

## ماذا يجري في البورصات العالمية؟ هل نحن في الطريق إلى يوم الإثنين أسود آخر؟ أين البورصات العربية مما يحدث حول العالم؟

دكتور/ منير إبراهيم هندی

بسم الله الرحمن الرحيم

تعرضت سوق الأوراق المالية في هونج كونج إلى انخفاض كبير في الأسعار، ولم يمض سوى بضعة أيام إلا وانتقلت العدوى إلى السوق الأمريكية. فلم تلبث بورصة نيويورك أن تفتح أبوابها يوم الإثنين ٢٧ أكتوبر، إلا وبدأ الاتجاه الهبوطي للأسعار وما إن وصل الانخفاض إلى ٣٥٠ نقطة، حتى أعلنت إدارة البورصة لأول مرة في تاريخها - عن استخدام آلية يطلق عليها Circuit Breaker، وبمقتضاها تم إيقاف التداول Trading Halt كلية لمدة ٣٠ دقيقة وخلال تلك الدقائق بدا واضحا أن حجما هائلا من أوامر البيع جرى اعدادها. ومن ثم كان من الطبيعي أن يستمر الانخفاض مع اعادة التعامل، مما أجبر إدارة البورصة إلى إيقاف التداول لمدة نصف ساعة أخرى، لينتهي التعامل في ذلك اليوم بفقدان مؤشر داو جونز ٥٥٤ نقطة، حيث أقل عند ٧١٦١ نقطة.

ولم يختلف الأمر بالنسبة لمؤشر ستاندرد اند بور ٥٠٠ (S&P 500)، حيث فقد المؤشر ٦٤ نقطة إذ أقل عند ٨٧٦ نقطة. بما يعنى أن الانخفاض وفقا لارقام المؤشرين كان في حدود ٧٪.

اما مؤشر نازداك NASDAQ للسوق غير المنظمة، والتي يتداول فيها أسهم شركات من نوع خاص، نقصد أسهم شركات صغيرة ومتوسطة، فقد أنخفض كذلك بما يعادل ١١٥ نقطة، حيث اقل عند ١٥٣٥ نقطة. وهو معدل هبوطي في حدود ٧٪ أيضاً.

وكان على العالم أن ينتظر بضع ساعات - بسبب فروق التوقيت - ليتعرف على رد الفعل في أسواق استراليا وجنوب شرق آسيا. انخفضت الاسعار ٧,٢٥٪ في سيدني، ٧٪ في سنغافورة، ٦٪ في مانيل. كما فقد مؤشر نيكي للسوق الياباني ما يوازي ٤,٢٥٪ من قيمته، وان كان قد فقد منذ يناير ١٩٩١م حوالي ١٢٪ من قيمته مؤكداً بذلك على ضعف متوقع في معدل نمو الاقتصاد القومي. تلى ذلك انخفاض مؤشر السوق البريطاني حوالي ٦٪، والسوق الفرنسي حوالي ٧٪ وذلك في يوم الثلاثاء ٢٨ أكتوبر.

هذه إذن حالة عامة، لنتذكر ما حدث في يوم الإثنين السود ١٩٨٧م، بفارق زاحد هو أن الأزمة هذه المرة قد بدأت بوضوح في أسواق جنوب شرق آسيا، وهو الأمر الذي كان محل شك في عام ١٩٨٧م. وكما جرت العادة في مثل تلك الازمات العالمية، يكون التركيز على تحليل اوضاع السوق الامريكي، وذلك لاسباب اقتصادية لها ما يبررها. وهنا سوف نفرق بين اسباب عقلانية، واسباب عاطفية أو ما يسمى برود الأفعال.

## الأسباب العقلانية المحتملة

**السبب الأول:** في مقدمة تلك الأسباب ضخامة الاستثمارات الأمريكية في أسواق جنوب شرق آسيا. ومع اتجاه بعض الدول في تلك المنطقة لتخفيض سعر صرف عملتها، وانخفاض قيمة عملات دول أخرى في مواجهة الدولار، أصبح في حكم المؤكد أن تتخفض رباح الشركات الأمريكية المتعددة الجنسيات من عملياتها هناك، وذلك عند تحويلها إلى الدولار. ومن بين المظاهر التي تؤكد ذلك الانخفاض الكبير الذي تعرضت له أسعار أسهم شركات: الكوا Alcoa، وأى بي أم IBM، ومرك Merk، وجى بى مورجان J.B. Morgen ولكن هل إنخفاض في أسعار عدد محدود من الأسهم من شأنه أن يحدث كل ذلك التأثير؟ سؤال يصعب أن تكون اجابته بالإيجاب.

**السبب الثاني:** سبب آخر محتمل هو أن انخفاض سعر صرف عملات بعض دول جنوب شرق آسيا في مواجهة الدولار، حمل في طياته توقعات بانخفاض الصادرات الأمريكية، وهو ما يعنى بالتبعية توقعات بانخفاض مستقبلي لأرباح الشركات التي تمثل صادراتها إلى جنوب شرق آسيا جزءاً كبيراً من مبيعاتها، وهو ما ترتب عليه بالتبعية انخفاض في أسعار اسهمها. مرة أخرى إذا كان ذلك صحيحاً ومؤثراً، فكيف يفسر الانخفاض في أسعار أسهم شركات أمريكية لا تصدر إلى تلك المنطقة من العالم؟.

**السبب الثالث:** سبب ثالث هو الادعاء بأن ما يحدث ما هو إلا تصحيح لأوضاع سابقة. فمثلا ارتفعت اسعار أسهم شركات الإلكترونيات، بشكل لم يسبق له مثيل. فمنذ يناير ١٩٩٧م ارتفع سعر سهم شركة دل كمبيوتر Dell Computer بنسبة ٢٢٠٪ وسهم شركة مايكرو سوفت Microsoft بنسبة ٦٠٪ بل وأن مراجعة حركة الأسعار في تلك الصناعة يكشف ان الهبوط الذي تعرضت له أسعار تلك الأسهم، أعادها إلى ما كانت عليه في شهرى يوليو وأغسطس من هذا العام. ولعل المستثمر الأمريكى يتذكر جرين سبان Green Span محافظ البنك المركزى الأمريكى، حين قال كلمته الشهيرة، أن الامريكيين أكثر نفاؤلاً مما ينبغي، بما يحمل في طياته أن أسعار الأسهم باتت مبالغاً فيها. قد يكون التصحيح سبباً، ولكن هل كل الأسهم كانت هناك مغالاة في أسعارها حتى تتعرض كلها للانخفاض، وينخفض المؤشر بذلك المعدل الكبير، خاصة وأن التصحيح قد بدأت في السوق الأمريكية منذ حوالى ثلاث شهور؟ فلقد كان مؤشر دو جونز قد تخطى ٨٠٠٠ نقطة بعدة مئات، وكان يتجه في طريقه إلى مستوى ٩٠٠٠ نقطة، وإذا به قبيل وقوع الأزمة ينخفض تدريجياً حتى وصل إلى أقل من ٨٠٠٠ نقطة.

**السبب الرابع:** هو عمليات المراجعة بين الأسواق Arbitrage. فهناك أسهم شركات أمريكية مقيدة في بورصات أخرى في جنوب شرق آسيا، ومن بينها بورصة هونج كونج التى انتقلت منها

الأزمة. وعليه فإن انخفاض أسعار أسهم تلك الشركات في أسواق جنوب شرق آسيا، قد حدا بالمراجحين - أو ما يمكن تسميتهم بالمضاربين - إلى شرائها من تلك الأسواق وبيعها في السوق الأمريكي، وبإزدياد أوامر البيع لتلك الأسهم في السوق الأمريكي انخفضت اسعارها. وهذا يعد بمثابة تحذير من أن قيد شركات مصرية في أسواق أخرى سوف يتسبب في إحداث هزات للسوق المصري، مالم نسارع في توفير الدعامات الأساسية الغائبة، وفي مقدمتها آليات استيعاب الخلل بين العرض والطلب. ونعود لنسأل كم عدد الأسهم الأمريكية المقيدة في البورصات الأخرى، حتى تحدث مثل ذلك التأثير؟.

#### السبب الخامس: الشراء الهامشي. نقصد بذلك حالة

المستثمرين الذين قاموا بتمويل جزء من مشترياتهم من الأسهم بأموال مقترضة. فمع انخفاض الأسعار، أصبح أمامهم خيارين: إما سداد جزء من قيمة القرض الذي حصلوا عليه، أو بيع جزء من الأسهم التي اشتروها. وفي ظل هبوط الأسعار عادة ما يميل هؤلاء المشترين إلى بيع جزء من الأسهم، مما يزيد من الاتجاه الهبوطي للأسعار. نعم هذا صحيح، ولكنه لايسبب أزمة، بل يسهم فقط في زيادة حدتها.

#### السبب السادس: هناك سبب محتمل هو انخفاض عملة الدولة،

في الوقت الذي تعتمد فيه على الاستيراد من دول تتسم عملاتها

بالقوة. هذا يحمل في طياته تأثير عكسى على ربحية الشركات ويؤدى بالتالى إلى انخفاض معدل نمو ربحيتها وانخفاض اسعارها بالتبعية. هذا لم يحدث للولايات المتحدة الأمريكية، كما يحدث الكثير من الدول الأوروبية.

### أسباب نفسية وردود أفعال محتملة:

يأتى في مقدمة تلك الأسباب العوامل النفسية التى تحيط بشهر أكتوبر ويوم الأثنين الأسود عام ١٩٨٧م ورغم هذا فإن من المعتقد أن عملية التصحيح قد ذهبت إلى أبعد مما ينبغى كما سبقت الإشارة.

إن مستوى الذعر بين المتعاملين أقل مما كان عليه في أكتوبر ١٩٨٧م. ذلك أن كافة آليات السوق تعمل بكفاءة، وان الطلبات تنفذ على الفور، مهما كان السعر الذى تجرى على أساسه الصفقات. هذا ما ذكره رئيس بورصة نيويورك والبورصة الأمريكية ونازادك. يقابل ذلك في أكتوبر ١٩٨٧م أن السماسرة وصناع السوق، لم يكونوا يردون حتى على مكالمات العملاء.

إن حالة الاقتصاد الأمريكى - وهو محور الاقتصاد العالمى الآن، هى على ما يرام فبعد إقفال البورصة بساعتين في يوم الإثنين، خرج علينا وزير الخزانة الأمريكى بعد طول انتظار، ليتكلم لمدة دقيقة واحدة، دون أن يعطى أى فرصة للصحفيين!!.

قال خلالها تعليقا على الموقف: ان الاقتصاد الامريكى قوى، ومعدل النمو مرتفع، ومعدل التضخم متدننى (اقل من ٣%)، وان آليات السوق تعمل بكفاءة. كلمات محسوبة دقيقة تحمل في طياتها ما يسمى بالإشارات المالية Financial Signals فهى تحمل في مضمونها نون صراحة أن الأداء المتوقع للشركات بصفة عامة مرتفع، وليس هناك من سبب موضوعى يبرر هبوط الأسعار بمعدلات كبيرة، كتلك التى يتعرض لها السوق الآن. وفي تعليق للرئيس الأمريكى من شيكاغو في اليوم التالى، وبالتحديد صباح يوم الثلاثاء ٢٨ أكتوبر، أشار تذكروا أن اقتصادنا قوى وينبض بالحيوية بشكل لم يسبق له مثيل، اقتصادنا يواصل النمو بإضطراد، لذا فإننا نشعر بالثقة، ونواصل استراتيجياتنا الاقتصادية. مرة أخرى كلمات متزنة لم يتطرق فيها مباشرة لسوق رأس المال، ولكنها كلمات تعطى الأمل. وهذه هى اللغة التى ينبغى أن يتحدث بها المسئولون في الأسواق التى يعاقب فيها القانون، على عبارة غير دقيقة من مسئول إذا ما ترتب عليها الإضرار ببعض المستثمرين. وأيضاً في كلمات محسوبة بميزان من ذهب، أجاب رئيس بورصة نيويورك وليام جونستون William Johnston عن سؤال بشأن نصيحته للمستثمر في ظل هذه الأزمة، قال عليه أن يلجأ إلى مستشاره الاستثمارى، دون أى محاولة من رئيس البورصة لإثبات وجوده أو قدرته أو اعطاء أى إشارة لتهدئة ما يجرى في السوق، أن كلمات

الرئيس الأمريكى ووزير الخزانة واجابة رئيس بورصة نيويورك،  
تعد بحق درسا ينبغى أن يستفيد منه المسئولون في الأسواق  
الناشئة.

إن حالة الاقتصاد الأمريكى أفضل كثيراً مما كانت عليه في  
عام ١٩٨٧م. ولا يختلف الحال بالنسبة للعديد من الدول المتقدمة،  
باستثناء اليابان، التى يعانى اقتصادها من ضعف معدل النمو، حتى  
أن الخبراء يتوقعون تعرضها لأزمة كساد حادة. ويكفى للتدليل على  
قوة الاقتصاد المريكى أنه في ذات اليوم الذى وقعت فيه الأزمة،  
وهو يوم الإثنين ٢٧ أكتوبر ١٩٩٧م. كان الرئيس الأمريكى قد  
أعلن في كلمة له قبل أن يعلن عن وقوع أزمة أن حجم العجز  
لايتجاوز الآن ٢ مليار دولار، في حين كان منذ عشر سنوات  
مضت ٢٢ مليار دولار.

إن حالة الاقتصاد في معظم دول أوروبا والعديد من دول جنوب  
شرق آسيا لا تقل كثيراً عن مثلتها في الولايات المتحدة الامريكية،  
بما في ذلك هونج كونج - التى بدأت منها الأزمة - حيث البطالة  
أقل من ٢٪، ومعدل النمو يتراوح بين ٤٪، ٥٪. كما أن معدل  
الضرائب يبلغ في المتوسط ١٥٪ فقط.

أن ما حدث سوف يقف حائلاً دون قيام البنك المركزى  
الامريكى برفع أسعار الفائدة كما كان متوقعاً. والمعروف أن رفع

أسعار الفائدة من شأنه أن يؤدي إلى انخفاض أسعار الأوراق المالية، كما يحدث هزات في أسعار الصرف في مواجهة الدولار. أنه رغم النقاط التي فقدتها مؤشر داو جونز (٥٥٤ نقطة) هي الأعلى في تاريخ السوق الأمريكية. إلا أنها لاتعطي صورة دقيقة لما حدث. فبالمقارنة بما حدث يوم الاثنين الأسود حيث انخفض المؤشر بما يعادل ٣٥٠ نقطة، كان ذلك يمثل نسبة قدرها ٢٢٪. في حين أن ٥٥٤ نقطة الآن لاتمثل سوى ٧٪ من قيمة المؤشر. هذا فضلاً عن أن هذا الانخفاض لايقارن بحقيقة أن مؤشر داو جونز قد تضاعفت قيمته في الأربع سنوات الأخيرة.

أنه عندما وقعت أحداث أكتوبر، كانت أقرب خبرة متاحة عن الأزمات الحادة لسوق رأس المال، هي الكساد العظيم الذي وقع في ٢٩ أكتوبر ١٩٢٩م. أما الأزمة الحالية فلم تتعد كثيراً عن سابقتها، فالفارق الزمني حوالى ٩ سنوات، وان الكثير ممن عاصروا أزمة ١٩٨٧م مازالوا على قيد الحياة. وأنهم بالتأكيد يتذكرون أن السوق الأمريكي استرد قواه خلال فترة لم تتجاوز ثلاثة شهور، تبعته الأسواق الأوروبية ثم الآسيوية. كما يتذكرون أيضاً أن الخاسر كان المستثمر الذي أصابه الذعر وباع ما يملكه من أسهم. أما من احتفظ بما يملكه من أسهم لبضع شهور فقط بعد الأزمة فقد حقق أرباحاً لا بأس بها.

أن ردود أفعال صناديق الاستثمار وشركات إدارة المحافظ الأمريكية، بمجرد انتهاء التعامل في يوم الاثنين وشركات إدارة المحافظ الأمريكية، بمجرد انتهاء التعامل في يوم الاثنين ٢٧ أكتوبر، كان ينبئ باتجاهها إلى الشراء في يوم الثلاثاء، حيث أصبحت تلك المؤسسات تعتقد أن العديد من الأسهم ومنها سهم شركة IBM وشركة وول مارت أقل مما ينبغي أن تكون عليه.

لكل هذه الأسباب من غير المعتقد أن يزداد الانهيار عمقا. وحتى ولو حدث فسوف تستعيد الاسواق العالمية قواها، بعد فترة لن تطول بأى حال، كما كان الأمر مع أزمة يوم الاثنين الاسود. ذلك أنه لا توجد أسباب عقلانية تبرر ذلك الانخفاض. وأن ما حدث كما يسميه خبراء الأسواق ما هو إلا فرقة في الهواء Market Bubble. وفي لحظة كتابة تلك السطور جاءت الأنباء من وول ستريت بأن مؤشر دو جونز قد ارتفع بما يزيد عن ٣٠٠ نقطة، وارتفع مؤشر سوق هونج كونج بمعدل ٧٪، ومؤشر نيكي بنسبة ٣٪ ورغم هذا يتوقع أن تحدث تقلبات أقل عنفاً خلال الفترة القصيرة القادمة، ولكنها تقلبات يمكن تسميتها بتوابع الزلزال.

أين الأسواق العربية من كل هذا؟ ليس هناك مبرر لتأثر الأسواق العربية بما يحدث. وإذا ما حدث هبوط في الاسعار، فالاكثر احتمالاً أنه سيكون بفعل فاعل، يغتتم الظروف العالمية ليضارب على اتجاه هبوطي للاسعار. ان ما يجعل أسواق أوروبا

والولايات المتحدة وجنوب شرق اسيا تتأثر ببعضها البعض، هي العلاقات الاقتصادية التي تربط بينها، والتي تمثل في ضخامة حجم استثمارات كل دولة من تلك الدول في الدول الأخرى، وضخامة حجم التبادل التجارى بينها، وأن أسعار صرف عملات تلك الدول عرضة للتغير مع تغير ظروفها الاقتصادية والظروف الاقتصادية للدول التي لها معها ارتباط كبير. وان اسهم بعض الشركات قد تكون مقيدة في أكثر من سوق مما يتيح الفرصة لعمليات المراجعة التي تحدث مزيداً من الخلل في الأسعار، خاصة خلال الأزمات.

هذه هي بعض الأسباب الحقيقية التي تسبب انتقال العدوى من سوق إلى آخر، والتي في ظلها يمكن القول بأن أسواقنا في معزل عن ما يحدث الان في الأسواق العالمية. وبلغة أسواق رأس المال، يمكن القول بأن الأسواق العربية- ومن بينها السوق المصرى بالتأكيد - تكاد تكون مغلقة، إذ لم تسمح لها الظروف بعد لأن تتفاعل مع الأحداث العالمية. بل وكيف تتأثر البورصة المصرية والبورصات الناشئة بصفة عامة سلبياً. إذا كانت تلك الأسواق هي الملاذ الأخير عند وقوع مثل تلك الأزمات، خاصة بالنسبة للمستثمرين المؤسسين، بما يعنى في النهاية زيادة الطلب على الأوراق المالية المتداولة فيها.