

## الفصل الثالث عشر

### الصبر في اغتنام الفرص

ليست السوق آلة شديدة الحرص على تحقيق رغبات المستثمرين، وهي لا تقدّم عائدات مرتفعة لمجرد أنك تريد ذلك.

بيتر بيرشتاين<sup>1</sup>

لقد أتاحت لنا دورة الازدهار/الانحدار، التي ارتبطت بالأزمة المالية العالمية، فرصة البيع بأسعار مرتفعة بين عامي (2005 – 2007) م، ثمّ الشراء بأسعار منخفضة نتيجة زعر البائعين بين عامي (2007 – 2008) م. كانت هذه فرصة العمر من نواحٍ كثيرة. وقد حظي مخالفو الاتجاه العام من «مكافحي دورات السوق» بفرصة ذهبية للتميّز. لكنّ من الأمور التي أوّد القيام بها من خلال هذا الفصل، الإشارة إلى أنّه لا تتوافر دائماً أمور عظيمة يقوم بها المرء، وأنّ إسهاماتنا في السوق أحياناً، تتركّز على الانتقائية وانعدام الفاعلية النسبي. ويكون الصبر في اغتنام الفرص - انتظار الصفقات الجيدة - هو الإستراتيجية الأفضل غالباً.

إليكم نصيحة إذن: سيكون أداؤكم أفضل إذا انتظرتم مجيء الاستثمارات إليكم، بدلاً من ذهابكم إلى البحث عنها ومطاردتها. ومن الأكثر احتمالاً، أن تحصل على صفقات شراء أفضل، إذا اخترت من القائمة تلك الأشياء التي يرغب البائعون في بيعها فعلاً، بدلاً من أن تبدأ عملك بفكرة ثابتة عن أشياء محدّدة تريد شراءها. إنّ «الانتهازي» يشتري الأمور لأنّها معروضة عليه بأسعار مغرية. وما من شيء مميّز أو خاص في الشراء، عندما لا يكون السعر منخفضاً!

يقول أحد شعاراتنا في شركة (أوكتري): «نحن لا نبحث عن استثماراتنا، إنّها تعثر علينا بنفسها». والواقع أنّنا نحاول «الجلوس في أماكننا من دون أن نتحرّك». نحن لا نخرج إلى السوق حاملين «قائمة مشتريات»، بل ننتظر حتّى يرن جرس الهاتف. إذا اتّصلنا بالمالك وقلنا: «أنت تملك (س)، ونحن نريد أن نشتريه منك». فسيرتفع السعر. أمّا إذا اتّصل بنا المالك قائلاً: «لم نتمكّن من بيع (س)، ونحن نبحث عن مخرج من هذا الوضع». فإنّ السعر سيهبط. إذن، وبدلاً من البحث عن الصفقات أو التعاملات؛ فإننا نفضّل سياسة «رد الفعل الانتهازي».

1. مؤرّخ مالي واقتصادي أمريكي.

في أية لحظة محدّدة، تكون بيئة الاستثمار أمراً معطى، ولا يكون لدينا بديل عن قبولها والاستثمار ضمنها. ولا تتوافر دائماً الحالات الحديّة لحركة البندول أو الدورة؛ كي نعمل على الاستفادة منها. وفي بعض الأحيان، تمر فترات من التوازن بين الجشع والذعر، وبين التشاؤم والتفاؤل، وبين التشكك وسرعة التصديق، وهكذا لا يجري ارتكاب أخطاء واضحة في السوق. وبدلاً من وجود أسهم وأوراق مالية مسعّرة أكثر بكثير أو أقل بكثير من قيمتها بصورة واضحة، فإنّ معظم الأمور يمكن أن تبدو مسعّرة بصورة عادلة تقريباً. في تلك الحالة قد لا تتوافر صفقات شراء جيّدة، ولا أسعار بيع مغرية.

من الأمور الأساسية للنجاح الاستثماري، أن ندرك شروط السوق، ونقرّر أفعالنا تبعاً لذلك. أمّا الاحتمالات الأخرى، فهي: (أ) التصرّف من دون إدراك حالة السوق، (ب) التصرّف من دون اهتمام بحالة السوق، (ج) الظن بأننا نستطيع تغيير حالة السوق بصورة ما. هذا كله ليس من الحكمة في شيء! من المنطقي تماماً أنّنا مضطرون إلى الاستثمار بصورة متناسبة مع الظروف التي تحيط بنا.

والواقع أن لا شيء غير هذا يمكن عدّه معقولاً. لقد توصلت إلى هذه النتيجة انطلاقاً من أساس فلسفي: كان طلبة جامعة «وارتون» في أواسط الستينيات، مطالبين بمقرّرات تكميلية لا تتعلّق بعالم الأعمال. وقد حقّقت هذا الشرط من خلال أخذ 5 مقرّرات في الدراسات اليابانية. وقد فاجأني هذه الدراسة بأن أصبحت أهم شيء تعلمته في أثناء حياتي الجامعية. وكان لها في ما بعد إسهام كبير في فلسفتي الاستثمارية.

كان مبدأ «موجو» من بين القيم التي أجتّتها ثقافة اليابانيين الأوائل إجلالاً عظيماً. وكان التعريف الكلاسيكي لهذا المبدأ بالنسبة إليّ، هو الاعتراف «بدوران عجلة القانون»: أي قبول حتمية التغيير، وحتمية الصعود والهبوط... بكلمات أخرى: يعني مبدأ «موجو» أنّ الدورات ستصعد وتهبط، وأنّ الأمور ستأتي وتذهب، وأنّ بيئتنا ستشهد تغيّرات على نحو لا نستطيع التحكم فيه. لذا، علينا إدراك ذلك وقبوله والتكيّف معه والاستجابة إليه. أليس هذا جوهر الاستثمار؟

...لقد مضى ما مضى، ولا نستطيع إعادته. وقد أدّى ما مضى إلى الظروف التي نواجهها الآن. كل ما نستطيع فعله هو الاعتراف بظروفنا مثلما هي عليه فعلاً، واتّخاذ أفضل ما نستطيع اتّخاذ من قرارات انطلاقاً ممّا هو موجود فعلاً.

«هكذا هو الأمر» 27 مارس، 2006م

“It Is What It Is,” March 27, 2006

إنّ الفلسفة الاستثمارية لدى وارن بوفيت، ذات أساس أقل روحانية من أساس فلسفتي. فبدلاً من الانطلاق من مبدأ «موجو»، ينطلق بوفيت من «البيسبول».

في التقرير السنوي لـ «بيركشاير هاثاواي» عام 1997م، تحدّث بوفيت عن تيد ويليامز «اللاعب الرائع»، الذي يعدّ أحد أعظم قاذفي كرة البيسبول في التاريخ. كان من العوامل التي أسهمت في نجاح هذا الرجل، قيامه بدراسة مكثّفة شاملة للعبته نفسها. لقد قسّم منطقة قذف الكرات إلى 77 «خلية»، يبلغ حجم الواحدة منها حجم كرة البيسبول نفسها. ثم سجّل نتائج على الحلبة، فأدرك أنّ متوسط الضربات الناجحة لديه كان في وضع أفضل، عندما يستهدف نقاطاً محدّدة في تلك «الخريطة». لكن من الطبيعي، حتّى في وجود تلك المعرفة، أنّه لم يكن قادراً على الانتظار طيلة اليوم، كي تسنح له الضربة المناسبة؛ إذا ترك اللاعب ثلاث كرات تمر من غير قذفها، فسيخرج من اللعبة. وإذا عدنا إلى عدد 1 نوفمبر 1974م، من مجلة «فوربز» نجد بوفيت يشير إلى أن المستثمرين لديهم ميزة مهمّة في هذا الصدد، وليس عليهم إلاّ الاستفادة منها. إنهم قادرون على الامتناع عن «قذف الكرة»، وليسوا مضطرين إلى الشعور بأي ضغط يدفعهم إلى العمل رغماً عنهم. يستطيع المستثمر تقوية فرص كثيرة، إلى أن تسنح له الفرصة «الرائعة».

الاستثمار هو أروع الأعمال على وجه الأرض؛ لأنك لا تكون أبداً مضطراً إلى «قذف الكرة». ما عليك إلاّ أن تقف في مركز. «سيقذف» الرامي سهم «جنرال موتورز» بسعر 47 دولاراً، ثمّ سهم «يوايس ستيل» بسعر 39 دولاراً! لكنّ أحداً لا يطالبك بأي تحرّك. لا توجد عقوبة على عدم التحرك، اللهم إلاّ تقوية الفرصة في حدّ ذاته. يمكنك الانتظار طيلة اليوم حتّى تأتيك «الكرة» التي تعجبك. ثم عندما ينام الجميع، يمكنك أن تتحرّك «وتضرب الكرة».

«ما خططك للعب؟» 5 سبتمبر، 2003م

“What’s Your Game Plan?” September 5, 2003

من الأمور الرائعة في ما يخص الاستثمار، أنّ «العقوبة» الحقيقية الوحيدة هي الإقدام على استثمارات خاسرة. ما من عقوبات تفرض بسبب عدم الإقدام على الاستثمار الخاسر، فأنت لا تحصل إلاّ على مكافآت نتيجة ذلك. وحتّى إذا فوّت المرء صفقات مغرية أو استثمارات رابحة؛ فإنّ العقوبة تكون أمراً يمكن احتمالها.

من أين تأتي العقوبة على تقوية استثمارات ناجحة؟ يكون المستثمرون تنافسيين، ويمارسون هذا العمل من أجل جني المال. لذا، فإنّ أحداً منهم لن يكون مرتاحاً تماماً، عندما يفقد فرصة للربح. أما المستثمرون المحترفون الذين يتلقون أجوراً مقابل إدارة أموال الآخرين؛ فإنّ المخاطر لديهم أكبر. إذا فوّت هؤلاء كثيراً من الفرص، وإذا جاءت إيراداتهم أقل ممّا يجب في الأوقات الطيبة، فإنّهم يمكن أن يتعرّضوا إلى ضغوط من جانب عملائهم، ويمكن أن يفقدوا عملهم في نهاية الأمر. يعتمد الأمر كثيراً على الشروط المتفق عليها بين المستثمر والعملاء. وقد حرصت شركة (أوكتري)

دائمًا على الوضوح في ما يخص قناعاتها، بأنّ تفويت فرصة مربحة أقل خطرًا بكثير من الإقدام على استثمار خاسر. لذا، فإنّ عملاءنا مستعدّون لقبول نتائج استثمارية تضع ضبط المخاطر في موقع متقدّم، على المشاركة الكاملة في جني الأرباح.



إنّ الوقوف في وسط الحلبة، وحمل المضرب على الكتف، يمثّل نسخة وارن بوفيت من «الصبر في اغتنام الفرص». يجب أن ينزل المضرب عن الكتف، عندما تسنح فرص للربح ذات مخاطر مضبوطة، ولا يجوز أن ينزل عن الكتف لغير ذلك. ومن طرق السلوك الانتقائي في هذا المجال، بذل كل جهد ممكن للتبّيت من أنّنا في بيئة منخفضة العائدات، أو في بيئة مرتفعة العائدات.

منذ سنوات قليلة، صادفت تشبيهًا صالحًا للتطبيق على البيئات ذات العائدات المنخفضة. كان ذلك التشبيه يُدعى «القطعة، الشجرة، الجزيرة، العصا». القطعة هي المستثمر الذي عليه أن يتلاءم مع بيئة الاستثمار، التي تمثّل الشجرة هنا جزءًا منها. أما الجزيرة - أي الحافز لقبول مخاطر متزايدة - فتأتي من الإيرادات الأعلى التي تبدو متوافرة، إذا قبل المرء استثمارات خطيرة. وأمّا العصا - الدافع الذي يحمل المرء على التفاوضي عن الأمان - فيأتي من تواضع مستوى العائدات المتوقّعة من الاستثمارات الآمنة. تغري الجزيرة القطعة بالصعود إلى أغصان أعلى - إستراتيجيات أكثر مخاطرة - سعيًا وراء طعامها (العائدات المستهدفة). أمّا العصا فتدفع القطعة إلى الصعود إلى مكان أعلى في الشجرة؛ لأنّها لا تستطيع الحصول على طعامها مع بقائها قريبة من الأرض. يمكن للعصا والجزيرة، أن يجعلوا القطعة تتسلّق عاليًا؛ كي تصل إلى مكان مرتفع فعلاً في تلك الشجرة، وتصبح في وضع خطير. الملاحظة المهمة هنا، هي أنّ القطعة تستهدف العائدات المرتفعة؛ كي تضمن بيئة استثمارية منخفضة العائدات، وهي تتحمّل عواقب ذلك - زيادة المخاطرة - على الرغم من أنّها تفعل ذلك من دون علم منها.

يدعو مستثمرو السندات هذه العملية «الاندفاع وراء الغلّة» أو «الاندفاع وراء العائدات». وتتألف هذه العملية تقليدياً من الاستثمار في الإئتمانات المرتفعة المخاطر، عندما تخفض الإيرادات المتوقّعة من الإئتمان الأكثر أماناً، وذلك للوصول إلى العائدات، التي كان المستثمر قد اعتاد على تحقيقها قبل ارتفاع السوق. إنّ هذا النمط نفسه المتمثّل في القبول بمخاطر أكبر، بهدف تأييد العائدات، يتكرّر على صورة دورات. ويبدو من يفعلون ذلك كمن يرفع شعارًا يقول: «إذا لم تستطع الحصول على العائدات التي تريد من البيئات الاستثمارية الآمنة، فعليك بالسعي من أجلها عبر استثمارات مرتفعة المخاطر».

لقد رأينا هذا السلوك يوضع موضع التطبيق في أواسط العقد الماضي:

[في الأيام التي سبقت أزمة الإئتمان]، استسلم المستثمرون إلى تلك الأغنية الخادعة التي تتحدث عن الاستثمار بأموال مقترضة. لقد راحوا يقترضون أموالاً رخيصة قصيرة الأجل؛ كلما قصر الأجل انخفض السعر (يمكنك الحصول على المال بأسعار منخفضة، إذا كنت مستعداً للوعد بالدفع على أساس شهري). ثم استخدم المستثمرون ذلك المال، لشراء أصول تعددهم بعائدات مرتفعة؛ لأنها تتضمن مخاطرة ضعف إمكانية التسييل و/أو مخاطر أساسية أيضاً. ومنح المستثمرون المؤسساتيون في العالم كله ثقتهم لـ (وول ستريت) في ما يخص أحدث وعودها باثنتين من «الرصاصة الفضية» العجائبية التي ستتيح لهم عائدات مرتفعة مقابل مخاطرة منخفضة: إصدار الأسهم، والهيكل.

كانت هذه الاستثمارات منطقية في الظاهر. لقد كانت تعد بعائدات مطلقة مرضية، وذلك لأنَّ العائدات التي تتحقق نتيجة صفقات الشراء بأموال مقترضة، تدرُّ أكثر ممَّا يلزم لتغطية كلفة رأس المال. ستكون النتائج عظيمة... طالما جرت الأمور كما يراود لها، ولم يحدث شيء سيئ غير متوقَّع. لكن كالعادة، أدَّى الاندفاع وراء الأرباح إلى ارتكاب أخطاء. بدت العائدات المتوقَّعة جيِّدة، لكن مجال النتائج المحتملة تضمَّن بعض النتائج شديدة السوء. كان نجاح كثير من الأساليب والهيكلية معتمداً على أن يكون المستقبل مثل الماضي. لكن الكثير من «العجائب الحديثة» الذي جرى الاعتماد عليها لم يكن مجرَّباً ولا مختبراً في الماضي.

«هذه المرة ليست مختلفة» 17 ديسمبر، 2007م

"No Different This Time," Dec.17, 2007

تدهشني ملاحظة أنَّ ذلك العدد الكبير من المنافسين المهمين الذين عرفتهم في أوائل سنوات عملي في ميدان الاستثمار، لم يعودوا منافسين مهمين الآن (أو لم يعودوا منافسين على الإطلاق). صحيح أنَّ بعض هؤلاء قد تهاوى نتيجة أخطاء في التنظيم، أو في نموذج الأعمال المعتمد لديه، لكن يوجد من اختفوا أيضاً بسبب إصرارهم على ملاحقة العائدات المرتفعة، في بيئات استثمارية منخفضة العائدات.

بساطة أقول إنَّك لا تستطيع أن تُنشئ فرصاً استثمارية، عندما لا تكون هذه الفرص الاستثمارية موجودة. أغبي ما يستطيع المرء فعله، هو أن يصبر على تأييد العائدات المرتفعة، وأن يقدم أرباحه ثمناً لتلك العملية. إذا لم تكن الفرص موجودة؛ فإنَّ الأمل في وجودها لن يجعلها موجودة.

عندما تكون الأسعار مرتفعة، لا يمكن تجنُّب انخفاض العائدات المتوقَّعة (ولا يمكن تجنُّب ارتفاع المخاطر). هذه الجملة الصغيرة، تقدِّم نصيحة كبيرة حول التصرفات الملائمة للمحفظة الاستثمارية. كيف يمكن تفصيل هذه الجملة ضمن خطوات نعتمدها في ممارستنا الاستثمارية؟

كتبت مذكرة في عام 2004م، جعلت عنوانها: «المخاطر والعائدات اليوم». وفي تلك المذكرة، مثلما تحدثت في الفصل السادس، عبّرت عن نظرتي القائلة إنّ: (أ) الخط البياني لسوق رأس المال كان منخفضاً ومسطحاً، ما يعني أنّ العائدات المتوقعة في الأسواق جميعها تقريباً، كانت من أقلّ العائدات التي رأيناها قط، وأنّ علاوات المخاطر كانت في أضيق الحدود، (ب) إذا كان للعائدات المتوقعة أن ترتفع، فمن المرجح أن يحدث ذلك من خلال انخفاض الأسعار.

لكن السؤال الصعب، هو: ما الذي نستطيع فعله في هذه الحالة؟ بعد أسابيع قليلة من تلك المذكرة، اقترحت عدداً من الاحتمالات:

كيف يمكن أن يتلاءم المرء مع سوق، يبدو أنّها تقدّم عائدات منخفضة؟

- استثمار كأنّ الأمر غير صحيح: المشكلة هنا، هي أنّ «التمني لا يجعل الأمر واقعاً». وإذا عبّرنا تعبيراً مبسطاً عن هذا الأمر، نقول إنّّه ليس من المنطقي أن يتوقع المرء عائدات تقليدية، عندما يشير ارتفاع أسعار الأصول إلى أنّ تلك العائدات التقليدية لن تكون متوافرة. لقد سرّني استلام رسالة من بيتر برنشتاين رداً على مذكرتي هذه. لقد قال بيتر في رسالته شيئاً مدهشاً: «ليست السوق آلة شديدة الحرص على تحقيق رغبات المستثمرين؛ وهي لا تقدّم عائدات مرتفعة لمجرد أنّك تريد ذلك».
- استثمار كيفما يكن الأمر: حاول الحصول على عائدات مقبولة نسبياً في ظل تلك الظروف، حتّى إذا لم تكن عائدات جذّابة بالقيمة المطلقة.
- استثمار على أية حال: تجاهل المخاطر القصيرة المدى، وركّز على المدى البعيد. ليس هذا أمراً غير عقلاني، خاصّة إذا قبلنا فكرة أنّ توقيت السوق والتوزيع التكتيكي للأصول، ليس أمراً سهلاً. لكن، قبل اتّخاذ هذا المسار، أودّ الإشارة إلى وجوب أن تحصل على موافقة من لجنّتك الاستثمارية، أو من المعنيين الآخرين، تنفيذ أنّهم يقبلون التنازلي عن الخسائر على المدى القصير.
- احتفظ بسيولة: لكنّ هذا أمر صعب بالنسبة إلى الناس المضطربين إلى تلبية افتراضات إحصائية، أو معدّلات إنفاق مفترضة، وهو أمر صعب أيضاً على من يريدون أموالهم «جاهزة تماماً» في الأوقات جميعها، وكذلك على من لا يجدون أنفسهم مرتاحين (أو الذين يفقدون وظائفهم)، إذا اضطروا إلى الجلوس والمراقبة زمناً طويلاً، بينما يجني غيرهم أموالاً لا يجنونها هم أيضاً.
- ركّز استثماراتك في «مواضع استثمار بعينها وفي أشخاص بعينهم». هذا ما كنت أقوله منذ سنتين تقريباً. لكنّ الأمر يزداد صعوبة مع تنامي حجم المحفظة الاستثمارية؛ لأنّ تحديد المديرين الذين يملكون مواهب متفوّقة حقاً، وانضباطاً، وسلطة ثابتة، ليس أمراً سهلاً بكل تأكيد.

والواقع أنه لا وجود لإجابة سهلة بالنسبة إلى المستثمرين الذين يواجهون إيرادات محتملة منخفضة، والذين يعانون قلة العلاوات مقابل المخاطر. لكن يوجد سبيل للعمل أشعر أنه خطأ تمامًا، وهو من الأخطاء الكلاسيكية: الاندفاع وراء العائدات.

بالنظر إلى ندرة العائدات المتوقعة اليوم في ما يخص الاستثمارات المنخفضة المخاطر، وبسبب كثرة التهليل والترويج للحلول المرافقة للاستثمارات ذات المخاطر المرتفعة، نرى كثيرًا من المستثمرين الذين ينقلون رأس مالهم إلى استثمارات أكثر مخاطرة (أو إلى استثمارات أقل تقليدية على أقل تقدير). لكنهم: (أ) لا يُقدمون على هذه الاستثمارات ذات المخاطر المرتفعة، إلا عندما تصبح العائدات المتوقعة منها في أدنى حالاتها، (ب) يقبلون تضائل العائدات مع المضي قدمًا نحو المخاطر؛ وتكون تلك العائدات أقل مما اعتادوا جنبيه في أي وقت سابق. (ج) يُقدمون الآن على أشياء عرضوا عنها في الماضي (أو أقبلوا عليها إقبالاً أخف)، عندما كانت العائدات المحتملة أعلى بكثير مما عليه هي الآن. قد يكون هذا هو - تحديدًا - التوقيت الأسوأ لإضافة مزيد من المخاطر سعيًا وراء مزيد من العائدات. عليك أن تقبل المخاطرة عندما يفر الآخرون منها، وليس عندما يتنافسون ويتزاحمون على الفوز بها.

«هاهم يبدأون من جديد» 6 مايو، 2005م

“There They Go Again,” May 6, 2005



من الواضح أنني كتبت هذا الكلام في وقت مبكر جدًا. لم يكن مايو 2005م، الوقت المناسب تمامًا للانسحاب من جوق المندفعين، لكن مايو 2007م، كان كذلك بالفعل. يذكّرنا هذا التفكير حقًا، بالمشقة التي ترافق كون المرء متقدمًا على زمنه قليلًا. لكن والحال كذلك، فقد كان انسحاب المرء أبكر مما يجب في مايو 2005م، أفضل كثيرًا من البقاء إلى ما بعد مايو 2007م. لقد حاولت توضيح أن للبيئة الاستثمارية تأثيرات كبيرة في النتائج. كي نحصل على عائدات كبيرة من بيئة تتسم بانخفاض العائدات؛ فإن الأمر يتطلب قدرة على السباحة عكس التيار، وعلى إيجاد الاستثمارات الراجعة التي تكون قليلة نسبيًا. ويجب أن يستند هذا إلى مزيج من المهارة الاستثنائية والاستعداد لتحمل مخاطر مرتفعة، إضافة إلى حسن الحظ طبعًا.

من ناحية أخرى، فإن البيئات ذات العائدات المرتفعة، تقدّم فرص تحقيق عائدات طيبة من خلال صفقات شراء بأسعار شراء منخفضة؛ ويمكن الحصول على هذه الصفقات بمخاطرة قليلة. خلال أزمات الأعوام (1990 و2002 و2008)م، على سبيل المثال، لم تحقّق صناديقنا الاستثمارية عائدات مرتفعة ارتفاعًا غير معتاد فحسب، لكننا أحسّنا أيضًا أنها فعلت ذلك، من خلال استثمارات

كانت الخسارة فيها أمرًا مستبعدًا إلى حدّ كبير. يأتي أفضل فرص الشراء على الإطلاق، عندما يكون حائزو الأصول مرغمين على البيع. وفي تلك الأزمات كان هؤلاء البائعون متوافرين بأعداد كبيرة. ومن وقت إلى آخر، يصبح الحائزون مرغمين على البيع لأسباب، مثل:

- معاناة الصناديق التي يديرونها من انسحابات رأس المال.
- مخالفة الأصول التي تحوزها محافظهم الاستثمارية نواظم الاستثمار المرعية، وذلك مثل تصنيف الحد الأدنى الائتماني، أو تجاوز الحد الأقصى للحيازة.
- تلقّي طلبات عاجلة بتغطية قروضهم؛ لأنّ قيمة الأصول التي لديهم تفشل في تلبية المتطلبات المتّفق عليها، في العقود المبرمة مع مقرضيهم.

ومثلما قلت مرّات كثيرة، فإنّ الهدف الحقيقي لمدير الاستثمار الفاعل، هو شراء الأشياء بأقل من قيمتها. هذا ما تقول نظرية السوق الفاعلة إنّنا لا نستطيع فعله. تبدو اعتراضات النظرية منطقية: ما الذي يمكن أن يجعل شخصًا يترك شيئًا يملكه، مقابل سعر منخفض بحيث تتشأ صفقة مغرية، وخاصة إذا كان هذا البائع المحتمل شخصًا منطقيًا حسن الاطلاع؟

يحاول من يريد البيع، أن يوازن بين الرغبة في الحصول على سعر جيّد، والرغبة في إنجاز الصفقة سريعًا. ويكمن «جمال» البائعين المضطّرين إلى البيع، في أنّهم لا يملكون أي خيار. يوجد مسدس مصوّب إلى رؤوسهم، وعليهم أن يبيعوا بغضّ النظر عن السعر. هذه الكلمات الأربع الأخيرة - بغضّ النظر عن السعر - هي أجمل شيء في العالم، إذا كنت في الطرف الصحيح من هذه المعادلة. إذا اضطر شخص واحد إلى البيع، فسيأتي إليه عشرات المشترين طمعًا في شراء ما لديه. وهذا يجعل الصفقة تتم وفق سعر مخفض قليلًا فحسب. أمّا في حالات انتشار الفوضى في السوق؛ فإنّنا نجد كثيرًا من الناس المرغمين على البيع في وقت واحد، ونجد قلة من الناس ممّن يتمتّعون بوضع يسمح لهم بتقديم السيولة اللازمة. إنّ للصعوبات التي تفرض البيع وتجعله إلزاميًا - انخفاض الأسعار مع تراجع الائتمان، والخوف من قبيل الشركاء أو العملاء - الأثر نفسه في معظم المستثمرين. وفي تلك الحالة، يمكن للأسعار أن تهبط إلى ما دون القيمة الحقيقية بكثير.

لقد قدّم الربع الأخير من عام 2008م، مثالاً ممتازًا إلى الحاجة إلى السيولة في أوقات الفوضى. فلنركّز انتباهنا الآن على الحيازات التي كانت لدى الكيانات الاستثمارية العاملة بأموال مقترضة، وذلك في ما يخص قروض المصارف الرئيسة. بما أنّ هذه القروض كانت تتمتع بتصنيف مرتفع، وكان الائتمان متوافرًا بسهولة خلال السنوات التي سبقت الأزمة، فقد كان من السهل أن يقترض

المرء أموالاً طائلة؛ لتمويل محافظ استثمارية إئتمانية، وذلك على نحو يؤدي إلى تضخيم العائدات المحتملة. وقد يكون المستثمرون عادة، ممن يعتمدون على الاستفادة من «الهامش الإئتماني»، قد وافقوا على تقديم رؤوس أموال إضافية، إذا انخفض سعر الضمانات تحت 85 سنتاً للدولار، وذلك لاطمئنانهم إلى أن القروض من هذا النوع، لم يجر تبادلها في الماضي تحت «المعدّل» بكثير، أو تحت 100 سنت للدولار الواحد.

عندما جاءت أزمة الإئتمان، ساء كل شيء بالنسبة إلى المستثمرين في القروض المصرفية، الذين يعملون بأموال مقترضة. (وبما أن العائدات على هذه القروض التي يفترض أنها آمنة كانت شديدة الانخفاض، فقد لجأ المشترون كلهم تقريباً، إلى استخدام المال المقترض لتعزيز عائداتهم المتوقعة). تراجع أسعار القروض تراجعاً كبيراً، ونضبت السيولة. وبما أن معظم الشراء قد جرى بأموال مقترضة، فإن انكماش سوق الإئتمان، أثر تأثيراً سلبياً في عدد كبير من الحائزين. ومع زيادة البائعين المحتملين زيادة انفجارية، اختفى المشترون المستعدون للدفع نقداً. ومع قلة توافر إمكانية الحصول على قروض إضافية، لم يعد ممكناً لمشتريين جدد بأموال مقترضة، أن يتقدموا لامتناس ما هو معروض للبيع.

هوت الأسعار إلى 95، ثم إلى 90، ثم إلى 85. ومع وصول كل محفظة استثمارية إلى «نقطة الزناد»، بدأت المصارف تُصدر مطالبات عاجلة بتغطية القروض، أو راحت تطالب بتسييل رأس المال. وكان عدد المستثمرين الذين لديهم الموارد والشجاعة بما يكفي، لإضافة رأس مال في تلك البيئة الصعبة قليلاً، فعمدت المصارف إلى الاستيلاء على المحافظ الاستثمارية وتسييلها. أصبح استخدام كلمة «بي ويك» شائعاً في تلك الفترة. وكان المقصود بهذا التعبير المختصر هو: «وجوب طرح الأصول في المزاد». كان المستثمرون يتلقون إبلاغ «بي ويك» بعد الظهر، ويقال لهم إن عليهم تقديم عروضهم للمزاد الذي سيقام صباح اليوم التالي.

كان المشترون القلائل المحتملون، يقدمون عروضاً منخفضة أملاً في الحصول على صفقات مغرية حقيقية (لم يكن أحد منهم يشعر بالقلق لأن عرضه منخفض أكثر مما يجب؛ لأنهم كانوا واثقين من وجود «بي ويك» آخر بعد هذا المزاد). لم تكن المصارف أيضاً، المعنية كثيراً بالحصول على أسعار عادلة. كان كل ما تريده منحصراً في الحصول على أموال كافية لتغطية قروضها (لعل ذلك كان يتراوح بين 75 و80 سنتاً للدولار الواحد). وأي فائض عن المبلغ المطلوب كان يذهب إلى

المستثمرين، لكن المصارف لم تكن تأبه كثيراً بالحصول على أي شيء من أجل هؤلاء. وهكذا كانت الصفقات عند كل «بي ويك» تجري بأسعار منخفضة انخفاضاً لا يصدق.

وفي آخر المطاف، هبطت أسعار القروض إلى ما يتراوح بين 60 و70 سنتاً للدولار. وأزبح جانباً كلُّ حائز بموجب إئتمان قصير المدى عجز عن تأمين رأس مال إضافي. كانت أسعار البيع «سخيفة». وقد تجاوزت الانخفاضات التي شهدتها مؤشرات القروض الرئيسة في عام 2008م، انخفاض مؤشرات السندات المرتفعة العائدات التي كانت تحتل موقعاً منزوياً. كان هذا بالتأكيد علامة على «عدم الفاعلية» في السوق. كان يوسعك أن تشتري قرصاً مضموناً بأسعار تسمح لك باستعادة رأس مالك، حتى إذا اتضح في ما بعد أن قيمة الشركة المصدرة لا تتجاوز (20% - 40%) مما دفعه الصندوق الاستثماري الذي اشتراها قبل سنة أو سنتين من ذلك. كانت الأرباح الموعودة ضخمة جداً، والواقع أن القسم الأكبر من هذه الأوراق المالية، قد تحسنت قيمته تحسناً دراماتيكياً في عام 2009م.

كان هذا هو الوقت المناسب لمنتهزي الفرص الصبورين، كي يتقدموا إلى الساحة. وكان هؤلاء في المقام الأول من المستثمرين الذين أدركوا حجم المخاطرة في عامي (2006 - 2007) م، وحافظوا على «البارود» جافاً، منتظرين فرصتهم.

يجب أن يكون المفتاح في أوقات الأزمات: (أ) أن يكون المستثمر معزولاً عن القوى، التي تجبر المرء على البيع، (ب) وأن يكون متمتعاً بوضع يسمح له بأن يكون مشترياً بدل أن يكون بائعاً. على المستثمر كي يلبّي هذين المعيارين، أن يفعل ما يأتي: أن يعتمد اعتماداً حقيقياً راسخاً على القيمة، وألاّ يلجأ إلى العمل بأموال مقترضة (أو أن يكون اقتراضه قليلاً)، وأن يكون لديه رأس مال بعيد المدى، وأن تكون لديه الشجاعة أيضاً. إن الصبر من أجل اغتنام الفرصة، مدعوماً بمنهج مخالفة الميل السائد، وبحسابات مالية قوية، يستطيع أن يُدرّ أرباحاً مدهشة في أثناء انهيارات السوق.