

النظرة المستقبلية لمنتصف العام | 2020

# من الخوف إلى الازدهار:

الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة



Private Bank

citi

## صيرفة خاصة لمواطنين عالميين

المنتجات الاستثمارية: غير مؤمن عليها من قبل الوكالة الفيدرالية لضمان الودائع (FDIC) - غير مؤمن عليها من قبل مؤسسة ضمان الودائع الكندية (CDIC) - غير مؤمن عليها من قبل الحكومة - لا يوجد ضمان بنكي - قد يفقد قيمته



قد بدأت دورة جديدة من الاقتصاد العالمي والأسواق.  
بالرغم من الفرص الجديدة، العديد من العملاء لا يملكون  
الأدوات المالية المناسبة لاستغلال حالة التعافي الاقتصادي  
الحالي، ويمتلك معظمهم نقدًا أكثر مما ينبغي. ولا يعني التراجع  
الأكثر أمانًا البقاء خارج السوق أو احتجاز السيولة انتظارًا  
لـ "الوقت المناسب" للاستثمار.

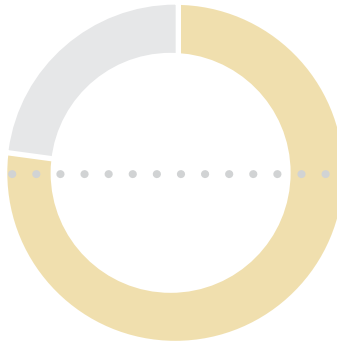
لمساعدتك على فهم كيفية رفع قيمة محفظتك في الوقت  
الراهن، يمكننا تزويدك بتقرير مراقبة فرص الاستثمار  
المستقبلي الخاص بك. بالإضافة إلى قدرة فريق العلاقات  
الخاص بك على التوصية باستراتيجيات الاستثمار المناسبة  
لهذه الدورة الجديدة.

إذن، لم لا نبدأ بطلب تقرير مراقبة فرص الاستثمار المستقبلي  
الخاص بك من فريق العلاقات المخصص لك؟

النظرة المستقبلية لمنتصف العام | 2020

# قائمة مراقبة الفرص الاستثمارية للمحافظ المالية

استثمر بكامل طاقتك  
في الدورة الجديدة.



## المحتويات

### تعرف على النظرة المستقبلية لمنتصف العام 2020

ص. 5	1	خطاب من مسؤول أول شؤون الاستثمار
ص. 8	2	نظرة عامة
ص. 9	2.1	الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة
ص. 17	2.1.1	أسواقنا المفضلة
ص. 18	2.2	الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيفافها وتؤدي أداءً جيدًا حتى خلال الوباء
ص. 22	2.3	النقد ليس هو الملك
ص. 24	2.4	السعي وراء الأرباح المستدامة
ص. 27	2.5	تحقق الاستثمارات البديلة أعلى ردود للمستثمرين في الفترات التي تلي الأزمات الاقتصادية
ص. 30	2.6	ما الذي تفعله العائلات الذكية في أسواق رأس المال
ص. 32	2.7	قوة الاستثمار المقصود
ص. 35	3	مخصصات الأصول
ص. 36	3.1	التحول إلى مخصصات أصول جديدة
ص. 41	3.2	الحكمة من الاستثمار دفعة واحدة
ص. 43	3.3	تغيرات كبرى على تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا



## "عندما يعترف المرء بأن لا شيء يقيني، عليه أن يضيف، برأيي، أن بعض الأمور أقرب إلى اليقينية من غيرها" - بيرتراند راسل

هذه أوقات نادرة ومميزة.

وقد جلبت الأحداث الجارية نهاية للتوسع الاقتصادي الأطول في التاريخ. وقد كان هذا التوسع - من يوليو 2009 إلى فبراير 2020 - مجالاً كافياً يتيح للعالم الدخول في هذه الأزمة من موقع قوة اقتصادية نسبية. فقد بلغ معدل المدخرات الشخصية في الولايات المتحدة 8% عندما ضربتنا جائحة كوفيد-19. وكان التضخم على مستوى العالم منخفضاً ولم يكن هناك حالة قوية من الازدهار التي تتطلب التخفيف من السرعة. لكن هذا الفيروس العالمي ضرب كذلك في وقت نتراجع فيه العولمة، حيث التحالفات السياسية التقليدية في اهتراء، وميزان القوة ما بين الولايات المتحدة والصين في انزياح، وحيث الشعبية أكثر انتشاراً. والاستجابات الصحية والاقتصادية المتباينة والمنفصلة وغير المنسقة لانتشار الفيروس عبر العالم تعكس الحال في هذه الأوقات المضطربة.

ولهذا، فإنه وبوازع قوي من المسؤولية والعرفان أخط هذا الدليل وهذه المقدمة للنظرة المستقبلية لمنتصف العام بعنوان **من الخوف إلى الازدهار: الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة.**

عادة ما يكون تقرير منتصف العام مجرد تحديث للنظرة العامة التي ننشرها مع بداية العام. ولكن هذا لا ينطبق على عام 2020. فقد نفّح فريقنا العالمي من الباحثين والاقتصاديين ومدراء المحافظ كل فرضية في نماذجنا. وقمنا بتحديث تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا، وتوقعات العوائد الأساسية على مدى عشر سنوات والتي تدفع قدماً بمخصصات الأصول المحورية لدينا. ونظرنا إلى الاستجابات السياسية، والاقتصادية، والحكومية وتلك الخاصة بالأسواق تجاه الوباء بغية ابتكار وتقييم السيناريوهات التي تعكس نطاقاً من النتائج المحتملة. ونظرنا في الاتجاهات التي ستتسارع نتيجة للوباء، والصناعات والأنشطة التي ستكون أقل أهمية بعده. وأخذنا أسئلتكم في الحسبان. وقام فريق الاستثمارات العالمية لدينا بإجراء مزيد من الاتصالات بعملائنا أكثر من أي وقت مضى في العقد المنصرم.

ولدينا الكثير لنقوله لكم مما نعلمه وما لا نعلمه. فعندما تقع أزمة بهذا الحجم، تكون المعرفة عزيزة قليلة. وكما قال الفيلسوف البريطاني بيرتراند راسل، فإن "بعض الأشياء تكون أقرب إلى اليقين من غيرها". عندما يكون لدينا الوقائع والبيانات، يكون بإمكاننا صياغة توصيات أقوى. تقوم قناعاتنا الأقوى في جزء منها على أساس العلاقات التاريخية بين الاقتصاد والسوق، لكنها تقوم كذلك على أساس من الملاحظات لسلوك الأسواق غير النمطية، ووقائع المحافظ الجديدة، وعجلة الاتجاهات المهمة في مجالي الأعمال والسياسة.

## خطاب من مسؤول أول شؤون الاستثمار

ديفيد بيلين  
مسؤول أول شؤون الاستثمار



إلى عملائنا الكرام،

أعلم أننا تأثرنا جميعاً على الصعيدين الشخصي والمهني بالوباء. وعلى مستوى Citi Private Bank، فإن بعضنا قد فقد أحباباً له بسبب كوفيد-19، وجميعنا قلقون بشأن عائلاتنا، وهناك عدد لا بأس به من عملائنا يعملون في الخطوط الأمامية، كالأطباء والباحثين ومطوري الأمصال. وهذا وقت الكفاح كذلك بسبب القضايا الاجتماعية المهمة والبطالة. نحن قادرون على التحمل، فنحن نتقاسم الخبرات ونتكيف مع الوقائع الجديدة ونطور قدرة على الجأء فيما نسعى لاستعادة عناصر الواقع الاعتيادي لحياتنا واحترامنا في حديثنا السياسي.

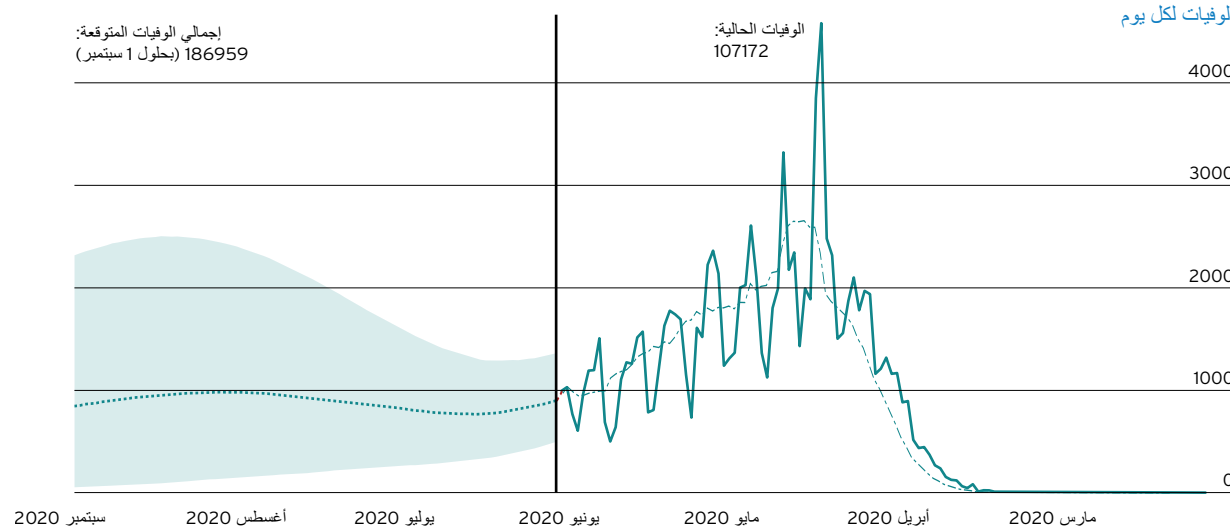


تعكس النظرة المستقبلية لمنتصف العام 2020 التوقعات والوقائع الجديدة لوقتنا. اسمحوا لي بأن أذكرها لكم كملخص، مع الإشارة إلى المقالات التي تليها:

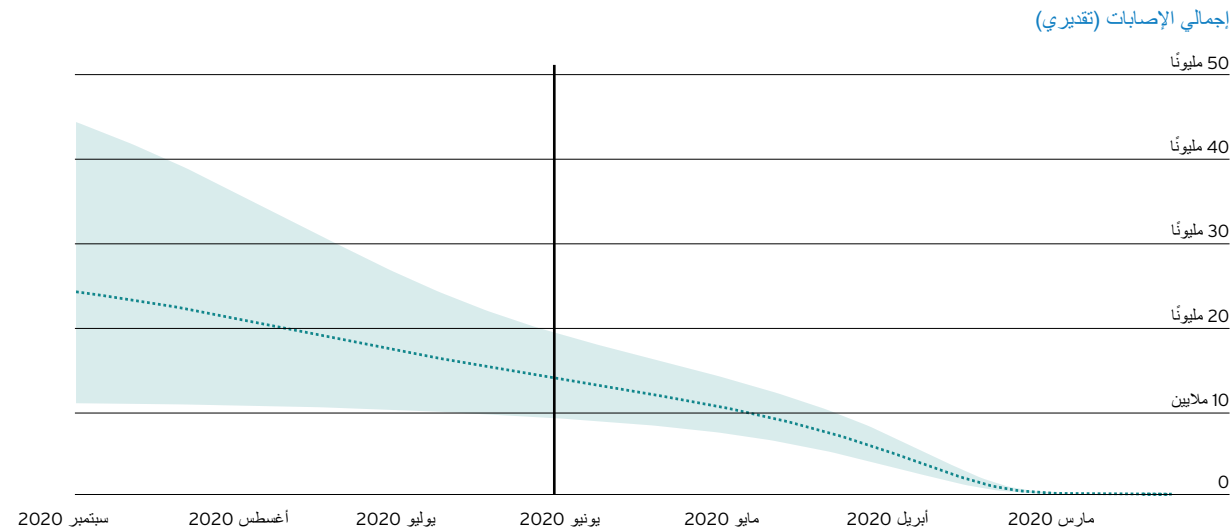
**1 هذه دورة اقتصادية جديدة تمامًا.** يبدأ الملخص بكساد عالمي متتابع يكون مقتضبًا وعميقًا جدًا، يليه على الأرجح ارتداد خاطف حاد في النشاط الاقتصادي العالمي ما سيحقق تعافياً جزئياً وغير متساوٍ. (لشرح الصورة غير النمطية لهذه الفترة، من الملحوظ أن ستون بالمئة من الوظائف التي تم الاستغناء عنها تركزت في المجالات التالية: الاستجمام، التعليم/الرعاية الصحية، والتجزئة.) ومن ثم نتوقع حدوث توسع بطيء سيعيدنا إلى مستويات 2019 من حيث ربحية الشركات وذلك بحلول 2022 - انظر [الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة](#).

**2 لقد بدّل الغلق العالمي المؤقت ومسار التعافي من الجائحة من ديناميكيات الاقتصاد العالمي بطرق جسيمة.** وستكون بعض الصناعات، مثل التكنولوجيا، من المستفيدين على الدوام. ودائمًا ما ستكون قطاعات أخرى، مثل التجزئة، من الضحايا. وسوف تواجه الشركات الكبرى العاصفة، بصفة عامة، أفضل من الصغيرة منها. وستؤدي الدول المتقدمة ذات الموارد الاقتصادية والطبيعية الأكثر أداءً أفضل من تلك الأقل تقدمًا. وسوف تفشل ملايين الشركات الصغيرة إلى المتوسطة. سيؤثر الفيروس على كل فرد وشركة بطرق غير متساوية وأحيانًا غير عادلة، حيث ستكون المقارنة ما بين المنتصرين والخاسرين مقارنةً مجحفة. وقد انعكس هذا بصورة سريعة على أسواق الأسهم في العالم، حيث التقييمات الأشد تباينًا في أسهم الشركات القادرة على الصمود وتلك التي في القطاعات المتأثرة بصورة شديدة - انظر [الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة](#).

الشكل 1. تقدير أعداد الوفيات والوفيات المتوقعة جراء كوفيد-19 في الولايات المتحدة



الشكل 2. تقدير إجمالي الإصابات من كوفيد-19 في الولايات المتحدة



المصدر: [covid19-projections.com/us](https://covid19-projections.com/us) اعتبارًا من 4 يونيو 2020. جميع التنبؤات عبارة عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضمانات لوقوع أحداث مستقبلية.

**3 المسألة الأكثر إلحاحًا بالنسبة للمستثمرين على مدار السنوات الخمس المقبلة ستكون انخفاض الأسعار.** فمع انخفاض المردود على سندات الخزينة الأمريكية إلى قرابة الصفر، سيكون حتمًا على مخصصات الأصول أن تتغير بصورة جذرية. والتاريخ يخبرنا أن العائد الثابت والأسهم متعامدان مع بعضهما. وهذا الترابط العكسي عمل كتحوط طبيعي. لكن هذا لم يعد صحيحًا. ومن ثم، نشأت المشكلة المصاحبة للعوائد طويلة الأمد. إن لم يتمكن العائد الثابت من تحقيق عوائد معقولة وأكبر قدر ممكن من التنوع، فإنه ينبغي للمحافظ أن تعكس هذه الوقائع. ولذلك قمنا بإعادة حساب تقديرات العوائد الاستراتيجية لتعكس واقع الوباء، والأسعار المتدنية، ومستوى أداء الأسواق إلى الآن - انظر [تغيرات كبرى على تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا](#). نشي النتائج بأن العملاء يجرون تغييرات كبرى على محافظهم المحورية طويلة الأجل. وسيشمل الانكشاف المتزايد الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم، وديون الأسواق الناشئة وأسهمها. بالنسبة للمستثمرين الملائمين، سوف تشمل تلك بعض استراتيجيات أسواق رأس المال - انظر [ما الذي تفعله العائلات الذكية في أسواق رأس المال](#) - وكذلك أسهم الشركات الخاصة، والعقار، ورأس المال الجريء في مراحله المتأخرة - انظر [تحقق الاستثمارات البديلة أعلى ردود للمستثمرين في الفترات التي تلي الأزمات الاقتصادية](#). كما إننا نواصل التشديد على قيمة شركات بعينها والتي تحتفظ بسجلات قوية من الأرباح المتنامية - انظر [السعي وراء الأرباح المستدامة](#). ومن ثم، نبين سبب إيماننا بأن المستثمرين ينصب تركيزهم أكثر على الشركات ذات المعايير البيئية، والاجتماعية والحوكمة الأعلى، سواء خلال الجائحة أو على المدى البعيد - [قوة الاستثمار المقصود](#). وأخيرًا، تظل هناك مشكلة النقد ذاته. فالعملاء يحتفظون بالكثير منه، والإخفاق في إدارة النقد بصورة حكيمة يؤثر سلبًا بصورة كبيرة على المحافظ - انظر [النقد ليس هو الملك](#).

**4 "الخوف" الأكبر هو من الفيروس نفسه.** وهذا لأن الوباء ليس في نهاياته. فبالنظر إلى البيانات الأمريكية، مثلًا، فإننا نرى بأنه قد تحدث 190000 حالة وفاة خلال ثلاثة أشهر من الآن - الشكل 1. لكننا نرى كذلك أن 50 مليون شخص على الأكثر سيكونون قد أصيبوا حينها. ولن نرى نهاية الوباء إلا عندما تهبط معدلات العدوى (Ro) بصورة مستمرة إلى 0.5 أو أقل. وهذا يعني أن مرض كوفيد-19 سيظل عالميًا لسنة أو اثنتين أو ربما أكثر، ما لم يتم إيجاد اللقاح وتوزيعه على نحو واسع النطاق. إن التنافس الاقتصادي المصاحب للعيش والعمل في ظل الوباء في اقتصاد حديث هو أمر لم يتم قياسه أو نمذجته من قبل.

**5 إلى أن يتم إيجاد لقاح، فإن الاقتصاد العالمي لن يعود إلى الحالة الطبيعية بالكامل، وسوف تخفف التعارضات الصحية من النشاط الاقتصادي ككل.** عندما يتم إيجاد لقاح، سيكون هناك مسار سريع نحو "واقع طبيعي جديد"، وكذلك تسارع كبير في العجلة الاقتصادية في الصناعات والشركات ذات المكانة الاستراتيجية والمالية الجيدة. ومع أننا سلطنا الضوء من قبل على اتجاهات استثمارية لا يمكن إيقافها (والتي كان أدائها جيدًا في الشهور القليلة الماضية)، إلا أن الوباء سيعجل من النمو في العديد من القطاعات. وهذه القطاعات يمكن الاستثمار فيها ونحن نعتقد بأن عليك الدخول في المزيد منها - انظر [الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها وتؤدي أداءً جيدًا حتى خلال الوباء](#).

**6 أخيرًا، إذا كان لا يزال لدى أي شخص شكوك بشأن الدمار الذي يمكن أن يلحقه توقيت السوق بالمحافظ المالية، فينبغي أن يكون الجائحة قد بددتها.** فعلى مدى أربع وعشرين يومًا للتداول ما بين 19 فبراير و23 مارس، انخفضت الأسهم الأمريكية بواقع 34%. ومن 23 مارس إلى 27 مايو، ارتفعت بنسبة 36%. وكان أعلى ارتفاع في يوم واحد هو 9.4% وذلك في 24 مارس وأكبر هبوط كان في 16 مارس بواقع 12%. وقد كانت هذه بعضًا من أكبر التحركات في يوم واحد في تاريخ سوق الأسهم وحدثًا في وقت قريب جدًا. ويجب عليك أن تحافظ على الاستثمار الكامل لمحفظة طوال الوقت وتغيير المخصصات داخلها - انظر [التحول إلى مخصصات أصول جديدة والحكمة من الاستثمار دفعة واحدة: لم عليك الاستثمار بكامل طاقتك الآن](#).

وعلى الرغم من عدم ملائمة المقام للحديث عن "الازدهار" على ما يبدو - الأرباح والفرص بسبب الوباء - إلا أننا نعيش في عالم متماسك. للحصول على عوائد فوق المعدل، يجب عليك معرفة متى تشتري وأين. فعادة ما ترتفع قيمة الاستثمارات الكبيرة في الأوقات التي تشهد اضطرابات كبيرة وحتى في أوقات عدم الاستقرار. نربط ما بين الأسواق غير المفضلة وتلك المجموعات الصناعية، بما فيها الخطوط الجوية، التي تتعرض لضغوط استثنائية شديدة ولكن عليها العودة إلى وضعها الطبيعي كي يتعافى الاقتصاد العالمي. ونحن مستعدون للتطلع إلى الأمام ونحن على دراية بكل شيء، وقد نكون على خطأ في بعض التوصيات، ربما بخصوص توقيت الاستثمار أو ربما بشأن الاستثمار بحد ذاته، إلا أننا في خطر كبير لو أننا نظرنا فقط إلى الماضي القريب.

وكما ذكرت في المقدمة، ثمة أشياء نكون في قمة اليقين بشأنها. فنحن نعرف بأن الاقتصاد العالمي سوف يتعافى تمامًا، لكننا لا نعرف التوقيت الدقيق لذلك. ونعرف كذلك بأن الابتكار، والاختراع والبيروقراطية سوف تظل تدفع نحو التغيير، وبأن القادة في هذه المجالات سيتلقون المكافأة المجزية. كما إننا نعرف بأن الليالي الحالكة تسبق الصباحات الأكثر إشراقًا وبهاء.

وإنه لمن دواعي فخري أن أعمل مع زملاء يتسمون بالالتزام التام نحو النظر البعيد والعمل الجاد في عالم سريع التغير. وإنه لي شرفني أيضًا أن أخدمكم جميعًا بصفتي مسؤول أول شؤون الاستثمار. لم يسبق لي أن أجريت الكثير من المحادثات الهادفة في مثل هذا الوقت القصير مع الكثير منكم. أتمنى لكم ولعائلاتكم الصحة، والازدهار والتجدد.

جزيل الشكر،

ديفيد بيلين  
مسؤول أول شؤون الاستثمار  
Citi Private Bank

## 2 نظرة عامة

### المحتويات

2.1	الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة
2.1.1	أسواقنا المفضلة
2.2	الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها وتؤدي أداءً جيدًا حتى خلال الوباء
2.3	النقد ليس هو الملك
2.4	السعي وراء الأرباح المستدامة
2.5	تحقق الاستثمارات البديلة أعلى ردود للمستثمرين في الفترات التي تلي الأزمات الاقتصادية
2.6	ما الذي تفعله العائلات الذكية في أسواق رأس المال
2.7	قوة الاستثمار المقصود



## 2.1

الاستثمار في دورة  
اقتصادية جديدة

ستيفين ويتينغ، خبير استراتيجي أول لشؤون الاستثمار وخبير اقتصادي أول

ديفيد بيلين، مسؤول أول شؤون الاستثمار

لقد أثر الانهيار الناتج عن مرض كوفيد بصورة كبيرة على تقديرات العوائد الاستراتيجية، واستراتيجية مخصصات الأصول، وبناء المحافظ، والتوصيات الإستراتيجية للأسواق ونحن على مشارف دورة اقتصادية جديدة تتطلب نهجاً جديداً للاستثمار.

## الرسائل الرئيسية

- أدى الانهيار الاقتصادي بسبب كوفيد إلى صدمة خارجية وإلى تدهور نشاط الأعمال على المستوى العالمي
- كانت الاستجابة المالية والنقدية سريعة وكبيرة بما يكفي لإقناع المستثمرين بأن يتقوا بحصول التعافي
- تتطلب الدورة الاقتصادية الجديدة نهجاً جديداً للاستثمار في ظل تخلص العالم من الخوف واستهداف الرخاء في السنوات المقبلة
- سيكون مستوى التعافي الاقتصادي العالمي متفاوتاً على المستوى الإقليمي وعلى مستوى القطاعات، مما يؤدي إلى تباين العوائد بشكل كبير
- كان أداء الشركات الكبيرة، والشركات التي تنتج وتستهلك التكنولوجيا بصورة حكيمة، والكثير من مزودي الرعاية الصحية متفوقاً بصورة كبيرة خلال الغلق، حاجبين الكثير من الضيق في أماكن أخرى
- نحافظ على التزام طويل المدى نحو اتجاهاتنا الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها في الرعاية الصحية، والاضطراب الرقمي وآسيا كمنطقة
- ننصحكم باستهداف الأصول الكاسدة والتي سوف تعتبر قيمتها دون المستوى بعد سنة أو بضعة سنين من الآن مع بدء التعافي
- من المرجح أن يكون جامعو الأعمال الصغيرة بما فيها الأسهم الخاصة من المستفيدين من الدورة الجديدة
- بتأمل التقييمات المنخفضة للغاية، قمنا بإضافة مراكز مرتفعة التقييم في قطاعات دورية مختارة، مثل أسهم رأس المال الصغير في الولايات المتحدة، ومناطق مثل أمريكا اللاتينية، التي انهارت فيها قيم الأسهم كما حدث في 2008



أنهى وباء كوفيد-19 التوسع الاقتصادي الأطول في التاريخ. شهدت الفترة البالغة 128 شهراً والممتدة من يونيو 2009 إلى مارس 2020 نمواً طفيفاً في الاقتصاد العالمي عقب الأزمة المالية العالمية.

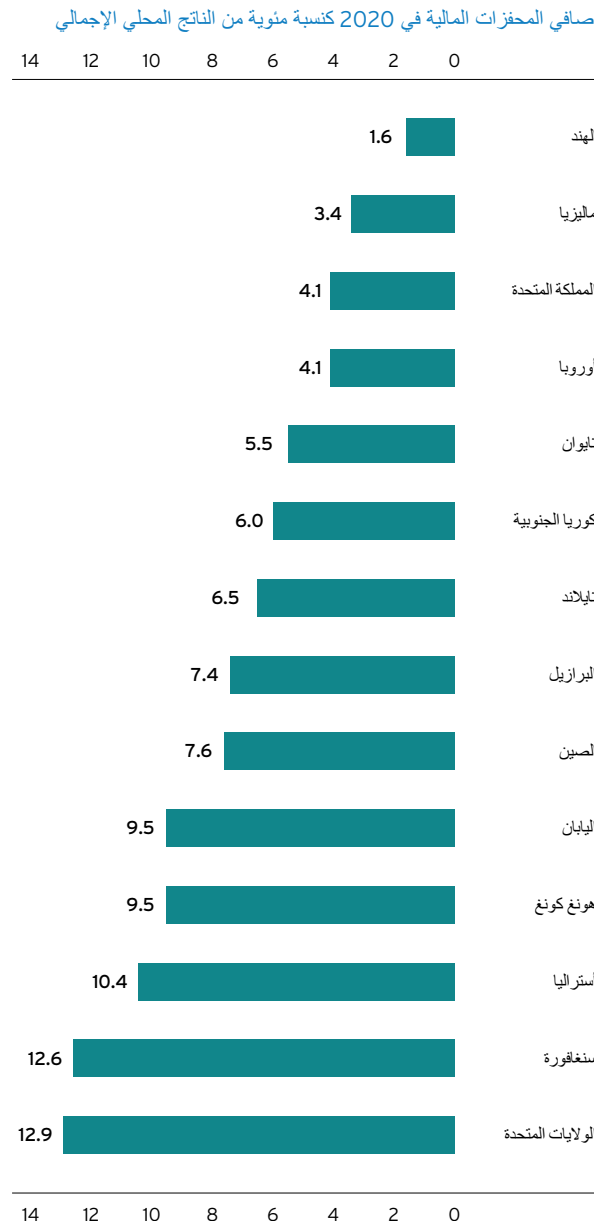
والآن نحن نبدأ في دورة جديدة اقتصادية ومالية.

يُعزى الانهيار بسبب كوفيد إلى صدمة خارجية أدت إلى عرقلة نشاط الأعمال على المستوى العالمي. وخلافاً لما حدث في عام 2008، كانت استجابة حكومات العالم سريعة وحاسمة بإنفاق الموارد الحالية والمستقبلية لبناء جسر نحو التعافي الاقتصادي. وسوف يخصص واضعو السياسات على مستوى العالم 6 ترليون دولار أمريكي لإنفاق العام الحالي، بينما اعتمدت البنوك المركزية مشتريات أصول مفتوحة الأجل بنفس القيمة. بالنظر إلى الشكل 1، يتضح أن الولايات المتحدة تقود جهود التحفيز العالمي، حيث يقوم بالدولار الأمريكي ما يقارب من نصف قيمة التيسير المالي والنقدي على مستوى العالم. كما خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة الأمريكية إلى الصفر مرة أخرى، متعهداً بإبقائها على هذا المستوى حتى تعود أسواق العمل إلى وضعها "الطبيعي". سوف تكون هذه الإجراءات الاستباقية بمثابة نقطة انطلاق قوية نحو التعافي المتوقع أن يبدأ في الربع الثالث من 2020.

إن الانكماش الاقتصادي بهذه الشدة والسرعة من شأنه عادة أن يستدعي مشاعر سلبية مكافئة من المستثمرين الذين ينظرون إلى الماضي. لكن مستوى التحفيز المالي والنقدي كان كبيراً لدرجة أنه أعاد الثقة للمستثمرين الراغبين في النظر إلى فترة ما بعد الخروج من هذه الهاوية السحيقة. فقد استجابت الأسواق بنوع من التعافي الذي أربك النقاد والخبراء على حد سواء.

في حين أتاحت حالات الكساد السابقة الوقت لتسبيل السندات المرتفعة القيمة وتبديلها بالأسهم المنخفضة القيمة، فإن هذه الأزمة لم تفعل ذلك. فحتى ورن بافيت لم يتمكن من تشغيل كومة النقد الموهلة التي لديه في شركة بيركشر هاثاوي بالسرعة الكافية. القيادة الواضحة للسوق من قبل شركات التكنولوجيا - التي هي الأقل تأثراً بالانغلاق الاقتصادي - وفرت محفزاً لارتداد السوق. وسرعة تعافي سوق الأسهم سوف تتطلب من المستثمرين اتخاذ قرارات أسرع وأجراً في الاستثمار. نحن نعتقد بأن جودة هذه القرارات قد تحدد ملامح أدائك بصورة كبيرة في العقد المقبل.

الشكل 1. التحفيز: الزيادات المقدرة للإنفاق المالي 2020



المصدر: FactSet و Citi Research حتى 12 مايو 2020.

وفي الوقت الذي قفزت فيه الأسواق بشكل أعلى وأسرع مما كانت عليه في فترات ما بعد الكساد فيما مضى، اتسم المستثمرون بحدة البصيرة. فقد ارتفعت الأسهم الدفاعية وانخفضت الأسهم الدورية بصورة غير متناسبة، مما أثر على الصناعات والمصارف، إلى جانب قطاعات أخرى. وتعرضت بعض الأسواق الخارجية لضربة قوية مشابهة. لذا، وحينما نتأمل الفرق في هذه المرة، نجد أن الدورة الاقتصادية الجديدة تتطلب نهجاً تكتيكياً. سوف نحتاج إلى توزيع الاستثمار بين شرائح الأسواق والمناطق بمرور الوقت. وسوف نحتاج إلى استثمار محافظ العملاء في أجزاء من السوق، مثل الأسهم الصغيرة والمتوسطة الرأسمال، بالتزامن مع التعافي.

باختصار، فإن الدورة الاقتصادية الجديدة تتطلب نهجاً جديداً تجاه كل شيء بدءاً من اختيار الأوراق المالية ومروراً ببناء المحافظ وتخصيص الأصول.

### الطريق نحو التراجع والتعافي: صعود محتوم

لقد نتج عن الإغلاق لاقتصادات كاملة انهياراً اقتصادياً هو الأسرع في التاريخ. ونحن نقدر أن تكون سرعة التراجع السنوية في الربع الثاني في الناتج المحلي الإجمالي في الولايات المتحدة ما بين 35% إلى 40%. ومن شأن الانخفاض بهذا الحجم أن يشوه حسابات التعافي، حيث إن المكاسب والخسائر غير متناغمة. فمثلاً، نحن نتوقع أن يكون نصف من لا يستطيعون العمل في الربع الثاني عبر الاقتصادات الغربية فقط قادرين على العودة إلى وظائفهم في الربع الثالث. ونقدر أن يكون النمو في الناتج المحلي الإجمالي جراء هذا الارتداد الجزئي وحده يتراوح من 25% إلى 30%. وكما ترون، فإن النمو العددي سيبدو كبيراً، لكنه فقط في بداية سد فجوة التوظيف.

ومن حيث إنفاق المستهلكين، يمكننا النظر إلى ما وراء البحار بحثاً عن أدلة عن شكل التعافي في الغرب. ومساير مبيعات السيارات في الصين هو واحد من هذه البيانات. فمع الإغلاق الاقتصادي في الصين، انهارت مبيعات السيارات بنسبة 83% في فبراير. ومع خوف العمال الصينيين الآن من استخدام وسائل النقل العام، تفوقت مبيعات السيارات بسرعة على ما كانت عليه قبل جائحة كوفيد بحلول شهر أبريل. وفي حين شهد شهر مارس جزءاً فقط من هذا التعافي الممتد لشهرين، بلغت المكاسب الشهرية 240%.<sup>1</sup> وقد تظهر أدلة أخرى. وعلى سبيل المثال، تتوسع لوفتهانزا الألمانية بسرعة في رحلاتها ما بين الدول الأوروبية. وفي جميع الحالات، فإن من المرجح لحالات التعافي الحاصلة في القطاع أن تكون كبيرة، إلا أنها لم تصل إلى حالة التعافي الكامل.

والأهم أن بعض الدول والمناطق غير قادرة أو غير مستعدة لتوفير تحفيز اقتصادي. فبعضها سيعاني من صدمات أشد بسبب اعتمادها على السياحة الدولية، والصادرات أو كليهما - **الشكل 2**. الأسواق الناشئة ذات متطلبات اقتراض خارجي مرتفعة، والأسواق التي تقتصر بالعملة الأجنبية أو لديها تثبيت للعملة هي الأكثر ضعفاً، فهي لديها القدرة على توجيه اقتصاداتها نحو النجاة.

## الشكل 2. الاعتماد على التجارة والسياحة

حصة التجارة بالاتجاهين من الناتج المحلي الإجمالي (%)	حصة السياحة من الناتج المحلي الإجمالي (%)
الولايات المتحدة	20
المملكة المتحدة	41
أوروبا باستثناء المملكة المتحدة	68
دول أسبوعية متقدمة	52
الأسواق الناشئة في آسيا	41
الدول الناشئة في أوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا	58
الأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية	38

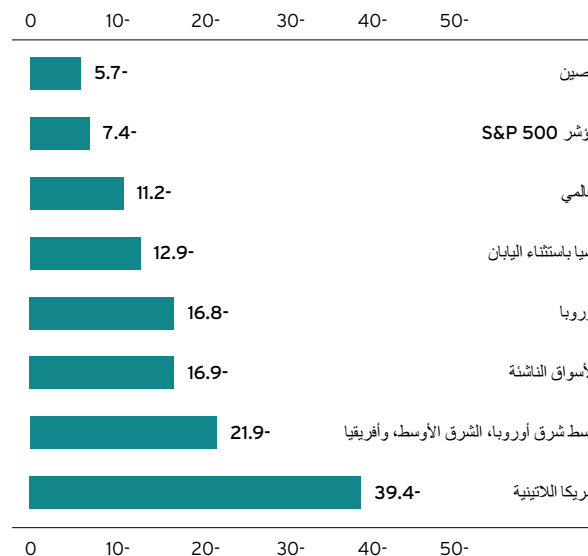
المصدر: FactSet وCiti Research حتى 20 مايو 2020

أخرت منطقة اليورو الولايات المتحدة خلال التعافي ما بعد الأزمة المالية العالمية ما بين عامي 2008 و2009.<sup>2</sup> وفي ظل صدمة تجارية وسياحية أكبر وتحفيز مالي أقل، فعلى منطقة اليورو أن تتوقع تراجعاً في النمو لعام 2020 لقراءة ضعف ما يُتوقع للولايات المتحدة. وإلى جانب القيود الديمغرافية الأكبر والمزيد من الصناعات ذات النمو الأبطأ، فإن من المرجح للمستوى غير المتكافئ من الدعم الإقليمي للدول الأكثر تضرراً من كوفيد في منطقة اليورو أن يؤدي إلى تعافي إقليمي أضعف لعدة سنوات قادمة.

تبيّن لنا أن الدول المنتجة للنفط سوف تتعرض لنفس القدر من الضغط المستدام. ونتوقع من تخفيضات الإنتاج والعودة الضعيفة للسفر، أن تدفعنا بسعر النفط نحو 40 دولاراً مع نهاية العام. لكن من غير المرجح لسعر النفط أن يعود إلى ما كان عليه قبل الجائحة وذلك بسبب التحول القطاعي طويل الأمد بعيداً عن استهلاك النفط الأحفوري، وزيادة المعروض من الولايات المتحدة، والثورة التكنولوجية في الطاقة البديلة.<sup>3</sup>

## الشكل 3. عوائد الأسهم من سنة حتى تاريخه

### عائد السنة حتى تاريخه 2020 (%)



مؤشرات MSCI في جميع الحالات، باستثناء مؤشر S&P. المصدر: بلومبيرغ حتى 20 مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشراً على العوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. انظر مسرد المصطلحات للحصول على التعريفات.

وقد انعكست افتراضاتنا الاقتصادية بصورة كبيرة في العوائد المالية الإقليمية إلى الآن في 2020 - **الشكلان 3 و4**. سيكون هدفنا هو تقييم الأقاليم والأسواق ذات التقييم المرتفع أو المنخفض للتعافي مستقبلاً.

## النظر إلى التشتت في الأسواق على أنه فرصة

نحن نعتقد بأن التشتت الكبير الحاصل اليوم في العوائد المحتملة ما بين الأقاليم، والصناعات والشركات يمثل الفرصة الأكبر للمستثمرين مع بداية هذا التعافي. وسوف نقود المستثمرين نحو الفرص وتسلسلها. وبالنسبة للمستثمرين الحاذقين، سوف نعيد تخصيص محافظهم وفقاً لحصصاتهم. وبالنسبة للمستثمرين الباحثين عن الفرص، نعتقد أن عليكم التصرف بحزم، فإضافة الانكشافات المناسبة في الوقت المناسب قد يحسن من عوائدكم المستقبلية. وعلى النحو ذاته، فإن الإخفاق في التصرف قد يعيق نمو محافظكم لاحقاً.

## الشكل 4.

### تقديرات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من CITI PRIVATE BANK

	2022 (%)	2021 (%)	2020 (%)
الصين	5.0	5.5	2.0
الولايات المتحدة	3.0	3.6	4.3-
الاتحاد الأوروبي	3.0	3.0	8.0-
المملكة المتحدة	2.5	2.5	6.0-
علمي	3.5	3.2	3.0-

المصدر: مكتب كبير استراتيجي الاستثمار، Citi Private Bank، كما في 20 مايو 2020. جميع التنبؤات عبارة عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضمانات لوقوع أحداث مستقبلية. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. الأداء السابق ليس ضمانات للنتائج المستقبلية، فقد تختلف النتائج الفعلية.

ومع انفراج الأزمة، تبين أن "دفاعات كوفيد" - عبارتنا الخاصة بالقطاعات الأمريكية التي تشمل تكنولوجيا المعلومات، والتجارة الإلكترونية، والرعاية الصحية، والصناعات الأساسية - كان أدائها أعلى من "دوريات كوفيد" المنهكة - عبارتنا الخاصة بالصناعات، والطاقة، والجهات التمويلية والعقارات - **الشكل 5.**

نرى أن هذا الأداء المتفوق هو أداء غير مستدام ويمثل فرصة استثمارية. وقيادة السوق من قبل الشركات الأقل تضرراً من الإغلاق الاقتصادي هي قيادة منطقية، لكن درجة ارتفاع قيمها نسبة إلى الأداء الضعيف للشركات الصناعية هو غير منطقي.

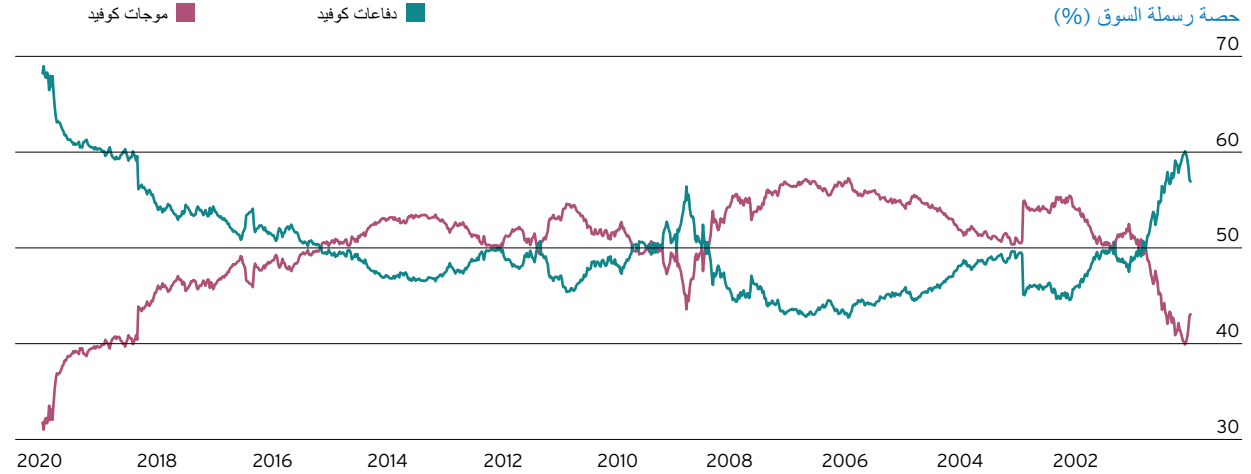
بالنظر إلى الطبيعة الخارجية للصدمة والارتداد من القاع، فإن ثقة المستهلك والشركات لم تتحطم بالقدر الذي قد يراه البعض. ومن هنا فإننا نتوقع أن يكون أداء الإنفاق في الصناعات أفضل، كما هو الحال بالنسبة للأسهم بمرور الوقت.

#### بناء المحافظ لعام 2021 وما بعده، وليس 2020

تُظهر تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا تغيرات كبرى مع دخولنا الدورة الجديدة. ومن الجدير بالذكر أن قيمة المحافظ للعائد الثابت قد تراجعت بصورة عامة. وباستثناء ديون الأسواق الناشئة وبعض أجزاء من سوق المردود العالي، قللت أسعار الفائدة المنخفضة عند قرابة الصفر من قيمة تنوع السندات وازدهار عوائدها على المدى الطويل بصورة أكبر - انظر [تغيرات كبرى على تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا](#). وعليه فإننا بحاجة إلى النظر في طرق أخرى للبحث عن التنوع<sup>4</sup> والعوائد. في مجال الأسهم، لم يكن أداء المؤشرات مهماً. فهناك قطاعات فرعية ستكون أكثر قيمة مثل مكونات المحافظ.

ورغم مواصلة انكماش الاقتصاد العالمي، إلا أن مستثمري الأسهم وبحكمة منهم ظلوا مؤمنين بحصول التعافي في المحصلة. وبالتالي، فإن أسعار الأصول ذات المخاطر الواسعة الانتشار، لا توفر عوائد مرتفعة ضخمة. لكن من المحتمل أن تتسبب انتكاسة مستقبلية في الأسهم في تغيير ذلك. وفي حين أن أسواق الأسهم المختلفة الأحجام ترتفع وتهبط معاً في الغالب، إلا أن القيمة النسبية للأسواق وتوقعاتها المستقبلية ستلعب دوراً بطرق غير معهودة. تواجه أوروبا مخاطر كبيرة، وفي الوقت نفسه تمتلك نطاقاً للتعافي، وذلك إن أظهر صناع السياسة وحدة وعزيمة. لكننا الآن نقل من قيمة الأسهم في منطقة اليورو والأسواق الناشئة في أوروبا، والشرق الأوسط وأفريقيا. وهذا يشمل السندات الحكومية في منطقة اليورو، حيث تظل دون القيمة.

الشكل 5. دفاعات كوفيد الأمريكية تتغلب على دوريات كوفيد



المصدر: بلومبيرغ حتى 5 مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشرًا على العوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر.

موجات كوفيد: القطاعات المالية، والصناعية، وقطاع الطاقة، والمواد، والعقارات، والقطاعات غير الأساسية باستثناء أمازون  
دفاعات كوفيد: تكنولوجيا المعلومات، والرعاية الصحية، وخدمات الاتصالات، والمواد الأساسية للمستهلك، والمرافق، وأمازون

كما ستظل أسواق النفط في التراجع بين الازدهار والتراجع. بعد الانهيار الحالي والتعافي المرجح، ستعاني الدول المنتجة للنفط من تحديات جمة في تنويع اقتصادياتها بما يكفي ليلائم عالمًا يضعف فيه الطلب على النفط - انظر [مستقبل الطاقة في النظرة المستقبلية 2020](#).

كما أصبحت أهم استراتيجية استثمار في الدورة الجديدة زيادة الانكشاف على الاستثمارات ذات القيمة الجذابة التي يحتمل أن تُدر دخلاً - انظر [السعي وراء الأرباح المستدامة](#) - وفرص النمو طويلة الأمد. كما إننا نريد إضافة الانكشاف بصورة تدريجية للضغط على الأصول التي تعتبر ذات قيمة متدنية بعد سنة أو أكثر من الآن. وفي المقابل، سوف نقلل الانكشاف على المناطق والقطاعات التي يُرجح للتعافي فيها أن يتباطأ - انظر [أسواقنا المفضلة](#).

ونريد التأكيد على قناعتنا [بالاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها](#). وهي تتضمن الاضطراب الرقمي - مثل المحتوى الإعلامي الرقمي، التجارة الإلكترونية ومزودي الأمن السيبراني - وإطالة أعمار البشر - والرعاية الصحية العالمية. وقد قادت كل من الصين والولايات المتحدة أسواق أسهم عالمية كبرى، وقيمها زائدة في الجهتين. ومن المهم أن ندرك أن لهذه الأسواق الأوزان الأعلى في دفاعات كوفيد - [الشكل 6](#). تظل آسيا، ككتلة كاملة، من الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها لأسباب واضحة قطعاً، ومنها الزيادة السكانية السريعة والبيئة الجيوسياسية المتغيرة.

فقد كان أداء هذه الأصول التي نصنفها بأنها "لا يمكن إيقافها"، في هذه الدورة الجديدة، جيداً مقارنة بغيرها في ظل الانهيار بسبب كوفيد. لذلك، فإننا نذكر المستثمرين بأن الأصول التي لم تهبط أسعارها لا يمكنها الارتداد. وعليه، فإننا ننصحكم بالإبقاء على هذه الأصول لمدة طويلة، مع إضافة القطاعات المنهكة بصورة تكتيكية على المدى القصير.

الشكل 6. التوزيع العالمي لدوريات كوفيد ودفاعاته (% من السوق)

موجات كوفيد (%)	دفاعات كوفيد (%)	
38.0	62.0	الولايات المتحدة
45.2	54.8	الأسواق المتقدمة
46.7	53.3	عالمي
50.5	49.5	أوروبا باستثناء المملكة المتحدة
52.2	47.8	أوروبا
52.2	47.8	الأسواق الناشئة في آسيا
56.2	43.8	منطقة البورو
57.4	42.6	الأسواق الناشئة
57.5	42.5	المملكة المتحدة
57.7	42.3	اليابان
58.0	42.0	آسيا باستثناء اليابان
65.3	34.7	أمريكا اللاتينية
82.0	18.0	وسط شرق أوروبا، الشرق الأوسط، وأفريقيا

المصدر: بلومبيرغ حتى 5 مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشراً على العوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح فقط.

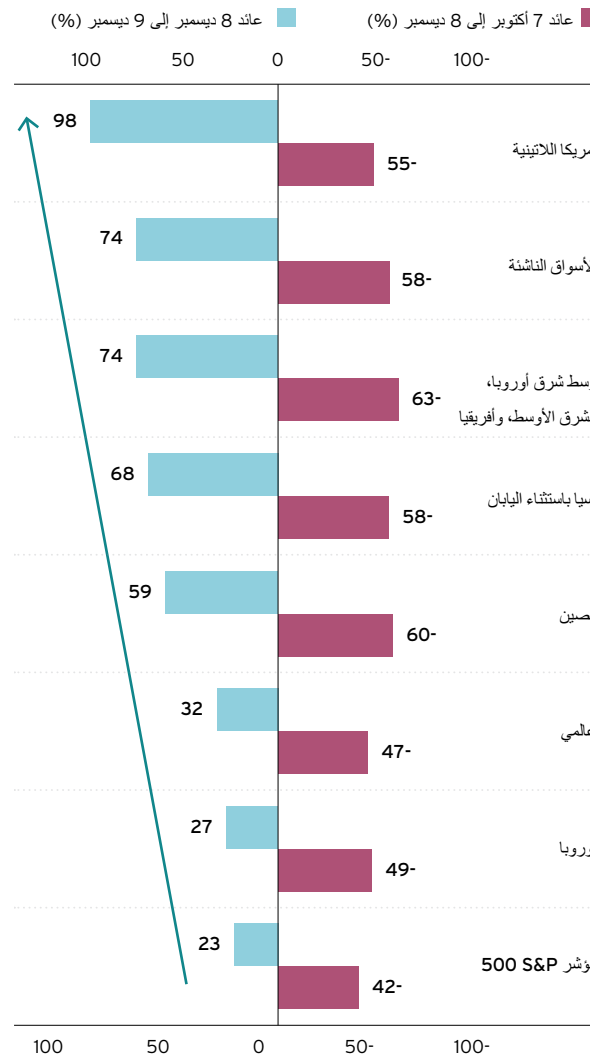
موجات كوفيد: القطاعات المالية، والصناعية، وقطاع الطاقة، والمواد، والعقارات، والقطاعات غير الأساسية باستثناء أمازون  
دفاعات كوفيد: تكنولوجيا المعلومات، والرعاية الصحية، وخدمات الاتصالات، والمواد الأساسية للمستهلك، والمرافق، وأمازون



ومن بين القطاعات ذات الأداء المتدني ضمن "دوريات كوفيد" نرى احتمالية مرتفعة بأن تترد الشركات الأمريكية الصغيرة والمتوسطة بسرعة وحزم أكبر. وفي الوقت نفسه، يبدو أن التقييمات في أمريكا اللاتينية - أسوأ منطقة من حيث الأداء في عام 2020 حتى تاريخه - عانت من تخفيض أعمق بكثير من مناطق الأسواق الناشئة الأخرى. لكن علينا أن نستذكر أن أسهم أمريكا اللاتينية سجلت مكاسب بنسبة 98% بالدولار الأمريكي في 2009. <sup>5</sup> وبالكاد تجاوز تراجعها في عام 2008 انخفاض هذا العام إلى الآن - الشكلين 7 و 8.

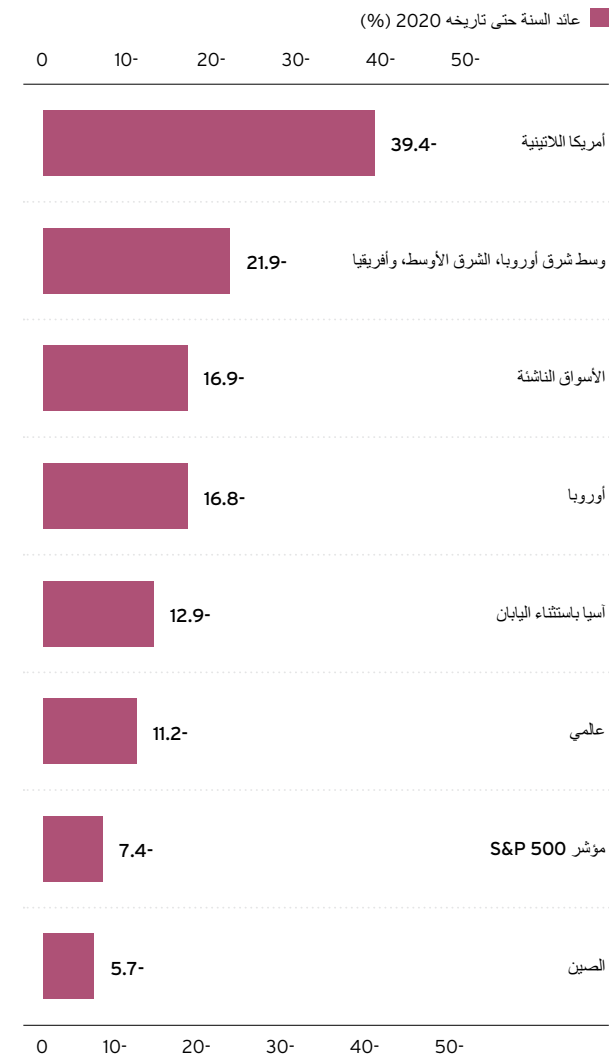
ويظل تفضيلنا الإقليمي على السندات الأمريكية ذات التقييم الزائد في مكانة مهمة حيث إن عوائدها في أوروبا واليابان لا تزال سلبية "ومسعة تسعيرة الأزمان" قبل كوفيد-19. أدى التيسير من البنك الفيدرالي مرة أخرى إلى مردود أدنى بكثير على منحني عوائد سندات الخزينة الأمريكية، على الرغم من تسجيل الاقتراض في أمريكا رقمًا قياسيًا. فمردود السندات الحكومية الأمريكية الحقيقية سلبية للغاية، وهي تغلق بصورة كبيرة الفجوة

الشكل 8. حالات الهبوط الأكبر، حالات الارتداد الأكبر في عامي 2008 و 2009



مؤشرات MSCI في جميع الحالات، باستثناء مؤشر S&P. المصدر: بلومبيرغ، كما في 5 مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشرًا على العوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح فقط

الشكل 7. الأداء الإقليمي في عام 2020



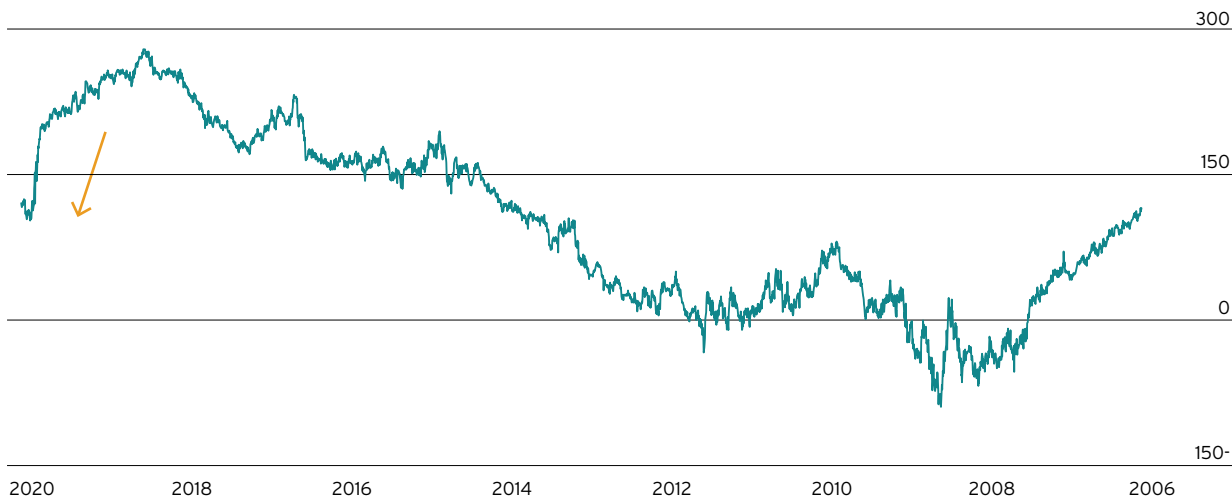
مؤشرات MSCI في جميع الحالات، باستثناء مؤشر S&P. المصدر: بلومبيرغ، كما في 5 مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشرًا على العوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. انظر مسرد المصطلحات للحصول على التعريفات.



الشكل 9. علاوة مردود الخزينة الأمريكية

نقاط الأساس (%)

مردود الخزينة لـ 10 سنوات ناقصاً مردود سندات الحكومة الألمانية



المصدر: بلومبيرغ، كما في 5 مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشرًا على العوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

مع المردود الاسمي السلبي في أوروبا واليابان - الشكل 9. لكن بالنظر إلى المدة الطويلة التي ظلت فيها أسعار سندات الخزينة الأمريكية مرتفعة بنسبة 40% في العام الماضي، أعدنا تخفيض أوزاننا إلى المستوى المحايد. ففي ظل مردود على السندات التي يبلغ أجلها من 10 سنوات إلى 30 سنة يتراوح ما بين 0.65% إلى 1.30%، فإننا لا نرى سندات الخزينة الأمريكية الآن إلا كتحوط من المخاطر وليس مصدرًا للدخل - انظر [التقد ليس هو الملك](#).

يمثل التراجع الحاد في معدلات الفائدة على النقد مردود السندات معضلة رئيسية في مخصصات الأصول في المستقبل، حيث العوائد الأمريكية الحقيقية سلبية الآن أيضًا. وبإمكان الصكوك الائتمانية أن تزيد من العوائد الحقيقية الإيجابية، لكنها بصفة عامة متناسبة مع مخاطرها الطبيعية. تبدو إمكانية الديون في أن تحل محل الدين السيادي في مخصصات الأصول محل شك بصورة متزايدة - انظر [التحول إلى مخصصات أصول جديدة](#).

### ما عليك فعله في الدورة الجديدة

أصبحت الدورة الجديدة اليوم في الاقتصاد والأسواق مختلفة بصورة ملحوظة عما كانت عليه في العديد من الدورات السابقة. هذا التسارع القوي مؤخرًا في أسواق الأسهم هو حالة غير مسبوقة، حيث تلى الحدث الاقتصادي الأكثر فتكًا في القرن الماضي. ومع تحول العالم من الخوف إلى الازدهار، ننصحكم الآن باتباع مخصصات أصول لما بعد الوباء. فالأسعار منخفضة وستظل كذلك. وهذا يتطلب النظر في كيفية إدارة نقدكم بصورة أكثر حكمة، وكيفية خلق اعتماد أقل على العائد الثابت من أجل التنويع. كما إننا نؤمن بأن خيار الانكشاف على الأسهم وما يتبعها من طريقة ووقت الاستثمار سيظل ضروريًا. بالإضافة إلى ذلك، في ظل هذا القدر الكبير من التشتيت في ما بعد كوفيد-19، يجب علينا أن نحدد مراكز محافظتنا بحيث تستفيد من هذا التشتيت ومتوسط الارتداد المرجح حدوثه. ومع استمرار دورة التعافي الجديدة هذه في التقدم على مدى السنوات المقبلة، فإننا نتوقع تبني موقف أكثر ميلًا للمخاطر بما يعكس الفرص المتوقعة وغير المتوقعة والتي سوف تنشأ ولا شك.

<sup>1</sup> جمعية الصين لمصنعي السيارات، كما في 1 مايو 2020

<sup>2</sup> ديوان المحللين الاقتصاديين ويوروستات، كما في 1 مايو 2020

<sup>3</sup> تعكس جميع التنبؤات تعبيرًا عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضمانة لوقوع أحداث مستقبلية.

<sup>4</sup> التنويع لا يضمن عدم تكبد خسائر.

<sup>5</sup> الأداء السابق ليس مؤشرًا على العوائد المستقبلية.

## الفرص

فرص النمو طويلة الأمد، الفرص المرتبطة بالاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها من الاضطراب الرقمي، ونهضة آسيا وإطالة أعمار البشر



دوريات كوفيد: القطاعات التي تأثرت أعمالها أكثر خلال الوباء



استراتيجيات الأسواق الرأسمالية التي تبحث عن الدخل من التذبذب وكذلك إمكانات شراء الأسهم عند مستوياتها الدنيا



أسهم الشركات الخاصة ومدراء العقارات الذين يستهدفون الأصول المضغوطة والكاسدة المستهدفة



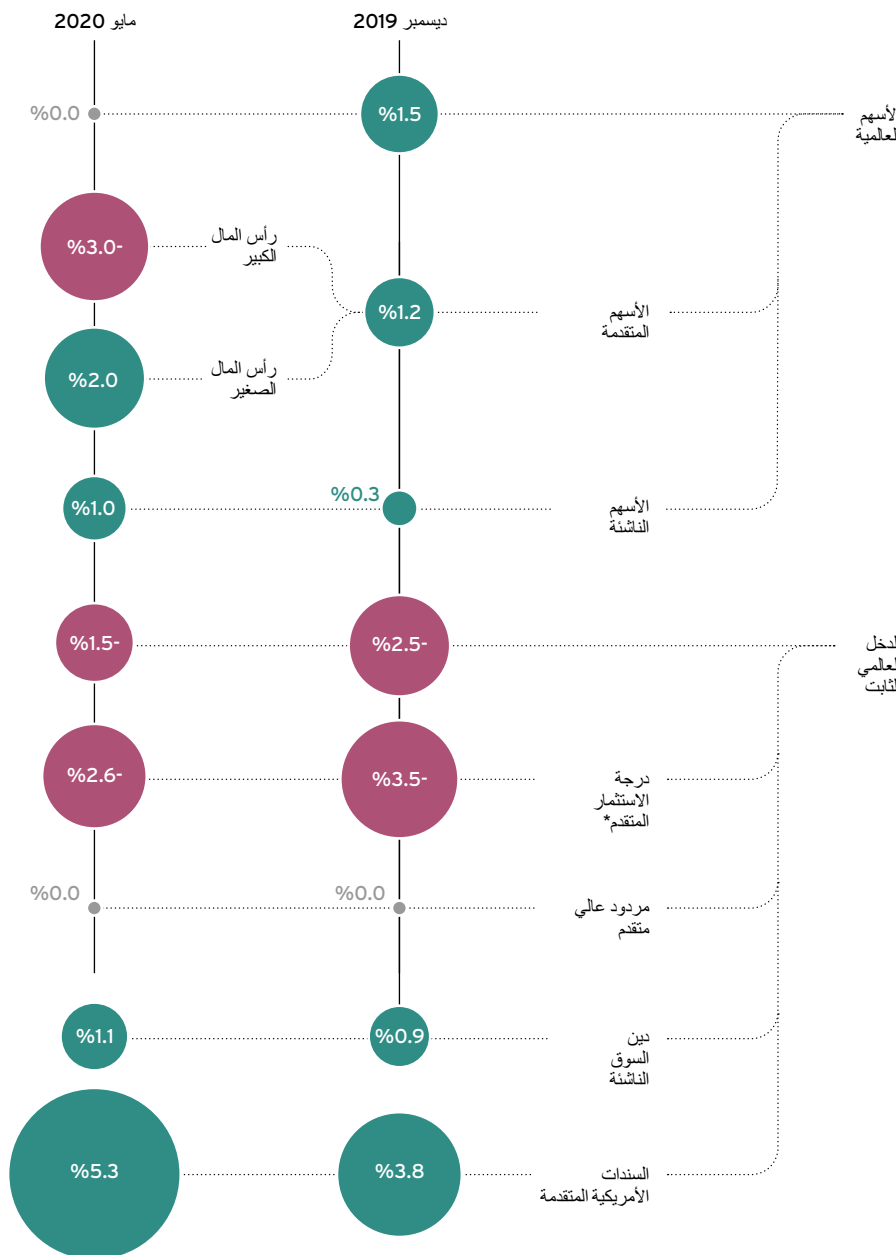
صناديق التحوط التي تبحث عن الاستفادة من قيود السيولة والبيع الإجمالي



من يتفهم الأرباح بنماذج أعمال مرنة من صناعات بعينها



## مراكزنا



● التقييم الزائد

● التقييم المتدني

● التقييم المحايد

\* العوامل المؤثرة في التقييم المتدني للدرجة الاستثمارية للأسواق المتطورة غير الأمريكية

Citi Private Bank، كما في 20 مايو 2020

## 2.1.1 أسواقنا المفضلة

مع دخولنا الدورة الجديدة، لدينا أسهم أسواق ناشئة ذات تقييم زائد، وأسهم شركات صغيرة ومتوسطة الحجم في دول متقدمة، وكذلك العائد الثابت من السندات السيادية الأمريكية وديون الدول الناشئة.

### أوروبا

#### توقع نمو عوائد الأسهم<sup>1</sup>

أوروبا	26.9%
المملكة المتحدة	26.6%
سويسرا	14.4%

#### توقع نمو عوائد الأسهم حسب القطاعات<sup>1</sup>

الأفراط الأساسية للمستهلكين	9.6%
الرعاية الصحية	11.5%
تكنولوجيا المعلومات	27.6%
خدمات الاتصالات	13.8%

#### مردود العائد الثابت<sup>5</sup>

الشركات الأوروبية ذات الدرجة الاستثمارية	1.1%
الأوراق المالية الرأسمالية المقومة باليورو (الطبقة الإضافية 1)	5.7%
السندات الأوروبية عالية الجودة ذات العوائد نصف السنوية (تصنيف BB)	3.7%

### أمريكا الشمالية

#### توقع نمو عوائد الأسهم<sup>2</sup>

الولايات المتحدة الأمريكية	24.5%
كندا	28.0%
أسهم الشركات الأمريكية الصغيرة والمتوسطة	46.1%

#### توقع نمو عوائد الأسهم حسب القطاعات<sup>2</sup>

الرعاية الصحية	15.3%
التمويلات	34.1%
الصناعات	37.8%

#### مردود العائد الثابت<sup>5</sup>

شركات أمريكية من الدرجة الاستثمارية	2.5%
سندات ديون البلديات الأمريكية (العائد المكافئ الخاضع للضريبة (TEY))	2.7%
الأوراق المالية الأمريكية التفضيلية (الثابت إلى الموعوم)	5.8%
السندات الأمريكية عالية الجودة ذات العوائد نصف السنوية (تصنيف BB)	5.1%

### آسيا - المحيط الهادي

#### توقع نمو عوائد الأسهم<sup>3</sup>

مؤشر MSCI آسيا باستثناء اليابان	0.21%
الصين	17.9%
إندونيسيا	13.3%
سنغافورة	12.0%

#### توقع نمو عوائد الأسهم حسب القطاعات<sup>3</sup>

القطاعات غير الضرورية للمستهلك	43.7%
تكنولوجيا المعلومات	31.6%
التمويلات	9.9%
خدمات الاتصالات	19.9%

#### مردود العائد الثابت<sup>5</sup>

الشركات الآسيوية ذات الدرجة الاستثمارية المقومة بالدولار الأمريكي	3.0%
السندات الآسيوية عالية الجودة ذات العوائد نصف السنوية (تصنيف BB)	7.3%
الصناديق السيادية المقومة بالعملة المحلية	2.5%

### أمريكا اللاتينية

#### توقع نمو عوائد الأسهم<sup>4</sup>

أمريكا اللاتينية وفق مؤشر MSCI EM	44.1%
الأرجنتين	64.3%
البرازيل	43.7%
المكسيك	54.9%
تشيلي	50.0%
كولومبيا	24.0%
بيرو	21.6%

#### توقع نمو عوائد الأسهم حسب القطاعات<sup>4</sup>

الطاقة	106.9%
المواد	3.9%
القطاعات غير الضرورية للمستهلك	22.3%
التمويلات	13.0%
الصناعات	11.0%

#### مردود العائد الثابت<sup>5</sup>

مكسيكو بونوز (محلي)	5.9%
الصناديق السيادية وصناديق الشركات المقومة بالدولار الأمريكي (باستثناء الأرجنتين، فنزويلا والإكوادور)	4.8%

1- MSCI، FactSet كما في 7 مايو 2020؛ 2- FactSet كما في 20 مايو 2020؛ 3- FactSet كما في 10 مايو 2020؛ 4- بلومبيرغ كما في 10 مايو 2020؛ 5- بلومبيرغ ومؤشرات بلومبيرغ باركليز كما في 6 مايو 2020. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضماناً لوقوع أحداث مستقبلية.

## 2.2

## الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها وتؤدي أداءً جيداً حتى خلال الوباء: مراجعة مجالاتنا الاستثمارية

ستيفين ويتينغ، خبير استراتيجي أول لشؤون الاستثمار وخبير اقتصادي أول

أبليت مجالاتنا الاستثمارية الرئيسية وتوصياتنا  
بلاء حسناً في خضم جائحة كوفيد-19. ونواصل  
التركيز على أهميتها للمحافظ على المدى البعيد.

### الرسائل الرئيسية

- العديد من الصناعات التي تمت التوصية بها من قبل كجزء من مجال الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها كانت من بين الأقل تضرراً من الإغلاقات الاقتصادية والتباعد الاجتماعي
- ونرى أن تجربة كوفيد-19 - والنظرة المستقبلية لما بعد الوباء - من المرجح أن تضيق مزيداً من الزخم لهذه الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها
- وتتطلب اليوم بشدة نصيحتنا في النظرة المستقبلية 2020 بتجنب السندات ذات العوائد المتدنية أو السلبية والبحث عن الدخل من استثمارات عديدة أخرى

### الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها لا تتأثر بجائحة كوفيد

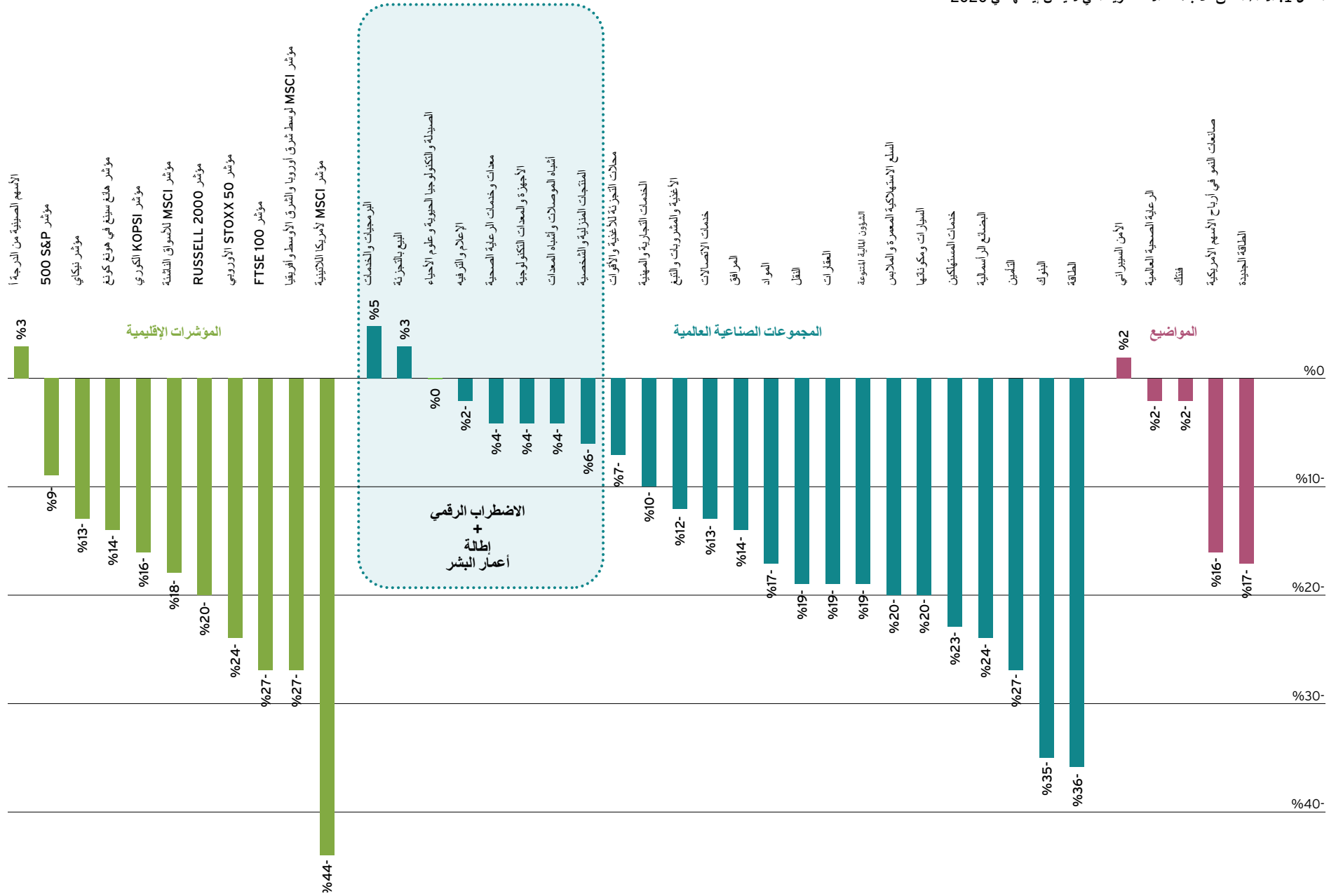
مع بدء الانتشار العالمي لكوفيد-19 بشكل واضح في فبراير، قلل Citi Private Bank من مخصصاته في الأسهم، مع إضافة سندات الخزينة الأمريكية والذهب - انظر [الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة](#). كما نصحن بتوجيه الاستثمارات الجديدة تجاه الصناعات التي كان من المرجح أن تكون الأقل تضرراً من الإغلاقات الاقتصادية الغربية وظاهرة التباعد الاجتماعي. ولم نفاجئ بأن هذا شمل العديد من الصناعات التي كان يوصى بها كجزء من مجال الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها.

نحن نعرف الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها على أنها قوى فاعلة طويلة الأمد تمثل ثورة في طرق معيشتنا وأعمالنا على مستوى العالم. فيمكن أن هذه الاتجاهات تحمل دورة اقتصادية - وفي حالة الوباء، يمكن رؤية تسارع في قوى دفعها، ما يمثل إمكانية نمو متينة للمحافظ. إن اتجاهنا المتمثل في [الاضطراب الرقمي](#) ينظر في كيفية إحداث الابتكار الرقمي لثورة في الشركات والصناعات. تتعلق [نهضة آسيا](#) بالتحول الثابت

في القوى الاقتصادية العالمية من الغرب إلى الشرق. [إطالة أعمار البشر](#) يستكشف كيفية تأثير الشيخوخة بين سكان العالم في أنماط الطلب، لا سيما الرعاية الصحية. وجميع هذه الاتجاهات من المرجح لها الاستمرار لعقدين أو أكثر من الزمن.

وهناك بعض من القطاعات والشركات المرتبطة بهذه الاتجاهات بقيت من بين الأفضل أداءً في 2020 إلى الآن - [الشكل 1](#). ولم يتمكن محدثو الاضطراب الرقمي في البرمجيات، والتجارة الإلكترونية، والإعلام الرقمي من إدارة الأداء الفائق في سوق هابط فحسب، بل وسجلوا مكاسب مطلقة كذلك. الصين - عنصر أساسي ضمن [نهضة آسيا](#) و [الاضطراب الرقمي](#) - سجلت هي كذلك أداءً فائقاً. فقد ساعدها قطاع التكنولوجيا المحلي الكبير وتعافيا المبكر من الجائحة في تحقيق نتائج جيدة من سنة حتى تاريخه. وإلى جانب صناعات تكنولوجيا المعلومات، والرعاية الصحية

الشكل 1. الأداء الفائق للاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها في 2020

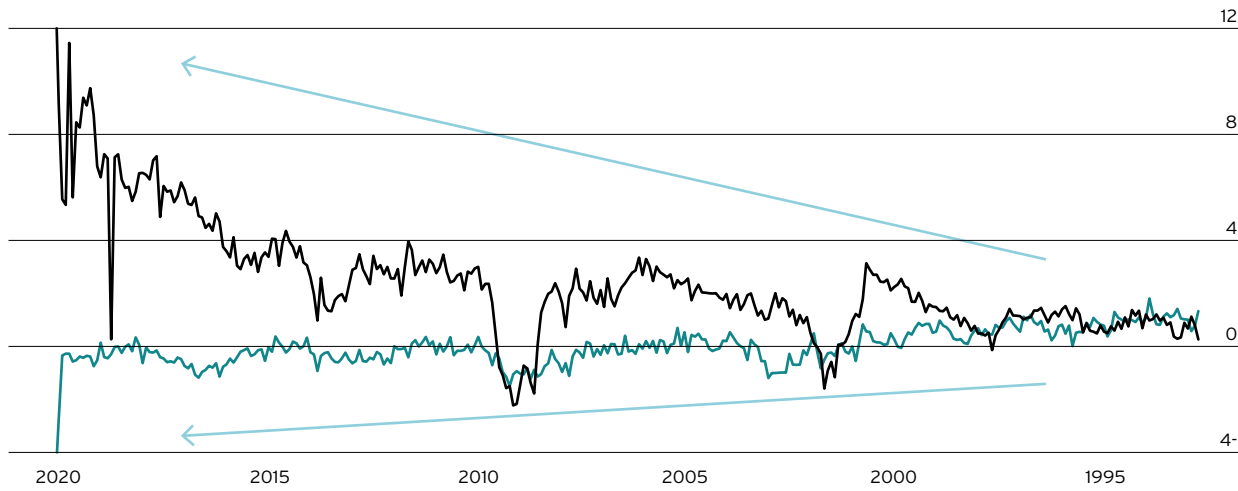


المصدر: هافر، كما في 20 مايو 2020. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. الأداء السابق لا يمثل ضمانًا للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

الشكل 2. الهيمنة المتزايدة للتجارة الإلكترونية

تغير سنة بسنة (بمليارات الدولارات)

■ باعة التجزئة من غير المتاجر ■ المتاجر الكبرى

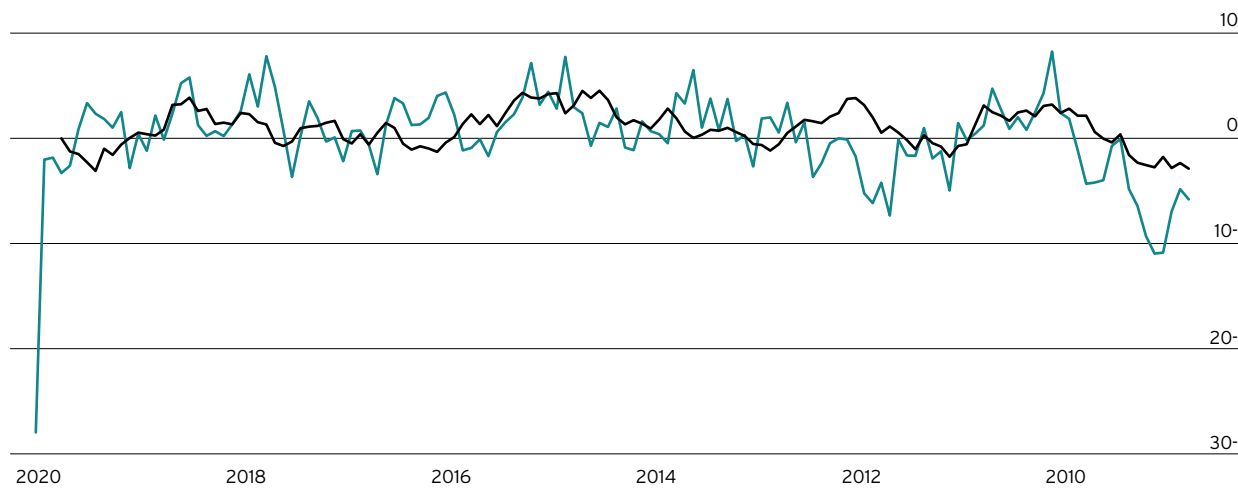


المصدر: هافر، كما في مايو 2020.

الشكل 3. انهيار الطلب على النفط الخام

التغير سنة بسنة (%)

■ إنتاج النفط الخام العالمي ■ مخرجات المنتجات البترولية المكررة الأمريكية



المصدر: هافر، اعتباراً من مايو 2020

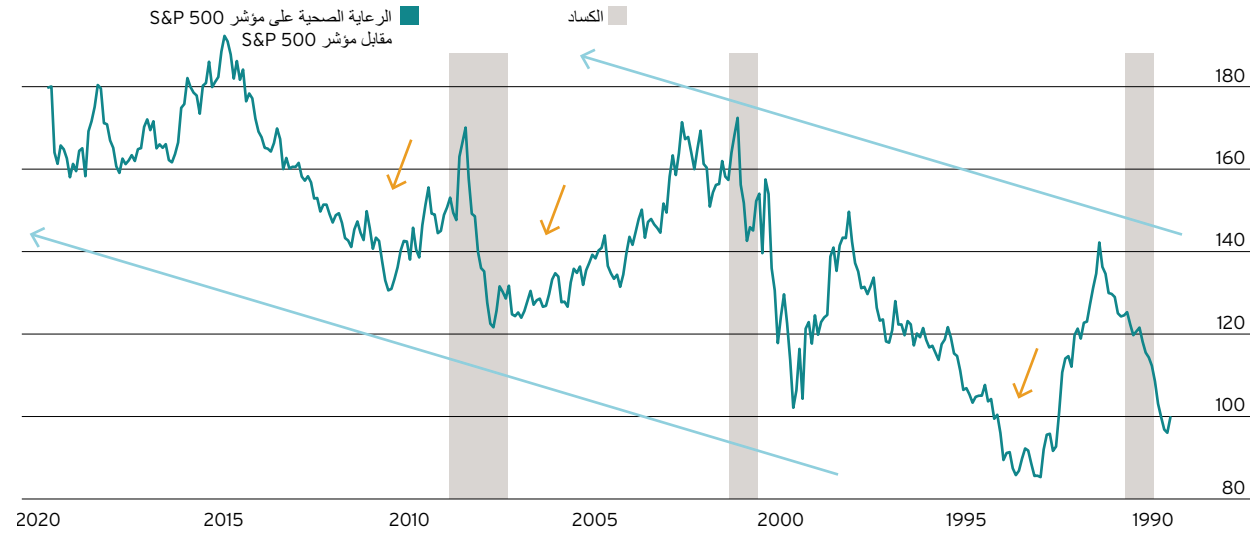
- مجال **إطالة أعمار البشر** - حقق أداءً رائعاً كما هو متوقع في خضم الجائحة. الطاقة التقليدية - القطاع الخاضع للتحديات على مستوى العالم الذي أشرنا إلى ضعفه أمام البدائل المستدامة في **مستقبل الطاقة** - كان هو الأسوأ أداءً من سنة وحتى تاريخه. فانهيار الطلب على وقود النقل عمق من تراجع صناعة الوقود الأحفوري الذي وصفناه بأنه "يتكشف تدريجياً" في **النظرة المستقبلية 2020** التي تم نشرها في نهاية العام الماضي - **الشكل 3.**

نحن نعتقد بأن تجربة كوفيد-19 - والنظرة المستقبلية لما بعد الوباء - من المرجح أن تضيق مزيداً من الزخم على هذه الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها. إليكم بعض الأمثلة. لقد أصبحت التجارة الإلكترونية أكثر هيمنة على حساب باعة التجزئة التقليديين، مثل المتاجر الكبرى - **الشكل 2.** ومع استمرار شبكات الجيل الخامس (5G) في الانتشار على مدى السنوات القليلة المقبلة، فإننا نتوقع زيادة الطلب على المحتوى الرقمي وغيرها من الخدمات بنسبة أكبر.

ونبقى على ثقة بإمكانات النمو طويل الأمد لاتجاهاتنا الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها. وعلى الرغم من أدائها القوي مؤخراً، فإننا لا ننصح ببيع الاستثمارات المتعلقة بهذه المجالات. وغم ذلك، قمنا تدريجياً منذ مارس الماضي بتوسيع تفضيلاتنا لتشمل إمكانات التعافي، بدلاً من مجرد الأصول التي تتحمل أزمة كوفيد-19. والانكشاف على الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها والصناعات، والقطاعات والدول الأكثر احتمالية للتعافي بسرعة أكبر من المتوقع هي برأينا مزيج قوي للمحافظ. (ملاحظة: لإفساح المجال لاستثمارات "التعافي"، سوف نقلل من تقييم بعض الاستثمارات الإقليمية المرجح أن تتعرض للضغط أو الحدود في تعافيتها).



الشكل 4. قطاع الرعاية الصحية: من ذوي الأداء الفائق على المدى الطويل، لكنه ذو أداء منخفض في بداية الدورة



المصدر: هافر، كما في 20 مايو 2020. إعادة تأسيس المؤشر على 100 كما في 1 يناير 1990. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر.

الرعاية الصحية - قطاع مفضل لدينا - يمتلك سجلًا ثابتًا من العوائد ونمو المكاسب طوال الدورات. لكنه يميل إلى الأداء المتراجع في السنوات الأولى من الدورات الاقتصادية الجديدة - **الشكل 4**. ومع تطور مخصصاتنا للاستثمار التكتيكي، سوف نضمن عدم الإقصاء التام للاستثمارات التي عانت من "أزمة كوفيد" - انظر [الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة](#).

#### تحديد البدائل للمردود

في النظرة المستقبلية لعام 2020، اقترحنا تجنب السندات ذات المردود المتدني أو السلبي والبحث عن دخل من استثمارات أخرى بدلاً منها. وهذه النصيحة أصبحت أكثر إلحاحًا اليوم. لذلك، فنحن نؤكد على توصياتنا بالتخصيص لقطاعات النمو عالية الجودة في الأرباح - انظر [السعي وراء أرباح مستدامة](#) - وكذلك اختيار أصول عائد ثابت لا تزال تقدم مردوداً - انظر [النقد ليس هو الملك](#). ولا زلنا نؤيد استراتيجيات الأسواق الرأسمالية المدرة للدخل للمستثمرين المؤهلين - انظر [ما الذي تفعله العائلات الذكية في أسواق رأس المال](#).

## 2.3 النقد ليس هو الملك

ديفيد بيلين،  
مسؤول أول شؤون الاستثمار

كريس زيوليتوس،  
الرئيس العام لاستراتيجية العائد الثابت

إن الاحتفاظ بنقد فائض هو استراتيجية مكلفة في عالم اليوم المتسم بأسعار فائدة شديدة التآكل. إننا نرى بدلاً من ذلك العديد من الفرص المتاحة لتشغيل النقد والبحث عن تحقيق مردود، مع تنويع مخاطر المحافظ.

### الرسائل الرئيسية

- في المحن السابقة للأسواق، غالباً ما كان يقال بأن "النقد هو الملك".
- فلم يعمل النقد فقط على تخفيف تذبذب المحافظ، بل وغالباً ما عمل كمصدر ثابت للعوائد الإيجابية المعتدلة.
- ولكن النقد حالياً لا يوفر أي مردود، ويقدم قيمة تنويع قليلة، ومن المرجح أن يكون في المرتبة الأخيرة من حيث عوائد المحافظ.
- وفي هذه البيئة، نريد التركيز على الفرص لتوليد عوائد أفضل من السندات لكم.



## البلديات الأمريكية

في المحن السابقة للأسواق، غالبًا ما كان يقول الناس بأن "النقد هو الملك". فلم يعمل النقد فقط على تخفيف تذبذب المحافظ، بل وغالبًا ما عمل كمصدر ثابت للعوائد الإيجابية المعتدلة. فلنكن صرحاء، فدائمًا ما "نشعر شعورًا طيبًا" حين نرى شيئًا ثابتًا والأسواق تنهار. أما اليوم، فلا ينطبق ذلك. ففي الاستجابة لتبعات جائحة كوفيد-19، خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من سعر الفائدة إلى ما بين 0.0% و0.25%. نتيجة لذلك، فلا يوفر النقد الآن أي مردود، بل وقيمة قليلة من التنوع، ومن المرجح أن يكون في المرتبة الأخيرة في عوائد المحافظ.

تقدّر منهجية مخصصات الأصول الاستراتيجية لدينا العائد السنوي قبل التضخم الآن عند 0.6% على مدى العقد المقبل - انظر [تغيرات كبرى على تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا](#). وفي هذه البيئة، نريد التركيز على الفرص لتوليد عوائد أفضل من السندات لكم، مع الاحتفاظ برصيد نقد معتدل يكفي لتغطية النفقات الفعلية لفترة معقولة. إليكم عدة خيارات للعائد الثابت:

## شركات من الدرجة الاستثمارية

لفترة وجيزة في أبريل، كانت منحنيات مردود سندات الشركات الأمريكية ذات الدرجة الاستثمارية قريبة من أشد مستوى تسطيح منذ عام 2009. لكن الارتداد في أصول المخاطر العالمية دفعت المنحنيات إلى انحدار أشد، مع انهيار في مردود المدى القصير. وهذا يمثل فرصة لتمديد المدة بصورة معقولة إلى ما بعد النقد وبدائل النقد. فعلى سبيل المثال، فإن مردود الشركات الأمريكية ذات الدرجة الاستثمارية في ثلاث إلى خمس سنوات أعلى بحوالي 2.0% أو 50 نقطة أساس من السندات المشابهة المستحقة ما بين عام وثلاثة أعوام. وعلى الرغم من ذلك المردود يضيف لكم قليل من خطر معدلات الفائدة إلى المحافظ، إلا أن هذا العائد الأكبر قد ارتفع في هذا المنحنى من السندات ذات الدرجة الاستثمارية على مدى عامين.

## الأوراق المالية الأمريكية التفضيلية

على الرغم من طول مددها، فإن الأسهم المفضلة أو الأوراق المالية الرأسمالية يمكنها تحقيق مردود مقن، من دون تكبد مبلغ كبير في مخاطر الائتمان.\* وعلى الرغم من كونها صغيرة في هيكلتها الرأسمالية، إلا أن هذه الأوراق المالية تصدر عادة من مؤسسات مالية جيدة الرأسمال في الولايات المتحدة وأوروبا. فبعض من أكبر البنوك الأمريكية لديها أوراق مالية محددة يزيد مردودها عن 5%. هذا صحيح، فيمكن لهذه الأصول أن تكون أكثر تذبذبًا خلال فترات تراجع الأسهم. ورغم ذلك، خلال حقبة الفوائد الصفرية السابقة ما بين 2010 و2015، كان العائد السنوي المعدل على الأسهم المفضلة 9%. وفي الوقت نفسه، كان متوسط العائد السنوي للنقد عند 5 نقاط أساس.

## الائتمان المهيكل

وأخيرًا، فإن الأوراق المالية عالية الجودة والمدعمة بأصول على المدى القصير أو الائتمان المهيكل يوفر بعض البدائل عن النقد، دون التعرض لكثير من مخاطر التعثر الكامنة. تقدم البطاقة الائتمانية المصنفة AAA على 3 سنوات أو الأوراق المالية المضمونة بقروض سيارات، والمدعومة من برنامج تسهيلات قروض الأوراق المالية المدعومة بالأصول (TALF) الصادر عن بنك الاحتياطي الفيدرالي، مردودًا بأسعار الليبور 70+100 نقطة أساس. وبموجب أسعار الليبور الحالية هذه، فهذا يعادل مردودًا إجماليًا بنسبة 1.0 إلى 1.3%.

وعلى الرغم من بيئة الفائدة المتدنية للغاية هذه، إلا أن الكثير من الفرص لا تزال موجودة لمن يبحث عن المردود. ومع أنها تتضمن بعض المخاطر، إلا أننا نعتقد أن توزيع المحافظ الكلي لها يبرر هذه المخاطر وأكثر. استثمار النقد هو الملك الآن.

بالنسبة للمستثمرين الأمريكيين، قد توفر سندات البلديات المعفاة من الضرائب فرص جاذبة. ففي حين أن المردود على سندات البلديات عالية الجودة قد تراجعت بشدة، إلا أن حالات عدم اليقين المستمرة في السوق تركت بعض مُصدري السندات ذات الدرجة الاستثمارية منخفضة السعر في الوراء. وبالنظر إلى مستويات المؤشرات، فإن الانتقال من سندات البلديات المصنفة AA إلى تلك المصنفة A من شأنه أن يحقق 100 نقطة أساس إضافية في المردود. أما الانتقال إلى المصنفة BBB فإنه يوفر 150 نقطة أساس أخرى. وهذا أكبر ارتفاع على المردود بين هذه التصنيفات منذ 2013.

أما الانتقال هبوطًا في التصنيف الائتماني فيتطلب نهجًا أكثر انتقائية. فالعثر على القيمة في السندات ذات الجودة الأقل ينبغي مقارنته على أساس حالة بحالة. وحسب الحالة الضريبية للفرد، فإن سندات محددة قصيرة الأجل والتي يعتبر مصدرها "عالي الجودة" حسب موديز يمكنها أن تقدم مردودًا خاليًا من الضرائب فوق 4.0%. وهذا يتضمن مردود مكافئ خاضع للضريبة يقارب 7.0% أو أعلى حسب الإعفاءات الضريبية حسب الولاية. بالطبع ينبغي عدم النظر إلى جميع السندات ذات المردود المشار إليه بصورة متساوية.

## المردود المرتفع والأسواق الناشئة

بالنسبة لمن لم يمكنهم الاستفادة من المزايا الضريبية لسندات البلديات الأمريكية، يمكن لسندات الأسواق عالية المردود والخاضعة للضريبة وسندات الأسواق الناشئة أن توفر بعض الفرص. علينا تفضيل البقاء "مرتفعين في الجودة" ومتحيزين، مع التركيز على جهات الإصدار ذات التصنيف BB. في حالة السندات الأمريكية ذات المردود المرتفع، يزيد المردود البالغ 5.4% بـ 250 نقطة أساس عن السندات ذات الدرجة الاستثمارية المصنفة BBB. وهذا الارتفاع في مردود السندات ذات "الانتقال العابر" بواقع 150 نقطة أساس هو أكبر من مردود السندات البالغ أجل استحقاقها 10 سنوات بواقع 100 نقطة أساس. ناهيك عن أن هذه الأوراق المالية تنطوي على مخاطر ائتمانية أكبر. لكن SREs عند 5.9% و6.2% هي أعلى بكثير من أي فئة أصول عائد ثابت أخرى. وفي حين أن المخصصات في المحافظ المتنوعة قد تحذ من تجنبها لكتارار مخاطر الأسهم، فإننا ننظر في مراكز التقييم الزائد لمستثمري العائد الثابت فقط.

\*يمكن طلب الأوراق المالية المفضلة قبل استحقاقها، الأمر الذي قد يقلل من مردودها في حال شرائها مع علاوة. وقد تخضع الأوراق المالية المفضلة لمزايا طلب أخرى أو قيود شركات ما قد يؤثر عليها مثل تأثير طلبها قبل الاستحقاق. قد تتذبذب الأسعار، بحيث تعكس أسعار الفائدة في السوق والحالة الائتمانية للجهة المصدرة.

## 2.4 السعي وراء الأرباح المستدامة

جو فيوريكا، الرئيس العالمي لاستراتيجية الأسهم،  
CITI PRIVATE BANK  
ويتسه نايجنهوي، مدير محافظ عملاء الأسهم،  
CITI INVESTMENT MANAGEMENT

في الوقت الذي تمثل فيه الإغلاقات تهديدًا واسع النطاق لأرباح الأسهم، فإن قيمة الأرباح والشركات التي لديها القدرات على تحمل الأزمة الحالية شهدت ارتفاعًا في قيمة أسهمها. نحن نفضل الشركات من بعض القطاعات التي تجمع ما بين السجلات القوية لنمو الأرباح ونماذج الأعمال المقاومة.

### الرسائل الرئيسية

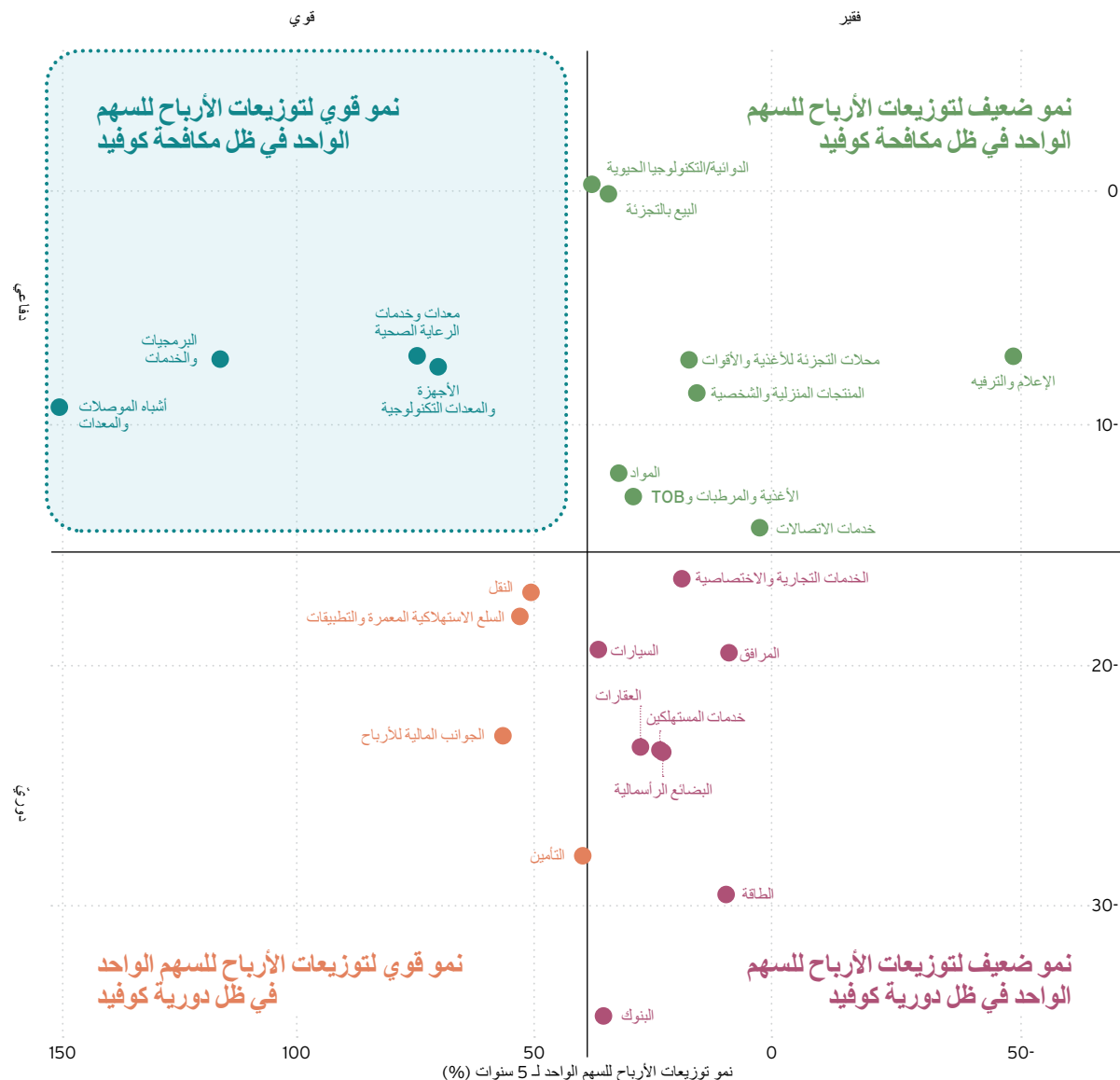
- الإغلاقات الاقتصادية تستدعي مسألة استدامة الأرباح، وكذلك عمليات إعادة شراء الأسهم.
- نحن نسعى نحو الشركات ذات الموازنات والتدفق النقدي الذي وفر لها نطاقًا من مجال عمليات إعادة شراء الأسهم في الأوقات الاعتيادية.
- بعض أجزاء قطاع التكنولوجيا تميزت هنا، وكذلك الحال بالنسبة للرعاية الصحية.
- من بين الأكثر أرجحية أن يقلصوا الأرباح وعمليات إعادة الشراء هي قطاعات الطاقة والسفر والسياحة.





وفي هذه الأثناء، وفي الوقت الذي تركز فيه الصناعات الأكثر تضرراً على البقاء، فإنه من المرجح لها تقليص عمليات إعادة الشراء، وتوزيع الأرباح والنفقات بشكل كبير. تبرز قطاعات الطاقة والسياحة والسفر، لا سيما الشركات التي تعمل ضمنها والتي تقترض للوفاء بأرباحها. لاعتبار قطاع البنوك القطاع الثاني الأكبر في عمليات إعادة الشراء بعد التكنولوجيا، فإنه قدرته على الحفاظ على دفعات الأرباح تبدو قوية من الوهلة الأولى. فموازنات البنوك أقوى بكثير اليوم مما كانت عليه خلال الأزمة الممتدة بين عامي 2008 و2009، لكن البنوك مرتبطة بصورة حتمية بصحة الاقتصاد وسياسات الحكومة التي قد تحد من مرونتها المالية. وعليه، فإن نمت الديون المستحقة على الشركات والمستهلكين بالرغم من دعم الحكومة لها، فقد تشهد البنوك تضرراً جسيماً في موازنتها، بما في ذلك الاحتياطات الكبرى للخسائر الائتمانية. نتوقع إمكانية تجنب هذا السيناريو الأسوأ، لكن المراقبة الحثيثة للتهديدات لدفعات البنوك ضرورية.

قوى



25



وعلى المستوى الإقليمي، نرى أن أوروبا في خطر هو الأكبر من حيث تقليص الأرباح مقارنة بالولايات المتحدة. فمردود الأرباح الحالية هي الأعلى والاحتياطي المرصود لإعادة شراء الأسهم أقل، لا سيما في القطاع المالي وقطاع الطاقة، حيث إن القطاع المالي هو القطاع الأكبر على مستوى المنطقة. بعد عقد من الربحية المنخفضة، فإن نظام البنوك في أوروبا أضعف بكثير من نظيره في الولايات المتحدة، حيث أعلنت بنوكها من قبل عن عمليات تعليق واسعة النطاق لتوزيع الأرباح. والضغط السياسي للتركيز على دعم الوظائف على حساب الأرباح هو أكبر في أوروبا.

### السعي وراء مردود أرباح متنامية ومستدامة

بمرور الوقت، قد يكون طلب المردود الجاري المرتفع خطرًا. فمثل هذه الاستراتيجيات غالبًا ما تشمل الاستثمارات في شركات معرضة لخطر تقليص دفعات الأرباح. وهذه الشركات تقدم مردود مرتفع على نحو مغرٍ، لكن ميزانياتها العمومية لا يمكنها الإبقاء عليها. نحن نفضل الشركات "التي تنمي الأرباح" حيث تنمي بشكل مستمر توزيعات الأرباح بمرور الوقت، والتي تُظهر انضباطًا ماليًا للقيام بذلك - انظر [ترتيب محافظ الدخل: اختر صانعات النمو](#) في النظرة المستقبلية 2020. فالعديد فعل ذلك خلال الأزمة المالية في عامي 2008 و2009. تمثل توزيعات أرباح الأسهم لهذه الشركات حصة مستدامة من الأرباح، دون الحاجة إلى تعظيم التوزيعات أو تحمل ديون غير مستدامة لدفعها لهم.

إن الجمع بين سجل حافل الأرباح النامية، ونموذج أعمال مرن، والتواجد في الصناعة "الصحيحة" هو ما يُرجح إثبات الدليل الأمثل لتحديد الشركات الأكثر احتمالية لتحقيق أرباح في هذه الأزمة. نحن نلاحظ أنه طوال ذروة الأسواق في فبراير، كان أداء صانعو النمو في الأرباح في الصناعات المعزولة فائقًا في السوق - الشكل 1. وبالنظر إلى الطبيعة الفريدة للبيئة الحالية، فقد يكون المدراء الفاعلون أكثر استعدادًا لتحديد تلك الشركات من مجرد استراتيجيات سلبية قائمة فقط على نمو الأرباح التاريخي.





## 2.5 تحقق الاستثمارات البديلة أعلى ردود للمستثمرين في الفترات التي تلي الأزمات الاقتصادية

دان أودونل، الرئيس العالمي لبدائل إدارة الاستثمارات في CITI

مع تصاعد الضغط الاقتصادي والمالي، عادة ما تتضاعف الفرص للأسهم الخاصة عالية الجودة، والعقار، ومدراء صناديق التحوط. يمتلك أفضل المدراء الانضباط، والمعرفة العميقة، والنقد الجاهز لاستغلالها.

### الرسائل الرئيسية

- بمرور الوقت، حقق مدراء صناديق التحوط والأسهم الخاصة والعقارات أقوى الأداء لهم بعد الأزمات.
- من المرجح أن ينتج الوباء ضغطاً اقتصادياً ومالياً كبيراً للشركات ومالكي الأصول عبر العديد من الصناعات وفئات الأصول.
- برأينا أن أفضل الفرص الواهنة سوف تكون متوفرة في وقت لاحق من هذا العام وخلال 2021
- بالنسبة للمستثمرين المؤهلين، يمكن للتخصيص المحوري المتنوع للبدائل أن يعمل كنظام استقرار في أوقات المصاعب ومولد رئيسي عندما نعود ونتأمل هذه الفترة



نحن نعرف كيف يشعر المستثمرون. فمن الصعب الالتزام باستثمار لمدة خمس، سبع أو حتى عشر سنوات في خضم صعوبات اقتصادية عتية. لكن وبالنظر إلى التاريخ، حقق مدراء صناديق التحوط والأسهم الخاصة والعقارات أقوى أداء لهم بعد فترات الأزمات. فقد استفاد الشركاء المحدودون الذين استثمروا بجرأة بعدها من استفادة مدرائهم المهرة من تعطل الأسواق. في العامين 2001 و2008، مثلاً، ازداد متوسط عوائد أسهم الشركات التقليدية بواقع 800 و710 نقطة أساس على التوالي على مستوى العام الذي سبقهما.<sup>1</sup>

من المرجح أن ينتج الوباء ضغطاً اقتصادياً ومالياً كبيراً للشركات ومالكي الأصول عبر العديد من الصناعات وفئات الأصول. وفي القطاعات مثل الترفيه، والرعاية الصحية الخاصة، والتعليم والتجزئة، ستحدث هناك العديد من عمليات إعادة الهيكلة، وإعادة الرملة والإفلاس أكثر مما عليه الحال في فترة عامي 2008 و2009. نحن نتوقع تقييمات أكثر موثاقاً بسبب تقلص مضاعف الشراء في الأسهم الخاصة وتوسع معدل الرملة في العقار. وعندما يتم تطبيق مقاييس التقييم الأدنى هذه على توقعات المكاسب المتدنية قصيرة الأجل، فقد تصبح أسعار الدخول للأموال الجديدة مقنعة جداً. وفي خضم هذه المعضلة، ينبغي على مدراء صناديق بعينهم أن يكونوا قادرين على الاقتراض بأسعار منخفضة.

### حيث ستتم مكافأة الأموال المحتفظ بها في الاستثمار

وفي حين أننا على عتبة فرصة فريدة وكبيرة، فإننا نود التشديد على أن تقييمات الأسواق الخاصة عادة ما تتباطأ عن الأسواق العامة. ومن المرجح أن تبرز فرص الاستثمار الأكثر جاذبية نفسها في الأسواق الخاصة بمرور الوقت، وليس دفعة واحدة. ونرى أن أفضل الفرص الواهنة سوف تكون متوفرة في وقت لاحق من هذا العام وخلال 2021. بعبارة أخرى، نتوقع أن تحدث بعد تراجع الدعم الائتماني على المستوى الكلي الأولي من البنوك المركزية وعندما يكون الاقتصاد في حالة تعافي حقيقية.

ورغم ملاحظتنا أن عدد فرص "الشركات المضغوطة" قد أخذ في الارتفاع، إلا أننا لم نر بعد الارتفاع القوي في الأسعار الافتراضية وتخفيضات التصنيفات والتي هي من المرجح أن تحت على مزيد من بيع الأصول الإجبارية. في الدورات السابقة، كانت هناك فترة لعدة سنوات أتاحت للمدراء الاستفادة من الحلول المضغوطة والواهنة. ونعتقد بأن هذا النمط سوف يتكرر في حالة الكساد الناتج عن كوفيد. ستعاني العديد من الشركات الصغيرة ذات الأسهم الخاصة والتي هي دون الرملة الكافية من مشكلات في محافظها. وستحتاج الشركات ذات الموازنات المضغوطة إلى تفرغ الأصول لتخفيف الضغوط. وستريد بعض الشركات القيام بعمليات استحواذ استراتيجية تتطلب رأسمال خارجي. وكل ذلك يمثل فرص للمدراء التخصصيين وذوي رؤوس الأموال الجيدة الذين صبروا ولديهم الفرق اللازمة للرملة عليها.

### سيتمتع على الشركات الجيدة التي بحاجة إلى رؤوس الأموال الدفع أكثر للحصول عليها

في أسهم الشركات الخاصة، قد يستفيد المختصون الذين يستهدفون أسهم النمو وما قبل الطرح الأولي بصورة غير متناسبة. وسوف تقبل الشركات ذات النمو الأفضل تقييمات أدنى في حين أنها تدعم موازناتها لتمكين أعمالها من مزيد من التوسع خلال مرحلة الكساد. وسوف يواجه المختصون الانتهازيون والمتحولون مشهداً مليئاً بالفرص، حيث تتم مكافأة المال والمواهب الإدارية. وهذا صحيح خاصة بالنسبة للفرص في خارج البلاد. أما في صناديق التحوط، فإن أكبر المكاسب عقب التعطل كانت في الغالب تؤول لليون متعبة سائلة واستراتيجيات انتمانية مهيكلية. وفي مجال العقارات، يفضل المدراء ذوي السجل الحافل على مرّ دورات اقتصادية سابقة من تحديد الأصول السليمة من حيث الأساس والتي تغيرت أسعارها و/أو أخذ عليها ديون كثيرة، و/أو تم تخفيض رأسمالها. كما إننا نعتقد بأن تغيير الغرض من الأصول المجزأة سيمثل فرصة كبيرة في الفترة ما بين 2020 و2025.

### الاستثمار البديل في الاتجاهات الاستراتيجية التي لا يمكن إيقافها

في عالم الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها، برزت جراء الإغلاق الاقتصادي بسبب جائحة كوفيد-19 فرص مميزة في مجالي الرعاية الصحية والبنية التحتية الرقمية. فقد أظهرت هذه المجالات قوة تحمل، ولكنها كذلك تتطلب مزيداً من الاستثمار الرأسمالي على مرّ السنوات المقبلة. فالعديد من الشركات الراسخة سوف تحتاج إلى إجراء عمليات استحواذ استراتيجية وسوف يستفيد الشركاء المحدودون من تكلفة رأس المال في ظل بيئة الكساد. وفي المقابل، فإن قطاع الضيافة وبعض العقارات الحضرية تعرضت لضربة قوية من كوفيد-19 ومن المرجح أن تتطلب إعادة هيكلة أساسية، بالنظر إلى التغيرات التي أحدثها الوباء في سلوك المستهلك وأنماط العمل.

<sup>1</sup> المصدر: كامبريدج أسوشيتيس

### بعض صناديق التحوط سوف تشهد فرصًا جيدة بصورة غير اعتيادية

في مجال صناديق التحوط، فإن على المدراء ذوي المهارات الأساسية المطلوبة والمهارات التجارية - أو الخبرة في إعادة الهيكلة في حالة ديون الشركات - عليهم أن يستعدوا جيدًا للفرص التي تنشأ من قيود السيولة والبيع الإجباري. أما في مجال الائتمان المهيكل، فقد شهدت السوق نوبة بيع ثقيلة الوطأة، تراوحت ما بين صناديق السيولة اليومية وصناديق الرهن العقاري المثقلة بالديون. وفي مجال أسواق انتمان الشركات، فقد تضيق التوسع في الدرجة الاستثمارية والديون ذات المردود عالي الجودة عقب تدخل البنك الفيدرالي. لكن الديون بين مقترضي الأسواق المتوسطة، والشركات ذات الديون المتركمة، والصناعات الأكثر عرضة تظل عند مستويات موهنة. ومع انسحاب البنك الفيدرالي في 2021 وما بعدها، نعتقد بأرجحية وجود فرص إضافية.

في هذه الأوقات العصيبة غير المعتادة، ينبغي للمستثمرين النظر في مزايا الاستثمار الأطول مددًا. فالعوائد المحتملة على مر العقد المقبل - انظر [تغيرات كبرى على تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا](#) - توفر بعضًا من الأسباب. ودور فرق البحوث البديلة لدينا يتمثل في تحديد المدراء ذوي المهارات في اغتنام الفرص والعمل عليها. ويتمثل دور المستثمرين المؤهلين في التأسيس لمخصصات محورية في الأسهم الخاصة، والعقار، وصناديق التحوط بما في ذلك رأس مال الشركات البائدة في مراحلها الأخيرة. ومن شأن هذه المجموعة المتنوعة من الاستثمارات أن تعمل كنظام استقرار في أوقات المصاعب ومولد رئيسي عندما نعود ونأمل هذه الفترة.

ستيفان باخوس، وميغان ميلون، ومايكل يانيل  
ساهموا أيضًا في هذه المقالة.



## 2.6 ما الذي تفعله العائلات الذكية في أسواق رأس المال

إيان أرميتج،  
الرئيس العالمي لأسواق رأس المال

في ظل احتمالية أن تستمر حالة تذبذب الأسواق، فإن العائلات يستخدمون استراتيجيات تسعى لتوليد الدخل من مثل هذه الظروف وكذلك من إمكانات شراء الأسهم عند مستوياتها الدنيا.

### الرسائل الرئيسية

- في حين يتم اختبار تذبذب السوق الشديد من الناحية النفسية، فإننا نعتقد كذلك بأنه يمثل وقتاً للفرص
- فبالنسبة للمستثمرين المؤهلين، لطالما أوصينا باستراتيجيات تسعى نحو الدخل من تذبذب أسواق الأسهم وفي الوقت نفسه توفر انكشافاً محتملاً على الأسهم عند مستوياتها الدنيا
- ومع استمرار تصاعد التذبذب، فإن لهذه الاستراتيجيات إمكانات لتوليد الدخل للمستثمرين في هذه اللحظة





بحسب القول الشهير لورن بافت، فإن المستثمر الحصيف ينبغي أن يكون "متخوفاً عندما يكون الآخرون جشعين، وأن يكون جشعاً عندما يكون الآخرون متخوفين." ونرى الكثير من العائلات تفعل هذا تماماً.

التذبذب الشديد هو أحد المؤشرات الأكثر موثوقية على الخوف في أسواق الأسهم. والارتفاعات الحادة في تذبذب الأسهم عادة ما تحرك غرائز المستثمرين "للقاتل أو الهرب". مؤشر VIX - الذي يقيس التذبذب الكامن في الأسواق عن طريق أسعار خيارات مؤشر S&P 500 - ارتفع إلى أعلى مستوياته نحو 82.69 في مارس، مدفوعاً بحالة عدم اليقين الحادة بسبب جائحة كوفيد-19. في حين يتم اختبار هذا التخطئ من الناحية النفسية، فإننا نعتقد كذلك بأنه يمثل وقتاً للفرص.

### الحصول على أموال مقابل الانتظار

لطالما أوصى Citi Private Bank باستراتيجيات للمستثمرين المؤهلين تسعى نحو تحقيق الدخل من تذبذب أسواق الأسهم وفي الوقت نفسه توفر انكشافاً محتملاً على الأسهم عند مستوياتها الدنيا. ومع أننا لا نحيد توقيت السوق بانتظار هبوط أسعار الأسهم، إلا أننا نؤمن أن بإمكان المستثمرين "الحصول على أموال مقابل الانتظار" من خلال الهياكل التي تقدم للمستثمرين عوائد مستندة إلى التذبذب السائد أو نقطة دخول دنيا في حال هبوط السوق حقاً. ومع استمرار تصاعد التذبذب، فإن لهذه الاستراتيجيات إمكانات لتوليد الدخل للمستثمرين في هذه اللحظة.

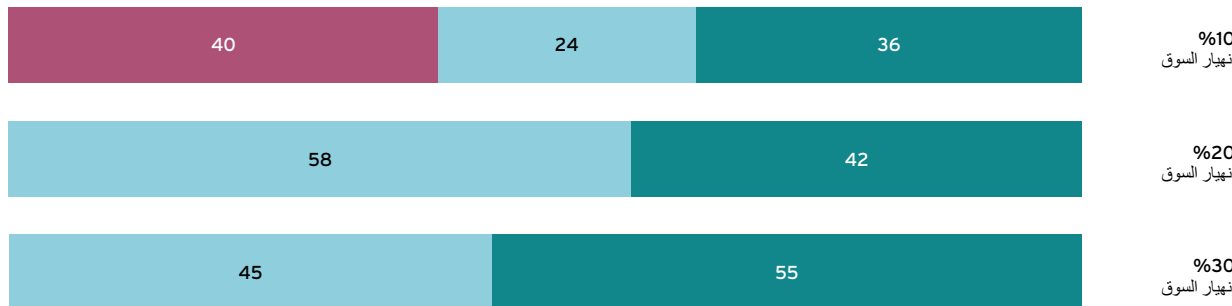
بالنسبة للكثيرين، فإن التفاعل اليومي مع قصص وأخبار كوفيد يشعل حماسنا ويحفز استجابتنا من حيث الاستثمار أو الانسحاب ويشوش وجهتنا على المدى البعيد. يود الكثير من المستثمرين الاستثمار في الأسهم عند مستوياتها الجذابة اليوم. وفي المقابل، فإنهم يعتقدون بأن هبوطاً آخر في السوق من شأنه خلق نقطة دخول أفضل. إن التردد بين الخوف من تصبيع الفرصة بخصوص الارتفاع المحتمل في القريب العاجل وبين الخوف من تصبيع الفرصة بخصوص الشراء بصورة أفضل لاحقاً يؤدي إلى عدم فعل أي منهما في نهاية المطاف - انظر [الحكمة من الاستثمار دفعة واحدة: لم عليك الاستثمار بكامل طاقتك الآن](#).

بالنسبة للبعض، كان هذا دافعاً للعمل على كسب المردود والحصول على مراكز أفضل لمحافظهم.

فكر فيما رأينا في الشهور الأربعة الأولى من هذه السنة. لأغراض التوضيح، لنفرض أن استثماراً ما في S&P كان يتم كل يوم خلال الفترة بين 2 يناير و30 أبريل 2020 - الشكل 1. هذا يعني 197 عملية شراء منفصلة. ثلاث وثمانون منها (42%) لم تكن لتشهد هبوط السوق بنسبة 20%. وفي المقابل، فإن 114 استثماراً منها (58%) كان ليشهد هبوط السوق بنسبة 20% أو أكثر. لكننا الآن إذا نظرنا إلى ما حدث، سنلاحظ أنه لا يوجد أي استثمار من الاستثمارات الـ 197 في حالة سيئة بأكثر من 20% مع نهاية أبريل.

وهذا يعني أنه إن كنت لتقبل تعرض استثمارك للتذبذب وأن تبقىها لمدة أطول، فثمة فرصة لاستخراج قيمة من السوق. لذلك نحن نوصي بالنظر في الاستراتيجيات التي يمكنها تحويل التذبذب إلى دخل أو تزويدك بنقطة دخول أفضل. لكلا الأمرين نتائج جيدة.

الشكل 1. تحليل السيناريو للاستثمارات في S&P يومياً، 1 يناير - 30 أبريل 2020



النسبة المئوية من الاستثمارات التي لم تهبط دون المستوى المحدد  
النسبة المئوية من الاستثمارات التي هبطت دون المستوى المحدد ولكن ارتفعت فوقه مع نهاية أبريل  
النسبة المئوية من الاستثمارات التي هبطت دون المستوى المحدد وبقيت على ذلك مع نهاية أبريل

المصدر: بلومبيرغ، كما في 18 مايو 2020. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبينة للشرح فقط ولا تمثل أداء أي استثمار بعينه. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

## 2.7 قوة الاستثمار المقصود

هارلن سينغ، رئيس الاستثمارات المستدامة

نتوقع أن نشهد استمرار الأداء الجيد من الشركات الأفضل أداءً في الجوانب المتعلقة بالبيئة والمجتمع والحوكمة ليس فقط أثناء تلاشي الوباء بل ولأجيال قادمة.

### الرسائل الرئيسية

- بدلاً من العودة إلى الحالة الطبيعية كما في السابق بعد انتهاء كوفيد-19، نعتقد أن العديد من المستثمرين يرغبون في "معاودة البناء بصورة أفضل"
- إن الهدف من معاودة البناء بصورة أفضل تشمل تحسين الجهود لمكافحة التغير المناخي، واستخدام الموارد الطبيعية بطريقة أكثر حكمة، وتوسيع إمكانية حصول المجتمعات الضعيفة على التوظيف والتعليم والرعاية الصحية
- ونعتقد أن بإمكان المستثمرين تحقيق تغير إيجابي بوجود رأس المال الخاص
- نلاحظ وجود أداء قوي للعديد من المدراء الذين يركزون على الجوانب المتعلقة بالبيئة والمجتمع والحوكمة في الربع الأول من 2020، والذي قد يستمر باعتقادنا لفترة أطول

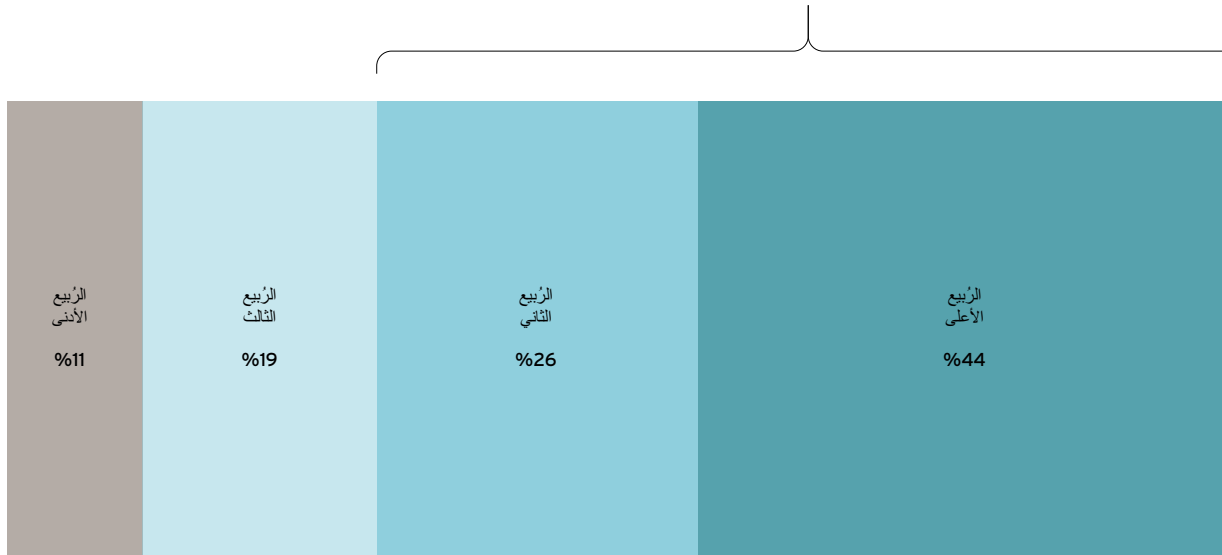


الوفائع الصعبة والزيادة في تحقيق العوامل المتداخلة التي تشكل أساس ضرر كوفيد-19، وفق خبرتنا، قد دفعت المستثمرين إلى التطلع ليس فقط إلى العودة إلى "الحالة الاعتيادية" السابقة، بل إلى "معاودة البناء بصورة أفضل". بالنسبة للمستثمرين الذين يختارون معاودة البناء، فإنه يتخذ عدة أشكال. فقد يرغب البعض في مضاعفة جهودهم لمكافحة التغير المناخي، وتطوير طاقة نظيفة، أو الحث على تبني استخدام أمثل للموارد الطبيعية. لدى البعض إصرار شديد على توسيع إمكانية حصول المجتمعات الضعيفة على التعليم، والتوظيف، والاحتياجات الأساسية مثل المياه النظيفة، والطعام والرعاية الصحية. والكثيرون يسعون نحو كل ما سبق.

نحن، في Citi Private Bank، نعتقد أن بإمكان المستثمرين تحقيق تغير إيجابي بوجود رأس المال الخاص. نحن نضع الأساس للاستثمار المقصود (IWP)، وهي منصتنا المفتوحة التصميم للاستثمارات المستدامة إلى جانب واجب تحقيق عوائد مالية مجزية والحث على إحداث التغير المجتمعي الإيجابي بوسائل تدمج المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة (ESG). ولنا أسبابنا العديدة لهذا الأمر. فوفق خبرتنا، فإن المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة العالية تعتبر مؤشراً على الاستثمار الأعلى جودة، مع مستويات متدنية من المخاطر الجسيمة التي يمكن أن تشمل الغرامات التنظيمية والدعاوى القضائية من الممارسات غير الأخلاقية أو الشركات غير العادلة، إلى جانب المخاطر "السابقة للتمويل" والتي تشمل خطر الدعاية السلبية والإضرار بالسمعة. لدى العديد إشراف أشد صرامة على سلاسل الإمداد لديهم - وهي نقطة قوة مهمة في عالم الاستعانة بمصادر خارجية.

الشكل 1. العوائد من سنة حتى تاريخ على الصناديق الأمريكية التي تركز على الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة في سياق سوق الأسهم الأمريكية الأوسع

70% من الصناديق الأمريكية المتمحورة حول المسائل البيئية والاجتماعية والإدارية قدمت أفضل نصف أداء في الربع الأول من 2020، خلال عمليات البيع مع بداية وباء كوفيد-19.



صناديق الأسهم المستدامة (N=206)

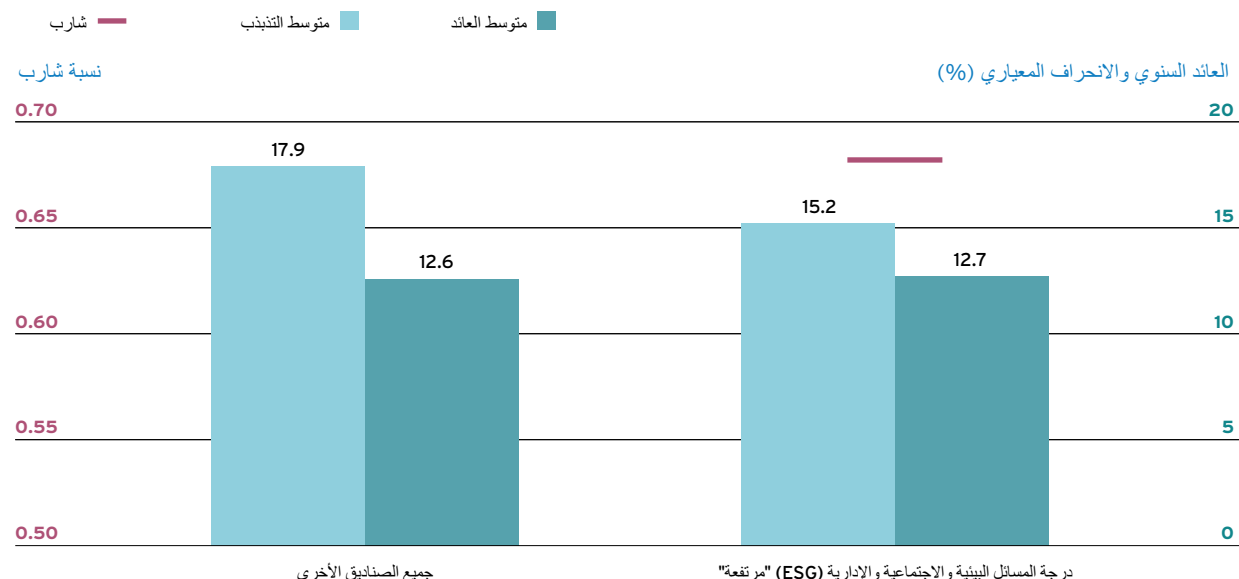
<sup>1</sup> المصدر: مورنغستار دابركت 1 يناير 2020 - 31 مارس 2020. ملاحظة: تم استخدام فئة الأسهم الأقدم للصناديق المشتركة. نقارن عوائد كافة صناديق الأسهم المستدامة المفتوحة ذات التبادل التجاري والبالغ عددها 206 صندوقاً والمتاحة في الولايات المتحدة مع المجموعات النظرية. المجموعات النظرية وفق فئات مورنغستار: صناديق الأوعية استناداً إلى المنطقة، وحد السوق، والنمط، وتحتوي على الصناديق المستدامة والصناديق التقليدية معاً. إن الأداء السابق ليس مؤشراً على النتائج المستقبلية. ينبغي عدم الاعتماد المبادئ المتعلقة بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة على أنها الاعتبار الأوحده عند اتخاذ قرار استثماري. فاخترنا الاستثمارات وفق المبادئ المتعلقة بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة لن تضمن العوائد المستقبلية الإيجابية. لا ضمانات بأن أي عملية فرز للاستثمارات المسؤولة اجتماعياً (SRI) سوف تحقق أهدافها أو أن الاستثمار لن يتكبد خسائر.

والنمو في الاستثمارات المستدامة يعكس جاذبية الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة هذه كمنظور إضافي إلى جانب الأساسيات التقليدية. كما إنه يزود المستثمرين بفرصة للاستثمار بما يتماشى مع التغيرات التي يريدون رؤيتها في ممارسات الأعمال والبيئة أو المجتمع. ومن الأمثلة التي يكثر التنويه لها الرعاية الصحية، والتكنولوجيا الحيوية، والطاقة النظيفة والإسكان المعقول.

وفي يخص الجوانح مثل كوفيد-19، فإن الاعتبارات البيئية والاجتماعية والحوكمة كثيرة. فإن تعين على المرء اختيار معيار واحد فقط لكل من المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة، فإن ما يخطر على البال الاحتياجات للمياه النظيفة التي تتيح التصنيع النظيف للأدوية واللقاحات، والآليات التي تحدد وتنتج اللقاحات للمجموعات الأكثر تعرضاً للخطر، وبروتوكولات السلامة التي تمكن من التجارب سريعة التتبع والإنتاج.

ومن الجدير ذكره أنه في الربع الأول من 2020، جاءت 70% من الصناديق الأمريكية التي تركز على الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة ضمن النصف الأعلى أداءً<sup>1</sup>. وهذا يتماشى مع العوائد الفائقة المعدلة على المخاطر والتي تتبع مدراء الاستثمارات البيئية والاجتماعية والحوكمة للصناديق التي تركز على الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة مقارنة بالمدراء التقليديين من 2010 إلى 2019<sup>2</sup>. لا تزال الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة، إلى حد ما، نهجاً قيد التطوير للاستثمار، مع مقاييس متنامية، وأطر عمل وشروط إبلاغ قياسية. بالتزامن مع نضوجه، نتوقع أن نشهد استمرار الأداء من الشركات الأفضل أداءً في الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة ليس فقط أثناء تلاشي الوباء بل ولأجيال قادمة.

الشكل 2. الحالة التاريخية للاستثمار وفق في الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة



بالمقارنة مع المدراء التقليديين، أحرز المدراء المهتمون بالمسائل البيئية والاجتماعية والإدارية عوائد مقاربة مع خطر أقل، ما أدى إلى عوائد عالية معدلة على المخاطر ما بين يناير 2010 وديسمبر 2019

<sup>2</sup> المصدر: مورنغنستار؛ 1 يناير 2010 إلى 31 ديسمبر 2019. إن الأداء السابق ليس مؤشراً على النتائج المستقبلية. مكتب خبير استراتيجي أول لشؤون الاستثمار، Citi Private Bank. لقد استخدمنا بيانات 528 صندوق أسهم أمريكية مع بيانات تعود إلى 2010 من قاعدة بيانات مورنغنستار. ومن بين هذه الصناديق، فإن 58 صندوقاً كانت محددة على أنها حققت درجة مرتفعة الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة استناداً إلى منهجية مورنغنستار؛ وبلغ إجمالي الصناديق الأخرى 470 صندوقاً. قمنا بمقارنة الصناديق ذات الدرجة العالية في الجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة وجميع الصناديق الأخرى على أساس متكافئ الأوزان بخصوص العوائد والانحراف المعياري. تم حساب نسب شارب المبينة على العوائد التراكمية والانحرافات المعيارية. نسبة شارب هي مقياس للعوائد المعدلة على المخاطر للمحافظ المالية. تعتبر المحفظة ذات نسبة شارب المرتفعة فائقة الأداء مقارنة بأقرانها. ينبغي عدم الاعتماد المبادئ المتعلقة بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة على أنها الاعتبار الأوحد عند اتخاذ قرار استثماري. فاختيار الاستثمارات وفق المبادئ المتعلقة بالجوانب البيئية والاجتماعية والحوكمة لن تضمن العوائد المستقبلية الإيجابية. لا ضمانات بأن أي عملية فرز للاستثمارات المسؤولة اجتماعياً (SRI) سوف تحقق أهدافها أو أن الاستثمار لن يتكبد خسائر.

## 3 مخصصات الأصول

### المحتويات

- 3.1 التحول إلى مخصصات أصول جديدة
- 3.2 الحكمة من الاستثمار دفعة واحدة
- 3.3 تغيرات كبرى على تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا

### 3.1 التحول إلى مخصصات أصول جديدة

ستيفين ويتنغ، خبير استراتيجي أول لشؤون الاستثمار وخبير اقتصادي أول

لقد أصبح تحقيق التنوع بالجمع ما بين الأسهم والعائد الثابت أكثر صعوبة. فهذا يتطلب منا النظر في الفرص الإضافية لبناء محافظ متنوعة على مستوى العالم.

#### الرسائل الرئيسية

- لقد فقدت السندات الحكومية التي تحقق عوائد أدنى قدرتها على توفير التنوع والعوائد معاً
- والسندات ذات الدرجة الاستثمارية الأخرى مثل الشركات عالية الجودة لا تكون دائماً بديلاً فعالاً
- وهذا يتضمن تغييراً كبيراً في مخصصات الأصول يجب النظر فيه بعناية كبيرة
- خلال النظر في مخصصات أصول جديدة، نجد أنه من المرجح أن يلعب الذهب دوراً، مع أنه لا توجد معه كوينات
- نتوقع المزيد من الاهتمام باستراتيجيات أسواق رأس المال التي يمكنها تغيير مجموعة المحافظ ذات العوائد الخطرة وتوفير تحوط من المخاطر
- بالنسبة لتعزيز العوائد المحتملة طويلة الأجل، نحن منجذبون إلى الأسهم الخاصة ورأس المال في مغامرات الأعمال في مراحلها المتأخرة بالذات، ومن المرجح لفئات الأصول أن تكون أكثر هيمنة في المحافظ المتنوعة من الآن فصاعداً



الشكل 1. عوائد التنويع العالمي المعدلة على أساس المخاطر

العائد المعدل على المخاطر	متوسط عائد 10 سنوات	العشر سنوات الثانية من الألفية الجديدة	العشر سنوات الأولى من الألفية الجديدة	تسعينيات القرن العشرين	ثمانينيات القرن العشرين	سبعينيات القرن العشرين	ستينيات القرن العشرين	خمسنيات القرن العشرين
مخصصات الأصول 0.53	رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة %12.0	الأسهم الأمريكية %13.6	السندات الحكومية للأسواق الناشئة بالدولار الأمريكي %12.9	الأسهم الأمريكية %18.2	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %22.8	السندات الحكومية للأسواق الناشئة بالدولار الأمريكي %14.4	رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة %15.5	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %20.8
الأسهم الأمريكية 0.49	الأسهم الأمريكية %11.6	رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة %10.5	سندات حكومات مجموعة السبع %6.4	رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة %11.6	الأسهم الأمريكية %17.5	رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة %11.5	الأسهم الأمريكية %7.8	الأسهم الأمريكية %19.3
السندات الحكومية للأسواق الناشئة بالدولار الأمريكي 0.43	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %10.5	مخصصات الأصول %7.7	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %6.4	مخصصات الأصول %11.0	مخصصات الأصول %17.4	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %10.1	مخصصات الأصول %5.4	رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة %16.9
رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة 0.38	مخصصات الأصول %9.3	السندات الحكومية للأسواق الناشئة بالدولار الأمريكي %6.3	مخصصات الأصول %3.4	سندات حكومات مجموعة السبع %8.0	رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة %15.8	مخصصات الأصول %8.0	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %5.1	مخصصات الأصول %12.1
الأسهم العالمية باستثناء أمريكا 0.37	السندات الحكومية للأسواق الناشئة بالدولار الأمريكي %8.1	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %6.0	النقد %2.7	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %8.0	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %12.8	النقد %6.5	النقد %4.1	السندات الحكومية للأسواق الناشئة بالدولار الأمريكي %5.3
الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة 0.18	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %5.8	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %4.3	رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة %2.2	السندات الحكومية للأسواق الناشئة بالدولار الأمريكي %7.7	سندات حكومات مجموعة السبع %12.8	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %6.1	السندات الحكومية للأسواق الناشئة بالدولار الأمريكي %3.5	النقد %2.0
سندات حكومات مجموعة السبع 0.17	سندات حكومات مجموعة السبع %5.7	سندات حكومات مجموعة السبع %3.7	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %1.6	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %7.3	النقد %9.1	سندات حكومات مجموعة السبع %6.1	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %2.4	سندات حكومات مجموعة السبع %0.4
	النقد %4.3	النقد %0.6	الأسهم الأمريكية %-0.9	النقد %5.0	السندات الحكومية للأسواق الناشئة بالدولار الأمريكي %6.4	الأسهم الأمريكية %5.8	سندات حكومات مجموعة السبع %2.4	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %0.4

المصدر: Factset وبنك Citi Private Bank، فريق مخصصات الأصول العالمية كما في 20 أبريل 2020. استراتيجيات التقييم التكميلية (AVS) هي منهجية مخصصات أصول استراتيجية تخضع لملكية البنك الخاص. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. "مخصصات الأصول" في هذا الرسم البياني تمثل مخصصات من مستوى الخطر 3 على استراتيجية (AVS)، ما يشمل المخصصات على الأسهم، والعائد الثابت، والسلع، والنقد، وصناديق التحوط. مستويات الخطر هي مؤشر لشبهة العملاء للمخاطرة. مستوى الخطر 3 - يبحث عن رفع رأس المال بمقدار بسيط، والحفاظ على رأس المال الثانوي. تم احتساب العوائد المبينة عند مستوى فئة أصول باستخدام المؤشرات وهي لا تعكس الرسوم التي خفضت الأداء المبين. تم تعريف العائد المعدل على الخطر هنا على أنها نسبة شارب. انظر مسرد المصطلحات للتعريفات.

بناء محفظة رئيسية متنوعة عالمياً والحفاظ عليها مستثمرة بالكامل للمدى الطويل. لا توجد مشورة أهم في عالم الاستثمار من ذلك يمكننا تزويدك بها بصفتنا شركاءك الموثقين - انظر [فلسفة وعملية الاستثمار لدينا](#) في [النظرة المستقبلية 2020](#). بمرور الوقت، ساعدت هذه المشورة في حماية وتنمية الثروات بصورة أكثر فاعلية من أي نهج منفرد آخر. ونعتقد بأنها ستظل تفعل ذلك. وفي الوقت نفسه، فإن التغيرات في العوائد والمخاطر الأكبر المصاحبة لبعض فئات الأصول تجعل من تحقيق التنوع أكثر صعوبة من أي وقت مضى. لذلك، نحن بحاجة إلى إعادة التفكير في جوانب مخصصات الأصول.

### المخاطرة الأقل تتطلب جهداً أكبر

في مجال الاستثمار، لا يوجد شيء مجاني. لعل التنوع هو أفضل ما يلائمه. لقد أنتجت مخصصات الأصول المتنوعة عالمياً عوائد فائقة معدلة على المخاطر مقارنة بكل فئة أصول فردية ما بين 1950 و 2020 - **الشكل 1.**

إن الجمع ما بين الأسهم والعائد الثابت، وكذلك فئات الأصول الأخرى، بالنسب السليمة، يخفف من تذبذب المحفظة بمرور الوقت. فعندما تهبط الأسهم بحدّة، ترتفع أصول العائد الثابت عالية الجودة عادة. والمنطق الأقوى لهذه المكاسب يتمثل في الدخل المضمون الذي توفره هذه السندات. لكن ومع هبوط المردود وندرة الدخل من السندات، تتلاشى مميزات التنوع للسندات قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

المردود العالمي لجميع سندات الأسواق المتقدمة والناشئة من جميع النواعيات - بما فيها الدرجة دون الاستثمارية - هي عند 1.4% فقط. وإذا ما نظرنا إلى ما بعد عدة سنوات، فإننا نعتقد بأن الغالبية العظمى من أصول العائد الثابت سوف تصبح "غير استثمارية". ما نقصده هو أن امتلاك غالبية السندات سوف يكون مختلفاً قليلاً عن الاحتفاظ بالنقد. وكما قلنا مراراً وتكراراً، فإن الاحتفاظ بالكثير من النقد هو مظهر من مظاهر التوقيت للأسواق. وعليه فمن المرجح أن تشكل محفظة تحتوي على نقد والكثير من السندات ذات العوائد شديدة الانخفاض أن تشكل ضغطاً كبيراً على العوائد بمرور الوقت - انظر [الحكمة من الاستثمار دفعة واحدة: لم عليك الاستثمار بكامل طاقتك الآن](#).

الشكل 2. لا يمكن تعويض انخفاضات الأسهم إلا من خلال سندات الخزينة الأمريكية طويلة المدى.

مؤشر إجمالي العائد في S&P (%)	مؤشر بلومبيرغ باركليز لسندات الخزينة الأمريكية (%)	مؤشر بلومبيرغ باركليز للشركات الأمريكية (%)
مدة المؤشر: 7,2 سنة	مدة المؤشر: 8,3 سنة	
1974	-26.5	7.1
1977	-7.2	2.7
1981	-4.9	9.2
1990	-3.1	8.5
2000	-9.1	13.5
2001	-11.9	6.7
2002	-22.1	11.8
2008	-37.0	13.7
2018	-4.4	0.9
من سنة حتى تاريخ 2020	-12.0	8.8
الترابط مع الأسهم في سنوات الهبوط	-0.50	0.44

المصدر: هافر ألتاكس، بلومبيرغ من 1 مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشراً على العوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. انظر مسرد المصطلحات للحصول على التعريفات.

وللتأكد، فإن العائد الثابت عالي الجودة سيظل له دور في المحافظ المحورية. في الحالات التسع الأخيرة التي انخفض فيها مؤشر S&P 500 على مدار سنة كاملة، كانت عوائد سندات الخزينة الأمريكية إيجابية. فالترابط بين سندات الخزينة والأسهم الأمريكية في هذه السنوات كان سلبياً بواقع 0.51. من عام 2020 إلى الآن، استمر هذا النمط، حيث ترتفع سندات الخزينة مقابل تراجع الأسهم - **الشكل 2.** لكن بوجود عائد على سندات الخزينة التي تتراوح مدتها من 10 سنوات إلى 30 سنة بواقع 0.65% إلى 1.3% فقط، فإننا نراها الآن كتحوط من المخاطر فقط وليس مصدرًا للدخل.



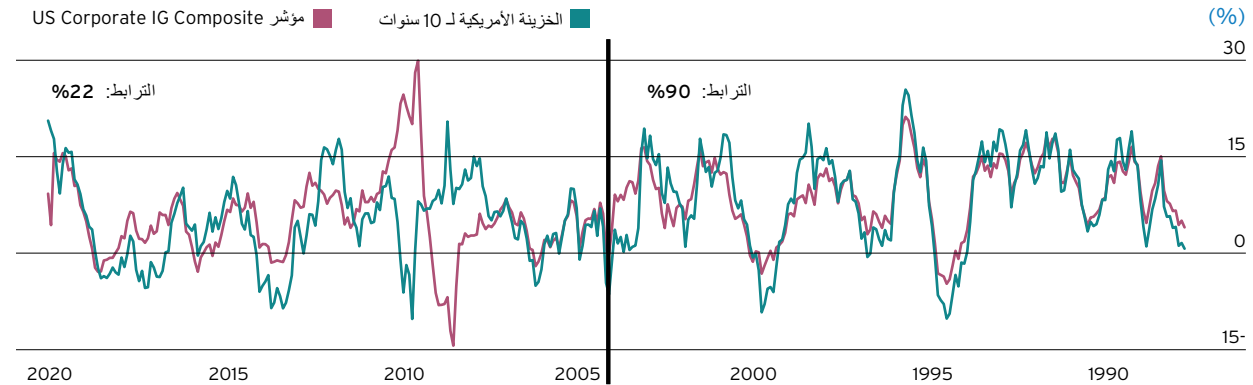
## تبيّن أن الائتمان القائم على الدرجة الاستثمارية ليس بديلاً

ماذا عن استخدام ائتمان الشركات من الدرجة الاستثمارية (IG) كبديل للمحافظ التي تحقق الدخل لسندات الخزينة وغيرها من الديون السيادية؟ في السابق، كانت الشركات ذات الدرجة الاستثمارية وسندات الخزينة الأمريكية تميل إلى التحرك معاً بقوة. ففي خلال خمس عشرة سنة وصولاً إلى 2005، كان الترابط بين عوائدهما على اثني عشر شهراً مثالياً تقريباً عند 0.90 - **الشكل 3**. أما في السنوات الخمسة عشرة الأخيرة، كان الترابط أضعف بكثير بواقع 0.22. وهذا يعني أن الائتمان القائم على الدرجة الاستثمارية تحوط ضعيف من المخاطر. والملاحظ أن الائتمان القائم على الدرجة الاستثمارية هبط خلال ذروة الأزمة الاقتصادية 2008-2020، في حين ارتفعت سندات الخزينة الأمريكية. وفي خضم حالات عدم اليقين الشديدة، شعر المستثمرون بالراحة بشكل واضح فقط مع الديون الأعلى جودة من بين الجميع.

بل إن ائتمان الدرجة الاستثمارية الأمريكية أصبح مترابطاً بصورة متزايدة مع الأسهم - انظر **الشكل 4**. ولسوء الحظ، ينطبق ذلك خلال أوقات التوتر بشكل خاص. ففي السنوات التي انخفضت فيها الأسهم الأمريكية، كان الترابط بين سندات وأسهم الشركات الأمريكية ذات الدرجة الاستثمارية مرتفعاً إلى 0.45، في حين كان الترابط سلبياً بين سندات الخزينة الأمريكية والأسهم. فإذا نظرنا إلى الأمام، فإننا نتوقع ألا يوفر الائتمان القائم على الدرجة الاستثمارية التنوع الكافي في أوقات الحاجة القصوى إليه. ومن أسباب ذلك أن ديون الشركات والأسهم عادة ما تكون معروضة للتداول في الكيانات نفسها. دين الشركات أعلى في الهيكلة الرأسمالية، وأكثر أماناً نسبياً من الأسهم، لكن يكون لها عائد محتمل أكثر محدودية بكثير.

وهناك سبب آخر مهم لارتفاع الترابط بين الأسهم والائتمان وهو ازدياد المديونية لقطاع الشركات الأمريكية. فقد انخفض متوسط التصنيفات الائتمانية خلال عمليات التوسع الاقتصادي الأخيرة. ومن عوارض ذلك الارتفاع في حصة الدين الأمريكي المصنف عند BBB - وهو أدنى تصنيف للدرجة الاستثمارية - وما دونها - **الشكل 5**. تمتلك الشركات في الأسواق المتقدمة خارج الولايات المتحدة ميزانيات عمومية أقوى بصورة نسبية. لكنها عادة ما تكون ذات مردود أقل.

الشكل 3. العلاقة الضعيفة بين سندات الخزينة والائتمان القائم على الدرجة الاستثمارية



المصدر: Haver Analytics, Bloomberg، طوال شهر مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشراً على العوائد المستقبلية.

الشكل 4. الديون السيادية والشركات: بدائل غير مثالية

الدرجة الاستثمارية للشركات الأمريكية وفق بلومبيرغ باركليز (%)	سندات الشركات الأمريكية عالية المردود وفق بلومبيرغ باركليز (%)	سندات الخزينة التراكمية للحكومة الأمريكية وفق بلومبيرغ باركليز (+20 سنة) (%)	
منذ عام 2003	0.39	0.40-	
منذ عام 2001	0.24	0.39-	
منذ عام 1995	0.23	0.22-	ترابط متدهور
منذ عام 1990	0.23	0.13-	ترابط متصاعد
حرب الخليج الأولى / الكساد أغسطس إلى أكتوبر 1990	0.62	0.21-	ترابط أدنى
الأزمة المالية الآسيوية أغسطس إلى سبتمبر 1998	0.03	0.66-	
فقاعة التكنولوجيا/الكساد 2000 إلى سبتمبر 2001	0.20-	0.22-	
فضيحة المحاسبة الأمريكية أبريل إلى أكتوبر 2002	0.51-	0.56-	
الأزمة المالية العالمية سبتمبر 2008 إلى مارس 2009	0.19-	0.33-	
أزمة الديون السيادية في منطقة اليورو أغسطس إلى سبتمبر 2011	0.57-	0.68-	
انهيار النفط ديسمبر 2015 إلى فبراير 2016	0.23-	0.39-	
كوفيد 19 فبراير إلى مارس 2020	0.16	0.40-	

المصدر: Haver Analytics, Bloomberg، طوال شهر مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشراً على العوائد المستقبلية. انظر مسرد المصطلحات للحصول على التعريفات. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر.

وإذا نظرنا إلى الوضع في الخارج، نرى أن شركات الأسواق الناشئة ليست بديلاً عن مقترضى الديون السيادية الكبار. ومع أنها تظل فئة أصول مجدية بذاتها، إلا أنه لا الشركات الأجنبية ولا حكوماتها لديها طابعات دولار أمريكي أو عملات احتياطية أخرى. لذلك لا يمكنها أن تحل محل الائتمان القائم على الدرجة الاستثمارية بالدولار الأمريكي.

لذلك فديون الشركات ذات الدرجة الاستثمارية لا يمكنها أن توفر الدخل والتنوع الذي حصلنا عليه سابقاً من خلال دمجها.

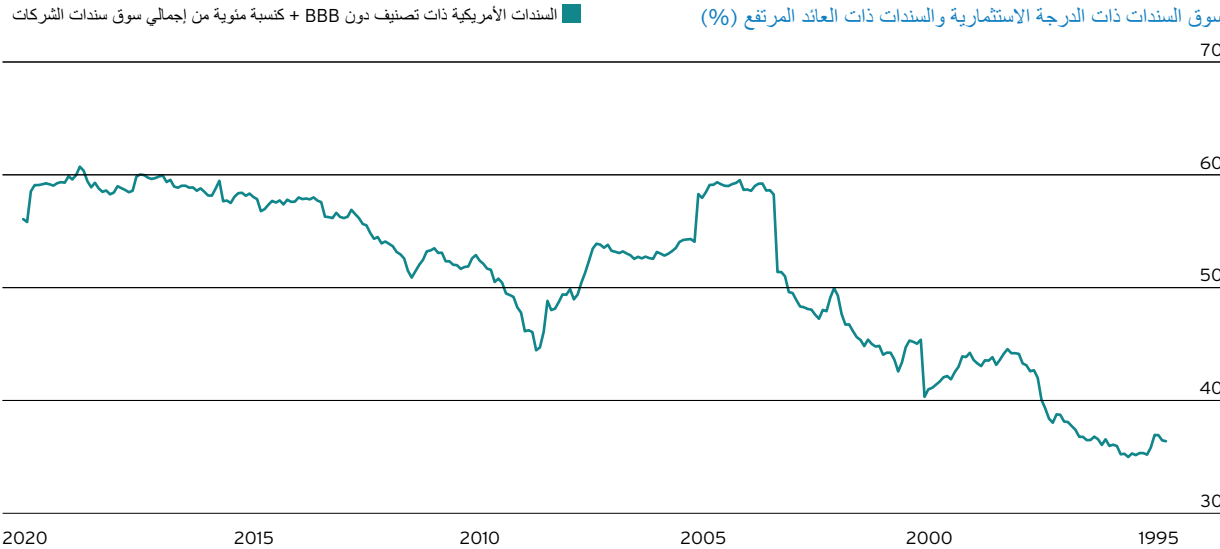
وهذا تغيير كبير في مخصصات الأصول يجب النظر فيه بعناية كبيرة.

### مخصصات أصول جديدة

في العالم الذي يسوده عدم اليقين اليوم والذي تُسجل فيه أدنى معدلات فائدة ومردود، يُعتبر السعي وراء تنوع المحافظ المحورية أكثر أهمية وأكثر صعوبة من أي وقت سابق. يجب علينا البحث عن بدائل لبعض الممتلكات التقليدية في سعينا وراء خلق عوائد أفضل طويلة الأجل ومعدلة على المخاطر.

من بين ما يمكن النظر فيه الذهب. فعلى مرّ ثلاثة عقود، أظهرت عوائد المعدن الأصفر السنوية ترابطاً قليلاً مع أسهم الأسواق المتقدمة. فيمكن أن يوفر تنوعاً خلال أوقات الضغط على الأسهم بصورة أساسية. وعلى الرغم من حالات التسييل الواسعة النطاق خلال أسوأ عمليات البيع المدفوعة بالأوبئة في عام 2020، انخفض سعره الفوري إلى حيث كان في السنة التي كانت فيها الأسهم الأمريكية منخفضة بنسبة 35%. ومع ذلك فإن السيئة الوحيدة للذهب هي أنه لا دخل منه على الإطلاق. ومع أن الذهب قد يساعد في المحافظ المحورية التحوطية، فإنه لذلك لا يمكنه صراحة أن يحل محل أشكال التنوع المدرة للدخل.

### الشكل 5. تدهور جودة الديون الأمريكية



المصدر: Haver Analytics, Bloomberg، طوال شهر مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشراً على العوائد المستقبلية.

تكون تكاليف التحوط منخفضة، مما يمكن من إضافة التنوع بأسعار رخيصة إلى المحافظ المحورية. وفي الوقت المناسب، نعتقد أن التحولات واستراتيجيات الدخل المعمول بها في بعض السندات سوف تصبح عناصر مهمة في "مخصصات الأصول الجديدة".

لمعرفة مدى تنوع محفظتك المحورية، اطلب منا تقرير "قائمة مراقبة فرص الاستثمار المستقبلية" الخاص بك. عندها يمكننا اقتراح فرص مناسبة لك تساعد على تعزيز مخصصات أصولك.

ومن الاعتبارات الأخرى الأسهم ذات الأرباح. لكن هذه الأسهم لديها ترابطات مع الأسهم المرتفعة بما يكفي لا يوفر تنوعاً أكبر بشكل واضح. وتوفر الأسهم التفضيلية مزايا صغيرة للمحافظ. لذلك، فالمرجح أن تصبح الاستثمارات البديلة أكثر أهمية بالنسبة للتنوع في المحافظ طويلة الأجل. وسوف تستفيد الأسهم الخاصة من معدلات الفائدة المنخفضة لسنوات قادمة. وعلى ذات المنوال، فإن استراتيجيات رؤوس الأموال للمشاريع المغامرة في مراحلها النهائية تتخذ مخاطر أقل في الأسهم وذلك بالانكشاف على الشركات ذات التقييمات الأدنى، قبل طرحها للعامة. ولكن في جميع هذه الحالات، فإن المزايا التاريخية لسندات الخزينة لا يمكن استبدالها.

فإذا نظرنا إلى المستقبل، فقد نسلط الضوء على إمكانات استراتيجيات أسواق رأس المال. بالنسبة للعملاء المناسبين، فقد تمثل هذه فرصة لخلق عناصر من مخصصات الأسهم والعائد الثابت. للتذبذب الضمني نظامان أساسيان، أحدهما مرتفع ومنخفض. فعندما يرتفع التذبذب، تظهر الاستراتيجيات التي تبحث عن توليد الدخل - انظر [إلى الذي تفعله العائلات الذكية في أسواق رأس المال](#). وعندما يكون التذبذب منخفضاً،

جو فيوركا وجو كابلان ساهما أيضاً في هذه المقالة.

<sup>1</sup> انظر مسرد المصطلحات للحصول على التعريفات.

## 3.2 الحكمة من الاستثمار دفعة واحدة: لم عليك الاستثمار بكامل طاقتك الآن

فل واتسون،  
رئيس مختبر الاستثمارات العالمية

يُظهر تحليلنا الدقيق أن الاستثمار الفوري قد أخرج نتائج أفضل في أربعة أخماس الوقت. فكلما قلّ النقد وقل الانتظار كان ذلك دافعاً أكبر للمحفظة.

### الرسائل الرئيسية

- بعض العملاء يحتفظون عادة بما يصل إلى 35% من محافظهم المحورية على صورة نقد.
- لكن الدرس الواضح الذي علمنا إياه التاريخ هو أن البقاء خارج السوق مكلف
- نحن نقارن بين ثلاثة مقاربات للتعامل مع النقد الفائض
- إذا كنت تحتفظ بنقد فائض، فننصحك باستثماره في محفظة محورية متنوعة على مستوى العالم في أقرب وقت ممكن



على الرغم من نصيحتنا، فثمة زيادة حديثة في مستويات النقد لدى العديد من العملاء. فبعضهم يحتفظ عادة بما يصل إلى 35% من محافظهم المحورية على صورة نقد.

فإن كنت تحتفظ حاليًا بنقد فائض، فلعلك تتساءل متى وكيف تستثمره. بوجود هذا القدر الكبير من عدم اليقين بخصوص النظرة المستقبلية الاقتصادية لما بعد الوباء، قد تشعر بالرغبة في الانتظار لتصحيح السوق المقبل قبل القيام بحركة. وقد تكون كذلك منقسمًا بين استثمار جميع أموالك دفعة واحدة أو على مراحل. فالخوف من الندم لاحقًا هو على الأرجح المؤثر الأقوى على تفكيرك. لكننا ننصحك بأن تضع قرارك على أساس الدروس المهمة التي تعلمناها من العقود الطويلة في تاريخ السوق المالي.

البقاء خارج السوق مكلف. نحن نقارن أداء محفظة متنوعة عالميًا ومستثمرة بالكامل ومحفظة مثقلة بالنقد ما بين 1955 و2020<sup>1</sup>. ويتقسيم هذه الحقيبة إلى فترات متعاقبة مكونة من خمس سنوات لكل منها، نلاحظ أن أداء المحافظ المتنوعة عالميًا كان متفوقًا على المحافظ المثقلة بالنقد بواقع 97% من الوقت. وعلى مدى 65 عامًا، لم يكن هناك مجال مدته خمس سنوات خسرت فيه المحافظ المتنوعة عالميًا المال.

فأفضل وأسوأ الأيام في السوق متشابكة تمامًا. بعض أفضل أيام سوق الأسهم كثيرًا ما يكون عقب أسوأ أيامه على الفور. في الفترة الممتدة من 24 فبراير إلى 1 أبريل 2020، سجل مؤشر S&P 500 ثمانية من أسوأ عشر أيام له في العقد المنصرم. لكنه كذلك شهد سبعة من أفضل 10 أيام له في نفس الفترة. بدون هذه الأيام الأفضل، كان إجمالي العائد على الشهور الأربعة الأخيرة سيكون -42%، بدلًا من -9%. وهذا هو النمط الاعتيادي لفترات الضغط في السوق. وفي الفترة الممتدة من 2000 إلى 2020، حدثت 70% من أفضل عشرين يومًا في مؤشر S&P خلال شهر من أسوأ الأيام التي شهدناها. بقاؤك خارج السوق في أوقات مثل هذه قد يكون له آثاره المدمرة على ثروتك.

#### الشكل 1: الاستثمار دفعة واحدة أفضل

العوائد السنوية (فترات استثمار مدتها 3 سنوات)  
الأداء التاريخي، يناير 1955 - مارس 2020

الاستثمار دفعة واحدة	تعديل متوسط كلفة المال	الشراء عند المستويات الدنيا
متوسط العائد السنوي (%)	11.56	6.39
متوسط التقلب السنوي (%)	8.55	4.23
نسبة شارب	0.81	0.41
أفضل عائد تراكمي على مدى 3 سنوات (%)	179.98	61.60
أسوأ عائد تراكمي على مدى 3 سنوات (%)	39.37-	41.72-
أقصى تراجع على مدى 12 شهرًا (%)	47.32-	30.98-
% إيجابية (فترة 36 شهرًا)	90.2	90.6
أفضل عائد (%) من 747 ملاحظة	60	23

المصدر: غلوبال انفستمنت لاب، Citi Private Bank، كما في 1 مايو 2020. فئات الأصول التي تم تحليلها هي أسهم في أسواق متقدمة ونقد. واستراتيجيات تعديل متوسط كلفة المال و"الشراء عند المستويات الدنيا" تشمل الفائدة على النقد. الاستثمار دفعة واحدة: افتراض استثمار المبلغ الكامل منذ البداية. تعديل متوسط كلفة المال: يتم عمل الاستثمارات على مدى اثني عشر شهرًا، وذلك على خمس دفعات متساوية. الشراء عند المستويات الدنيا يبدأ بنقد 100%. وطوال فترات الاستثمار الممتدة على ثلاث سنوات، يتم استثمار ثلث المبلغ المتوفر متى انخفض السوق بنسبة 7.5% وإلا ظل كنفد. الأداء السابق لا يمثل ضمانًا للعوائد المستقبلية. هذا التحليل لا يشمل العمولات وأو الرسوم التي تقلل الأداء المبيّن. انظر مسرد المصطلحات للحصول على التعريفات.

بعد أن تقرر الاستثمار، يكون السؤال التالي هو استثمار جميع النقد دفعة واحدة أم على مراحل. نحن نقارن محافظ الأسهم المحورية المتقدمة التي تتبع ثلاث استراتيجيات دخول: الاستثمار مرة واحدة ("الاستثمار دفعة واحدة")، الاستثمار على خمس دفعات متساوية ("تعديل متوسط كلفة المال")، والشراء فقط عندما ينخفض السوق بمبلغ معين ("الشراء عند الأسعار الدنيا"). وبعد دراسة فترات الاحتفاظ بالنقد مدة ثلاثة وخمسة أعوام منذ عام 1955، وجدنا أن الاستثمار دفعة واحدة حقق عوائد مطلقة ومعدلة على المخاطر أعلى من الاستراتيجيتين الأخريين - الشكل 1. وقد أنتج الاستثمار الفوري عوائد لاحقة أعلى بنسبة 80% من الوقت، حتى خلال الأسواق الهابطة.

نحن نعتقد بأن أدلة التاريخ واضحة. إذا كنت تحتفظ بنقد فائض، فعليك استثماره في محفظة محورية متنوعة على مستوى العالم في أقرب وقت ممكن. ومن ثم ينبغي لك إبقاؤها قيد الاستثمار بالكامل لمدة طويلة. دعنا نساعدك في ذلك.

<sup>1</sup> المخصصات العالمية: المستوى الثالث لاستراتيجيات التقييم التكيفي + صناديق التحوط. تستند العوائد التاريخية المحفظة على عوائد فئات الأصول باستخدام مؤشرات بصفة وكيل وينبغي عدم استخدامها كضمانة لأداء مستقبلي. المخصصات العالمية: استخدام المستوى 3 للسندات العالمية المقومة بالدولار الأمريكي عبر السلاسل الزمنية لاستراتيجيات التقييم التكيفي (AVS): الأسهم في الأسواق المتقدمة عالميًا 47%، الأسهم في الأسواق الناشئة عالميًا 7%، العائد الثابت من الدرجة الاستثمارية المتطورة العالمية 27%، العائد الثابت للمردود المرتفع للشركات في الأسواق المتقدمة عالميًا 2%، العائد الثابت في الأسواق الناشئة 2.2%، النقد 2%، صناديق التحوط 12%. تتم إعادة موازنة المخصصات سنويًا. إن أداء مؤشر ما لا يمثل بشكل دقيق أي استثمار بعينه، حيث لا يمكنك الاستثمار مباشرة في المؤشر. الشرح السالف ذكره لا يعكس تخفيض أية رسوم أو نفقات. تستند الشروحات إلى بيانات من 1 يناير 1950 إلى 20 مارس 2020.



### 3.3 تغيرات كبرى على تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا

غريغ فان إنويغن، الرئيس العالمي للبحوث الكمية ومخصصات الأصول،  
CITI INVESTMENT MANAGEMENT

يجب مراجعة مخصصات الأصول في المحافظ عندما تتغير تستند إليه من الفرضيات، كما حدث في 2020. تقديرات العوائد الاستراتيجية المحدثة تعكس وقائع جديدة لا يمكن للمستثمرين طويلي الأجل تجاهلها.

#### الرسائل الرئيسية

- الاستجابة المالية والنقدية لتداعيات الوباء أضرت بشدة العديد من إمكانات العوائد المستقبلية لفئات الأصول
- بدلاً من الانتظار إلى نهاية العام كالعادة، فإننا نحذّر تقديرات عوائد فئات الأصول السنوية للعقد المقبل حالياً - تقديرات العوائد الاستراتيجية (SREs)
- تراجع تقديرات العوائد الاستراتيجية للنقد والدخل الثابت للدرجة الاستثمارية
- تتطلب تغيرات تقديرات العوائد الاستراتيجية إعادة تخصيص المحافظ على مدى الشهور المقبلة



التدابير المالية والنقدية لمكافحة الآثار المدمرة للإغلاقات الاقتصادية في العالم ساعدت في تجنب حدوث كساد عظيم آخر. لكن هذه العواقب من تلك التدابير قد أضرت بشكل كبير إمكانات العوائد المستقبلية للعديد من فئات الأصول، لا سيما العائد الثابت والنقد. لذلك قررنا تحديث تقديرات عوائد فئات الأصول السنوية لدينا للعقد المقبل - تقديرات العوائد الاستراتيجية - في مرحلة منتصف العام، بدلاً من الانتظار حتى موعد المراجعة الاعتيادية في نهاية العام.

إن التغيرات في تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا تغيرات جوهرية. فقد ارتفعت بالنسبة لأسهم الأسواق المتقدمة، لا سيما لأسهم الشركات الصغيرة والمتوسطة - الشكل 1. كما ارتفعت تقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة بالدخل الثابت مرتفع المردود مع تلك الخاصة بديون الأسواق الناشئة. والتغيرات من هذا القبيل نادرة وكان الدافع لها الانخفاضات الكبيرة في العوائد المتوقعة من السندات السيادية والنقد.

استناداً إلى تقديرات العوائد الاستراتيجية (SRE)، فإن منهجية مخصصات الأصول الاستراتيجية لدينا - استراتيجيات التقييم التكيفي (AVS) - توصي بالمخصصات لفئات الأصول المتعددة. تميل استراتيجيات التقييم التكيفي (AVS) للتوصية بمخصصات أكبر لفئات الأصول ذات تقديرات العوائد الاستراتيجية الأعلى (SRE). لكن بعض فئات الأصول ذات تقديرات العوائد الاستراتيجية المعتدلة يمكنها توفير حماية قيمة من حالات الانخفاض في بيئات الضغط وسوف تتلقى مخصصات.

وعليه فإن التغيرات الجوهرية التي حدثت مؤخراً على تقديرات العوائد الاستراتيجية تتطلب بعض التعديل على المحافظ لتعكس هذه التغيرات. وعليه، فسوف تجري برامجنا الخاصة إعادة مخصصات في الشهور المقبلة.

الشكل 1. تقديرات العوائد الاستراتيجية المحدثة لدينا

2020 (%)	منتصف عام 2020 (%)	
5.1	6.2	أسهم الأسواق المتقدمة العالمية
4.4	5.5	أسهم رؤوس الأموال الكبيرة العالمية
9.2	11.6	أسهم رؤوس الأموال الصغيرة/المتوسطة العالمية
10.9	11.7	أسهم الأسواق الناشئة العالمية
2.1	1.1	العائد الثابت للسندات ذات الدرجة الاستثمارية في الأسواق المتقدمة العالمية
1.9	0.7	السندات الحكومية في الأسواق المتقدمة
2.7	2.6	سندات الشركات في الأسواق المتقدمة
3.5	5.9	السندات ذات المردود المرتفع
4.7	6.2	العائد الثابت في الأسواق الناشئة العالمية
1.8	0.6	النقد بالدولار الأمريكي
5.3	4.4	صناديق التحوط

\*التغيرات الأولية على تقديرات العوائد الاستراتيجية استناداً إلى العوائد حتى 30 أبريل 2020.

المصدر: فريق مخصصات الأصول العالمية في Citi Private Bank. تقديرات العوائد الاستراتيجية لعام 2020 استناداً إلى البيانات حتى 31 أكتوبر 2019. تقديرات العوائد الاستراتيجية ليست ضماناً للنتائج الفعلية. إن الأداء السابق ليس مؤشراً على النتائج المستقبلية. انظر مسرد المصطلحات للحصول على التعريفات. تقديرات العوائد الاستراتيجية استناداً إلى المؤشرات هي توقع من Citi Private Bank للعوائد لفئات أصول بعينها (والتي ينتمي إليها المؤشر) على فترة 10 سنوات. يعتمد التوقع لكل فئة أصول محددة على استخدام منهجية خاصة بنا، وملانمة لفئة الأصول تلك. تستخدم فئات الأصول للأسهم منهجية توقع خاصة بنا تستند إلى فرضية أن تقييمات الأسهم تعود إلى اتجاهها طويل الأمد بمرور الوقت. تُبنى المنهجية على قياسات تقييم محددة تتطلب مراحل احتساب عديدة. تُطبق الفرضيات المتعلقة بنمو المكاسب المتوقع وأرباح الأسهم عادة لاحتساب تقديرات العوائد الاستراتيجية لفئة أصول الأسهم. تستخدم توقعات فئة أصول العائد الثابت منهجية توقع خاصة تستند إلى مستويات المردود الحالية. تستخدم فئات الأصول الأخرى منهجيات توقع محددة أخرى.







### ما هذا الكم الكبير من التغيرات؟

انخفضت تقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة **بالنقد المقوم بالدولار الأمريكي** بصورة كبيرة هذا العام، حيث قام بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بتخفيض أسعار الفائدة بصورة فاعلة إلى 0% في مارس.

في مجال **العائد الثابت في الأسواق العالمية المتقدمة**، فإن عمليات الشراء التي تقوم بها البنوك المركزية تدفع بتقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة بالسندات الحكومية إلى الانخفاض بصورة كبيرة. لكن تقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة بالشركات ذات الدرجة الاستثمارية لا تستند إلى التغيرات في أسعار الفائدة فقط، بل إلى التوسع في القروض أيضاً. وحيث إن أسعار الفائدة والتوسع في الاقتراض كان في اتجاهين متعاكسين، فلم يحدث تغيير كبير في تقدير العوائد الاستراتيجية. وبالجمع بين سندات الحكومات وسندات الشركات المتقدمة ذات الدرجة الاستثمارية في الأسواق المتقدمة، يكون صافي الأثر منخفضاً عن تقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة بالعائد الثابت للشركات ذات الدرجة الاستثمارية في الأسواق المتقدمة.

وفي المقابل، ارتفعت تقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة **بالعائد الثابت مرتفع المردود**. تتحرك سندات المردود المرتفع بقوة مع الانكشاف على الدين، وليس بالتأثر بأسعار الفائدة. وقد وسّعت مخاطر الوباء من انتشار سندات المردود المرتفع بصورة كبيرة، شأنها في ذلك شأن سندات الشركات ذات الدرجة الاستثمارية. وتعرضت سندات قطاع الطاقة على التحديد لضربة قوية.

كما ارتفعت تقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة **بديون الأسواق الناشئة**. وظل تذبذب أسواق الدين في آسيا بلا حركة مقارنة بأسواق أمريكا اللاتينية، والتي عوقبت بقوة من قبل المستثمرين. وقد رفع هذا الأثر من إجمالي تقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة بديون الأسواق الناشئة.

وارتفعت تقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة **بأسهم الأسواق المتقدمة**. وفي حين هبطت المكاسب المعدلة دورياً إلى حد ما في خضم الإغلاق الاقتصادي، إلا أن أسعار أسواق الأسهم الحالية انخفضت أكثر. نتيجة لذلك، تراجعت نسبة المكاسب السعيرية المعدلة دورياً منذ نهاية عام 2019، الأمر الذي قوّى من تقدير العوائد الاستراتيجية. **كما ارتفعت تقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة** بأسهم رؤوس الأموال الصغيرة في الأسواق المتقدمة. ضرب هذا الاضطراب كذلك أسهم رؤوس الأموال الصغيرة بقوة، نظراً للمخاوف من عوائدها الأقل تنوعاً ومخاطر الضعف الأكبر فيها.

تتسم **صناديق التحوط** بسومات الأسهم والعائد الثابت. وكما في منتصف العام، فقد كان العائد الثابت أكثر تأثراً، مع انخفاض المردود مع أوائل 2020 وتخفيض أسعار الفائدة لتقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة بصناديق التحوط.

بيسان لمراتانمونكول، آندي ز هو، جين ديسيلو، جين هي، ووينجينغ وو ساهموا أيضاً في هذه المقالة

## مسرد المصطلحات

### تعريفات فئة الأصول:

**النقد** يتمثل بمؤشر السندات الحكومية الأمريكية لمدة 3 شهور، بحيث يتم قياس الدين الاسمي المقوم بالدولار الأمريكي والفاعل لمدة 3 شهور وبمعدل فائدة ثابت والصادر عن الخزينة الأمريكية.

**السلع** فئة أصول تحتوي على مؤشرات مركبة - مؤشر GSCI Precious Metals Index للمعادن النفيسة، ومؤشر GSCI Energy Index للطاقة، ومؤشر GSCI Industrial Metals Index للصناعة، ومؤشر GSCI Agricultural Index للزراعي - وهو يقيس أداء الاستثمار في أسواق مختلفة، وهي المعادن النفيسة (مثل الذهب والفضة)، والطاقة (مثل النفط والفحم)، والمعادن الصناعية (مثل النحاس وخام الحديد)، والسلع الزراعية (مثل الصويا والقهوة) على الترتيب. مؤشر Reuters/Jeffries CRB Spot Price Index للأسعار الفورية، ومؤشر TR/CC CRB Excess Return Index للعوائد السريعة، وأسعار المتوسط الرياضي لعقود السلع الأجلة مع إعادة الموازنة الشهرية، وهي تستخدم للبيانات التاريخية التكميلية.

**العائد الثابت للعمليات الصعبة في الأسواق الناشئة** يتمثل في مؤشر السندات السيادية للأسواق الناشئة FTSE (ESBI)، والذي يغطي الديون السيادية للأسواق الناشئة بالعملة الصعبة.

**يتألف العائد الثابت لشركات الأسواق المتطورة العالمية** من مؤشرات بلومبيرغ باركليز التي تستهدف الديون الاستثمارية من سبعة أسواق عملات محلية مختلفة. يتألف المؤشر المركب من سندات شركات مصنفة بدرجة استثمارية من جهات إصدار في أسواق متطورة.

**أسهم الأسواق المتقدمة العالمية** وهو مؤشر مركب من مؤشرات MSCI والتي تهتم باستعراض الشركات الصغيرة إلى المتوسطة عبر 23 سوقاً في الدول المتقدمة، حسب وزنها وفق رأسمالها في السوق في هذه البلدان. ويغطي المؤشر المركب قرابة 95% من رؤوس أموال السوق الحر المعدل في كل بلد.

### العائد الثابت للدرجة الاستثمارية في الأسواق المتقدمة العالمية

وهو مؤلف من مؤشرات بلومبيرغ باركليز والتي تهتم بديون الدرجة الاستثمارية من عشرين سوق عملات محلية مختلفة. ويشتمل المؤشر المركب على سندات الخزينة ثابتة السعر والسندات الحكومية والسندات المقومة حسب الدرجة الاستثمارية للشركات وسندات الأوراق المالية من المصدرين في الأسواق المتقدمة. وتستخدم مؤشرات السوق المحلية للولايات المتحدة وبريطانيا واليابان والبيانات التاريخية التكميلية.

**العائد الثابت في الأسواق الناشئة العالمية** وهو مؤلف من مؤشرات بلومبيرغ باركليز التي تقيس أداء سندات الدين الحكومية في الأسواق الناشئة المقومة بالعملات المحلية ثابتة السعر في 19 سوقاً مختلفاً في أمريكا اللاتينية وأوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا وآسيا. سندات الحكومة الصينية iBoxx ABF، ومؤشر Markit iBoxx ABF المؤلف من الدين بالعملة المحلية من الصين، وتستخدم للبيانات التاريخية التكميلية.

**العائد الثابت العالمي ذو المردود المرتفع** هو مؤلف من مؤشرات بلومبيرغ باركليز التي تقيس سندات الشركات ذات الدرجة غير الاستثمارية وأسعار الفائدة الثابتة المقومة بالدولار الأمريكي، والجنبة الاسترليني واليورو. تُصنف الأوراق المالية على أنها ذات مردود مرتفع إذا كان التصنيف المتوسط من موديز، فيتش، و S&P عند Ba1/BB+/BB+ أو أدنى، باستثناء ديون الأسواق الناشئة. مؤشر إيبوتسون هاي بيلد، وهو مؤشر واسع الطيف عالي المردود يشمل سندات عبر طيف الاستحقاق، ضمن طيف الجودة الائتمانية تصنيف BB-B، والمشمول ضمن مجال الدرجة دون الاستثمارية، تُستخدم للبيانات التاريخية التكميلية.

**صناديق التحوط** وتتألف من مدراء استثمار يستخدمون أساليب استثمار مختلفة حسب سمات الفئات الفرعية المختلفة - مراكز الأسهم طويلة/القصيرة HFRI: مراكز طويلة وقصيرة في الأسهم الرئيسية والأوراق المالية المشتقة عن الأسهم؛ انتماء HFRI: مراكز الأوراق المالية للعائد الثابت للشركات؛ مؤشر HFRI المدفوع بالأحداث: مراكز في شركات منخرطة حالياً أو مستقبلياً في صفقات متنوعة للشركات؛ مؤشر القيمة

النسبية HFRI: مراكز معتمدة على التباين في التقييمات ما بين الأوراق المالية المتعددة؛ الاستراتيجية المتعددة HFRI: مراكز معتمدة على تحقيق انتشار ما بين الأدوات المالية للمردود ذي الصلة؛ مؤشر HFRI للاقتصاد الكلي: مراكز معتمدة على التحركات في المتغيرات الاقتصادية الكامنة وأثرها على الأسواق المختلفة؛ مؤشر Barclays Trader CTA Index: الأداء المركب للبرامج المحددة (مستشارو التجارة في السلع) مع تاريخ أداء لأكثر من أربع سنوات.

**قروض البنوك ذات المردود المرتفع** هي التزامات ممولة لديون صادرة من قبل بنك أو مؤسسة مالية أخرى لشركة أو فرد يحمل مطالبة قانونية لأصول جهة الإقراض في حال إفلاس الشركة. وعادة ما تكون هذه القروض مؤمنة بأصول الشركة، وغالباً ما تدفع قسائم مرتفعة القيمة للجدارة الائتمانية السيئة لشركة ما (درجة غير استثمارية).

**أسهم الشركات الخاصة** وتتسم بتأثيرها بسمات أسهم الشركات الصغيرة في الأسواق المتقدمة، ويتم تعديلها لإزالة السيولة، والتركيز على قطاعات، والرافعة المالية الأكبر.

### تعريفات المؤشرات:

يقيس **مؤشر سندات الشركات الأمريكية بلومبيرغ باركليز** الدرجة الاستثمارية، والسعر الثابت، وسوق سندات الشركات الخاضعة للضريبة. وهو يشمل الأوراق المالية المقومة بالدولار الأمريكي والتي تصدر للعمامة من قبل جهات إصدار أمريكية وغير أمريكية صناعية وخدمية ومالية.

**مؤشر سندات الخزينة الأمريكية بلومبيرغ باركليز** و يقيس الديون الاسمية المقومة بالدولار الأمريكي، ذات السعر الثابت، والصادرة عن الخزينة الأمريكية.

**مؤشر FTSE All-World Index** عبارة عن مؤشر أسواق أسهم التي تمثل أداء الأسهم العالمية التي تغطي أكثر من 3,100 شركة في 47 بلداً بدءاً من عام 1986.

**مؤشر VIX أو Chicago Board Options Exchange Volatility Index (CBOE)،** هو مؤشر فوري يمثل توقعات السوق للتذبذب لمدة 30 يومًا قادمة، ومشتق من مدخلات الأسعار لخيارات مؤشر S&P 500.

مصطلحات أخرى:

**استراتيجيات التقييم التكيفي** هي منهجية مخصصات الأصول الاستراتيجية الخاصة بـ Citi Private Bank. وهي تحدد مزيج الأصول طويلة الأمد المناسبة للمحفظة الاستثمارية لكل عميل.

**الترابط** هو قياس إحصائي لكيفية تحرك أصلين أو فئتي أصول اثنتين تجاه بعضهما بعضًا. ويقاس الترابط على مقياس من 1 إلى -1. فالترابط 1 يعني وجود ترابط إيجابي مثالي، مما يعني أن الأصلين أو فئتي الأصول الاثنتين يتحركان بنفس الاتجاه طوال الوقت. والترابط -1 يعني وجود ترابط سلبي مثالي، بحيث أن أصلين أو فئتي أصول اثنتين يتحركان في الاتجاه المعاكس لبعضهما طوال الوقت. الترابط 0 يعني عدم وجود ترابط بحيث لا تكون هناك علاقة ما بين تحركات الاثنتين بمرور الوقت.

**الليبور** أو السعر المعروض بين البنوك في لندن هو سعر الفائدة التي تعرض بها البنوك قروضًا بينها. ويُستخدم كسعر مرجعي للمبالغ الكبيرة من العقود التمويلية.

**نسبة شارب** هي قياس للعائد المعدل على الخطر، ويُعبّر عنه كعائد فائض لكل وحدة من الانحراف، ويشار إليه عادة بالخطر.

**مؤشر MSCI AC لآسيا باستثناء اليابان** وقياس تمثيل رؤوس الأموال الكبيرة والمتوسطة عبر سوقين متقدمين من أصل ثلاثة\* (باستثناء اليابان) و9 أسواق ناشئة\* في آسيا. وبوجود 1187 شركة ضمنه، يغطي المؤشر المركب قرابة 85% من رؤوس أموال السوق الحر المعدل في كل بلد.

**مؤشر MSCI للصين** وقياس تمثيل رؤوس الأموال الكبيرة والمتوسطة عبر أسهم الصين من الدرجة أ، وأسهم الدرجة هـ، وأسهم الدرجة ب، والأسهم "الحمراء"، والأسهم P وعمليات الإدراج الأجنبية (مثل ADRs). ولكون المؤشر يتألف من 704 شركات، فإنه يغطي قرابة 85% من الأسهم الصينية هذه.

يهتم **مؤشر MSCI للأسواق الناشئة بالشركات الكبيرة والمتوسطة** في أربع وعشرين سوقًا في الدول الناشئة. وبوجود 837 شركة ضمنه، يغطي المؤشر المركب قرابة 85% من رؤوس أموال السوق الحر المعدل في كل بلد.

**مؤشر MSCI للأسواق الناشئة في أوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا** يهتم بتمثيل رؤوس الأموال الكبيرة والمتوسطة عبر 11 سوقًا ناشئة\* في منطقة أوروبا، الشرق الأوسط وأفريقيا (EMEA). وبوجود 173 شركة ضمنه، يغطي المؤشر قرابة 85% من رؤوس أموال السوق الحر المعدل المعممة في كل بلد.

**مؤشر MSCI للأسواق الناشئة في أمريكا اللاتينية** يتناول تمثيل رؤوس الأموال الكبيرة والمتوسطة عبر خمسة أسواق ناشئة في أمريكا اللاتينية. وبوجود 113 شركة ضمنه، يغطي المؤشر المركب قرابة 85% من رؤوس أموال السوق الحر المعدل في كل بلد.

**مؤشر MSCI لأوروبا** يتناول تمثيل رؤوس الأموال الكبيرة والمتوسطة عبر 15 سوقًا متقدمة في أوروبا\*. وبوجود 437 شركة فيه، فهو يغطي قرابة 85% من رؤوس أموال السوق الحر المعدل في أسهم الأسواق الأوروبية المتقدمة.

## الإفصاحات

هذه النشرة مقدمة لأغراض المعلومات والنقاشات فقط، وبطلب من متلقيها. وينبغي للمتلقى إخطار البنك فوراً في أي وقت يرغب فيه في وقف تزويده بهذه المعلومات. وما لم يشر إلى خلاف ذلك، فإنه (1) لا تشكل عرضاً أو توصية لشراء أو بيع أية أوراق مالية أو أدوات مالية أو غيرها من المنتجات أو الخدمات، أو لاجتذاب أية تمويل أو إيداعات، و(2) لا تشكل طلباً إن لم يكن خاضعاً لقواعد CFTC (لكن انظر النقاش أعلاه بخصوص خضوع النشرة لقواعد CFTC)، و(3) لا يُقصد بها أن تكون بمثابة معلومات رسمية بخصوص أية صفقة.

لا تأخذ هذه النشرة في الاعتبار أهداف الاستثمار أو طبيعة المخاطر أو الموقف المالي لأي شخص بعينه. وعليه، فإن الاستثمارات الواردة في هذه الوثيقة قد لا تكون مناسبة لجميع المستثمرين، ما لم يُذكر خلاف ذلك. ولا يتصرف Citi بصفة مستشار استثمار أو غيره ولا وكيل أو وصي. ولا يُقصد بالمعلومات الواردة هنا أن تكون نقاشاً مستفيضاً للاستراتيجيات أو المفاهيم المذكورة هنا أو نصيحة ضريبية أو قانونية. ينبغي لمتلقي هذه النشرة الحصول على النصح وفق ظروفه الخاصة من مستشاريه الضريبيين، والمحاسبين، والقانونيين وغيرهم بشأن المخاطر والمزايا لأية صفقة قبل اتخاذ قرار استثماري، وألا يتخذ هذه القرارات إلا على أساس أهدافه، وتجربته، وطبيعة مخاطره، وموارده.

تستند المعلومات الواردة في هذه النشرة إلى معلومات متوفرة للعامة، وعلى الرغم من حصولنا عليها من مصادر نعتقد في Citi أنها موثوقة، إلا أن صحتها واكتمالها غير مضمونين، وقد تكون هذه المعلومات غير مكتملة أو مختصرة. وأية افتراضات أو معلومات واردة في هذه النشرة تشكل حكماً فقط بدءاً من تاريخ هذه الوثيقة أو أية تواريخ محددة وتخضع للتغيير من دون إشعار. وفيما يخص إمكانية احتواء هذه النشرة على معلومات تاريخية وطلانية، فإن الأداء السابق لا يعتبر لا ضماناً ولا مؤشراً على نتائج مستقبلية، فالنتائج المستقبلية قد لا تستوفي التوقعات بسبب مجموعة متنوعة من العوامل الاقتصادية والسوقية وغيرها من العوامل. كما أن أية توقعات بحصول مخاطر أو عوائد محتملة إنما هي لأغراض الشرح ولا ينبغي أخذها على أنها تحديد للحد الأقصى الممكن من الخسائر أو الأرباح. أية أسعار أو قيم أو تقديرات واردة في هذه النشرة (غير المحددة بأنها تاريخية) إنما هي دلالية فقط، وقد تتغير من دون إشعار ولا تمثل عروض أسعار أو أحجام لشركات، كما لا تعكس القيمة التي قد تحددها Citi لورقة مالية ما في سجلها. ولا تشير المعلومات المستقبلية إلى مستوى معين تكون Citi على استعداد للتداول عنده ولا يمكن أن تبرز جميع الفرضيات والظروف المستقبلية ذات الصلة. وقد تتغير الظروف الفعلية بصورة كبيرة من التقديرات التي قد يكون لها أثر سلبي على قيمة أداة مالية ما.

إن وجهات النظر، والآراء والتقديرات الواردة هنا قد تختلف عن الآراء المعبر عنها من قبل شركات Citi أو الشركات التابعة لها الأخرى، ولا يُقصد منها أن تكون توقعاً لأحداث مستقبلية، ولا ضماناً لنتائج مستقبلية ولا نصيحة استثمارية، وهي تخضع للتغيير من دون إشعار بحسب السوق والظروف الأخرى. ولا شيء يلزم Citi بتحديث هذه الوثيقة ولا تتحمل أية مسؤولية عن أية خسارة (سواء بصورة مباشرة أم غير مباشرة أو تابعة) قد تنشأ من أي استخدام للمعلومات الواردة في هذه النشرة أو مشتقة عنها.

تحمل الاستثمارات في الأدوات المالية أو غيرها من المنتجات المالية خطورة كبيرة، بما في ذلك إمكانية خسارة المبلغ الأصلي المستثمر. وتخضع الأدوات المالية أو غيرها من المنتجات المقيمة بعملة أجنبية لتذبذبات أسعار الصرف، والتي قد يكون لها أثر معاكس على سعر أو قيمة استثمار ما في هذه المنتجات. ولا تشير هذه النشرة إلى أي تحديد لجميع المخاطر أو الاعتبارات المادية التي قد تصاحب الدخل في أية صفقة.

ويمكن للمنتجات المعقدة أن تكون محفوفة للسهولة بصورة كبيرة ولا تتناسب جميع المستثمرين. ويمكن العثور على مزيد من المعلومات في وثائق الإفصاح لدى المصدر لكل منتج معقد وارد هنا. والاستثمار في المنتجات المعقدة فقط موجه فقط للمستثمرين المتمرسين والخبراء الذين يكونون على استعداد وقدرة لتحمل المخاطر الاقتصادية المرتفعة لمثل هذا الاستثمار. وينبغي للمستثمرين مراجعة المخاطر المحتملة والتفكير ملياً فيها قبل الاستثمار.

صفات المشتقات المالية للأسهم التي تتم دون إشراف تتضمن الخطر وليست مناسبة لجميع المستثمرين. والمنتجات الاستثمارية غير مضمونة، ولا يتحمل البنك أو الحكومة الضمان وقد تفقد قيمتها. وقبل الدخول في أي من هذه الصفقات، ينبغي لك: (1) التأكد إطلاعك بعناية على المعلومات ذات الصلة بعد حصولك عليها من مصادر مستقلة موثوقة بخصوص بالظروف المالية والاقتصادية والسياسية للأسواق ذات الصلة؛ (2) تحديد امتلاكك للمعرفة والخبرة والممارسة اللازمة في المسائل المالية والعملية والاستثمارية لكي تكون قادراً على تقييم المخاطر الكامنة، وأنك قادر ماليًا على تحمل هذه المخاطر؛ و(3) تحديد أن صفقات أسواق رأس المال مناسبة وملأمة لأهدافك المالية والضريبية والعملية والاستثمارية، بعد النظر في النقاط سالفة الذكر.

في أي حالة يخضع فيها توزيع هذه النشرات ("النشرات") لقواعد هيئة تداول لعقود السلع الآجلة الأمريكية ("CFTC")، تشكل هذه النشرة دعوة للنظر في الدخول في صفقة في مشتقات بموجب نظامي §§ 1.71 CFTC و23.605، حيثما ينطبق، لكنه ليس عرضاً ملزماً لشراء/بيع أي أدوات مالية.

يحتصر هذه النشرة بنك Citi Private Bank ("البنك")، وهو إحدى شركات مجموعة Citigroup Inc. ("المجموعة")، بحيث يوفر لعملائه إمكانية وصول إلى نطاق واسع من المنتجات والخدمات المتوفرة عبر المجموعة وبنكها والشركات التابعة غير البنكية عبر العالم (يُشار إليها معاً باسم "Citi"). لا يتم توفير جميع المنتجات والخدمات من قبل جميع الشركات التابعة، أو في جميع المواقع.

ولا يعتبر موظفو البنك محليي بحث، والمعلومات المنشورة في هذه النشرة لا يُقصد منها أن تكون بمثابة "بحث"، فهذا المصطلح له تعريفه في الأنظمة المطبقة. ولا يُقصد بأية إشارة إلى تقرير بحثي أو توصية بحثية على أنها تمثل التقرير الكامل ولا يعتبر التقرير أو التوصية بذاتها توصية أو تقريراً بحثياً، ما لم يشر إلى خلاف ذلك.

قد تذكر هذه المادة خيارات منظمة من قبل هيئة الأوراق المالية والصرف الأمريكية. وقبل شراء أو بيع الخيارات ينبغي لك الحصول على النسخة الحالية من كتيب شركات مقاصة الخيارات، وسمات ومخاطر الخيارات الموحدة ومراجعتها. يمكن الحصول على نسخة من الكتيب حال طلبه من شركة Citigroup Global Markets Inc، وعنوانها 390 Greenwich Street, 3rd Floor, New York, NY 10013 أو بالنقر على الروابط التالية،

[theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf](http://theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf) and [theocc.com/components/docs/about/publications/november\\_2012\\_supplement.pdf](http://theocc.com/components/docs/about/publications/november_2012_supplement.pdf) and [theocc.com/components/docs/about/publications/october\\_2018\\_supplement.pdf](http://theocc.com/components/docs/about/publications/october_2018_supplement.pdf)

إذا قمت بشراء خيارات، فإن الحد الأقصى للخسارة هو فرق السعر. وإذا قمت ببيع خيارات بسعر بيع وتاريخ محدد، فإن الخطر يكمن في القيمة الاسمية دون قيمة الدخول. وإذا قمت ببيع خيارات بسعر شراء وتاريخ محدد، فإن الخطر غير محدود. وسيعتمد الربح الفعلي أو الخسارة الفعلية من أية تداول على السعر الذي تم به تنفيذ التداولات. والأسعار المستخدمة هنا أسعار تاريخية وقد لا تكون متاحة عندما تطلب الدخول. والعمولة وتكاليف الصفقة الأخرى غير مأخوذة في الاعتبار في هذه الأمثلة. وقد لا تكون تداولات الخيارات بصفة عامة وهذه التداولات بصفة خاصة ملائمة لكل مستثمر. ومصدر جميع الرسوم التوضيحية والجداول في هذا التقرير هو Citi، ما لم تتم الإشارة إلى خلاف ذلك. وبسبب أهمية الظروف الضريبية لجميع صفقات الخيارات، فإنه ينبغي للمستثمر الذي يفكر في تداول الخيارات استشارة مستشاره الضريبي بخصوص كيفية تأثر وضعه الضريبي بنتيجة صفقات الخيارات موضع النظر.

ليس أي من الأدوات المالية أو غيرها من المنتجات المذكورة في هذه النشرة (ما لم يشار إلى خلاف ذلك صراحة) (1) مؤمنة من قبل شركة تأمين الودائع الفيدرالية أو غيرها من الجهات الحكومية، أو (2) ودائع أو التزامات أخرى لـ Citi أو أي مؤسسة إيداع مؤمنة أخرى، وغير مضمونة من قبلها.

عادة ما تتصرف Citi بصفة مصدر أدوات مالي وغيرها من المنتجات، ويتصرف بصفة صانع سوق ويتداول بصفة أصيلة في العديد من الأدوات المالية المختلفة وغيرها من المنتجات، ويمكن توقع أن تؤدي Citi أو تسعى لأداء صيرفة استثمارية وغيرها من الخدمات لصالح مصدر تلك الأدوات المالية أو غيرها من المنتجات. وقد يكون مؤلف هذه النشرة قد

ناقش المعلومات الواردة فيها مع غيره من داخل Citi أو خارجها، وقد يكون المؤلف و/أو موظف آخر لدى Citi قد تصرف سلفاً بخصوص هذه المعلومات (بما فيها التداول لحسابات مملوكة لـ Citi أو توصيل المعلومات الواردة هنا إلى عملاء آخرين لـ Citi). وقد تكون Citi، وموظفوها (بما فيهم من قد يكون المؤلف قد تتشاور معهم أثناء تحضير هذه النشرة)، وغيرهم من عملاء Citi ممن قد يكونون حائزين للأدوات المالية أو غيرها من المنتجات طويلة أو قصيرة الأجل المشار إليها في هذه النشرة، حازوا هذه المراكز بأسعار وظروف سوق لم تعد متوفرة، وقد تكون لديهم اهتمامات مختلفة عن اهتماماتك أو معاكسة لها.

الإفصاح 230 في نشرة هيئة الضريبة الأمريكية: لا تعمل Citi ولا موظفوها في مجال تقديم نصيحة ضريبية أو قانونية لأي دافع ضريبة من خارج Citi وهم لا يقدمونها. أية عبارة في هذه النشرة فيما يخص المسائل الضريبية غير معدة للاستخدام من قبل أي دافع ضريبة لغرض تجنب الجزاءات الضريبية ولا يمكن له استخدامها أو الاعتماد عليها. وينبغي لأي دافع ضرائب طلب المشورة وفقاً للظروف الخاصة بدافع الضريبة من مستشار ضريبي مستقل.

لا يمكن لـ Citi ولا لأي شركة من الشركات التابعة لها تحمل المسؤولية عن معاملة الضريبة لأي منتج استثماري، سواء أكان الاستثمار قد تم شراؤه أو لم يتم من قبل صندوق استثماري أو شركة تديرها شركة تابعة لـ Citi. تقتصر Citi أنه، قبل إجراء أي التزام بالاستثمار، أن المستثمر (وملاكه المستفيدون حيثما انطبق) قد تلقوا المشورة الضريبية أو القانونية أو خلافه أيًا كان ما يراه المستثمر ضرورياً وأنه قد رتب احتساب أية ضريبة مستحقة بصورة قانونية على الدخل أو الأرباح الناشئة من أي منتج استثماري تقدمه Citi.

إن هذه النشرة معدة للاستخدام الحصري والوحيد للمتلقين المقصودين، وقد تحتوي على معلومات ملك لـ Citi ولا يجوز استنساخها أو تعميمها بالكامل أو جزئياً من دون موافقة مسبقة من Citi. وقد تكون طريقة التعميم والتوزيع مقيدة وفق القانون أو النظام في بلدان بعينها. ويجب على الأشخاص الذين يجوزون على هذه الوثيقة الإفصاح عن أنفسهم، واحترام هذه القيود. ولا تتحمل Citi أية مسؤولية كانت عن إجراءات أي طرف آخر في هذه الصدد. وأي استخدام أو نسخ أو إفصاح غير محول لهذه الوثيقة محظور وفق القانون وقد تنتج عنه ملاحقة قضائية.

يجوز للشركات الأخرى ضمن مجموعة Citigroup Inc. والشركات التابعة للمجموعة تقديم المشورة، وطرح التوصيات، واتخاذ إجراءات تصب في

مصلحة عملائها، أو لحساباتهم الخاصة، والتي قد تكون مختلفة عن الآراء الواردة في هذه الوثيقة. وتعتبر جميع التعبيرات عن الآراء حديثة بدءاً من تاريخ هذه الوثيقة وهي تخضع للتغيير من دون إشعار. ومجموعة Citigroup Inc. غير ملزمة بتقديم تحديثات أو تغييرات على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة.

لا يُقصد بالتعبيرات عن الآراء أن تكون بمثابة توقعات لأحداث مستقبلية أو ضمانات لنتائج مستقبلية. الأداء السابق ليس ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

على الرغم من أن المعلومات الواردة في هذه الوثيقة قد تم الحصول عليها من مصادر يُعتقد بأنها موثوقة، إلا أن مجموعة Citigroup Inc. والشركات التابعة لها لا تضمن دقتها أو اكتمالها ولا تتحمل أية مسؤولية عن أية خسائر مباشرة أو غير مباشرة تنشأ عن استخدامها. الرجاء ملاحظة أن الطرف الآخر (الطرف الأخرى) التي تشير الجداول في جميع جوانب هذه النشرة أنه (أنهم) المصدر، قد يُقصد به البيانات الأولية من هذه الأطراف. ولا يجوز نسخ أو تصوير أو طباعة أي جزء من هذه الوثيقة بأي شكل أو بآلة وسيلة كانت، ولا توزيعها على أي شخص من غير الموظفين، أو المسؤولين، أو الوكلاء المفوضين للمتلقى من دون موافقة خطية مسبقة من مجموعة Citigroup Inc.

يجوز لمجموعة Citigroup Inc. التصرف بصفة أصيلة عن حساباتها أو بصفة وكيلة عن شخص آخر بخصوص الصفقات التي تضعها المجموعة لعملائها المتداولين للأوراق المالية موضوع هذه الوثيقة أو النسخ المستقبلية منها.

تتأثر السندات بعدد من المخاطر، منها التذبذب في أسعار الفائدة وخطر الائتمان وخطر السداد المبكر. وبصفة عامة، فإنه مع ارتفاع أسعار الفائدة السائدة، فإن أسعار الأوراق المالية للعائد الثابت سوف تهبط. وتواجه السندات خطر الائتمان إذا تسبب انهيار في التصنيف الائتماني للمصدر أو جدارته الائتمانية في هبوط سعر السند. وتخضع السندات مرتفعة المردود لمخاطر إضافية مثل زيادة خطر التخلف عن السداد ومزيد من التذبذب بسبب جودة الائتمان المتدنية للمصدر. وأخيراً، فقد تخضع السندات لخطر السداد المبكر. فعندما تهبط أسعار الفائدة، قد يختار المصدر اقتراض المال بسعر فائدة منخفضة، أثناء سداد سندات الصادرة مسبقاً. وعليه، فسوف تخسر السندات الأساسية دفعات الفائدة من الاستثمار وسوف تجبر على إعادة الاستثمار في سوق تغلب فيه أسعار فائدة أخفض مما كانت عليه عند الاستثمار الأولي.

تطابق تصنيف السندات

تُستخدم رموز ألفا و/أو الرموز العددية لإعطاء مؤشرات على جودة الائتمان النسبية. في سوق البلديات، تُنشر هذه التخصيصات من قبل خدمات التصنيف. وتُستخدم تصنيفات داخلية أيضاً من قبل شركاء آخرين في للسوق للإشارة إلى جودة الائتمان.

تصنيفات جودة ائتمان السندات			هينات التصنيف
المخاطر الائتمانية	موديز <sup>1</sup>	ستاندارد أند بورز <sup>2</sup>	تصنيفات فيتش <sup>2</sup>
الدرجة الاستثمارية			
أعلى جودة	Aaa	AAA	AAA
جودة عالية (قوية للغاية)	Aa	AA	AA
درجة متوسطة عليا (قوية)	A	A	A
درجة متوسطة	Baa	BBB	BBB
ليست درجة استثمارية			
درجة متوسطة منخفضة (تكهنية نوعاً ما)	Ba	BB	BB
درجة منخفضة (تكهنية)	B	B	B
درجة ضعيفة (قد تتخلف عن السداد)	Caa	CCC	CCC
الأكثر تكهنية	Ca	C	CC
ا تُدفع الفائدة أو يتم تقديم التماس بالإفلاس	C	D	C
متخلفة	C	D	D

<sup>1</sup> التصنيفات من Aa إلى Ca لدى موديز قد تُعدّل بإضافة رقم 1، 2 أو 3 لإظهار مكانتها النسبية ضمن الفئة.

<sup>2</sup> التصنيفات من AA إلى CC لدى ستاندارد أند بورز وتصنيفات فيتش قد تُعدّل بإضافة علامة زائد أو ناقص لإظهار مكانتها النسبية ضمن الفئة.

ويؤدي إلى زيادة احتمالية خسارة الأصل وزيادة تذبذب السعر. وتنطوي الاستثمارات في الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري مخفضة التصنيف على خطر ائتماني بالتخلف عن السداد أكبر من الفئات الأعلى للإصدار ذاته. ويمكن الإعلان عن خطر التخلف في السداد في حالات حيث ضمانات الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري مؤمنة من قبل مجموعة صغيرة أو أقل تنوعياً لقروض رهن عقارية ضمنية أو لها مصلحة فيها.

كما أن الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري حساسة كذلك لتغيرات أسعار الفائدة والتي قد تؤثر سلبياً على قيمة الورقة المالية في السوق. وخلال أوقات التذبذب الشديدة، قد تواجه الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري مستويات تجمد سيولة أكبر وتحركات أسعار أكبر. كما قد يحدث تذبذب أسعار من عوامل أخرى تشمل، على سبيل المثال، حالات السداد المبكر، وتوقعات السداد المبكر المستقبلية، ومخاوف الائتمان، وأداء الضمانات السابقة، والتغيرات الفنية في السوق.

تعتبر الاستثمارات البديلة المشار إليها في هذا التقرير تكهنية وتنطوي على مخاطر من شأنها أن تشمل على خسائر بسبب الارتفاعات المالية أو الممارسات الاستثمارية التكهنية الأخرى، وقلة السيولة، وتذبذب العوائد، والقيود المفروضة على تحويل الفوائد في الصندوق، والافتقار المحتمل للتنوع، وغياب المعلومات بشأن التقييمات والأسعار، والهياكل التنظيمية المعقدة وحالات التأخر في رفع التقارير الضريبية، وقلة الأنظمة والرسوم المرتفعة أكثر من الصناديق المشتركة، والخطر المتعلق بالمستشار.

لا يضمن مخصص الأصول حصول ربح أو الحماية من الخسارة في الأسواق المالية الهابطة.

المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية للشرح فقط ولا تمثل أداء أي استثمار بعينه. وعوائد المؤشرات لا تشمل أية نفقات أو رسوم أو تكاليف مبيعات، وهي تؤدي إلى خفض الأداء.

والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية.

الاستثمار الدولي ينطوي على خطر أكبر، وكذلك على مكافآت محتملة أكبر مقارنة بالاستثمار في الولايات المتحدة. وهذه المخاطر تشمل حالات عدم اليقين السياسي والاقتصادي للبلدان الأجنبية وكذلك خطر تذبذب العملات. وتزداد هذه المخاطر في بلدان الأسواق الناشئة، حيث قد تكون حكومات هذه البلدان غير مستقرة نسبياً وفيها أسواق واقتصادات أقل رسوخاً.

الاستثمار في شركات أصغر ينطوي على مخاطر أكبر ليست مصاحبة للاستثمار في الشركات الأكثر رسوخاً، ومنها خطر الأعمال، وتذبذب أسعار الأسهم بصورة كبيرة وحالات انعدام السيولة.

قد لا يناسب جميع المستثمرين الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري ("MBS")، والتي تشمل التزامات الرهن المعززة بالضمانات ("CMOs")، والتي يشار إليها على أنها قنوات استثمارية في الرهن العقاري ("REMICs"). وثمة احتمال بحصول عائد مبكر لأصيل بسبب حالات السداد المبكر للرهن العقاري، مما قد يقلل من المردود المتوقع وينتج عنه خطر إعادة الاستثمار. وعلى العكس، فقد يكون العائد على الأصل أبطأ من فرضيات سرعة السداد المبكر الأولية، مما يطيل من متوسط حياة الورقة المالية حتى تاريخ الاستحقاق المدرجة (يشار إليه كذلك باسم خطر التمديد).

إضافة إلى ذلك، قد تتخلف الضمانات السابقة التي تدعم الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري من غير الوكيل عن الأصل وعن دفعات الفائدة. وفي بعض الأحيان، قد يتسبب هذا بتراجع تدفق الدخل على الورقة المالية وينتج عن ذلك خسارة الأصل. وكذلك، فإن المستوى غير الكافي من دعم الائتمان قد ينتج عنه تخفيض درجة التصنيف الائتماني لسند الرهن

(MLPs) – قد تواجه MLPs المرتبطة بالطاقة تذبذباً عالياً. وقد تواجه MLPs المرتبطة بالطاقة في بعض الأسواق تذبذباً عالياً، وإن كانت تاريخياً غير متذبذبة جداً.

التغيرات في المعالجة التنظيمية أو الضريبية لـ MLPs المرتبطة بالطاقة. وإذا غيرت سلطة الضرائب الأمريكية من المعالجة الحالية للضرائب الخاصة بالشركاكات المحدودة الرئيسية المشمولة في سلة MLPs المرتبطة بالطاقة، وبالتالي تخضعها لمعدلات ضريبية أعلى، أو في حال سنّت سلطات تنظيمية أخرى أنظمة تؤثر بصورة سلبية على قدرة الشراكات المحدودة الرئيسية على توليد الدخل أو توزيع الأرباح على الأسهم على حاملي الوحدات المشتركة منها، فقد ينخفض العائد على السندات، إن وُجدت، بصورة دراماتيكية. وقد يكشف الاستثمار في سلة MLPs المرتبطة بالطاقة المستثمر على خطر مركز بسبب تركيز الصناعة، والتركيز الجغرافي والسياسي والتنظيمي.



العوامل التي تؤثر في السلع بصفة عامة، وعناصر المؤشرات المركبة للعقود الآجلة على النيكل أو النحاس، وهي معادن صناعية، قد تخضع لعدد من العوامل الإضافية الخاصة بالمعادن الصناعية التي قد تسبب تذبذب الأسعار. وهي تشمل التغيرات في مستوى النشاط الصناعي باستخدام المعادن الصناعية (وتشمل توفر البدائل مثل البدائل التي هي من صنع الإنسان أو المعدة صناعيًا)؛ حالات توقف سلسلة الإمداد، من المناجم إلى التخزين إلى الصهر أو التكرير؛ حالات التعديل على المخزون؛ التباينات في تكاليف الإنتاج، مثل تكاليف التخزين، العمالة والطاقة؛ التكاليف المصاحبة للمنتال التنظيمي، مثل الأنظمة البيئية؛ والتغيرات في الطلب الصناعي والطلب من الحكومات والمستهلكين، في كل من الدول المستهلكة وعلى المستوى الدولي. وقد تخضع عناصر المؤشرات المركزة في العقود الآجلة على المنتجات الزراعية، بما فيها الحبوب، لعدد من العوامل الإضافية الخاصة بالمنتجات الزراعية التي قد تسبب بتذبذب الأسعار. وهذه العوامل تشمل الظروف الجوية، بما فيها حالات الفيضانات، الجفاف والتجمد؛ والتغيرات في السياسات الحكومية؛ وقرارات الزراعة؛ والتغيرات في الطلب على المنتجات الزراعية، لدى المستخدم النهائي وكمدخلات في العديد من الصناعات.

ولا يُقصد بالمعلومات الواردة هنا أن تكون نقاشًا مستفيضًا للاستراتيجيات أو المفاهيم المذكورة هنا أو نصيحة ضريبية أو قانونية. ينبغي للقارئ المهتم بالاستراتيجيات أو المفاهيم التشاور مع مستشاره الضريبي أو القانوني أو غيره، حسبما هو ملائم.

لا يضمن التتبع الربح أو الحماية من الخسارة. وتمثل فئات الأصول المختلفة مخاطر مختلفة.

إن بنك Citi Private Bank هو إحدى شركات مجموعة Citigroup Inc. ("المجموعة")، ويوفر لعملائه إمكانية الوصول إلى نطاق واسع مع المنتجات والخدمات المتاحة من خلال البنك والشركات غير البنكية التابعة للمجموعة. ولا يتم توفير جميع المنتجات والخدمات من قبل جميع الشركات التابعة، أو في جميع المواقع. ففي الولايات المتحدة، تتوفر المنتجات والخدمات الاستثمارية من قبل شركة ("CGMI"). Citigroup Global Markets Inc. وهي شركة عضو في الهيئة التنظيمية للصناعات المالية (FINRA) وشركة حماية المستثمرين في الأوراق المالية (SIPC)، وشركة Citi Private ("Citi Advisory" LLC)، وهي عضو في (FINRA) و (SIPC). وحسابات شركة (CGMI) متوفرة لدى شركة Pershing LLC، وهي عضو في (FINRA) وبورصة نيويورك (NYSE) و (SIPC). وتتصرف شركة Citi Advisory بصفة موزع لبعض المنتجات الاستثمارية البديلة لعملاء Citi Private Bank. وشركة CGMI، وCiti Advisory، وCitibank، N.A. هي شركات تابعة تخضع للسيطرة المشتركة لمجموعة Citigroup.

أما خارج الولايات المتحدة، فيتم توفير المنتجات والخدمات الاستثمارية من قبل شركات أخرى تابعة للمجموعة. وتتوفر خدمات إدارة الاستثمارات (بما فيها إدارة المحافظ) من خلال شركات Citi Advisory، وCitibank، N.A. وغيرها من الشركات الاستشارية التابعة. وسيتم تعويض هذه الشركات التابعة للمجموعة، بما فيها Citi Advisory، عن إدارة الاستثمارات ذات الصلة، والخدمات الاستشارية والإدارية والتوزيع وطلب الخدمات التي قد توفرها.

**شركة Citibank، N.A.، في هونغ كونغ/سنغافورة المنظمة بموجب قوانين الولايات المتحدة الأمريكية بمسؤولية محدودة.** يتم توزيع هذه النشرة في هونغ كونغ من قبل بنك Citi Private Bank الذي يعمل من خلال Citibank، N.A.، فرع هونغ كونغ، وهو مسجل في هونغ كونغ لدى مفوضية الأوراق المالية والمعاملات الآجلة للنوع 1 (التعامل بالأوراق المالية)، والنوع 4 (تقديم المشورة حول الأوراق المالية)، والنوع 6 (تقديم المشورة حول التمويل) والنوع 9 (إدارة الأصول) والأنشطة المنظمة برقم (AAP937) CE: أو في سنغافورة من خلال بنك Citi Private Bank الذي يعمل من خلال Citibank، N.A.، فرع سنغافورة والمنظم من جانب سلطة النقد في سنغافورة. وينبغي توجيه أية أسئلة بخصوص المحتويات في هذه النشرة إلى الممثلين المسجلين أو المرخصين لدى الهيئة ذات الصلة. لم تتم مراجعة محتويات هذه النشرة من قبل أي سلطة تنظيمية في هونغ كونغ أو أي سلطة تنظيمية في سنغافورة. تحتوي هذه النشرة على معلومات سرية ومملوكة والمقصود بها هو تلقيها فقط وفقًا لشرط المستثمرين المعتمدين في سنغافورة (حسب التعريف الوارد في قانون الأوراق المالية والمعاملات الآجلة (الفصل 289 من سنغافورة) ("القانون")) وشرط المستثمرين المحترفين في هونغ كونغ (حسب التعريف الوارد في أمر هونغ كونغ للأوراق المالية والمعاملات الآجلة وتشريعاته التابعة). بالنسبة لخدمات إدارة الأصول المنظمة، فسيتم إدخال أي تفويض فقط لدى Citibank، N.A.، فرع هونغ كونغ و/أو Citibank، N.A.، فرع سنغافورة، حسبما ينطبق. يجوز لـ Citibank، N.A.، فرع هونغ كونغ أو Citibank، N.A.، فرع سنغافورة، التفويض من الباطن لكل أو جزء من تفويضها وذلك لشركة زميلة لـ Citigroup أو فرع آخر لـ Citibank، N.A. أي إشارة إلى مدراء محافظ بالاسم هي لمعلوماتك فقط، ولا يجب تفسير هذه النشرة على أنها عرض بالدخول في أي تفويض لإدارة محافظ مع أي شركة أخرى زميلة لـ Citigroup أو فرع آخر لـ Citibank، N.A.، ولن تقوم شركة زميلة لـ Citigroup أو فرع آخر لـ Citibank، N.A. أو أي من الشركات الزميلة الأخرى لـ Citigroup في أي وقت بالدخول في تفويض بخصوص المحفظة المشار إليها أعلاه معك. وفيما يخص تقديم هذه النشرة إلى العملاء المحجوزين و/أو الخاضعين للإدارة في هونغ كونغ: فإنه لا توجد عبارة (عبارات) أخرى في هذه النشرة تنص على إزالة أو إقصاء أو تقييد أي من حقوقك أو التزاماتك لدى Citibank بموجب القوانين والأنظمة المعمول بها. ولا تنوي Citibank، N.A.، فرع هونغ كونغ، الاعتماد على

أي نص من النصوص الواردة في هذه الوثيقة والتي تكون غير متسقة مع التزاماتها بموجب مدونة السلوك للأشخاص المرخصين من قبل هيئة الأوراق المالية والعقود الآجلة أو المسجلين لديها، أو التي تخطئ في بيان الخدمات الفعلية المتوفرة لك.

شركة Citibank، N.A. مسجلة في الولايات المتحدة الأمريكية ومنظمها الأصوليون هم مكتب مراقبي العملة والاحتياطي الفيدرالي الأمريكي بموجب القوانين الأمريكية، والتي قد تختلف عن القوانين الأسترالية. ولا تمتلك Citibank، N.A. رخصة خدمات مالية أسترالية بموجب قانون الشركات لعام 2001، فهي تتمتع بميزة الإعفاء بموجب الفئة ASIC الأمر رقم CO 1101/03 (الذي تغير ليصبح صك شركات ASIC (الملغى والانتقالي) تحت رقم 396/2016 وتم تمديده بموجب صك شركات ASIC (المعدل) تحت رقم 200/2020).

في المملكة المتحدة، شركة Citibank، N.A.، فرع لندن (المسجل تحت رقم BR001018)، وعلى العنوان، Canary Wharf، London، E14 5LB، هي شركة مفوضة ومنظمة من قبل مكتب مراقب العملات (الولايات المتحدة) ومفوض من قبل سلطة التنظيم الحضيف. وتخضع لتنظيم سلطة العمل المالي والتنظيم المحدود من قبل سلطة التنظيم الحضيف. ونوفر تفاصيل عن تنظيمنا لدى سلطة التنظيم الحضيف عند الطلب. رقم الاتصال بشركة Citibank، N.A.، فرع لندن، هو +44 (0)2 8057 0008.

شركة Citibank Europe plc هي شركة مسجلة في أيرلندا برقم تسجيل شركات 132781. وهي منظمة من قبل البنك المركزي الإيرلندي بموجب الرقم المرجعي C26553 ويشرف عليها البنك المركزي الأوروبي. عنوان مكتبها المسجل هو North Wall Quay 1، دبلن 1، أيرلندا. وهي مملوكة في المحصلة من قبل مجموعة Citigroup Inc.، نيويورك، الولايات المتحدة الأمريكية. وشركة Citibank Europe plc، فرع المملكة المتحدة، هي شركة مسجلة كفرع في سجل الشركات لإنكلترا وويلز تحت رقم الفرع المسجل BR017844. وعنوانها المسجل هو، Citigroup Centre، Canada Square، GB Canary Wharf، London E14 5LB. رقم ضريبة القيمة المضافة: GB 429 6256 29. وهي مفوضة من قبل البنك المركزي الأيرلندي وسلطة التنظيم الحضيف. وتخضع لإشراف البنك المركزي الأيرلندي، وللتنظيم المحدود من قبل سلطة الإجراء المالي وسلطة التنظيم الحضيف. ونوفر عند الطلب التفاصيل المتعلقة بترخيصنا وتنظيمنا من قبل وسلطة التنظيم الحضيف، والتنظيم من قبل سلطة الإجراء المالي.

شركة Citibank Europe plc. فرع لكسمبورغ، هو فرع من Citibank Europe plc. برقم تسجيل تجاري وشركات B 200204. وهو مرخص في لكسمبورغ وتشرف عليه مفوضية الإشراف على القطاع المالي. وهو يظهر في مفوضية الإشراف على القطاع المالي برقم تسجيل شركات B00000395. وعنوان مكتبه هو 31, 8070 Z.A. Bourmicht, بيرترانج، دوقية لكسمبورغ الكبرى. شركة Citibank Europe plc هي شركة مسجلة في أيرلندا برقم تسجيل شركات 132781. وهي منظمة من قبل البنك المركزي الإيرلندي بموجب الرقم المرجعي C26553 ويشرف عليها البنك المركزي الأوروبي. عنوان مكتبها المسجل هو North Wall 1 Quay، دبلن 1، أيرلندا.

في جيرزي، يتم نشر هذه الوثيقة من قبل شركة Citibank N.A. فرع جيرزي، وعنوانه المسجل هو PO Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB. وشركة Citibank N.A. فرع جيرزي، منظمة من قبل هيئة الخدمات المالية في جيرزي. شركة Citibank N.A. فرع جيرزي مشارك في منظومة تعويض المودعين في بنك جيرزي. وهذه المنظومة توفر حماية للودائع المؤهلة حتى قيمة 50000 جنيه إسترليني. وأقصى حد للتعويض هو 100,000,000 جنيه إسترليني في أي فترة من 5 سنوات. وتتوفر التفاصيل الكاملة عن المنظومة ومجموعات البنوك المغطاة على الموقع الإلكتروني لولايات جيرزي [www.gov.je/dcs](http://www.gov.je/dcs)، أو عند الطلب.

في كندا، بنك Citi Private Bank هو قسم من Citibank Canada، وهو بنك كندي مجاز بموجب الجدول II. والإشارة هنا إلى بنك Citi Private Bank وأنشطته في كندا ترتبط فقط بـ Citibank Canada ولا تشير إلى أي من الشركات التابعة أو الفرعية لـ Citibank Canada العاملة في كندا. تتوفر بعض المنتجات الاستثمارية من خلال Citibank Canada Investment Funds Limited ("CCIFL")، وهي شركة تابعة مملوكة بالكامل لـ Citibank Canada. وتخضع المنتجات الاستثمارية لخطر الاستثمار، بما فيه ذلك الخسارة المحتملة لمبلغ الاستثمار الأصلي. والمنتجات الاستثمارية غير مؤمنة من قبل الوكالة الفيدرالية لضمان الودائع (FDIC) أو مؤسسة ضمان الودائع الكندية (CDIC)، أو منظومة تأمين الودائع لأي نطاق قضائي وليست مضمونة من قبل مجموعة Citigroup أو الشركات التابعة لها.

إن الغرض من هذه الوثيقة هو تقديم معلومات فقط ولا تشكل عرضاً لبيع أو طلباً لعرض شراء أية أوراق مالية لأي شخص في أي دولة. قد تخضع المعلومات الواردة هنا للتحديث والإكمال والتنقيح والتعديل وقد تتغير هذه المعلومات بصورة جوهرية.

لن تتحمل مجموعة Citigroup والشركات التابعة لها وأي من مسؤوليها، أو مدراءها، أو موظفيها، أو ممثليها أو وكلائها المسؤولية عن أية أضرار مباشرة، أو غير مباشرة، أو عرضية، أو خاصة، أو لاحقة، بما في ذلك خسارة الأرباح، والتي تنشأ عن استخدام المعلومات الواردة هنا، بما في ذلك بسبب الأخطاء سواء أكانت بسبب الإهمال أم خلافه.

إن شركة CCIFL حالياً ليست عضواً ولا تنوي أن تصبح عضواً في جمعية المتعاملين في الصناديق المشتركة الكندية ("MFDA")؛ وعليه، لن تتوفر لعملاء CCIFL مزايا حماية المستثمرين التي قد تكون لأعضاء CCIFL في MFDA، بما في ذلك التغطية بموجب خطة حماية المستثمرين لعملاء الأعضاء في MFDA.

Private Bank

