.

Struyven, D., Choi, D., and Hatzius, J. (2019). *Recession risk: Still moderate*. New York, NY: Goldman Sachs Global Investment Research.

Summers, L. H. (2015). Demand side secular stagnation. *American Economic Review*, 105(5), 60–65.

Sunstein, C. R., and Thaler, R. (2016). The two friends who changed how we think about how we think. *The New Yorker* [online]. Available at https://www.newyorker.com/books/page-turner/thetwo-friends-who-changed-how-we-think-about-howwe-think.

Terrones, M., Kose, A., and Claessens, S. (2011). Financial cycles: What? How? When? *IMF Working Paper No. 11/76*, [online]. Available at https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2016/12/31/Financial-Cycles-What-How-When-24775.

Thaler, R. H., and Sunstein, C. R. (2008). *Nudge: Improving decisions about health, wealth, and happiness*. New York, NY: Penguin.

Thompson, E. (2007). The tulipmania: Fact or artifact? *Public Choice*, 130(1-2), 99–114.

Tooze, A. (2018). *Crashed: How a decade of financial crises changed the world.* London, UK: Allen Lane.

Turner, A. (2017). The path to a low-carbon economy. *Climate 2020* [online]. Available at https://www.climate2020.org.uk/path-low-carbon-economy.

Turner, G. (2003). *Solutions to a liquidity trap*. London, UK: GFC Economics.

US Department of Justice. (2015). U.S. v. Microsoft: Proposed findings of fact. Available at https://www.justice.gov/atr/us-v-microsoft-proposed-findings-fact-0.

Vogel, E. (2001). *Japan as number one lessons for America*. Lincoln, NE: iUniverse.com.

Why weather forecasts are so often wrong. (2016). *The Economist explains.*.


هنـــداوي