

## الفصل الثامن

### الانتباه إلى دورات السوق

أظنّ أنه من الأهمية بمكان، تذكر أنّ كل شيء على وجه التقريب له طبيعة تتسم بالدورات. توجد أمور قليلة أحسّ أنني متأكد منها تمامًا، وهي أمور صادقة: إنّ الدورات هي ما يسود في آخر المطاف. لا شيء يسير في اتجاه واحد إلى الأبد. لا تنمو الأشجار حتّى تصل إلى السماء، ولا نجد أمور كثيرة تنتهي إلى الصفر. ولا يكاد يوجد شيء خطير على «صحة» المستثمر، أكثر من الإصرار على استقراء ما يحدث اليوم في المستقبل.

كلّما مر وقت أطول على وجودي في عالم الاستثمار، أصبحت أكثر إدراكًا للطبيعة الدورانية للأمور. وقد خصّصت في نوفمبر 2001م، مذكرة كاملة لهذا الأمر، وجعلت عنوانها «لا يمكنك أن تتنبأ. يمكنك أن تستعد». لقد استعرت هذا العنوان من إعلان لشركة (ماس ميوتشوال) للتأمين على الحياة؛ لأنّني أتفق مع شعارهم هذا من كل قلبي: لا نعرف أبدًا ما الذي سيحدث، لكننا نستطيع الاستعداد للاحتتمالات، وتقليل أثرها السيئ.

في عالم الاستثمار مثلها في الحياة، توجد أمور مؤكّدة قليلة. يمكن للقيمة أن تتبخّر، وللتقديرات أن تكون خطأ، ويمكن أن تتغيّر الظروف، وأن تفشل «الأمور المؤكّدة». لكن لدينا قاعدتين نستطيع الاطمئنان إليهما دائمًا:

- القاعدة الأولى: تؤكّد معظم الأمور على طبيعتها الدورانية.
- القاعدة الثانية: تأتي أكبر فرص الفوز أو الخسارة، عندما ينسى الناس القاعدة رقم الأولى.

الأمور التي تسير في خط مستقيم قليلة جدًّا، فلدينا تقدم وتراجع. تسير الأمور سيرًا طبيعيًا مدّة من الزمن، ثم تسير سيرًا سيئًا. وقد يكون التقدّم سريعًا، ثم يصير بطيئًا. ويمكن أن يتسرّب التدهور والتآكل بصورة تدريجية، ثم بصورة عنيفة. لكنّ المبدأ الكامن خلف ذلك كله، هو أنّ الأمور ستقوى وتكبر ثم تذوي، وستنمو ثم تتحدر. يصح الأمر نفسه في الاقتصادات والأسواق والشركات: تنهض ثم تسقط.

السبب الأساس لهذه الحركة الدورانية في عالمنا هو مشاركة الإنسان. تستطيع الأمور الميكانيكية أن تواصل سيرها في خط مستقيم، ويتحرّك الزمن إلى الأمام بصورة مستمرة. وهذا ما تفعله الآلة أيضاً، عندما تحصل على الطاقة اللازمة، لكنّ العمليات الجارية في حقول مثل التاريخ والاقتصاد، تشتمل على الناس أيضاً. وعندما يشترك البشر في الموضوع؛ تصبح النتائج متغيّرة ذات طبيعة دورانية. السبب الرئيس في هذا كما أرى، هو أنّ الناس انفعاليون وغير متسقين ولا منسجمين. وهم لا يتّصفون بصفة الثبات والقطع أيضاً.

تلعب العوامل الموضوعية دوراً كبيراً في هذه الدورات بطبيعة الحال. إنّها عوامل مثل: العلاقات الكمية، والأحداث العالمية، والتغيّرات المناخية، والتطوّرات التكنولوجية، وقرارات الشركات، لكنّ تأثير الجانب النفسي على هذه الأمور كلّها، هو ما يجعل ردود أفعال المستثمرين أكثر ممّا يجب أو أقل، وهو بهذا يقرّر سعة تقلّبات الدورات ومقدارها.

عندما يشعر الناس بالرضا عن سير الأمور، ويتفاءلون بالمستقبل؛ فإنّ سلوكهم يتأثر كثيراً بهذا. حيث يجنحون إلى إنفاق المزيد، وإلى التوفير أقل ممّا كانوا يفعلون في أوقات أخرى، ويستدينون لزيادة متعتهم، أو لزيادة فرص الربح لديهم، على الرغم من أنّ قيامهم بهذا يجعل مركزهم المالي أكثر خطراً (من الطبيعي أنّ مفاهيم مثل الخطورة، تصبح نسبياً منسياً في أوقات التفاؤل). ويصبح الناس مستعدين أن يدفعوا أكثر مقابل القيمة الحالية، أو مقابل «قطعة» من المستقبل. لكنّ هذه الأمور كلّها قابلة للانعكاس في لحظة واحدة. يقول أحد المعلقين التلفزيونيين الذين أحببهم: «كل ما كان جيّداً بالنسبة إلى السوق أمس، لم يعد جيّداً بالنسبة إليها اليوم». وأمّا الطابع الحدّي للدورات فينتج إلى حد كبير عن انفعالات البشر ونقاط ضعفهم، وعن قلة موضوعيتهم، وعدم اتساقهم أيضاً.

تصحّح الدورات أنفسها. ولا يكون انقلابها معتمداً على أحداث داخلية بالضرورة. إنّها تتقلب (بدلاً من أن تستمر على حالها إلى الأبد)؛ لأنّ فيها ميولاً تنشئ أسباب انقلابها الذاتي. ومن هنا أحبّ أن أقول: إنّ النجاح يحمل بذور الفشل في طياته، وإنّ الفشل يحمل بذور النجاح أيضاً.

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

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



تستحق الدورة الإثمانية اهتماماً خاصاً جداً، بسبب عدم إمكانية تجنبها، وتقلّبتها الشديد، وقدرتها على إيجاد فرص للمستثمرين الذين يعرفون كيف يضبطون سلوكهم وفقاً لها. إنّني أفضل هذه الدورة على الدورات الأخرى جميعاً.

كلّما طال علي الزمن في عالم الاستثمار، ازداد تأثري بقدرة الدورة الإئتمانية. لا يتطلب الأمر إلا تقلبًا بسيطًا في الاقتصاد؛ كي تنتج تقلبات واسعة في مدى توافر الإئتمان. وهذا يكون له أثر كبير في أسعار الأصول لا يلبث أن ينعكس على الاقتصاد نفسه.

العملية بسيطة:

- ينتقل الاقتصاد إلى مرحلة من الازدهار.
- تزدهر أحوال من يوفّرون رأس المال، ما يزيد من قاعدتهم الرأسمالية.
- بسبب قلة الأنبياء السيئة، فإنّ المخاطر المرافقة للإقراض والاستثمار تبدو كأنّها قد تقلّصت.
- يختفي كره المخاطرة.
- تتحرّك المؤسسات المالية نحو توسيع أعمالها؛ أي أنّها تقدّم مزيدًا من رأس المال.
- تتنافس هذه المؤسسات على الحصص في السوق، من خلال تخفيض العائدات التي تطالب بها مقابل الإقراض (أي أنّها تقلل أسعار الفائدة)، ومن خلال تخفيف المعايير الإئتمانية، وتقديم مزيد من رأس المال للتعاملات المالية نفسها، وكذلك إرخاء القيود التعاقدية.
- وعندما نصل إلى حالة حدّية، يبدأ الممولون تقديم القروض إلى مقترضين لا يستحقون التمويل، وإلى مشاريع لا تستحق التمويل أيضًا. قالت صحيفة (الإيكونوميست) في وقت سابق من هذه السنة: «تقدّم أسوأ القروض في أحسن الأوقات». يؤدّي هذا إلى دمار رأس المال؛ أي إلى استثماره في مشاريع تفوق كلفة رأس المال فيها العائد على رأس المال، بل نصل في النهاية إلى حالات ينعدم فيها العائد على رأس المال انعدامًا تامًا.
- عند الوصول إلى هذه النقطة، فإنّ فترة الصعود الموصوفة أعلاه؛ أي الجزء الصاعد من الدورة، تبدأ بالانعكاس:
- تُفقد الخسائر المقرضين شجاعتهم، ويستكنفون عن الإقراض.
- يزداد كره المخاطر، وترتفع معه أسعار الفائدة والقيود الإئتمانية، والشروط التعاقدية للإئتمان.
- يترجع توافر رأس المال. وفي نقطة الحضيض من الدورة، يقتصر تقديمه على أكثر المقترضين تأهيلاً، أو ينعدم تمامًا.
- تعاني الشركات جوعًا شديدًا إلى رأس المال، ويعجز المقترضون عن خدمة ديونهم، ما يؤدّي بهم إلى التأخر عن السداد، أو الإفلاس.
- تسهم هذه العملية في انكماش الاقتصاد، وتزيده عمقًا.

وبطبيعة الحال، تصبح الدورة جاهزة للانقلاب أو للانعكاس من جديد، عندما تصل إلى أقصاها. بما أنّ المنافسة على القروض أو الاستثمارات تكون منخفضة؛ فإنّ المقرضين يستطيعون المطالبة بعائدات مرتفعة، وبمستوى مرتفع من التأهيل لديهم. أمّا من يخالفون ذلك الميل العام، ويقدمون

رأس المال عند هذه النقطة؛ فإنهم يفعلون ذلك مقابل عائدات مرتفعة، ثم لا تلبث تلك العائدات المرتفعة الموعودة أن تبدأ باجتذاب رأس المال. وبهذه الطريقة، يبدأ تزويد مرحلة التعافي المالي «بالوقود» اللازم لها.

قلتُ سابقاً إنَّ الدورات تصحَّح نفسها ذاتياً. تصحَّح الدورة الإئتمانية نفسها من خلال العملية الموصوفة أعلاه، وهي تمثل أحد العوامل الدافعة، الكامنة وراء تقلُّبات الدورة الاقتصادية. يجلب الرخاء والازدهار توسُّعاً في الإقراض، ما يقود إلى إقراض يفتقر إلى الحكمة. وهذا ينتج خسائر ضخمة تجعل المقرضين يحجمون عن الإقراض، ما يؤدي إلى انتهاء عهد الازدهار، وهكذا دواليك... انظر حولك في المرة القادمة عندما تبدأ الأزمة الإئتمانية. أرجح أنك لن تجد من يقرضك مالاً، حيث يسهم المقرضون كثيراً في نشوء الفقاعات المالية من خلال تساهلهم، وتوجد أمثلة كثيرة في الآونة الأخيرة رأينا فيها كيف يسهم الإقراض السهل في حدوث طفرات تتبعها انهيارات مشهودة: سوق العقارات بين عامي (1989 - 1992) م، والأسواق الناشئة بين عامي (1994 - 1998) م، وإدارة رأس المال على المدى البعيد عام 1998 م، وقطاع المعارض السنيمائية عامي (1999 - 2000) م، وصناديق رأس المال المغامر وشركات الاتصالات عامي (2000 - 2001) م. في كل حالة من هذه الحالات، قدَّم المقرضون والمستثمرون أموالاً رخيصة جداً، فكانت النتيجة توسُّعاً مفرطاً أعقبته خسائر كبيرة. يقول أحدهم للممثل كيفن كوستنر في فيلم «ميدان الأحلام» "Field of Dreams": «إذا بنيت فسيأتون». وفي عالم المال، نرى أنك إذا عرضت أموالاً رخيصة، سيُقبل عليها المقرضون، فيشترون ويبنون من دون انضباط غالباً، ثم تعانون جميعكم عواقب بالغة السوء.

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

"You Can't Predict. You Can Prepare,". November 20, 2001

أرجو ملاحظة أن هذه المذكرة المكتوبة منذ 10 سنوات تقريباً، تصف بصورة دقيقة العملية التي نشأت أزمة عامي (2007 - 2008) م، المالية من خلالها. لم أكتب هذه المذكرة لقدرتي على التنبؤ، بل لمعرفتي بالدورات الكامنة وراء هذه الأزمات، وهي دورات لا تنتهي أبداً.



لن تتوقَّف الدورات أبداً. وإذا وجد شيء مثل السوق الفاعلة بصورة تامَّة، وإذا صار الناس يتخذون قراراتهم بصورة محسوبة وغير انفعالية، ففعلَّ الدورات (أو لعلَّ حالاتها المتطرِّفة على أقل تقدير) يمكن أن تختفي. ولكنَّ هذا لن يحدث أبداً.

ستنتعش الاقتصادات ثم تدبل، مع ميل المستهلكين إلى الإنفاق أكثر أو أقل، مستجيبة على نحو انفعالي إلى العوامل الاقتصادية، والأحداث الخارجية التي تحدث لأسباب طبيعية أو جيوسياسية.

ستتوقع الشركات مستقبلاً ورتدياً في أثناء الأجزاء الصاعدة من الأزمات؛ فتوسع مرافقها ومخزوناتها. وسيصبح هذا عبئاً ثقيلاً، عندما يميل الاقتصاد إلى الهبوط. سيكون مقدمو رأس المال في قمة الكرم، عندما يكون أداء الاقتصاد حسناً؛ فيسهمون في التوسع المفترض من خلال تقديم أموال رخيصة؛ لكنهم لن يلبثوا أن يشدوا اللجام بقوة، عندما يصبح الوضع أقل جودة في نظرهم. سيبالغ المستثمرون في تقدير قيمة الشركات عندما يكون أداؤها حسناً، وسيبالغون في التقليل من قيمتها عندما تبدأ الصعوبات.

وعلى الرغم من هذا، نرى الناس كل 10 سنوات تقريباً، يقرّرون أنّ زمن الدورات قد انتهى. يعتقد الناس أنّ الأوقات الطيبة ستستمر من دون نهاية، أو أنّ الميول السلبية غير قابلة للضبط. وهم يتحدثون في تلك الأوقات عن «الدورات الحميدة» أو عن «الدورات السيئة». وهذه تطوّرات تغذي نفسها ذاتياً، وتسير على الدوام في هذا الاتجاه أو ذاك. فلننظر إلى هذه الحالة: في 15 نوفمبر 1996م، تحدّثت صحيفة «وول ستريت جورنال» The wall street Journal عن إجماع متنام: «من مجالس الإدارة إلى البيوت، ومن المكاتب الحكومية إلى الأسواق، يظهر لدينا إجماع جديد: لقد روّضت دورات الأعمال الضخمة السيئة». هل يذكر أحدكم أنّه رأى بيئة اقتصادية مستقرّة ليس فيها دورات منذ ذلك الوقت إلى الآن؟ ما الذي يفسّر الأزمة التي نشأت عام 1998م إذن، وركود عام 2002م، والأزمة المالية عام 2008م، أسوأ حالة ركود منذ الحرب العالمية الثانية؟

إنّ الاعتقاد بأنّ زمن الدورات قد انتهى، يقدّم مثلاً على أسلوب في التفكير ينطلق من مقدّمة خطيرة، مفادها أنّ «هذا الزمن مختلف». يجب أن تثير هذه الكلمات الثلاث الذعر. ولعلّها توحى أيضاً بفرصة لتحقيق الأرباح، في نظر كل من يفهم الماضي ويعرف أنّه يتكرّر. لذا، من الأهمية بمكان أن تكون قادراً على تمييز هذا النوع من الأخطاء عندما يظهر. من كتبي المفضّلة، كتاب صغير اسمه (أوه... حقاً؟) وهو يحوي مجموعة من «حكم ما قبل الانكماش» من عام 1932م. وقد جمّعت هذه الحكم من أقوال لرجال أعمال وقادة سياسيين. والظاهر أنّ «الحكماء» كانوا منذ ذلك الوقت، يتنبأون باقتصاد يخلو من الدورات:

- لن يظهر انقطاع لرخائنا وازدهارنا الحاليين. (ماريون إ. فوربز، رئيس شركة بيرس آرو موتور للسيارات، 1 يناير 1928م) (Myron E. Forbes, President, Pierce Arrow Motor Car Co., January 1, 1928)

- لا أستطيع إلا أن أعترض أشد الاعتراض، على من يقول إنّ الازدهار الذي نعيشه في هذا القرن، لا بدّ أن يتضاءل ويتراجع في المستقبل.

(إ. إتش. إتش. سايمونز، رئيس بورصة نيويورك، 12 يناير 1928م) (E.H.H. Simmons, President, New York Stock Exchange, January 12, 1928)

- لسنا الآن إلا في بداية عصر سيستمر في التاريخ، ليكون عصرًا ذهبيًا. (إيرفينغ ت. بوش، رئيس شركة بوش تيرمينال، 15 نوفمبر 1928م) (Irving T. Bush, President, Bush Terminal Co., November 15, 1928)
- إن الأعمال في هذا البلد، قائمة على أساس متين مزدهر. (الرئيس هربرت هوفر، 25 أكتوبر 1929م) (President Herbert Hoover, October 25, 1929)

نجد في كل فترة من الزمن، أن حالات الصعود أو الهبوط تستمر زمنًا طويلاً و/أو تبلغ حدودًا غير مسبوقه تجعل الناس يقولون: «الأمر مختلف هذه المرة». وهم يستشهدون بالتغيرات الجيوسياسية، وتغيرات الأوضاع والتكنولوجيا والسلوك، التي تجعل «القواعد القديمة» غير صالحة للتطبيق. وهم يبنون قراراتهم الاستثمارية بصورة تستقرئ المستقبل انطلاقًا من الميول التي سادت في الآونة الأخيرة. وبعد ذلك، يتضح أن القواعد القديمة ما زالت سارية المفعول، وأن الدورة ماضية في طريقها. وفي النهاية، فإن الأشجار لا تكبر حتى تصل إلى السماء، ولا تنتهي إلى الصفر إلا أشياء قليلة جدًا. والحقيقة هي أن أكثر الظواهر ذات طبيعة دورانية.

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

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

نخلص إذن، إلى أن المستقبل سيبدو شبيهًا بالماضي إلى حد كبير، بما احتواه في ذلك الماضي من دورات صاعدة ودورات هابطة. وتوجد أوقات يصح فيها القول إن الأمور ستتحسن. تأتي تلك الأوقات عندما تكون السوق في الحضيض، ويكون الجميع منهمكين في بيع الأشياء بأي سعر متاح. ويكون الأمر خطيرًا، عندما تصل الأسواق التي تسجل أرقامًا قياسية إلى (عقلنة) إيجابية، لم تثبت صحتها في الماضي على الإطلاق. لكن هذا جرى من قبل، وسيجري في المستقبل أيضًا.

«هل سيكون الأمر مختلفًا هذه المرة؟» 25 نوفمبر، 1996م

“Will It Be Different This Time?” November 25, 1996

لعلّ تجاهل دورات السوق، والميل إلى استقراء ميول الماضي في المستقبل، واحد من أخطر ما يمكن أن يفعله المستثمر. يتصرف الناس أحيانًا كأن الشركات التي أدت أداءً جيدًا ستستمر في أدائها الجيد إلى الأبد، وكأن الاستثمارات التي كان أدائها متفوقًا ستستمر في أدائها المتفوق إلى الأبد، والعكس بالعكس. والواقع أن العكس هو ما تثبت صحته على الأرجح.

عندما يرى المستثمر المبتدئ هذا الأمر يحدث أمامه للمرة الأولى، فمن المفهوم أن يظنّه شيئاً لم يحدث أبداً من قبل وقد بدأ يحدث الآن. أمّا في المرة الثانية أو الثالثة، فإنّ على هذا المستثمر الذي صار صاحب خبرة الآن، إدراك أن ذلك التوقّف لن يحدث أبداً، وعليه أن يحوّل هذا الفهم إلى نقطة في صالحه.

وفي المرّة القادمة، عندما تُعرض عليك صفقة على أساس توقّع انتهاء حدوث الدورات، فتذكّر أنّ هذا رهان خاسر بكل تأكيد.