

## الفصل التاسع

### الانتباه إلى حركة البندول

عندما تسير الأمور سيراً طيباً وتكون الأسعار مرتفعة، يندفع المستثمرون إلى الشراء ناسين كل ما يتعلّق بالحيلة والحذر، وعندما تدبّ الفوضى في كل مكان، وتغدو الأصول معروضة للبيع بأبخس الأثمان، يفقد المستثمرون كل استعداد لقبول المخاطر، ويندفعون إلى البيع جميعاً. سيكون الأمر هكذا دائماً.

كانت المذكرة الثانية التي كتبتها في حياتي المهنية عام 1991م، مكرّسة بصورة شبه كلية، لموضوع بدأت يومها أفكّر فيه بصورة متزايدة، وهو: التذبذب الشبيه بحركة البندول في مواقف المستثمرين وسلوكهم.

تشبه تقلّبات مزاج سوق الأسهم والأوراق المالية حركة البندول. وعلى الرغم من أنّ النقطة الوسطى لقوس حركة البندول، تصف الموقع «الوسطى» للبندول وصفاً جيّداً، فإنّ البندول نفسه يُمضي في الواقع وقتاً قصيراً جداً عند تلك النقطة، حيث يكون بصورة شبه دائمة في حالة تأرجح، مقترّباً من الحديين الأقصىين لقوس حركته، أو مبتعداً عنهما. لكن، كلّما كان البندول قريباً من إحدى النهايتين الحديتين، فمن المؤكّد أنّه سيعود راجعاً نحو النقطة الوسطى عاجلاً أم آجلاً. والواقع أنّ تلك الحركة نفسها نحو النهايات الحديّة، توفّر الطاقة اللازمة لمتابعة التأرجح.

تأرجح الأسواق الاستثمارية - بصورة شديدة الشبه بحركة البندول - بين:

- شدّة التناؤل والإحباط.
  - الابتهاج بالتطورات الإيجابية، والقلق إزاء التطورات السلبية.
  - الأسعار المفرطة الارتفاع، والأسعار المفرطة الانخفاض.
- تعدّ هذه الذبذبة، واحدة من السمات الأكثر رسوخاً في عالم الاستثمار. والظاهر أنّ «نفسية» المستثمر تُمضي عند النقاط الحديّة وقتاً أطول، ممّا تمضيه عند «النقطة الوسطى السعيدة».

«أداء الربع الأول» 11 إبريل، 1991م

“First Quarter Performance,” April 11, 1991

بعد 13 عاماً من تلك المقالة، عدت مرة أخرى لتناول فكرة البندول على نحو مطوّل في مذكرة جديدة. أشرت في تلك المذكرة إلى أنّ البندول بالإضافة إلى العناصر المذكورة آنفاً، يتأرجح أيضاً مدفوعاً بعامل الجشع مقابل عامل الخوف؛ وبعامل الاستعداد لرؤية الأمور بعين متفائلة مقابل الاستعداد لرؤيتها بعين متشائمة؛ وبفعل الإيمان في حدوث تطوّرات قادمة، وبسهولة التصديق مقابل شدة التشكك؛ وتحمل المخاطر مقابل كره المخاطر.

إنّ التآرجح في ما يخص الثنائية الأخيرة -تباين المواقف إزاء المخاطرة- خيط شائع ينتظم قسماً كبيراً من تقلّبات السوق.

يعدّ كره المخاطرة وتجنّبها عنصراً أساسياً في السوق العقلانية، مثلما قلت آنفاً. ولموقع البندول في ما يخص هذه النقطة أهمية خاصة. أمّا المقدار غير المناسب من كره المخاطرة وتجنّبها فهو مسهم رئيس في إفراطات السوق في أثناء سيرها نحو الفقاعة والانهيار. ولعلّ من المبالغة في التبسيط - لكنّها ليست مبالغة جسيمة - القول إنّ العلامة الأكيدة التي تشير إلى الفقاعات، هي الافتقار إلى كره المخاطرة والابتعاد عنها. أمّا في حالة الانهيار، فإنّ المستثمرين يبالغون في الخوف. يمنعونهم فرط نفورهم من المخاطر من الإقدام على الشراء، حتّى عندما تكون الأصول معروضة بأسعار منخفضة إلى حدّ غريب، وذلك على نحو يعكس النظرة المتشائمة السائدة.

أرى أنّ دورة الجشع/الخوف ناتجة عن تغيّر المواقف إزاء المخاطرة. عندما يسود الجشع، يشعر المستثمرون بدرجة مرتفعة من الراحة إزاء المخاطرة وإزاء فكرة قبولها، وتحملها لتحقيق الأرباح. وبصورة معاكسة، يشير انتشار الخوف إلى درجة مرتفعة من كره المخاطرة وتجنّبها. يعدّ الأكاديميون موقف المستثمرين تجاه المخاطرة أمراً ثابتاً، لكنّه يتقلّب تقلّباً كبيراً.

تعتمد نظرية التمويل اعتماداً كبيراً، على فرضية مفادها أنّ المستثمرين يكرهون المخاطرة. ويعني هذا أنّهم «لا يفضّلون» المخاطرة، ما يجعل من الضروري حتّمهم - رشوتهم - على قبولها، وذلك من خلال عائدات متوقّعة أكثر ارتفاعاً.

لكن يمكن القول: إنّ جني عائدات مرتفعة مضمونة من استثمارات عالية المخاطر، ليس إلاّ مفارقة لفظية. على أنّ هذه القاعدة تكون موقع تجاهل في بعض الأوقات، حيث يُفرط الناس في الإحساس بالارتياح إزاء المخاطر فتصبح العلاوات أو التعويضات المتضمّنة في أسعار الأسهم والأوراق المالية مقابل تحمّل المخاطرة، غير كافية إطلاقاً للتعويض عن المخاطر الماثلة في تلك الاستثمارات... وعندما يكون المستثمرون عامّة مقبلين على تحمّل المخاطر، يمكن أن تتضمّن أسعار الأسهم والأوراق المالية مخاطر أكبر من العائدات التي يمكن أن تقدّمها. أمّا عندما يشد كره المستثمرين للمخاطر، ويزداد ابتعادهم عنها؛ فإنّ الأسعار يمكن أن تتيح عائدات تفوق تلك المخاطر.

«النقطة الوسطى السعيدة» 21 يوليو، 2004م

“The Happy Medium,” July 21, 2004

يعدُّ تأرجح البندول في ما يخص المواقف من المخاطرة، أمرًا من أقوى الأمور إطلاقًا. والواقع أنني توصلت في الآونة الأخيرة إلى اختصار المخاطر الاستثمارية الرئيسية كلها في نقطتين اثنتين: مخاطرة خسارة المال، ومخاطرة خسارة الفرصة. من الممكن إلغاء إحدى هذه المخاطرتين إلى حد كبير، لكن من غير الممكن إلغاء الاثنتين معًا. في عالم مثالي، يعمل المستثمر على الموازنة بين هذين الأمرين، أو بين هذين «القلقين». ولكن، ومن وقت إلى آخر، أي عند الأوضاع الحدية لحركة البندول، يسود هذا الخوف أو ذاك. على سبيل المثال:

- في عامي (2005 – 2006) م، وأوائل عام 2007م، عندما كانت الأمور تجري بصورة يسيرة سهلة، وعندما كانت أسواق رأس المال مفتوحة على اتساعها، لم يكن إلا قلة من الناس، يتخيلون وجود خسائر في انتظارهم. ظنَّ كثير منهم أنَّ المخاطر قد زالت. وانصبَّ قلقهم الوحيد على احتمال تفويت الفرص: إذا خرجت (وول ستريت) بأعجوبة مالية جديدة أقبل المستثمرون على شرائها - ونجحت تلك الأعجوبة -، فقد أبدوا متخلفًا مقارنة من غيري، إذا لم أحذو حذوهم فأفقد مركزي في السوق. وبما أنَّ المستثمرين لم يكونوا قلقين في ما يخص خسارة المال، فإنَّهم لم يصروا على الحصول على أسعار منخفضة عند الشراء، أو على تعويضات كافية مقابل المخاطرة، أو على أي صورة من صور حماية المستثمر. باختصار نقول: إنَّهم تصرفوا بصورة مفرطة الاندفاع.

- في أواخر عام 2007م، وأوائل عام 2008م؛ أي عندما بدأت أزمة الائتمان تبلغ أوجها، خشي المستثمرون حدوث انهيار شامل للسوق المالية العالمية. لم يعد أحد منهم قلقًا حول خسارة الفرصة: لقد تأرجح البندول ذهابًا إلى نقطة يقلق الناس عندها من خسارة المال فقط. وهكذا اندفع المستثمرون مبتعدين على أي شيء يحمل رائحة المخاطرة - بغض النظر عن العائدات المحتملة - وفرَّوا جميعًا إلى الأمان الذي توفره السندات الحكومية التي يكاد عائدها يبلغ الصفر. عند هذه النقطة، كان خوف المستثمرين شديدًا فاندفعوا إلى البيع، وجعلوا محافظهم الاستثمارية تتخذ أوضاعًا دفاعية مفرطة. لذا، فإنَّ السنوات الأخيرة وفَّرت فرصًا واضحة وضوحًا غير عادي؛ لمشاهدة تأرجح البندول... ولمشاهدة كيف يُقدِّم معظم الناس بصورة مستمرة ومتمسقة، على فعل الأمر الخطأ في الوقت الخطأ. عندما تسير الأمور سيرًا طبيعيًا وتكون الأسعار مرتفعة، يندفع المستثمرون إلى الشراء ناسين كل حيلة

وحذر، وعندما تدب الفوضى في كل مكان وتُعرض الأصول بأسعار منخفضة؛ فإنّ المستثمرين يفقدون كل استعداد لتحمّل المخاطر، ويندفعون إلى البيع بدورهم، وسيكون الأمر على هذه الصورة دائماً.

في وقت مبكر من سيرتي المهنية، حدثني مستثمر مخضرم عن ثلاث مراحل للسوق الصاعدة.

وهذه هي المراحل التي ذكرها:

- الأولى: عندما يبدأ عدد محدود من الأشخاص الذين يستشرفون المستقبل، الاقتناع بأنّ الأمور ستتحسن.

- الثانية: عندما يدرك أكثر المستثمرين، أنّ ذلك التحسن قد بدأ يحدث فعلاً.

- الثالثة: عندما يظنّ الجميع، أنّ الوضع سيستمر في التحسّن إلى الأبد.

ما الذي يجعل المرء يهدر وقته في محاولة التوصل إلى وصف أفضل من هذا؟ يلخص هذا

الوصف المسألة تلخيصاً واضحاً. لكن من الأهميّة بمكان أن ندرك أهميته ومغزاه.

إن للسوق حالة وسطية بذاتها، وتحدث تغيّرات السوق من حيث مؤشّرات التقييم في المقام الأول، من خلال تغيّرات في نفسية المستثمرين (لا بفعل تغيّرات في أساسيات الأصول). وهذا ينطبق على معظم التغيّرات القصيرة المدى في أسعار الأسهم والسندات. تتحرّك نفسية المستثمرين أيضاً، بصورة تشبه حركة البندول.

تكون أسعار الأسهم منخفضة إلى الحد الأقصى، عندما يبدو كل شيء كئيباً كالحا. ويعمل هذا الأفق المظلم على إبقاء الأسعار منخفضة، فلا تجرؤ على الشراء إلاّ قلّة من صيادي الصفقات الذين يتمتعون برباطة الجأش، فيقدّمون على شراء أصول جديدة. لكن، لعلّ قيامهم بذلك يستجلب بعض الانتباه، أو لعلّ الصورة العامّة تغدو أقلّ إحباطاً، لكن السوق تبدأ التحرك صعوداً لسبب أو لآخر.

وبعد مدّة، تبدو الأفاق أقلّ سوءاً بعض الشيء. يدرك الناس أنّ التحسّن يحدث فعلاً، فيغدو الإقدام على الشراء أقلّ حاجة إلى المخيّلة الخصبية. وبطبيعة الحال، عندما يكون الاقتصاد والسوق في حالة غير حرجية، يدفع هؤلاء أسعاراً أقرب إلى القيمة العادلة للأسهم.

لكن الاندفاع يستولي على الموقف أخيراً؛ فيصاب الناس بالدوار لرؤية تحسّن الاقتصاد، والنتائج الطيبة التي تحقّقها الشركات، فيصحبون مستعدين للمراهنة على أنّ هذا سيستمر. تدب الحماسة في الجمهور (والحسد أيضاً) نتيجة الأرباح التي يجنيها مستثمرون أقدموا على الشراء قبل غيرهم، ويرغب الجميع في تقليد ذلك. لكنهم يتجاهلون الطبيعة الدورية للأموال، ويستتجون أنّ الأرباح ستستمر إلى الأبد. هذا ما يجعلني أحبّ ذلك القول القديم: «ما يفعله الحكيم في البداية، يفعله الأحمق في النهاية». ولعلّ الأكثر أهميّة من ذلك، هو أنّ المراحل الأخيرة من مرحلة الصعود الكبير

في الأسواق تشهد استعدادًا من جانب الناس لدفع أسعار لقاء الأسهم، مبنية على افتراض أنّ الأزمان الطيبة ستدوم إلى ما لا نهاية.

«لا يمكنك أن تتنبأ. يمكنك أن تستعد.» 20 نوفمبر، 2001م

“You Can’t Predict. You Can Prepare,” November 20, 2001

بعد 35 عامًا من سماعي عن مراحل السوق الصاعدة للمرّة الأولى، وبعد اتّضح الضعف الذي أصاب الرهونات الضعيفة (وما أصاب أصحابها أيضًا)، وبعد أن بدأ الناس يشعرون بالقلق من انتشار عدوى الأزمة العالمية، استطعت التوصل إلى صياغة مراحل الجانب الآخر؛ أي المراحل الثلاث للسوق الهابطة:

- الأولى: عندما تدرك قلة صغيرة من المستثمرين الفطنين، أنّ الأمور لا يمكن أن تكون وريدية على الدوام، على الرغم ممّا يسود السوق من صعود.
- الثانية: عندما يدرك أكثر المستثمرين، أنّ الأمور بدأت تتدهور.
- الثالثة: عندما يقتنع الجميع، أنّ الوضع سيزداد سوءًا.

من المؤكد أنّنا قد صرنا الآن في المرحلة الثانية من هذه المراحل الثلاث. توجد أنباء سيئة كثيرة عن الانهيارات، ويدرك عدد متزايد من الناس وجود أخطار كامنة في أمور، مثل التجديد، والاستثمار بالافتراض، والمشتقات المالية، ومخاطر الطرف الآخر، والمحاسبة من سوق إلى سوق. ثم تبدو المشاكل غير قابلة للحل بصورة متزايدة.

لكن في يوم من هذه الأيام، سنصل إلى المرحلة الثالثة، فيتخلّى الجمهور كله عن أي أمل في وجود حل. وما لم يحدث انهيار نهائي لعالم المال، فمن المرجح أن يصادف المستثمر فرصًا استثمارية قلما يصادفها في حياته كلّها، ثم تبلغ نقطة النهاية الدنيا، عندما ينسى الجميع أنّ المد لا بدّ أن يأتي. وهذا هو الوقت الذي أفضّله على غيره.

«انحسار المد» 18 مارس، 2008م

“The Tide Goes Out,” March 18, 2008

بعد ستة أشهر فقط من كتابة تلك الكلمات الواردة أعلاه، كان الأمر قد بلغ المرحلة الثالثة. توقّع الناس إمكانية حدوث انهيار شامل للنظام المالي العالمي. والواقع أنّ الخطوات الأولى من هذا الانهيار قد حدثت فعلاً: إفلاس (ليمان براذرز)، وامتصاص أموال المساعدة من (بير شتيرنز)، و(ميريل لينتش)، و(AIG)، و(فانسي ماي)، و(فريدي ماك)، و(اشوفيا)، و(وامو). وبما أنّ هذه الأزمة كانت أكبر الأزمات على الإطلاق، فقد اندفع المستثمرون إلى المرحلة الثالثة اندفاعاً، حيث أصبح الكل «مقتنعاً بأنّ الأمور ستزداد سوءاً بكل تأكيد» أكثر من أي وقت مضى. وهكذا رأينا في

كثير من فتات الأصول، أنّ التغيرات التي تقرّر بفعل حركة البندول - هبوط الأسعار في عام 2008م، وما نتج عن ذلك من فرص استثمارية في مرحلة الحضيض، ثم الأرباح في عام 2009م - كانت من أكبر التغيرات التي رأيتها في حياتي كلها.

العبرة في هذا كلّ، هي الفرصة التي توفرها أوضاع من هذا القبيل، لمن يدركون ما يحدث فعلاً ويرون تبعاته. عند واحدة من النقطتين الحديتين لحركة البندول - أسوأ الأوقات - يتطلب الأمر قدرات تحليلية، ونظرة موضوعية، وتصميماً ومخيلة أيضاً؛ كي يمكن التفكير في أنّ الأمور ستتحسّن بعد حين. يستطيع القلائل الذين يملكون هذه الخصال أن يحققوا أرباحاً غير معتادة بمخاطرة قليلة. لكن، وفي النقطة الحدية الأخرى، أي عندما يفترض الجميع المستحيل، وعندما تبلغ الأسعار حدود المستحيل - الظن بأنّ التحسن مستمر إلى الأبد - يكون المسرح قد صار جاهزاً لحدوث خسائر مؤلمة. الأمر مترابط كلّ. لا شيء من هذا يمكن عدّه حدثاً معزولاً أو مجرد مصادفة. إنّ هذه الأحداث كلّها عناصر في نمط متكرّر، يمكن للمرء أن يفهمه ويستفيد منه.



إنّ اهتزاز بندول الاستثمار شبيه جداً من حيث طبيعته بالتقلّبات الصاعدة والهابطة، التي تميّز الدورات الاقتصادية ودورات السوق، وهي ما وصفته في الفصل الثامن. لكنّي - لأحد الأسباب - أجد نفسي أتميّز بين النوعين، وأحدّد عن كلّ منها بمصطلحات مختلفة. لكنهما مهمان كثيراً، مثلما أنّ الدروس الرئيسة المستمدّة منهما هي نفسها. وبفضل 20 عاماً تقريباً من الخبرة، منذ أن كتبت أولى مذكراتي عن البندول عام 1991م، سأعيد هنا صياغة الملاحظات الرئيسة المتعلقة به:

- في النظرية، وفي ما يخص القطبيات الثنائية مثل الخوف والجشع، يجب أن يستقر البندول معظم الوقت عند النقطة الوسطى بين الحدين الأقصىين، لكنّه لا يستقر هناك مدّة طويلة في واقع الأمر.
- بفعل تأثير نفسية المستثمر في المقام الأول، نجد البندول عادة في حالة تأرجح ذاهباً إلى إحدى النهايتين الحديتين، أو عائداً منها.
- لا يمكن للبندول أن يستمر في حركته نحو إحدى النهايتين الحديتين، ولا يمكنه أن يستقر عندها على الدوام (هذا على الرغم من أنّ الناس، عندما يكون البندول في حالته القصوى، يعتقدون بصورة متزايدة أنّه قد صار مستقرّاً هناك على الدوام).

• على غرار البندول، فإنّ تآرجح نفسية المستثمر نحو النهايات الحديّة، يولّد الطاقة اللازمة كي يعود البندول ثانية في الاتجاه الآخر. وفي بعض الأحيان تكون الطاقة المتراكمة، هي نفسها سبباً في التآرجح رجوعاً؛ أي أنّ حركة البندول نحو النهاية الحديّة تصحّح نفسها بفعل وزنه ذاته.

• تكون حركة العودة من النقطة الحديّة أكثر سرعة عادة - وهذا يعني أنّها تستغرق وقتاً أقصر - من التآرجح ذهاباً إلى تلك النقطة. (مثلاً يقول شريكى شيلدون ستون: «يخرج الهواء من البالون، أسرع ممّا يدخل إليه بكثير»).

إن حدوث هذا النمط من الحركة التي تشبه حركة البندول في ظواهر السوق وتكرّره، أمر يمكن الركون إليه والاعتماد عليه إلى حد كبير جداً. لكن على غرار تذبذب الدورات، فإننا لا نعلم أبداً:

- إلى أي مدى سيصل البندول في تآرجحه؟
- ما الذي يمكن أن يسبّب توقفه وعودته راجعاً؟
- متى سيحدث هذا الانقلاب في الحركة؟
- كم سيستمر البندول متحرّكاً في الاتجاه المعاكس؟

في مرحلة صعود السوق، وكي يستمر الصعود؛ يجب أن تكون البيئة الاستثمارية متّسمة بالجنح، والتفاؤل، والحماسة، والثقة، وسرعة التصديق، والجرأة المفرطة، وقبول المخاطر، والاندفاع الشديد. لكن هذه الخصال لا تسود في السوق على الدوام. وستُخلي مكانها أمام الخوف والتشاؤم والتعقّل وعدم اليقين والتشكّك والحذر وكره المخاطرة والتحفّظ... إنّ حالات الهبوط نتاج لطفرات الصعود في السوق. وأنا مقتنع تماماً بأنّه من الأصح عادة أن ننسب الهبوط إلى إفراطات الصعود سبقه، وليس إلى الخصائص المحدّدة للأحداث، التي رافقت عملية بدء التصحيح.

«وماذا الآن؟» 10 يناير، 2008م

“Now What?,” January 10, 2008

يوجد عدد من الأمور التي نستطيع أن نكون متأكّدين منها تماماً، وهذا واحد منها: لن يلبث السلوك المتطرّف الحديّ للسوق أن ينعكس. فمن يعتقد أنّ البندول سيتحرّك في اتجاه واحد على الدوام - أو أنّه يمكن أن يبقى عند النهاية الحديّة إلى الأبد - فسيخسر مبالغ كبيرة في آخر المطاف، وأمّا من يفهم سلوك البندول فهو من يستطيع الاستفادة منه استفادة جيّمة.