

الفصل الخامس

الجري المحموم وراء العائد

إذن فالتقود تجري كالأنهار في أسواق المال، ففي جميع أنحاء العالم تلعب هذه الجبال من النقود الرخيصة دور الحافز الإجرامي للمستثمرين الذين لا يُشفي ظمؤهم للأرباح أبداً. ولعلنا لم نكشف بعد جميع الأخطار المترتبة على هذه الأوضاع.

«التقليد الرشيد» للمستثمرين

رغم ما قد يثيره ذلك من تعجب، يبدو أن المستثمرين لم يُشفوا تماماً بعد مما يمكن أن نسميه «أعراض قصر النظر الاسمي». فمنذ وقت ليس ببعيد، كانت معدلات التضخم مرتفعة بدرجة دفعت معدلات الفائدة المعلنة (الاسمية) بدورها إلى مستويات مرتفعة:

بلغت ما بين ١٢٪ و ١٣٪ في إيطاليا، وإسبانيا مثلاً، في منتصف التسعينيات . وفي أيامنا هذه - حيث انخفضت نسبة التضخم كثيراً - ما زال الكثير من المستثمرين يفكرون - ربما بغير وعي - في العائد الاسمي لا العائد الحقيقي (وهو الفرق بين معدل الفائدة الاسمي، ومعدل التضخم)، في محاولة للبحث عن مستويات العائد التي كانت معلنة في تلك الأيام .

وفضلاً عن ذلك، فالكثيرون ما زالوا - ربما بدون وعي - تحت تأثير ظاهرة فقاعة الإنترنت، التي رفعت في النصف الثاني من عقد التسعينيات مستوى عائد الأسهم بشكل غير مسبوق . ففي أواخر التسعينيات، لم يكن تحقيق أرباح تبلغ ١٠٠٪ في العام الواحد أمراً نادر الحدوث! وقد تضاعف مؤشر نازداك الذي يضم أسهم شركات التكنولوجيا الجديدة الأمريكية أربع مرات بين نهاية عام ١٩٩٨، ومارس ٢٠٠٠، وتبعه مؤشر يوروستوكس IT - الذي يضم أسهم الشركات الأوروبية المماثلة - بنفس النسبة تقريباً . وكان ذلك بمثابة مخدر (لطيف)، لا يستطيع معظم المستثمرين اليوم الاستغناء عنه .

وأخيراً، تتنافس جميع صناديق المعاشات، وصناديق الاستثمار، وكذلك شركات التأمين على الحياة، في الحصول على أكبر جانب من السوق المالية . ولهذا السبب فالانحراف الثالث الذي نلاحظه (بعد تشويه «قسمة» الدخول، واللهات وراء الأرباح)، هو ما يمكن أن نسميه «التقليد الرشيد» للمستثمرين . وهو ليس أقلها خطراً، فالملحوظ أن المستثمرين المختلفين يتخذون المواقف والقرارات ذاتها، في الوقت ذاته، مما يدفع قيمة أسهم بعينها إلى الارتفاع أو الانخفاض بنسب كبيرة؛ لأن المستثمرين يتخذون القرارات بالشراء أو البيع في وقت واحد . وهي ظاهرة تضاعف من تأثير الجري وراء العائد . والواقع أننا نعيش حالياً النظام الذي يحدد فيه كبار مديري الصناديق المحترفين - الذين يتعجلون إصدار أوامر شراء أو بيع الأسهم معاً - أوضاع السوق .

إن أسطورة حامل الأسهم الصغير، بطل الديمقراطية الاقتصادية، التي اخترعها السيد المحترم ج . كيث فنستون رئيس بورصة نيويورك في الخمسينيات من القرن الماضي، ستصير عما قريب مجرد ذكرى بعيدة . إن التدخل المتزايد لأجهزة إدارة

الادخار قد طبعت بصماتها بعمق خلال السنوات العشرين الأخيرة على الأسواق المالية، فقد جرى الانتقال بالتدريج من الحياة الفردية للأصول المالية (الأسهم والسندات)، إلى حيازتها «عن طريق وسيط» (صناديق الاستثمار، وصناديق المعاشات، وشركات التأمين، . . .). وحلت القوة المجمعلة لإدارات الاستثمار محل القوى المفتتة لحاملي الأوراق المالية السابقين. وكالمعتاد فيما يتعلق بالشئون المالية، تقف الولايات المتحدة على قمة هذا التطور (أو الثورة)، فيكاد «مالك الأسهم الصغير» أن يختفي هناك عما قريب. ولواقع أن ٤٠٪ من الأصول المالية للعائلات الأمريكية مستثمرة الآن عن طريق صناديق المعاشات، والصناديق المشتركة، والتأمين على الحياة، أي ضعف نسبتها في عام ١٩٨٠.

ومن المعروف أن تصرف المدير المحترف يختلف تمامًا عن تصرف الفرد الذي يستثمر ثروته الخاصة بنفسه. والفرد يمتلك مبلغًا محددًا لاستثماره، وهو يوزعه بين أنواع معينة من الأصول (أسهم، وسندات، وأصول عقارية، وسيولة، . . .)، طبقًا لتوقعاته لعائد كل منها، وتقديره للمجازفة في كل من أنواع الأصول، واستعداداته الشخصي للمخاطرة. ونظرًا لاختلاف الأفراد، فإنهم يتخذون قرارات مختلفة لاستثمار ثرواتهم، وهذا الاختلاف في الاختيار له أثر يعمل بطبيعته على الاستقرار. ففي فترة معينة نجد عددًا من المدخرين يبيعون نوعًا معينًا من الأصول، في حين يقوم عدد آخر منهم بالشراء في الوقت ذاته، الأمر الذي يثبت أسعار التوازن لهذه الأصول.

أما المدير المحترف في المقابل، فلا يهتم الإدارة الأفضل لثروة معينة، وإنما تعظيم نصيبه من السوق الكلي للادخار (أو لجزء منها مثل التأمين على الحياة، أو صناديق الاستثمار في الأسهم، أو صناديق المعاشات، . . .)، وهو أمر مختلف تمامًا. وهو يقوده لنصرفات في الاستثمار مختلفة تمامًا، ومبنية على المقارنة المستمرة لأداء الأصول المختلفة، وذلك بناء على «مؤشرات الأداء» لكل سهم، أو محافظة في الزمن الفعلي. وهذه هي الأولوية الأولى التي تعلق على جميع الأهداف الأخرى.

وهذا الصراع على الاستحواذ على جزء معين من السوق له الأثر الحاسم على حركة النظام، فهو يدفع هؤلاء المديرين إلى معاقبة أي عائد يقل عن متوسط العائد الذي يحصل عليه مديرو المحافظ الآخرين. وأي عائد يقل عن هذا المتوسط يؤدي بشكل آلي إلى فقدان جزء كبير من حجم السوق، بعكس ما يحدث في الحالة الأخرى عندما

يكون الأصل «فائق الأداء». وفي هذا العالم يتجنب المحترفون بأي ثمن المخاطرة بأي انخفاض في الأداء - حتى لو كان ضئيلاً - عن متوسط الأداء لغيرهم من المحترفين في السوق. وهذا يؤدي بدوره إلى تنميط تركيب محافظ الأصول بين جميع المديرين لكل نوع من أنواع الاستثمار، حيث إن الابتعاد عن هذا التركيب المتوسط يضر بمن يتعد عنه كثيراً.

وهذا ليس من نوع التقليد «الغبي» (فهؤلاء المدبرون لا يقلدون بعضهم البعض لنقص في الإدراك أو في الأفكار الجيدة)، ولا هو تقليد قصير النظر بسبب قلة المعلومات. بل هو على العكس، أذكى أشكال التقليد (ولهذا نصفه «بالرشيد»)، ففي عالم يتنافس فيه المدبرون على جزء من السوق في المدى القصير جداً، يصير من الرشد تماماً تقليد ما يفعله الجيران، بل إن أي تصرف آخر يقود للانتحار. ونتيجة هذا الشكل من تنظيم السوق واضحة تماماً، فهناك حافز لجميع المستثمرين أن يكونوا محافظ استثمار متماثلة جميعها.

ويشجعهم في هذا الاتجاه تصرف المحللين الماليين. فبالرغم من صدور قواعد جديدة (مثل قانون ساربان/ أوكسلي) يفترض أنها تفصل ما بين البحث (أي تحليل الشركات)، وبنوك الاستثمار (أي جهة إصدار أسهم وسندات الشركات، والمنفذة لعمليات الاندماج/ الاستحواذ)، فإن الملاحظ هو وجود توافق عام بين المحللين بشأن أداء الشركات التي يدرسونها، وهم يمتدحون هذا الأداء بصفة عامة. وفي الواقع فإن ما يتوقعه المستثمرون من المحللين هو ترتيب لقاءات بينهم وبين مديري الشركات التي يستثمرون فيها، وبالطبع يكون ذلك أسراً إذا كان المحلل قد عبر عن تقييم مشجع بشأن الشركة المعنية. وكدليل على أن المحللين لا يلعبون الدور المنتظر منهم بشكل دقيق، نشير إلى تقرير صدر في شهر يوليو ٢٠٠٥ عن هيئة الإشراف على الأسواق المالية في فرنسا، وهو تقرير يتحدث بلغة لا غبار عليها سياسياً^(٢٨)، ولكنه يتوصل إلى استنتاجات في منتهى الوضوح: وهي أنه في إطار الفقاعة المالية التي ميزت نهاية عقد التسعينيات، تعرض المحللون الماليون لضغوط شديدة من جانب المستثمرين، «وهذه

(٢٨) هيئة الإشراف على الأسواق المالية الفرنسية، «من أجل نهضة جديدة للتحليل المالي المستقل للسوق الفرنسي»، صادر عن فريق العمل الذي يرأسه جان دي ديمالدولكس ديدون، باريس، يوليو ٢٠٠٥.

الضغوط تدفع بالمحللين إلى الالتزام بالتوقعات السائدة في السوق، وبالتالي الاكتفاء بالنظر للمدى القصير للغاية». وساعد تقدم عملية «الإدارة بالمؤشرات» في تلك الفترة على دعم هذا الاتجاه. واليوم، تزيد نسبة الصناديق التي تدار بالمؤشرات في أوروبا عن ٢٠٪ (٢٩).

والتحليل المعمق لتوصيات المحللين بشأن الشركات الأربعين التي يتضمن مؤشر بورصة باريس (CAC 40) أسهمها - خلال الفترة من يناير ٢٠٠٠، وحتى أبريل ٢٠٠٥ - يكشف الكثير. فبصفة عامة - وطوال الفترة - اتفق المحللون على التوصية بالشراء في حالة ثلثي الشركات (في مقابل التوصية «بالاحتفاظ» في حالة الثلث الباقي من الشركات). بل وأكثر دلالة من ذلك، فعندما كان مؤشر البورصة في أعلى مستوياته، كانت التوصيات - تقريباً بالنسبة لجميع الشركات - تتجه نحو الشراء (في حالة ٣٤ شركة من ٣٨ محل الدراسة، مع التوصية «بالاحتفاظ» في حالة الشركات الأربع الباقية)، كما تبدي الكثير من علامات القصور الذاتي، فالاتفاق لا يهتز إلا بعد عام من تجاوز قمة المؤشر. ويصل التعليق إلى النتيجة: «إن التحليل قد ساهم في تخططات السوق التي صاحبت الفقاعة المالية، وكان في عدد غير قليل من الحالات ذا طبيعة داعمة للدورة (أي أنها تدعم اتجاه السوق، سواء في حالة الارتفاع أو الانخفاض - ملاحظة من المؤلف)، سواء بالنسبة للتقدير العام للسوق، أو للتوصيات المتعلقة بالأوراق المختلفة كلاً على حدة». (ولوحظت الظاهرة ذاتها في الولايات المتحدة، كما دلت دراسة قامت بها شركة زاكس إنفستمنت^(٣٠)، التي لاحظت أنه في عام ٢٠٠٠ - عندما انفجرت فقاعة الإنترنت - كانت ٩٥٪ من الأوراق المتضمنة في مؤشر ستاندارد أند بور ٥٠٠ لا تصدر بشأنها أية توصية بالبيع).

وبناءً على هذه الملاحظة، يوصي فريق العمل بالرجوع إلى «روح» التحليل المالي المستقل، الأمر الذي يفترض - ضمن أشياء أخرى - «العودة إلى إستراتيجية إدارة الأصول ذات أعلى قيمة مضافة، وليس مجرد الانقياد السلبي وراء المؤشرات، وإغما

(٢٩) أي أنهم يتبعون بشكل سلبي - في تكوين محافظهم - أداء مؤشرات البورصة (CAC 40، و FTSE 100، ويورو ستوكس ٥٠، وداو جونز، ونازداك، إلخ). وهكذا فالصناديق ذات المؤشر كاك ٤٠ مثلاً تتكون من الشركات الأربعين الموجودة بهذا المؤشر، وبنسبة تقييمها فيه. وتتمتع هذه الصناديق ذات المؤشر بصفة عامة بميزة السيولة النسبية (إذ يمكن شراؤها أو بيعها في المدى القصير).

(٣٠) دراسة أجريت لحساب صحيفة الونون ستريت جورنال في ١١ أبريل ٢٠٠٥.

يدعو بدرجة أكبر لتقييم عميق للشركات». أي بعبارة أخرى، إن مديري الشركات يحصلون على المحللين المناسبين لهم، والعكس صحيح.

وهذا التشابه في التوصيات - وبالتالي في قرارات الاستثمار - يمثل عنصراً لعدم استقرار الأسواق، ورفع أسعار التوازن، بعكس غياب النمطية في حالة احتفاظ المدخرين بالأصول المالية بشكل مباشر تحت أيديهم. فعندما يشتري جميع مديري المحافظ الأصل نفسه في ذات الوقت، أو يبيعونه معا، فبالضرورة سيكون التغير في أسعار توازن هذه الورقة كبيراً. وإذا تابعنا هذا التحليل حتى النهاية، نصل إلى الوضع كما لو كان هناك مستثمر واحد في السوق، فإذا اشترى أصلاً ما اتجهت قيمته إلى ما لا نهاية، وإذا باعه اتجهت قيمته إلى الصفر!

النتائج المخربة للتقليد

حالة الأزمة الآسيوية عام ١٩٩٧/١٩٩٨

خضعت نتائج هذا التقليد لدراسة معمقة بعد الأزمة الاقتصادية للبلدان البازغة في عام ١٩٩٧/١٩٩٨، وتستحق هذه الأزمة التوقف عندها؛ لأنها أظهرت حجم الأضرار التي تنتج عن أسلوب التقليد من جانب المستثمرين، والذي تخطى قيمة الأوراق المالية، ليصيب معدلات تحويل العملة، وحركة رؤوس الأموال.

فبعد فترة تميزت بتقليل واضح من جانب المستثمرين الدوليين للمخاطر، وتميزت بصفة خاصة بفروق صغيرة بشكل غير طبيعي بين الأوراق الدولارية المضمونة لبعض البلدان البازغة، ومثيلتها الأمريكية، بدأت الأزمة في صيف عام ١٩٩٧ لأسباب صارت واضحة اليوم. فقد تبين أن معدلات تحويل العملة كانت غير واقعية، مما ترتب عليه نشوء معدلات حقيقية لتحويل العملة لا يمكن المحافظة عليها بسبب العجز في التحويلات الجارية المتجمعة؛ وصعوبة امتصاص تحويلات كبيرة وقصيرة المدى لرؤوس الأموال، تجتذبها توقعات بربحية عالية، ولكنها تحول في الواقع استثمارات يزداد تعرضها للمخاطر يوماً بعد يوم؛ والسيطرة غير الكافية للمخاطر البنكية في جو من الضمان الضمني (أو المفترض أنه كذلك) من جانب سلطات الرقابة والإشراف.

ووقعت أشد الضغوط على تايلاند، حيث ضاعفت هشاشة القطاع المالي من الشكوك حول ثبات معدلات تحويل العملة، وثبات قيمة العملة المحلية «البات». وتعرض البات لهجوم متزايد ابتداءً من شهر مايو ١٩٩٧، لدرجة دفعت السلطات المالية للتخلي عن الدفاع عن القيمة المحددة للبات في ٢ يوليو. وسرعان ما انتشرت الأزمة في بلدان المنطقة، خاصة إندونيسيا، وماليزيا، والفلبين. وبعد أن كانت صناديق المعاشات وغيرها تتهافت على شراء أي شيء في هذا الجزء من العالم، توقفت عن ذلك بشكل كامل، حتى في البلدان التي لم يظهر فيها أي اختلال في التوازن الاقتصادي الكلي. وأدت هذه الحركة لنزيف خطير لرءوس الأموال في المدى القصير، مع هبوط بدرجة مماثلة في قيمة العملة، وإلى هبوط خطير في قيمة الأصول المالية. ولم يلبث الوباء أن أثر على اقتصاد كوريا، واليابان، ثم روسيا، دون أن ننسى أمريكا اللاتينية. ووصل الأمر عند الوصول إلى قاع الأزمة بالاستثمارات الشرهة للربحية المقدسة إلى شراء أسهم شركات برازيلية لم يسمع بها أحد، أو تقديم القروض لمناطق روسية لا يعرفون مكانها على الخريطة. كل ذلك سانرين على منوال القطيع الذي يتجه دون وعي إلى حافة الهاوية. . .

والتحركات العنيفة لأسعار البورصة - أو معدلات تحويل العملة - تؤدي بالطبع لهز الاستقرار بشدة، ولكن النتائج السلبية لهذه التذبذبات لا تقارن بالنتائج الأخرى للتقليد (الاندفاع العام لرءوس الأموال الأجنبية للاستثمار في البلدان البازغة، ثم انحسارها الكامل عنها). وكانت الأضرار الجانبية لهذه «التوقفات المفاجئة» للتمويل الأجنبي واضحة تماماً خلال هذه الأزمة الآسيوية لعام ١٩٩٧ / ١٩٩٨.

وكان الأمر يتعلق بالدرجة الأولى بالقروض قصيرة المدى، والقروض بين البنوك. فقبل الأزمة، كان دحول هذه القروض (التي اجتذبتها ارتفاع الربحية في هذه البلدان، وتثبيت معدلات تحويل عملاتها مع الدولار) يؤدي لظهور فائض من السيولة، كان الدافع لتوسع كبير في الائتمان؛ نظراً لأن دخول رءوس الأموال غدى السيولة لدى البنوك، مما دفعها لزيادة عرضها، دون مراعاة عنصر المخاطرة عند العملاء المقترضين. ففي تايلاند مثلاً ارتفع الائتمان الداخلي للضعف خلال فترة خمس سنوات، حيث ارتفع من ٦٥٪ من الناتج المحلي الإجمالي إلى ١٣٠٪ منه. وعندما انقلبت الثقة في ثبات اقتصاد البلدان البازغة، وفي قدرتها على الوفاء، وفي تثبيت معدلات الصرف -

بسبب «التقليد الرشيد» - قُطعت جميع خطوط التمويل قصير المدى، وكذلك الخطوط الدولية مع بنوك البلدان البازغة. وتحولت أزمة معدلات الصرف إلى أزمة في السيولة، وأزمة بنكية. ونظراً لأن قروض البنوك كانت أطول مدى من مصادر تمويلها، عجزت البنوك عن تحويل أصولها إلى سيولة، وبالتالي عجزت عن الاستجابة لطلبات السحب التي تكاثرت عليها (وترتب على ذلك التأميم الفعلي للبنوك الكورية، واختفاء ٧٠٪ من البنوك التايلاندية أو الإندونيسية).

ونظراً لخروج رؤوس الأموال الدولية من البلدان، وفقدان الاحتياطيات النقدية، فرض توازن ميزان المدفوعات حدوث عجز كبير في الحساب الجاري (أي في الميزان التجاري)، وهو ما أطلق عليه «انقلاب الميزان الجاري». وكان المحرك لهذا الانقلاب - بصفة عامة - هو الهبوط الشديد في أسعار الصرف، أي التخفيض الشديد في قيمة العملة. وهكذا، فخلال سنة واحدة - من صيف عام ١٩٩٧، حتى صيف ١٩٩٨ - انخفضت قيمة العملة التايلاندية البات بحوالي ٥٠٪ من قيمتها أمام الدولار، وانخفضت الروبية الإندونيسية بنسبة ٧٠٪. وأدى هذا للإفقار الشديد للمواطنين، فقد ارتفعت قيمة الواردات بشدة مع انخفاض قيمة العملة (في تايلاند، أدى ذلك لمضاعفة أسعار بعض الأدوية أربع مرات)، وانخفضت القدرة الشرائية، واضطرت أغلب العائلات للتقليل من استهلاكها، فتحسن الميزان التجاري بعض الشيء. وتسببت ضرورة إحداث فائض في الميزان التجاري لمواجهة الانسحاب العام لرؤوس الأموال الأجنبية في إفقار البلدان البازغة كثيراً (كوريا، ونايلاند، وروسيا في مثالنا)، على الأقل، في المرحلة الأولى. وكانت الصدمة قاسية جداً على المستوى الاجتماعي، ففي نهاية عام ١٩٩٨ قدر اتحاد النقابات الإندونيسي عدد العاطلين بحوالي ٤٠ مليوناً، أي بنسبة ٤٤٪ من السكان في سن العمل.

وتبين هذه الأزمة الطاحنة الطبيعة «الداعمة للدورة» لاندفاع رؤوس الأموال الأجنبية نحو البلدان البازغة، وليست الطبيعة «المضعفة للدورة». فعندما يكون الاقتصاد في صحة جيدة في بلد ما، يتفائل المستثمرون بتحقيق أرباح طيبة في هذا البلد. ويدفعهم التقليد جميعاً للاستثمار هناك في وقت واحد، ومن هنا اندفاع رؤوس الأموال، مما يدفع لزيادة الائتمان والنمو. وعندما تنقلب التوقعات، يسحب جميع المستثمرين قروضهم، واستثماراتهم معاً، مما يسبب أزمة بنكية وأزمة في السيولة،

تؤدي لتضييق الائتمان، وتضاعف من عمق الأزمة. وفي ضوء ما حدث في أزمة البلدان البازغة في نهاية التسعينيات، وما جرى بشأن نتائجها من دراسات، نعرف الآن بدقة إلى أين يمكن أن يؤدي التقليد الرشيد، والجري وراء العائد قصير المدى: إنه يؤدي لفقدان الاستقرار الاقتصادي والاجتماعي للكثير من البلدان.

البنوك المركزية التي تفتقر للشعور بالمسؤولية

ونود هنا أن نشير لنقطتين متكاملتين: فمن جهة هذه الآليات، وهذه الأحداث المتتالية، لا يمكن أن تحدث دون «تواطؤ» البنوك المركزية، ومن جهة أخرى، فهي تنتهي عادة بكوارث اقتصادية، ومالية، كما بين مثال اليابان.

وخلق «فقاعات» المضاربة - سواء بالنسبة لأسعار البورصة (في النصف الثاني من أعوام التسعينيات)، أو بالنسبة لأسعار العقارات (في الكثير من البلدان في الفترة الأخيرة)، أو بالنسبة للارتفاع الكبير في الائتمان (كما حدث في اليابان في النصف الثاني من عقد الثمانينيات) - ينتج بالتأكيد من التقليد بين صفوف المستثمرين، الذي يجبر وراء المدخرين الفرديين. ولكنه ينتج كذلك بسبب تصرفات البنوك المركزية التي تركت هذه الفقاعات تنضج دون تدخل من جانبها، وتركت معدلات الاقتراض لشراء الأصول المعينة في وقت واحد تتصاعد دون ضابط.

وبدون «تواطؤ» البنوك المركزية و«تساهلها» لما استطاع التقليد الرشيد للمستثمرين أن يرفع قيمة الأصول لما بلغته من مستويات، وكما رأينا، فهذه التطورات قد تؤدي للكوارث. وفي حالة اليابان، أدى رفع البنك المركزي لمعدل الفائدة في أوائل التسعينيات - بالإضافة إلى بعض التضخم في تلك الفترة - إلى انهيار أسعار الأصول (انفجار الفقاعة)، وخمسة عشر عاماً على الأقل من النمو الضعيف، وركود الأجور، ومن تخفيض مديونية الشركات. وهكذا تضاف النتائج السيئة لعدم كفاءة البنوك المركزية إلى تلك الناتجة عن تصرفات مديري المحافظ المالية المحترفين.

ولكن أزمة البلدان البازغة في نهاية التسعينيات هي التي أعطت الإنذار الأكبر لأول مرة، حيث كشفت التخريب الذي يمكن أن يحدثه الجمع بين تقليد المستثمرين، وعدم تقدير البنوك المركزية للمسؤولية. ومع ذلك فهناك أمثلة أخرى كثيرة، ونحن نرى أن

هذا يفسر «الاندفاع» لجميع المستثمرين نحو أصول معينة، مع أنها مغالى في أسعارها، وكذلك رفضهم في أحوال أخرى شراء أصول غيرها، رغم انخفاض أسعارها عن القيمة الحقيقية.

ومن بين النوع الأول، نذكر مثال أسهم شركات التكنولوجيات الجديدة خلال النصف الثاني من التسعينيات؛ أو التقييم المرتفع لعملات بلدان وسط أوروبا في عام ٢٠٠٤؛ والارتفاع الكبير في عامي ٢٠٠٣، و٢٠٠٤ في بورصات البلدان البازغة. ومن النوع الثاني، نذكر الأسهم الأوروبية اليوم، التي يصبر المستثمرون على تجاهلها - حتى وإن كانت هناك حركة صغيرة للحاق منذ أوائل عام ٢٠٠٥ - رغم انخفاض معدل تقييمها بشدة (مضاعف ربحية السهم التي لا تتجاوز ١٣ لأسهم يوروستوكس ٥٠٠، في مقابل مضاعف ربحية يبلغ ١٨ لأسهم ستاندارد أند بور ٥٠٠)^(٣١)، ومثال آخر على التحفظ بالتقليد، هو الانتقال الكثيف من المستثمرين من الهيئات من الاستثمار في الأسهم إلى السندات، خلال الأعوام ٢٠٠٠ إلى ٢٠٠٤، سواء في الولايات المتحدة، أو في منطقة اليورو، أو في اليابان، مع الجري اللاهث في جميع الحالات وراء العائد المرتفع.

ومع ذلك فهناك عنصر جديد يجب أخذه في الاعتبار، وهو أن الاقتصاد العالمي قد دخل على الأرجح - ولمدة طويلة مقبلة - في مرحلة من الربحية الضعيفة للأصول المالية التي يمكن وصفها «بالعادية». فعلى الرغم من ارتفاع ثمن البترول وغيره من المواد الخام (تضاعف سعر البترول بين يناير ٢٠٠٤، وأغسطس ٢٠٠٥) [وتضاعف سعر البترول مرة ثانية في مايو ٢٠٠٨، ويتحدث المضاربون في يوليو عن تجاوزه لحاجز ١٥٠ دولاراً للبرميل - المترجم] يبقى معدل التضخم العالمي معتدلاً جداً بسبب ضغط المنافسة (المحلية ومن جانب البلدان البازغة) على الأسعار في البلدان المتقدمة. فبعد أن كانت أسعار الاستهلاك في البلدان المتقدمة ترتفع بسبة متوسطة ٥,٣٪ في العام خلال

(٣١) يسمح مضاعف ربحية السهم (نظرياً) بتقييم شركة ما بمقارنة الربح الذي يحققه نشاطها. وبالنسبة للشركات المنفردة في البورصة، تؤخذ النسبة بين سعر السهم في البورصة مقسوماً على نصيب السهم الواحد من ربح الشركة بعد خصم الضرائب.

الفترة بين عامي ١٩٨٧، و١٩٩٦، انخفض متوسط معدل هذا الارتفاع خلال الفترة بين ١٩٩٧ و٢٠٠٦، إلى ٨,١٪ في السنة. وهذا يمثل ولا شك اختلافاً عما اعتدنا عليه في الماضي.

ومع هذا التضخم البسيط، تتجه السياسة النقدية العالمية بقوة للتوسع من جهة لحفز النشاط الاقتصادي (النمو البطيء في منطقة اليورو، وفي اليابان)، وللمحافظة على معدل التبادل مع الدولار، عن طريق تدخل البنوك المركزية في سعر الصرف، وهو تدخل يساهم في خلق السيولة العالمية. فمُنذ عام ٢٠٠٣، تزيد «قاعدة النقود»^(٣٢) في العالم بمعدل ١٥٪ إلى ٢٠٪ في العام. وهو اتجاه لا يمكن المحافظة عليه في المدى الطويل، في الوقت الذي ينخفض فيه معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في العالم إلى ثلث معدله. ولكن يصعب التكهن بموعد عكس هذا الاتجاه. وإلى أن يحدث ذلك، يبقى عائد السندات الحكومية منخفضاً لبعض الوقت (من ٢٥، ١٪ في اليابان، إلى ٥، ٤٪ في الولايات المتحدة والمملكة المتحدة)، كما يبقى العائد في البورصة - مع وجود علاوة المخاطرة المعتادة على الأسهم - بين ٥٪ و٦٪ في السنة. وكيف إذن في هذه الظروف يجري البحث عن عائد سنوي على رأس المال يبلغ ١٥٪ أو ٢٠٪، بل حتى أكثر من ذلك؟

خطورة ظهور أدوات مالية جديدة

نظراً لتعود المستثمرين على بعض العادات السيئة، فقد تجلت المهارة المالية بخلق بعض الأدوات المالية المركبة التي تسمح للمستثمرين بالحصول (ظاهرياً على الأقل) على عائد مرتفع يفوق عائد الأصول التي نسميها «تقليدية». وهكذا ظهر خلال السنوات الأخيرة عدد من الأدوات (الأوراق) المالية، وأبينة الاستثمار المعقدة بشكل لم يسبق له مثيل. ومثال ذلك (انظر البرواز) «صناديق التحوط»، والمنتجات المركبة، وغيرها من «سندات الديون المضمونة»، دون أن ننسى ما يسمى «الأصول غير السائلة»

(٣٢) كمية النقود المتداولة، وتشمل النقود السائلة التي يصدرها البنك المركزي. بالإضافة إلى احتياطات البنوك لدى البنك المركزي، أي أنها مجموع السيولة العالمية.

- أي أصول لا يمكن بيعها إلا في المدى الطويل ، أو في مدى قصير ولكن بخفض كبير في قيمتها .

الأدوات (الأوراق) المالية المركبة

«صناديق التحوط» (أو التغطية)، وتسمى كذلك «صناديق الإدارة البديلة»، هي صناديق لاستثمار رؤوس الأموال تهدف لتحقيق الربح (وللمستثمرين فيها) عن طريق بيع الأصول المالية (أسهم، وسندات، وعملات، ...) لبعض المستثمرين بفضل التوقعات الماهرة لأداء شركة ما، أو تطور بعض المتغيرات على المستوى الاقتصادي الكلي، أو لبعض أشكال «الشذوذ في السوق». ونعني «بالشذوذ» أن بعض الأصول المالية تقل قيمتها في السوق بشكل غير عادي في مقابل أصول مناظرة لأسباب متنوعة، مثل معدل فائدة لسندات ذات الموعد المحدد، إما عالية جداً أو منخفضة جداً، أو أصول لشركات مماثلة مقيمة بشكل خاطئ، أو تقييم منخفض بشكل مغالى فيه، وغير مبرر لشركات تمر بضائقة.

والنقطة المشتركة بين «صناديق التحوط» أنها تستخدم «أداة الاستدانة»، فهي تستدين على المدى القصير لمضاعفة عائد الإستراتيجيات التي تضعها لخدمة المستثمرين الذين وثقوا فيها. ومن الناحية النظرية، فإن أداءها يبقى مستقلاً عن أداء الأسواق (أي عن أسعار البورصة، ومعدلات الفائدة)، ولكن هذا بعيد عما يحدث في الواقع.

«سندات الديون المضمونة» هي أموال مستثمرة في سندات تصدرها الشركات (أو في حالة سندات الديون المضمونة «الاصطناعية» مستثمرة في أوراق مشتقة - «مبادلات أرصدة» - مرتبطة بسندات الشركات). والهدف من هذا النوع من الأوراق المالية هو توفير مستويات مختلفة من المخاطرة: فالفئة «AAA» (أو العليا) لا تتحمل مخاطرة في العادة (أي أن قيمتها لا تتغير حتى إذا توقفت بعض الشركات التي اشترى الصندوق سندات عنها عن الدفع)؛ أما الفئات المسماة «المتوسطة» فتمثل مخاطرة متوسطة أقرب للمنخفضة؛ أما الفئات «العادية» فتتأثر فوراً إذا توقفت أي من الشركات عن الدفع. وهكذا يستطيع المستثمر

اختيار مستوى المخاطرة الذي يفضلهُ . مع ملاحظة أن المستوى «الأعلى» (المفروض أنه بدون مخاطرة) يقدم عائداً أعلى من الأوراق البسيطة التي بدون مخاطرة (مثل قروض الدولة).

أما المنتجات (الأوراق) المالية المركبة فمتنوعة في أشكالها، وتقوم على فكرة إعطاء المستثمر عائداً إلا في حالة حدوث أمر معين، فالمستثمر هنا يراهن على عدم حدوث ذلك الأمر . ويستطيع بنك الاستثمار دفع ذلك العائد المرتفع ؛ لأنه يبيع كذلك تأميناً (اختيارياً) ضد حدوث ذلك الأمر المفترض أنه يمنع دفع ذلك العائد المرتفع للمستثمر . فتوجد مثلاً منتجات مركبة تدفع عائداً مرتفعاً طالما أن الفارق في عائد الفائدة يبقى فوق عتبة معينة، أو طالما بقي معدل صرف عملة ما، أو سعر ورقة ما في البورصة تحت عتبة ما، أو فوق عتبة ما .

أما الأصول غير السائلة فهي أصول لا يمكن بيعها إلا في المدى البعيد، أو في المدى القصير بخفض كبير . أي أن المستثمر يتقاضى بطبيعة الحال عائداً يفوق العائد العادي بعلاوة مقابل تجميد السيولة . والمثال على هذا النوع من الاستثمار «رأس المال ذو المخاطر» ، وهو رءوس أموال مستثمرة في بعض الشركات الصغيرة، وإن كانت تتجه أكثر فأكثر إلى الشركات الكبرى التي تخرج من سجل البورصة، أو في الاستثمارات العقارية غير المقيدة في البورصة (مستثمرة في العقارات السكنية، أو التجارية، أو الصناعية) .

ويؤدي الجري وراء العائد المرتفع في الواقع إلى زيادة كبيرة في أدوات الاستثمار هذه، تصل في حجمها إلى ما يقارب ١٠٠٠ مليار دولار، ويصل التعامل فيها إلى ما بين ثلث ونصف حجم التعاملات اليومية في بورصتي نيويورك ولندن . وتمثل «صناديق التحوط» مصدراً كبيراً للسيولة في الأسواق المالية، ولكنها في الوقت نفسه ذات تأثير لا يستهان به على الأسواق، وعلى صحة البنوك التي تتعامل معها . وبالمثل، انتشرت «سندات الديون المضمونة» [ومنها الأوراق التي أصدرتها البنوك الأمريكية بضمان رهن الآلاف من المنازل التي اشتراها أفراد بما يتجاوز قدراتهم المالية وأدى تخلفهم عن السداد للأزمة الخطيرة الحالية والتي خسرها بسببها بنكان أمريكيان ١٠٠ مليار دولار في ميزانية ٢٠٠٧، والتي أفلست بسببها مجموعة للإقراض العقاري في

يونيو ٢٠٠٨، وقرر الرئيس بوش مساندتها بأموال الدولة خوفاً على الاقتصاد الأمريكي - المترجم] التي كانت تصدر بشكل خاص منذ عهد قريب، لدرجة أن ارتفعت قيمتها في عام ٢٠٠٤ إلى ٢٦٥ ملياراً من الدولارات. وأخيراً يزدهر «رأس المال ذو المخاطر» بشكل كبير، حيث بلغت قيمته في عام ٢٠٠٤ حوالي ١٠٠ مليار دولار في أسواق الولايات المتحدة وأوروبا. ولكن ازدهار هذه الأدوات المركبة لا يخلو من المخاطر التي تتوقف على مختلف النظم المستخدمة.

في حالة استغلال «شدوذ الأسواق» لا توجد مخاطر ناتجة من طبيعة النظام، أو كوارث محتملة، وبالعكس، فالأموال التي تستفيد من هذا الشدوذ ترفع من كفاءة السوق. ولكن هناك مع ذلك مخاطرة كبيرة، فإذا استغلت رءوس أموال كثيرة شدوذ السوق هذا في وقت واحد لاختفى هذا الشدوذ، واختفى معه العائد الناتج عنه. وطبقاً لرأي معين، يمكن تفسير الاتجاه لانخفاض عائد «صناديق التحوط» للنمو السريع الذي حققته (فلم يكن حجمها يتجاوز ٢١٠ مليار دولار في عام ١٩٩٥). فبعد أن كانت تحقق عائداً يتجاوز ٢٠٪ بين عامي ١٩٩٥، و ١٩٩٩ (باستثناء عام ١٩٩٨)، انخفض هذا العائد إلى ٥٪ خلال السنوات الثلاث الأولى من القرن، ثم عادت للتحسن في عام ٢٠٠٣ (٤، ١٥٪)، وبدرجة أقل في عام ٢٠٠٤ (٦، ٩٪)، ثم عادت للهبوط في عام ٢٠٠٥. ويعود تدني عائد «صناديق التحوط» لأسباب ترجع لظروف الأسواق، وأخرى بنوعية، ففي مواجهة التزايد الكبير للأموال كان لا بد من تراجع العائد. فقد فقدت الصناديق سيطرتها، كما يقال، ولكن يُخشى أن هذا قد يدفع إدارات الصناديق لاتخاذ مزيد من المخاطر [وصناديق «الاستثمار» التي أنشأتها البنوك في مصر بكثرة في السنوات الأخيرة، هي من أنواع صناديق «التحوط» بما تحمله من مخاطر للمستثمر كما يوضح المؤلفان فيما سبق - المترجم].

وفي حالة العائد المرتفع الناتج عن اتخاذ مخاطرة الرهان بشأن تطور متغير اقتصادي كلي ما، أو بشأن تطور سوق مالي معين، أو الوضع المالي لشركة معينة بوعي (وهو الحال عادة في حالة المنتجات المركبة)، أو بغير وعي، في حالة المستثمر النهائي^(٣٣)،

(٣٣) يمكن أن يجري الأمر باتخاذ مخاطرة داخل صندوق تحوط، من النوع الاقتصادي الكلي، والذي يسمى «كلي عالمي»، أو تكوين محفظة لبناء «سند ديون مضمونة» لشركة ما بافتراض أن حالتها المالية سليمة في حين أنها لم تكن سليمة بهذه الدرجة.

والمشكلة هنا هي أن الخطر يتحقق فعلاً. وفي هذا المجال يتذكر الجميع إفلاس صندوق LTCM (الإدارة طويلة المدى لرأس المال) في عام ١٩٩٨، فيإفلاس هذا الصندوق بسبب أزمة البلدان البازغة وروسيا (التوقف بالنسبة لسندات الخزنة الروسية) أدى لارتفاع كبير في «تباعد العوائد»^(٣٤). وبعبارة أخرى، إلى ارتفاع تكلفة النقود. ولتغطية خسائره من القرض الروسي، اضطر صندوق LTCM لتصفية استثماراته الأخرى بشكل مفاجئ مما دفع الأسواق للانخفاض. وخوفاً من الأثر السيئ لوضع هذا الصندوق على الأوضاع المالية العالمية، اضطر صندوق الاحتياط الفيدرالي الأمريكي للتدخل لإنقاذ الصندوق، وفرض على البنوك تقديم مليارات الدولارات لتكوين اعتماد لهذا الغرض.

فما هي فرصة حدوث مثل هذا السيناريو؟ لقد حلت هذه المشكلة بالفعل في ربيع عام ٢٠٠٥ - وبالذقة يوم ٥ مايو - عندما صُنفت السندات التي أصدرتها شركتا فورد وجنرال موتورز (لديون مجموعها الإجمالي ٢١١ ملياراً من الدولارات) على أنها «استثمار مضارب»^(٣٥) من جانب وكالات التقييم (التي تتابع باستمرار قدرة الشركات على الوفاء بالديون)، وذلك بالنظر للتوقعات المستقبلية المتواضعة لشركتي صناعة السيارات. وكانت النتيجة المباشرة هي انفجار معدل «تباعد الفائدة»^(٣٦) (أي الفارق في معدل الفائدة)، في حين أن الشركتين من أكبر مصدري السندات من القطاع الخاص، وأن سنداتها تمثل جزءاً مؤثراً من أصول الكثير من محافظ «سندات الديون المضمونة» وفور ذلك سرت الشائعات بأن أحد «صناديق التحوط» التي تلجأ إدارتها

(٣٤) «تباعد العائد» يعني التغير في معدل الفائدة. فيمكن أن يعني الفارق بين معدلات الفائدة لقرضين متساويين يختلفان في موعد السداد (فرق العائد)، أو يعني الفارق بين قرضين متساويين في الفائدة والمدة، ولكن لبلدين مختلفين (فرق البلد)، أو الفارق بين قرض تصدره إحدى الشركات، وقرض مساو تصدره الحكومة (فرق التوقيع).

(٣٥) وصِف يطلق على السندات ذات المخاطرة العالية، والعائد المرتفع (يزيد بصفة عامة بمقدار ٣٪ أو ٤٪ عن السندات الماثلة).

(٣٦) ارتفع تباعد الفائدة لشركة فورد - بين يناير ٢٠٠٤، وأبريل ٢٠٠٥ - بمقدار ٧٠٠ نقطة، وبالنسبة لشركة جنرال موتورز بأكثر من ٥٠٠ نقطة. وتعريف «تباعد الفائدة» بأنه الفارق بين عائد سند يصدرها مقترض ما من القطاع الخاص، وبين عائد سندات حكومية يُفترض أنها لا تحمل مخاطرة بعدم السداد. وهو مقياس للمخاطرة بالفائدة مرتبط بالمخاطرة بالتوقف عن الدفع، أو بعبارة أخرى، الإفلاس الكلي أو الجزئي للشركة المصدرة للسندات.

للمضاربة وصل إلى حالة الإفلاس ، وكثرت التخمينات عن اسم الصندوق المعني ، وأخذت دوائر الأعمال تتوقع أن يضطر هذا الصندوق لبيع أصوله بأسعار كارثية لتغطية خسائره ، مما يتسبب في هبوط أسعار الأوراق المالية . إذ سرعان ما تبدأ الحلقة الجهنمية ، تغذيها عمليات التخلص من الأصول على نطاق واسع ، وفي وقت واحد ، من جانب مديري الصناديق الذين يتعرضون ، بشكل مباشر ، أو غير مباشر عن طريق مؤشرات التقييم التي تفرض عليهم عدم النزول تحت حدود دنيا معينة وإلا فقدوا الثقة .

وكانت عملية فورد/ جنرال موتورز بمثابة ضوء أحمر صغير ينبض بالحاح . ويظهر الخطر الحقيقي للمستثمر عندما تتحول «صناديق التحوط» إلى «صناديق سوداء» لا تعرف مكونات محافظها ، ومن باب أولى تقييمها بدقة . وخاصة أن هذه الصناديق التي تعمل بالمضاربة تستثمر بشكل كبير في أصول تزداد طبيعتها المعقدة ، مثل «مشتقات الديون»^(٣٧) ، وهي «اللقية» الكبرى لأواخر عقد التسعينيات . ويلاحظ أن هذه الطائفة غير متجانسة بالمرّة ، فهي تضم صناديق تدار بمنتهى التدقيق ، وأخرى تدار بطريقة عشوائية أو هوائية . والمشكلة بالنسبة للمستثمر هي على الدوام أن «يميز بين الحنطة والزوان»^(٣٨) . وإذا كانت صناديق التحوط لا تريد الاندثار فإن عليها أن تبدي أكبر قدر ممكن من الشفافية ، وألا تعد بقدر من السهولة أكثر مما تستطيع تحقيقه بالفعل .

ومع ذلك ، فبالنظر لغياب الشفافية السائد ، فلا شيء يمنع من تركيز هذه المخاطر بين أيدي مستثمرين يتخذون الرهانات ذاتها ، وهذا الافتراض قريب جداً من الواقع في عالم المال ، حيث يسود التقليد الرشيد جميع دوائر المتعاملين ، الأمر الذي يثير القلق ، خاصة وأن صناديق المضاربة تلجأ أكثر وأكثر للاستدانة - وسنعود لذلك - وبذلك تجر البنوك معها للجري وراء «معدلات العائد» والمغامرات المترتبة على ذلك ، وفي وقت يعهد فيه المستثمرون من الهيئات (صناديق المعاشات ، وشركات التأمين) إليهم بمبالغ متزايدة لاستثمارها .

(٣٧) «مشتق الفائدة» هو منتج مالي يسمح لشاريه بالحصول على تعويض في حالة توقف مصدر السند ، أو تدهور تقييم توقيعه (في حالة مقترض من القطاع الخاص ، أو البلدان البازغة) .

(٣٨) التشبيه هنا مأخوذ عن مثال ضربه السيد المسيح لحوارييه في الإنجيل - المترجم .

ويشير هذا الموضوع حاليًا اهتمامًا كبيرًا في الدوائر المالية، حيث يجري التساؤل عما إذا كانت أسواق المشتقات المالية هذه لا تمثل عنصرًا لتثبيت النظام المالي، وإنما تعتبر قبلة موقوتة، لتعقيدها واقتقادها للشفافية. ومما له دلالة في هذا المجال، أن مجموعة بنوك الاستثمار CRMPG II - التي يقودها جيرالد كوريغان المدير العام لبنك جولدمان ساكس، والتي تضم ممثلين لأكبر الهيئات المالية الخاصة في العالم - نشرت في أغسطس ٢٠٠٥ تقريراً يطلب مواجهة المشكلة «الملحة» للمشتقات المالية، وغيرها من الأدوات المالية المركبة. وقد اقترحت المجموعة ٤٧ توصية، من بينها النظر في مراقبة أفضل لدور «صناديق التحوط». ويبدو أن كبار رجالات البنوك ذاتهم بدءوا يشعرون بالخطر...

المخاطر المرتبطة بسياسة الاستدانة

وأخيرًا، فعندما تستخدم الصناديق أداة الاستدانة (القروض قصيرة الأجل)، أو تجميد الأصول في المحفظة (أي الاحتفاظ ببعض الأصول لمدة طويلة في المحفظة ثم بيعها في اللحظة المناسبة)، لتحسين العائد، قد تتحقق المخاطرة من أزمة السيولة. وقد لعبت أزمة السيولة هذه دوراً في مشكلة انهيار صندوق LTCM، فقد أدت خسائر الأصول التي يحتفظ بها الصندوق إلى عجزه عن تسديد القروض قصيرة الأجل التي حصل عليها من البنوك، الأمر الذي هدد بدوره بحدوث أزمة سيولة عامة. ولهذا السبب اضطر بنك الاحتياط الفيدرالي الأمريكي للتدخل لتنظيم عملية إعادة تمويل الصندوق، ولكن ذلك هدد بزيادة السيولة العامة في النظام المالي، كما تبين بالفعل من تطور القاعدة النقدية (وهي السيولة التي يخلقها البنك المركزي) في الولايات المتحدة في تلك الفترة. وفي الواقع، تظهر البنوك اليوم المزيد من الحرص في سياساتها بمتابعة قيمة الصناديق التي تمنحها خطوط ائتمان يومًا بيوم. [ومع ذلك لم يمنع هذا «الحرص» من خسائر البنكين الأمريكيين مائة مليار دولار بنهاية عام ٢٠٠٧، وخسارة بنك السوسيتيه جنرال الفرنسي، ودويتشه بنك الألماني مليارات الدولارات في نفس العام - المترجم].

ولا تبشر التطورات في القطاع المزدهر (LBO) «للشراء عن طريق الاستدانة»^(٣٩)

(٣٩) «الشراء عن طريق الاستدانة» يعني شراء أسهم شركة ما بالاستعانة لحد كبير بالاستدانة من البنوك. وفي الواقع العملي، يجري تكوين مجموعة قابضة تستدين لشراء الشركة المستهدفة. وتدفع فوائد الدين وأقساطه من أرباح أسهم الشركة المشتراة.

بخير كثير . فزيادة السيولة تدفع الدين (وهو «أداة» هذه العمليات) في الواقع - وكذلك الأسعار - للارتفاع . وتجري النقود كالأنهار في هذا القطاع ؛ حيث يتكاثر إنشاء الصناديق ، بل إنه يمثل الاتجاه الأكثر ميلاً لدى رؤساء الصناديق . ففي ربيع ٢٠٠٥ نجح سيرج فاينبرج الرئيس السابق لمجموعة بينو - برنتان - ريدوت في جمع ٣٨٠ مليون يورو لصندوقه فاينبرج كاييتال بارتنز خلال بضعة شهور . ومن الواضح أن الأمور مزدهرة جداً في هذا القطاع الخاص ، فيجري تجميع الكثير من الأموال ، وتكوين عمليات تمويل أكثر تعقيداً ، عادة من نوعية «سندات الديون المضمونة» ، وارتفاع نسبة الاستدانة ، واستعادة سريعة لرأس المال (بعد عملية «الشراء عن طريق الاستدانة» تجري الاستدانة مرة أخرى لاستخدام الدين كأداة) ، وبالتالي انفجار الأسعار في سوق تنافسي .

وخلال صيف عام ٢٠٠٥ ، قامت شركتنا الاستثمار يورازيو وكارلايل اللتان كانتا قد اشترتا مصنع الخبز والطوب تيريال من شركة سان جوبان - قبلها بأقل من عامين ، بمبلغ ٤٧٠ مليون يورو - ببيعه لمستثمر ثالث وهو LBO France (فرنسا للشراء عن طريق الاستدانة) بمبلغ ٨٦٠ مليون يورو ، أي بما يقرب من ضعف الثمن المدفوع من قبل . وهنا نرى الأموال السهلة المتدفقة تدير الرؤوس ، فمديرو هذا الصندوق المشتري لا يخفون أنهم يحققون الكثير من الأموال من عملياتهم .

وقد تردد كثيراً أن الاندفاع نحو الأدوات المالية المغالية في التعقيد ، أو نحو العمليات المالية التي تستخدم أداة الدين بإفراط ، مع انفلات الأسعار المصاحب ، تعود بالدرجة الأولى لانخفاض معدلات الفائدة المستمر ، وهو انخفاض لا يتلاءم مع الشهية الزائدة لاستثمارات ذات معدلات عائد مرتفعة . ولا يحتاج المرء للكثير من الذكاء ليكتشف المخاطر المترتبة على الأوضاع الراهنة ، والارتفاع المتواصل لأسعار الفائدة التي يفرضها بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي^(٤٠) ترفع كثيراً تكلفة «أداة»

(٤٠) في ٩ أغسطس ٢٠٠٥ رفع بنك الاحتياطي الفيدرالي سعر الفائدة في الولايات المتحدة للمرة العاشرة بمقدار ربع الواحد في المائة لتبلغ ٥,٣٪ ، ويتنظر ألا يقل هذا المعدل عن ٤٪ في نهاية عام ٢٠٠٥ م (وقد تجاوز المعدل هذا الرقم ، وتجاوز في ٢٠٠٦ ٥,٥٪ ، ثم عاد في آخر ٢٠٠٧ للهبوط باندفاع إلى ٣٪ لمواجهة أزمة السيولة المترتبة على أزمة الرهن العقاري غير المضمون في الولايات المتحدة والذي حُسر بسببه بنكان أكثر من مائة مليار دولار ، وهبط معدل الفائدة الأمريكي إلى ٢٪ في مايو ٢٠٠٨ - المترجم) .

الاستدانة التي يستخدمها الكثير من الصناديق، وبالتالي تخفض ربحية هذه الأداة، وتدفع المستثمرين لبيع الأصول. ولكن عندما تكون أصول بعض «صناديق التحوط»، وكذلك الأصول «العادية»، أو صناديق الممتلكات العقارية غير المقيدة بالبورصة، غير سائلة، فإن ذلك يدفع لعمليات بيع اضطرارية سابقة لأوانها لأصول طويلة المدى، الأمر الذي قد يؤدي لانخفاض الأسعار. ويتبع ذلك أن المخاطرة للحصول على عائد مرتفع تتحول إلى الحصول على عائد سلبي كبير!

وهذه الأوضاع جميعها تقود إلى سيناريو الكارثة: فالتشديد العام للسياسات النقدية - الأمر الذي سيحدث في يوم ما نظراً لضخامة القاعدة النقدية العالمية - سيرفع من تكلفة الموارد السائلة (أي الديون قصيرة المدى)، ويخفض عائد جميع الاستثمارات التي تستخدم أداة الاستدانة، وتدفع المستثمرين للبيع في حالة «ذعر»، مما يؤدي بالضرورة لانخفاض أسعار الأصول. وفي الوقت نفسه، تؤدي بعض حالات «التوقف عن الدفع» غير المتوقعة لبعض كبريات الشركات لخسائر في بعض فئات الاستثمار (مثل «سندات الديون المضمونة») التي كانت معتبرة مضمونة حتى تلك اللحظة، مما يدفع «صناديق التحوط» والمستثمرين الهائمين للبيع بتعجل، ويدفع في الوقت ذاته لانخفاض أسعار سندات القطاع الخاص.

والنتيجة: أن الالتجاء لبعض أنواع الأصول المركبة أمر سليم تماماً، خاصة عندما يتعلق الأمر باستغلال شذوذ الأسواق، أو عند غياب البيع المتزامن مع الشراء في الأسواق المالية، أو عندما يتخذ المستثمرون قرارات واعية بمخاطرة محدودة لرفع عائد الأصول في محافظهم. وفي المقابل، فاللجوء المبالغ فيه للاستدانة في فترات انخفاض أسعار الفائدة، أو اتخاذ مخاطرة على مدى أبعد من أن يمكن التحكم فيه، يمكن أن يؤدي لمخاطر جسيمة. فمن الذي يستطيع التنبؤ بحالة هذه الشركة أو تلك، أو بمعدل أسعار الفائدة، أو بمعدل تداول العملات بعد عشر سنوات أو عشرين سنة؟ ومع ذلك، فبعض المستثمرين على استعداد لاتخاذ مخاطرة مؤجلة، ولا يمكن عملياً التحكم فيها للحصول على عائد مرتفع في المدى القصير.

إذا أمكن استثمار مجموع الادخار العالمي (الذي يقدر صندوق النقد الدولي حجمه في عام ٢٠٠٥ بمبلغ ١١ ألف مليار دولار) بشكل جيد، لأمكن القول بأن اقتصاد

العالم قد صار على وشك بداية عصر جديد من خلق الثروة . ولكن تتزايد العلامات الدالة على أن توافر النقود السائلة يشجع على تصرفات قد يتبين إضرارها بالاقتصاد العالمي . وعندما يضاف إلى الرغبة المحمومة في الربح التقليد قصير النظر من جانب الذين يديرون هذا الجبل من المليارات ؛ يصير من حقنا القلق على مصير الرأسمالية من الأساس . وخاصة إذا ما كانت هذه التصرفات لا تقابل فقط بالتسامح من جانب النظام الحالي للإشراف على الأسواق ، وإنما بالتشجيع عليها في نهاية المطاف .
