

# من الخوف إلى الازدهار:

الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة



Private Bank

citi

# صيرفة خاصة لمواطني 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



النظرة المستقبلية لمنتصف العام | 2020

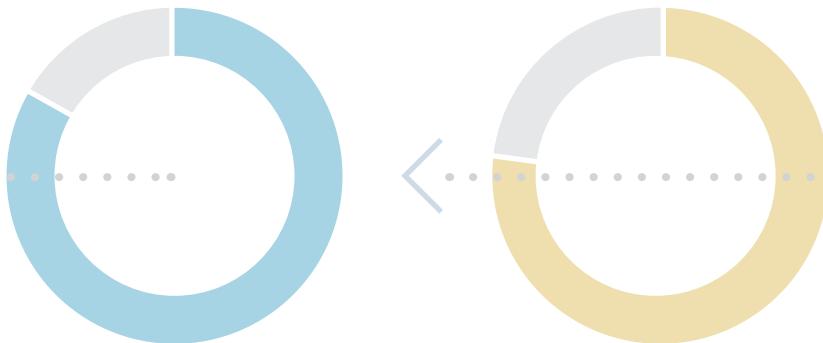
# قائمة مراقبة الفرص الاستثمارية للمحافظ المالية

استثمر بكمال طاقتك  
في الدورة الجديدة.

قد بدأت دورة جديدة من الاقتصاد العالمي والأسوق. بالرغم من الفرص الجديدة، العديد من العملاء لا يملكون الأدوات المالية المناسبة لاستغلال حالة التعافي الاقتصادي الحالي، ويمتلك معظمهم نقداً أكثر مما ينبغي. ولا يعني التربح الأكثر أماناً القاء خارج السوق أو احتجاز السيولة انتظاراً لـ "الوقت المناسب" للاستثمار.

لمساعدتك على فهم كيفية رفع قيمة محفظتك في الوقت الراهن، يمكننا تزويديك بتقرير مراقبة فرص الاستثمار المستقبلي الخاص بك. بالإضافة إلى قدرة فريق العلاقات الخاصة 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؟



## المحتويات

### تعرف على النظرة المستقبلية لمنتصف العام 2020

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



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

عادة ما يكون تقرير منتصف العام مجرد تحديث للناظرة العامة التي نشرها مع بداية العام. ولكن هذا لا ينطبق على عام 2020. فقد نجح 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 قدمًا بمخصصات الأصول المحورية لدينا. ونظرنا إلى الاستجابات السياسية، والاقتصادية، والحكومية وذلك الخاصة بالأسواق تجاه الوباء بغية ابتكار وتقديم السيناريوهات التي تعكس نطاقًا من النتائج المحتملة. ونظرنا في الاتجاهات التي ستتسارع نتيجة للوباء، والصناعات والأنشطة التي ستكون أقل أهمية بعده. وأخذنا أستانكم في الحسبان. وقام فريق الاستثمار 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 الواقع 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، ووقع المحافظ الجديدة، وعجلة الاتجاهات المهمة في مجالى الأعمال والسياسة.

هذه أوقات نادرة ومميزة. وقد جلبت الأحداث الجارية نهاية للتوسيع الاقتصادي الأطول في التاريخ. وقد كان هذا التوسيع - من يوليو 2009 إلى فبراير 2020 - مجالاً كافياً يتبع للعالم الدخول في هذه الأزمة من موقع قوة اقتصادية نسبية. فقد بلغ معدل المدخرات الشخصية في الولايات المتحدة 96.8% 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 تراجع فيه العولمة، حيث التحالفات السياسية التقليدية في اهتزاء، وميزان القوة ما بين الولايات المتحدة والصين في انتزاع، وحيث الشعوبية 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 أخطأ هذا الدليل وهذه المقدمة للنظرة المستقبلية لمنتصف العام بعنوان من الخوف إلى الازدهار: الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة.

## خطاب من مسؤول أول شؤون الاستثمار

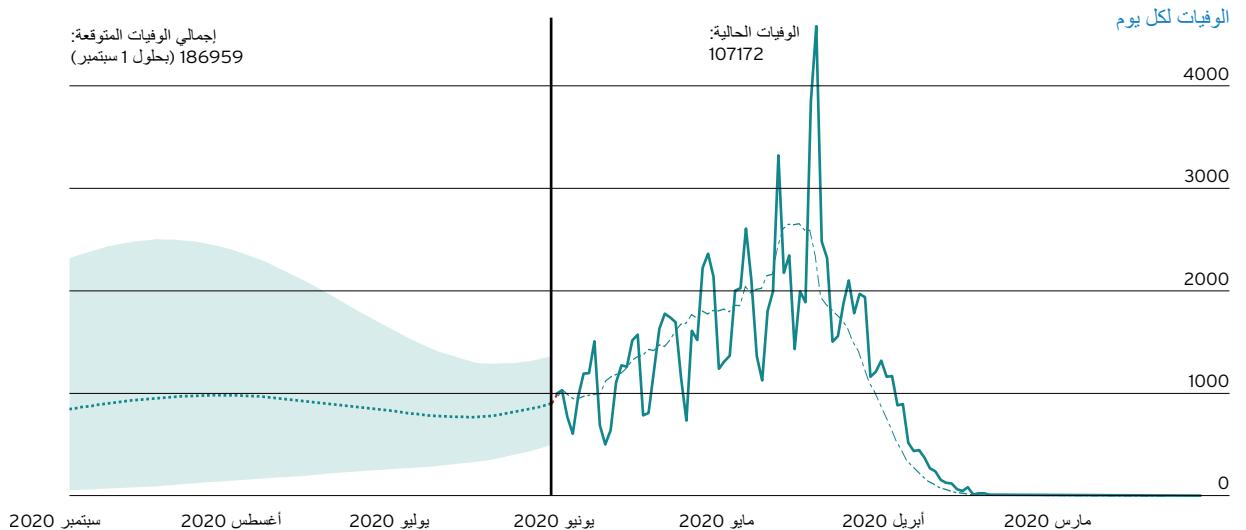
ديفيد بيلين  
مسؤول أول شؤون الاستثمار



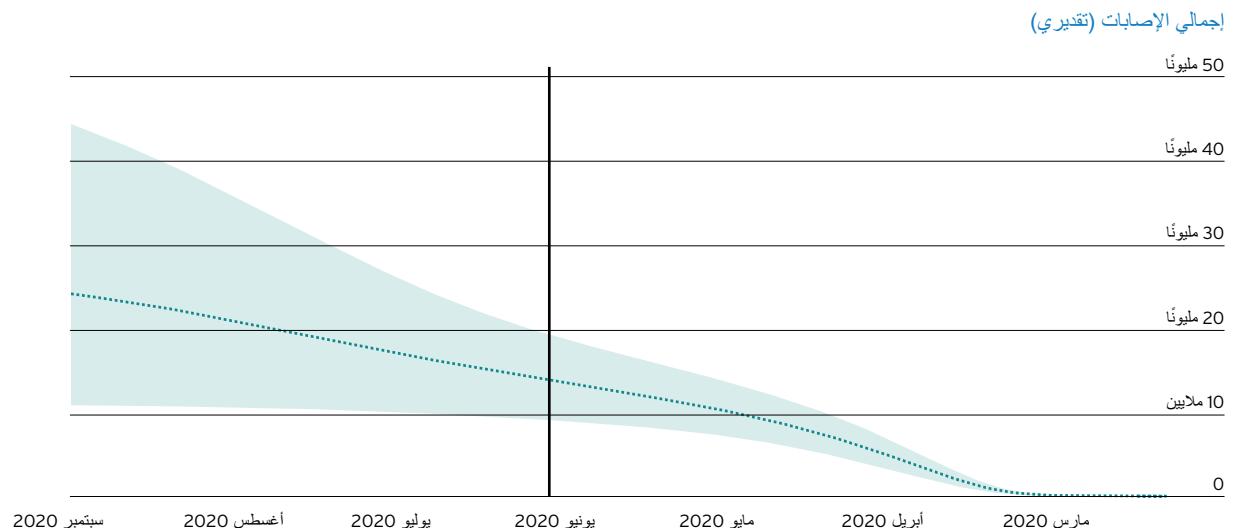
إلى عملائنا الكرام،

أعلم أننا تأثرنا جميعاً على الصعيدين الشخصي والمهني بالوباء. وعلى مستوى Citi Private Bank، فإن بعضنا قد فقد أجياباً له بسبب كوفيد-19، وجميعنا فلقون بشأن عائلتنا، وهناك عدد لا يأس به من عملائنا يعملون في الخطوط الأمامية، كالأطباء والباحثين ومطوري الأموال. وهذا وقت الكفاح كذلك بسبب القضايا الاجتماعية المهمة والبطالة. نحن قادرون على التحمل، فنحن نتقاسم الخبرات ونتكيف مع الواقع الجديد ونطور قدرة على الجد فيما نسعى لاستعادة عناصر الواقع الاعتدادي لحياتنا واحترامنا في حديثنا السياسي.

الشكل 1. تقدیر أعداد الوفیات والوفیات المتوقعة جراء کوفید-19 في الولايات المتحدة



الشكل 2. تقدیر اجمالي الإصابات من کوفید-19 في الولايات المتحدة



المصدر: covid19-projections.com/us اعتباراً من 4 يونيو 2020.  
جميع التنبؤات عبارة عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يقصد منها أن تكون ضمانة لوقوع أحداث مستقبلية.

تعكس النظرة المستقبلية لمنتصف العام 2020 التغيرات والواقع الجديد لوقتنا. اسمحوا لي بأن أذكر لكم ملخص، مع الإشارة إلى المقالات التي تلتها:

**1** هذه دورة اقتصادية جيدة تماماً. يبدأ الملخص بiscard العالمي متتابع يكون مقتضباً وعميقاً جدّاً، يليه على الأرجح ارتداد خاطف حد في النشاط الاقتصادي العالمي ما سيحقق تعافياً جزئياً وغير متساو. (الشرح الصورة غير النمطية لهذه الفترة، من الملحظ أن ستون بالمائة من الوظائف التي تم الاستغناء عنها تمركزت في المجالات التالية: الاستخدام، التعليم/رعاية الصحية، والتجزئة). ومن ثم توقع حدوث توسيع بطيء سيعودنا إلى مستويات 2019 من حيث ربحية الشركات وذلك بحلول 2022 - انظر [الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة](#).

**2** لقد بدأ الفلق العالمي المؤقت ومسار التعافي من الجانحة من ديناميکيات الاقتصاد العالمي بطريق جسمية. وستكون بعض الصناعات، مثل التكنولوجيا، من المستفيدن على الدوام، ودائماً 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 الأكثـر أداءً أفضل من تلك الأقل تقدماً. وسوف تقـلـل ملايين الشركات الصغيرة إلى المتوسطة. سيؤثر الفيروس على كل فرد وشركة بطريق غير متساوية وأجيـلـاً غير عادلة، حيث ستكون المقارنة ما بين المنتصرين والخاسرين مقارنة مجحفة. وقد انعكس هذا بصورة سريعة على أسواق الأسهم في العالم، حيث التقييمات الأشد تبايناً في أسهم الشركات القادرـة على الصمود و تلك التي في القطاعات المتاثـرة بصورة شديدة - انظر [الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة](#).

وكما ذكرت في المقدمة، ثمة أشياء تكون في قمة اليقين بشأنها. فنحن نعرف بأن الاقتصاد العالمي سوف يتعافي تماماً، لكننا لا نعرف التوقيت الدقيق لذلك. ونعرف كذلك بأن الابتكار، والاختراع والعبقرية سوف تظل تدفع نحو التغيير، وبأن القادة في هذه المجالات سيتقون المكافأة المجزية. كما إننا نعرف بأن الليالي الحالية تسبّب الصدحات الأكثر إشراقاً وبهاء.

وإنه لمن دواعي فخري أن أعمل مع زملاء يتسمون بالالتزام التام نحو النظر البعيد والعمل الجاد في عالم سريع التغير. إنه ليشرفني أيضاً أن أخدمكم جميعاً بصفتي مسؤولاً أول شؤون الاستثمار. لم يسبق لي أن أجريت الكثير من المحادثات الهدفية في مثل هذا الوقت القصير مع الكثير منكم. أتمنى لكم ولعائلتكم الصحة، والازدهار والتجدد.

جزيل الشكر،

ديفيد بيلين  
مسؤول أول شؤون الاستثمار  
Citi Private Bank

**5** إلى أن يتم إيجاد لفاح، فإن الاقتصاد العالمي لن يعود إلى الحالة الطبيعية بالكامل، وسوف تختفي التعارضات الصحبة من النشاط الاقتصادي ككل. عندما يتم إيجاد لفاح، سيكون هناك مسار سريع نحو "واقع طبيعي جيد"، 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 أداؤها جيداً في الشهور القليلة الماضية!)، إلا أن الوباء سيجعل 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 جيداً حتى خلال الوباء.**

**6** أخيراً، إذا كان لا يزال لدى أي شخص شكوك بشأن الدمار الذي يمكن أن يلحقه توقيت السوق بالمحافظ المالية، فينبعي أن يكون الجائحة قد بدتها. فعلى مدى أربع وعشرين يوماً 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 69.4% وذلك في 24 مارس وأكبر هبوط كان في 16 مارس بواقع 12%. وقد كانت هذه بعضاً من أكبر التحركات في يوم واحد في تاريخ سوق الأسهم وحدثاً في وقت قريب جداً. ويجب عليك أن تحافظ على الاستثمار الكامل لمحفظتك طوال الوقت وتغيير المخصصات داخلها - انظر **التحول إلى مخصصات أصول جديدة والحكمة من الاستثمار دفعة واحدة: لم عليك الاستثمار يكامل طاقتك الآن.**

وعلى الرغم من عدم ملاءمة المقام للحديث عن "الازدهار" على ما يبدو - الأرباح والفرص بسبب الوباء - إلا أننا نعيش في عالم متamasك. 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.

**3** المسألة الأكثر إلحاحاً بالنسبة للمستثمرين على مدار السنوات الخمس المقبلة ستكون انخفاض الأسعار. فمع انخفاض المردود على سندات الخزينة الأمريكية إلى قرابة الصفر، سيكون حتماً على مخصصات الأصول أن تتغير بصورة جذرية. والتاريخ يخبرنا أن العائد الثابت والأسمى متعمدان مع بعضهما. وهذا الترابط العكسي عمل كتحوط طبيعي. لكن هذا لم يعد صحيحاً. 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 الواقع. ولذلك قمنا بإعادة حساب تقديرات العوائد الاستراتيجية لتعكس واقع الوباء، والأسعار المتباينة، ومستوى أداء الأسواق إلى الآن - انظر **تغيرات كبرى على تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا.** تشي النتائج بأن العملاء يجرون تغييرات كبرى على محافظهم المحورية طويلة الأجل. وسيشمل الانكشاف المتزايد للشركات 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، والعقارات، ورأس المال الجريء في مرحلة المتأخرة - انظر **تحقق الاستثمارات البديلة أعلى رؤود للمستثمرين في الفترات التي تلي الأزمات الاقتصادية.** كما إننا نواصل التشديد على قيمة شركات بعينها والتي تهتم بسجلات قوية من الأرباح المتามية - انظر **السعى وراء الأرباح المستدامة.** ومن ثم، نبين سبب إيماننا بأن المستثمرين ينصب تركيزهم أكثر على الشركات ذات المعايير البيئية، والاجتماعية والحوكمية الأعلى، سواء خالى الجائحة أو على المدى البعيد - **قوة الاستثمار المقصود.** وأخيراً، تظل هناك مشكلة النقد ذاته. فالعملاء يحافظون بالكثير منه، والإخفاق في إدارة النقد بصورة حكيمة يؤثر سلباً بصورة كبيرة على المحافظ - انظر **النقد ليس هو المال.**

**4** "الخوف" الأكبر هو من الفيروس نفسه. وهذا لأن الوباء ليس في نهايته. فيبالنظر إلى البيانات الأمريكية، مثلاً، فإننا نرى بأنه قد تحدث 19000 حالة وفاة خلال ثلاثة أشهر من الآن - **الشكل 1.** لكننا نرى كذلك أن 50 مليون شخص على الأقل سيكونون قد أصيبوا حينها. ولن نرى نهاية الوباء إلا عندما تهبط معدلات العدوى (R0) بصورة مستمرة إلى 0.5 أو أقل. وهذا يعني أن مرض كوفيد-19 سيظل عالمياً لسنة أو اثنين أو ربما أكثر، ما لم يتم إيجاد اللقاح وتوزيعه على نحو واسع النطاق. إن التناقض الاقتصادي المصاحب للعيش والعمل في ظل الوباء في اقتصاد حديث هو أمر لم يتم قياسه أو نفذته من قبل.

## 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 جيداً 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

ستيفن 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 المحفظة، والتوصيات الإستراتيجية للأسوق ونحن على مشارف دورة اقتصادية جديدة تتطلب نهجاً جديداً للاستثمار.

#### الرسائل الرئيسية

- نحافظ على التزام طويل المدى نحو اتجاهاتنا الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها في الرعاية الصحية، والاضطراب الرقمي وأسيا كمنطقة
- ننصحكم باستهداف الأصول الكاسدة والتي سوف تعتبر قيمتها دون المستوى بعد سنة أو بضع سنين من الآن مع بدء التعافي
- من المرجح أن يكون جامعو الأعمال الصغيرة بما فيها الأسهم الخاصة من المستفيدين من الدورة الجديدة
- يتأمل التقنيات المنخفضة للغاية، فمما 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
- 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 يتقدوا 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 متبايناً على المستوى الإقليمي وعلى مستوى القطاعات، مما يؤدي إلى تباين العوائد بشكل كبير
- كان أداء الشركات الكبيرة، والشركات التي تنتج وتنتهك التكنولوجيا بصورة حكمة، والكثير من مزودي الرعاية الصحية متقدماً بصورة كبيرة خلال الغلق، حاجبين الكثير من الضيق في أماكن أخرى



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.

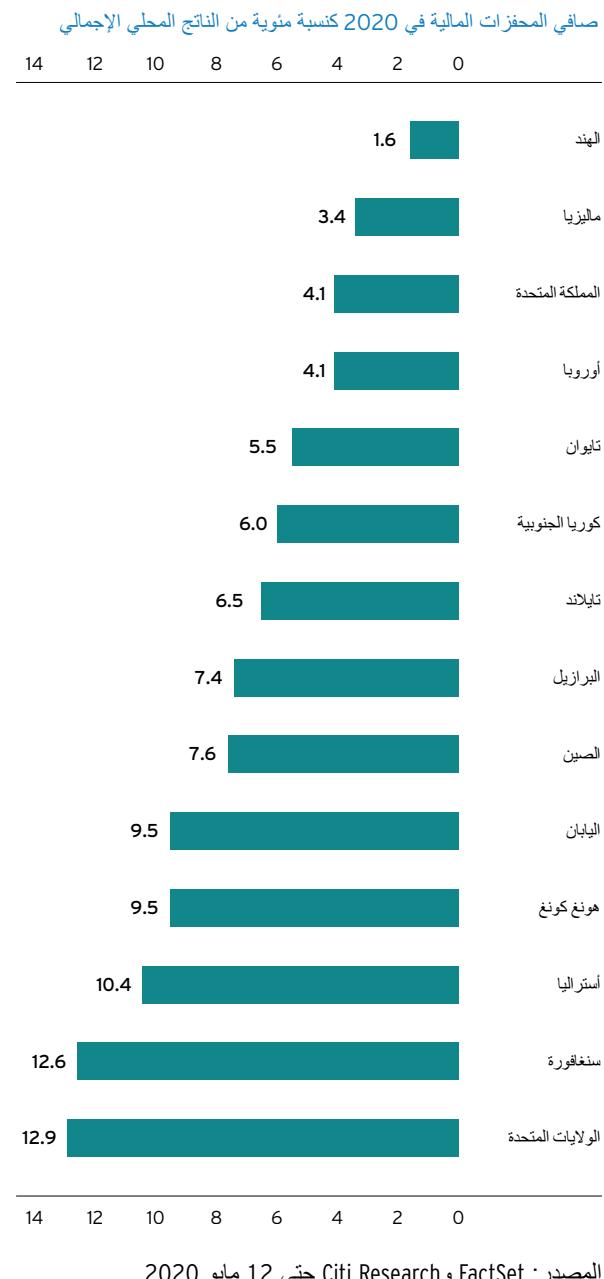
والأن نحن نبدأ في دورة جديدة اقتصادية ومالية.

يعزى الانهيار بسبب كوفيد إلى صدمة خارجية أدت إلى عرقلة نشاط الأعمال على المستوى العالمي. وخلافاً لما حدث في عام 2008، كانت استجابة حوكومات العالم سريعة وواسمة باتفاق الموارد الحالية والمستقبلية لبناء جسر نحو التعافي الاقتصادي. وسوف يخصص واصنعوا السياسات على مستوى العالم 6 تريليون دولار أمريكي لإنفاق العام الحالي، بينما اعتمدت البنوك المركزية مشتريات أصول مفتوحة لأجل 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 والنقدية على مستوى العالم. كما خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة الأمريكية إلى الصفر مرة أخرى، معتمدها بابقائها على هذا المستوى حتى تعود أسواق العمل إلى وضعها "ال 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 والنقدية كان كبيراً درجة 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 لتسهيل السندات المرتفعة القيمة وتبدلها بالأسهم المنخفضة القيمة، فإن هذه الأزمة لم تفعل ذلك. فحتى وورن بافيت لم يتمكن من تشغيل كومة النقد الممهولة التي لديه في شركة بيركرش 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 كبيرة في العقد المقبل.

الشكل 1. التحفيز: الزيادات المقدرة للإنفاق المالي 2020



وفي الوقت الذي قفت 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 تتأمل الفرق في هذه المرة، نجد أن الدورة الاقتصادية الجديدة تتطلب نهجاً تكتيكيًّا. سوف تحتاج إلى توزيع الاستثمار بين شرائح الأسواق والمناطق بمرور الوقت. وسوف تحتاج 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: سعود محظوظ

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 يشهو 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 الارتفاع الجزئي وحده يتراوح من 25% إلى 30%. وكما ترون، فإن النمو العددي سيبدو كبيراً، لكنه فقط في بداية سد فجوة التوظيف.

وقد انعكست افتراضاتنا الاقتصادية بصورة كبيرة في العوائد المالية العالمية إلى الآن في 2020 - الشكلان 3 و4. سيكون هدفاً 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 المختلطة ما بين الأقاليم، والصناعات والشركات يمثل الفرصة الأكبر للمستثمرين مع بداية هذا التعافي. وسوف نقود المستثمرين نحو الفرص وتسلسليها. وبالنسبة للمستثمرين الحادقين، سوف نعيد تخصيص محافظهم وفقاً لحصافتهم. وبالنسبة للمستثمرين الباحثين عن الفرص، نعتقد أن عليكم التصرف بجزم، فاضافة الاكتشافات المناسبة في الوقت المناسب قد يحسن من عوائدكم المستقبلية. وعلى النحو ذاته، فإن الإخفاق في التصرف قد يعيق نمو محافظكم لاحقاً.

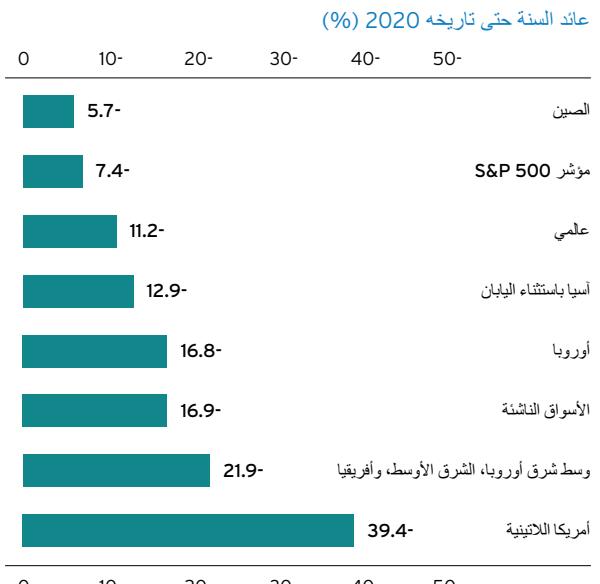
أخرجت منطقة اليورو الولايات المتحدة خلال التعافي ما بعد الأزمة المالية العالمية ما بين عامي 2008 و2009.<sup>2</sup> وفي ظل صدمة تجارية وسياسية أكبر وتحفيز مالي أقل، فعلى منطقة اليورو أن تتوقع تراجعاً في النمو لعام 2020 لقربها ضعف ما يتوقع للولايات المتحدة. وإلى جانب القيود الديمغرافية الأكبر والمزيد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

تبين لنا أن الدول المنتجة للنفط سوف تتعرض لنفس القدر من الضغط المستدام، وتنوّع من تخفيضات الإنتاج والعودة الضعيفة للسفر، أن تدفعاً 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 طويلاً الأمد بعيداً عن استهلاك النفط الأحفوري، وزيادة المعروض من الولايات المتحدة، والثورة التكنولوجية في الطاقة البديلة.<sup>3</sup>

ومن حيث إنفاق المستهلكين، يمكننا النظر إلى ما وراء البحار بحثاً عن أدلة عن شكل التعافي في الغرب. ومسار مبيعات السيارات في الصين هو واحد من هذه البيانات. فمع الإلغاقي الاقتصادي في الصين، انهارت مبيعات السيارات بنسبة 68% 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%. وقد تظهر أدلة أخرى. وعلى سبيل المثال، تتوسّع لوفتهانزا الألمانية بسرعة في رحلاتها ما بين الدول الأوروبيّة. 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 سيتعاني من صدمات أشد بسبب اعتمادها على السياحة الدولية، والصادرات أو كلها - الشكل 2. الأسواق الناشئة ذات متطلبات اقتراض خارجي مرتفعة، والأسواق التي تفترض بالعملات الأجنبية أو لديها ثبيت للعملة هي الأكثر ضعفاً، فهي لديها القدرة على توجيه اقتصاداتها نحو النجاة.

شكل 3. عوائد الأسهم من سنة حتى تاريخه



شكل 2. الاعتماد على التجارة والسياحة



شكل 4. تقديرات نمو الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي من CITI PRIVATE BANK

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

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

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 بيئته. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. انظر مسرد المصطلحات للحصول على التعريفات.

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

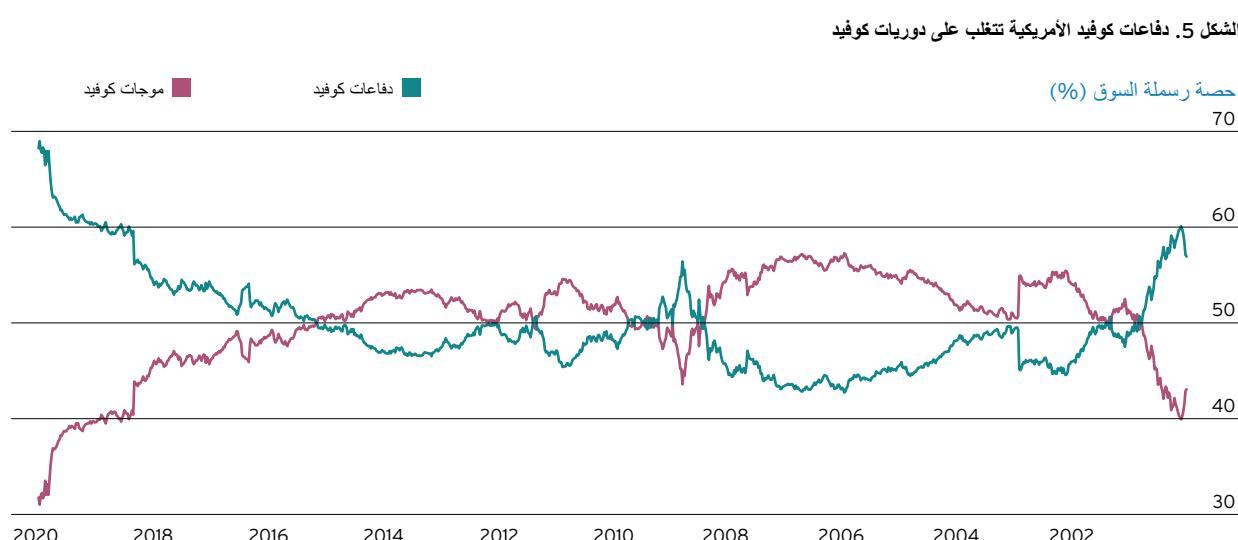
نرى أن هذا الأداء المتوقع هو أداء غير مستدام ويمثل فرصة استثمارية. وقيادة السوق من قبل الشركات الأقل تضرراً من الإغلاق الاقتصادي هي قيادة منطقية، لكن درجة ارتفاع قيمتها نسبة إلى الأداء الضعيف للشركات الصناعية هو غير منطقي.

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 المحفظة لعام 2021 وما بعد، وليس 2020

ُتَّمَّت تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا تغيرات كبيرة مع دخولنا الدورة الجديدة. ومن الجدير بالذكر أن قيمة المحفظة للعائد الثابت قد تراجعت بصورة عامّة. وباستثناء بيون الأسواق الناشئة وبعض أجزاء من سوق المردود العالٍ، فللت أسعار الفاندة المنخفضة عند قرابة الصفر من قيمة تنوع السنديان وازدهار عوائدها على المدى الطويل بصورة أكبر - انظر [تغيرات كبيرة على تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا](#). عليه فإننا بحاجة إلى النظر في طرق أخرى للبحث عن التنويع<sup>4</sup> والعوائد. في مجال الأسهم، لم يكن أداء المؤشرات مهمًا. فهناك قطاعات فرعية ستكون أكثر قيمة مثل مكونات المحفظة.

ورغم مواصلة انكماس 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 المحتل أن تتسبب انكasaة مستقبلية في الأسهم في تغيير ذلك. وفي حين أن أسواق الأسهم المختلفة الأحجام ترتفع وتهدّي معاً في الغالب، إلا أن القيمة النسبية للأسواق وترقياتها 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 نقلل من قيمة الأسهم في منطقة اليورو والأسواق الناشئة في أوروبا، والشرق الأوسط وأفريقيا. وهذا يشمل السنديان الحكومية في منطقة اليورو، حيث تظل دون القيمة.



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 عيني. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر.

**موجات كوفيد:** القطاعات المالية، والصناعية، وقطاع الطاقة، والمواد، والعقارات، والقطاعات غير الأساسية باستثناء أمازون

**دافّاعات كوفيد:** تكنولوجيا المعلومات، والرعاية الصحية، وخدمات الاتصالات، والمواد الأساسية للمستهلك، والمرافق، وأمازون

كما ستنظر أسواق النفط في التأرجح بين الازدهار والتراجع. بعد الانهيار الحالي والتفافي المرجح، ستتعاني الدول المنتجة للنفط من تحديات جمة في تنويع اقتصاداتها بما يكفي ليلاً عالمًا بضعف فيه الطلب على النفط - انظر **مستقبل الطاقة في النظرة المستقبلية 2020**.

كما وأصبحت أهم استراتيجية استثمار في الدورة الجديدة زيادة الانكشاف على الاستثمارات ذات القيمة الجذابة التي يتحمل أن تدر دخلاً - انظر **السعى وراء الأرباح المستدامة** - وفرض 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**.

ونزيد التأكيد على قناعتنا **بإنجاحات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها**. وهي تتضمن الاضطراب الرقمي - مثل المحتوى الإعلامي الرقمي، التجارة الإلكترونية ومزودي الأمن السيبراني - وإطالة أممار البشر - والرعاية الصحية العالمية. وقد أشار كل من الصين والولايات المتحدة أسواق أسمهم عالمية كبيرة، وقيمها زائدة في الجهات. ومن المهم أن ندرك أن لهذه الأسواق الأوزان الأعلى في دفاعات كوفيد - الشكل 6. تظل آسيا، كتلة كاملة، من الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها لأسباب واضحة قطعًا، ومنها الزيادة السكانية السريعة والبيئة الجيوسياسية المتغيرة.

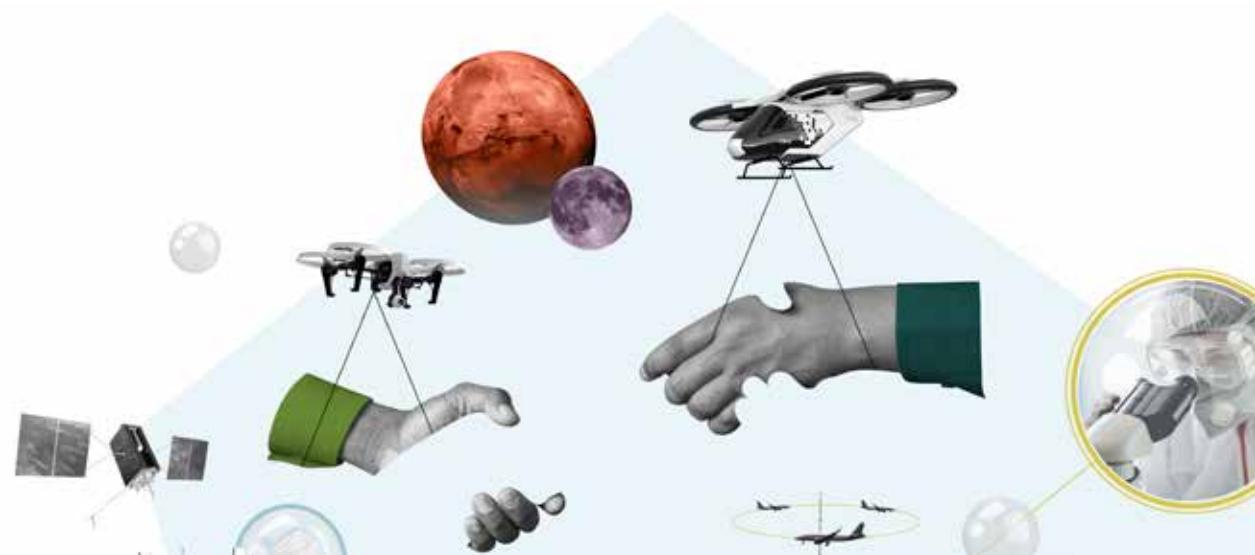
فقد كان أداء هذه الأصول التي نصنفها بأنها "لا يمكن إيقافها"، في هذه الدورة الجديدة، جيدًا مقارنة بغيرها في ظل الانهيار بسبب كوفيد. لذلك، فإننا نذكر المستثمرين بأن الأصول التي لم تهبط أسعارها لا يمكنها الارتفاع. عليه، فإننا ننصحكم بالإبقاء على هذه الأصول لمدة طويلة، مع إضافة القطاعات المنهكة بصورة تكتيكية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

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

المصدر: بلومبيرغ حتى 5 مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشرًا على العوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقة. 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

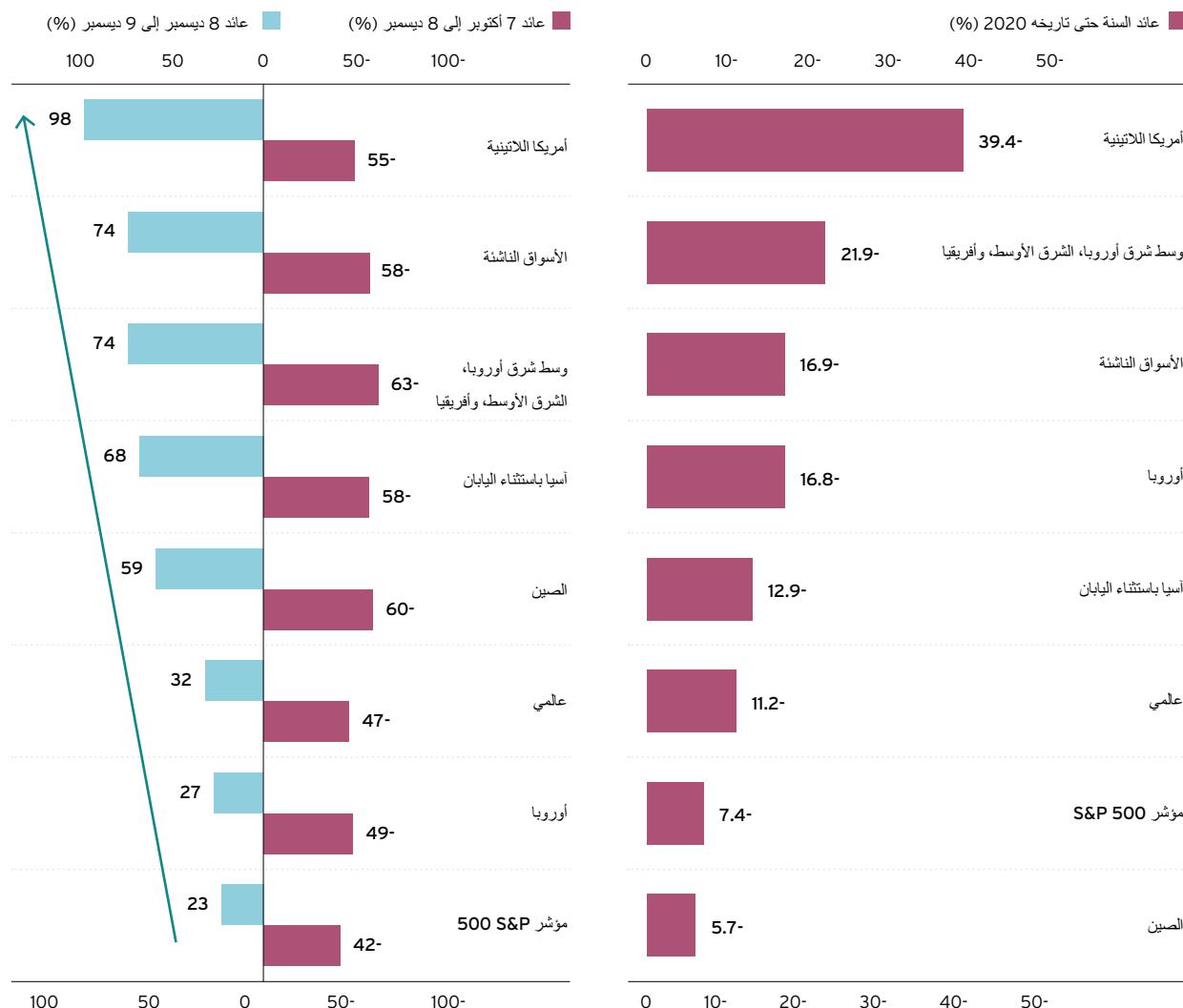
دفاعات كوفيد: تكنولوجيا المعلومات، والرعاية الصحية، وخدمات الاتصالات، والمواد الأساسية للمستهلك، والمرافق، وأمازون



ومن بين القطاعات ذات الأداء المتدنى ضمن "دوريات كوفيد" نرى احتمالية مرتفعة بأن ترتد 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 و8.

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

الشكل 8. حالات الهبوط الأكبر، حالات الارتفاع الأكبر في عامي 2008 و2009



مؤشرات MSCI في جميع الحالات، باستثناء مؤشر S&P. المصدر: بلومبيرغ، كما في 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 معينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح فقط

مؤشرات MSCI في جميع الحالات، باستثناء مؤشر S&P. المصدر: بلومبيرغ، كما في 5 مايو 2020. المصدر: بلومبيرغ، كما في 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 معينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. انظر مسرد المصطلحات للحصول على التعريفات.

الشكل 9. علاوة مردود الخزينة الأمريكية



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

مع المردود الاسمي السليفي 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 [النقد ليس هو الملك](#).

يمثل التراجع الحاد في معدلات الفائدة على النقد مردود السندات معضلة رئيسية في مخصصات الأصول في المستقبل، حيث العوائد الأمريكية الحقيقة سلبية الآن أيضاً. وبما كان الصكوك الائتمانية أن تزيد من العوائد الحقيقة 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 مؤخراً في أسواق الأسهم هو حالة غير مسبوقة، حيث تلى الحدث الاقتصادي الأكثر فتكاً في القرن الماضي. ومع تحول العالم من الخوف إلى الازدهار، تنصحكم الآن باتباع مخصصات أصول لما بعد الوباء. فالأسعار منخفضة وستظل كذلك. وهذا يتطلب النظر في كيفية إدارة ندقكم 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 القر الكبير من التشتت في ما بعد كوفيد-19، يجب علينا أن نحدد مراكز محافظنا بحيث تستفيد من هذا التشتت ومتوسط الارتفاع المرجح حدوثه. ومع استمرار دورة التعافي الجديدة هذه في التقدم على مدى السنوات المقبلة، فإننا نتوقع تبني موقف أكثر ميلاً 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 المحلفين الاقتصادي وبيروستات، كما في 1 مايو 2020

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

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

<sup>5</sup> الأداء السابق ليس مؤشراً 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 أعمدتها أكثر خلال الوباء



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



أسهم الشركات الخاصة ومدراء العقارات الذين يستهدفون الأصول المضغوطة والكافحة المستهدفة



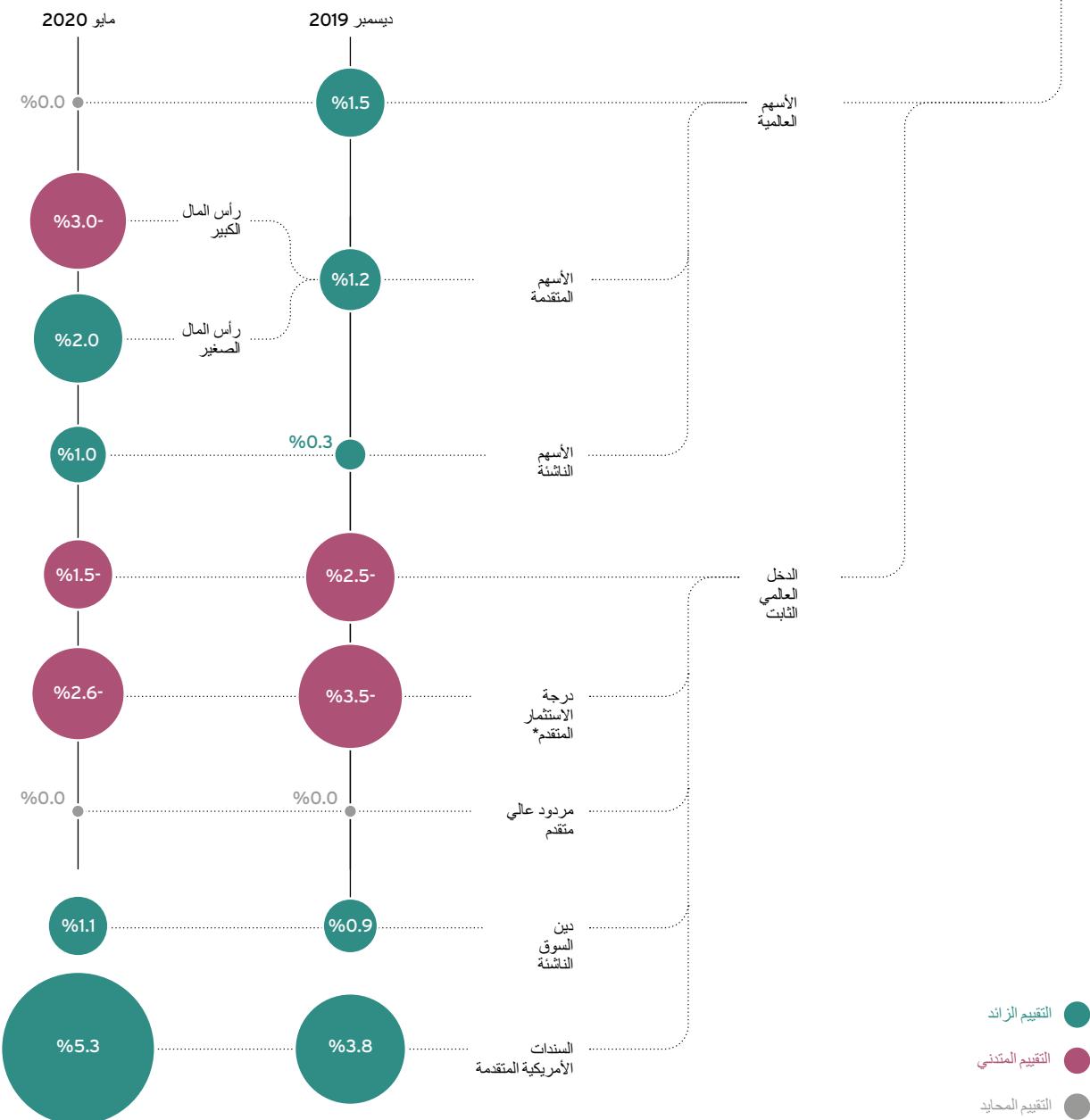
صناديق التحوط التي تبحث عن الاستفادة من قيود السيولة والبيع الإيجاري



من ينمون الأرباح بنماذج أعمال مرنة من صناعات بعينها



## مراكزنا



\* العوامل المؤثرة في التقييم المتذبذبي للدرجة الاستثمارية للأسواق المتطرفة غير الأمريكية

كما في 20 مايو 2020، Citi Private Bank

## 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 1
%26.9 أوروبا
%26.6 المملكة المتحدة
%14.4 سويسرا
توقع نمو عوائد الأسهم حسب القطاعات 1
%9.6 الآلات الأساسية للمستهلكين
%11.5 الرعاية الصحية
%27.6 تكنولوجيا المعلومات
%13.8 خدمات الاتصالات
مردود العائد الثابت 5
%1.1 الشركات الأوروبية ذات الدرجة الاستثمارية
%5.7 الأوراق المالية الرأسمالية المقيدة بالبورص (الطبقة الإضافية 1)
%3.7 السندات الأوروبية عالية الجودة ذات العوائد نصف السنوية (تصنيف BB)

### أمريكا الشمالية

توقع نمو عوائد الأسهم 2
%24.5 الولايات المتحدة الأمريكية
%28.0 كندا
%46.1 أسهم الشركات الأمريكية الصغيرة والمتوسطة
توقع نمو عوائد الأسهم حسب القطاعات 2
%15.3 الرعاية الصحية
%34.1 التمويلات
%37.8 الصناعات
مردود العائد الثابت 5
%2.5 شركات أمريكا من الدرجة الاستثمارية
%2.7 سندات ديون البلديات الأمريكية (العائد المكافى الخاضع للضريبة (TEY))
%5.8 الأوراق المالية الأمريكية التفضيلية (الثابت إلى المعموم)
%5.1 السندات الأمريكية عالية الجودة ذات العوائد نصف السنوية (تصنيف BB)

### آسيا - المحيط الهادئ

توقع نمو عوائد الأسهم 3
MSCI آسيا باستثناء اليابان مؤشر الصين
اندونيسيا سنغافورة
توقع نمو عوائد الأسهم حسب القطاعات 3
القطاعات غير الضرورية للمساهم تكنولوجيا المعلومات التمويلات خدمات الاتصالات مردود العائد الثابت 5
الشركات الآسيوية ذات الدرجة الاستثمارية المقومة بالدولار الأمريكي السندات الآسيوية عالية الجودة ذات العوائد نصف السنوية (تصنيف BB) الصناديق السيادية المقومة بالعملات المحلية
أمريكا اللاتينية
توقع نمو عوائد الأسهم 4
MSCI EM أمريكا اللاتينية وفق مؤشر الأرجنتين البرازيل المكسيك تشيلي كولومبيا بيزو
توقع نمو عوائد الأسهم حسب القطاعات 4
المادة الطاقة المواد القطاعات غير الضرورية للمساهم التمويلات الصناعات مردود العائد الثابت 5
مكسيك بيزو (محلي) الصناديق السيادية وصناديق الشركات المقومة بالدولار الأمريكي (باستثناء الأرجنتين، فنزويلا والإكوادور)

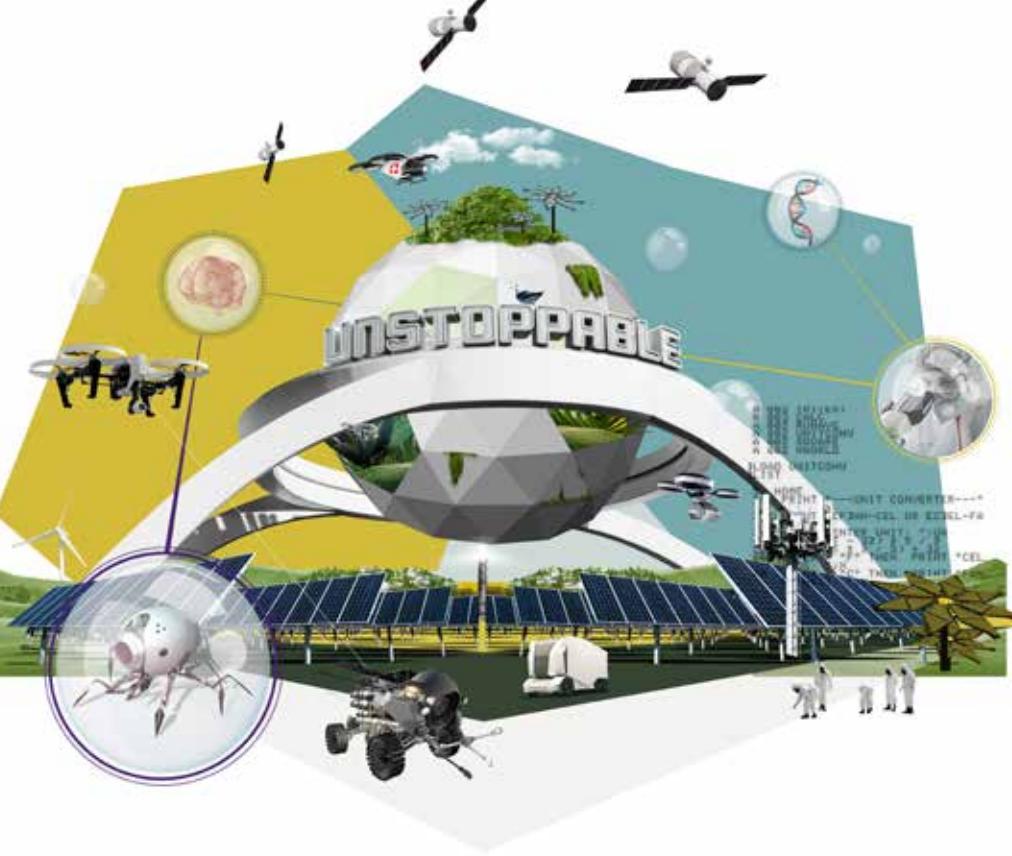
-1 MSCI، FactSet كما في 7 مايو 2020؛ -2 FactSet كما في 20 مايو 2020؛ -3 FactSet كما في 10 مايو 2020؛ -4 بلومبيرغ كما في 10 مايو 2020؛ -5 بلومبيرغ ومؤشرات بلومبيرغ باركليز كما في 6 مايو 2020. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن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

## 2.2

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

ستيفن ويتينغ، خبير استراتيجي أول لشؤون الاستثمار وخبير اقتصادي أول

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



في القرى الاقتصادية العالمية من الغرب إلى الشرق. **اطلة أعمار البشر**  
يسكشف كيفية تأثير الشيخوخة بين سكان العالم في أنماط الطلب، لا سيما  
للرعاية الصحية. وجميع هذه الاتجاهات من المرجح لها الاستمرار لعقود  
أو أكثر من الزمن.

وهناك بعض من القطاعات والشركات المرتبطة بهذه الاتجاهات بقيمة  
من بين الأفضل أداء 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 والاضطراب**  
**الرقمي** - سجلت هي كذلك أداء فاقلاً. فقد ساعدتها قطاع التكنولوجيا المحلي  
الكبير وتعافيها المبكر من الجائحة في تحقيق نتائج جيدة من سنة حتى  
تاريخه. وإلى جانب صناعات تكنولوجيا المعلومات، والرعاية الصحية

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

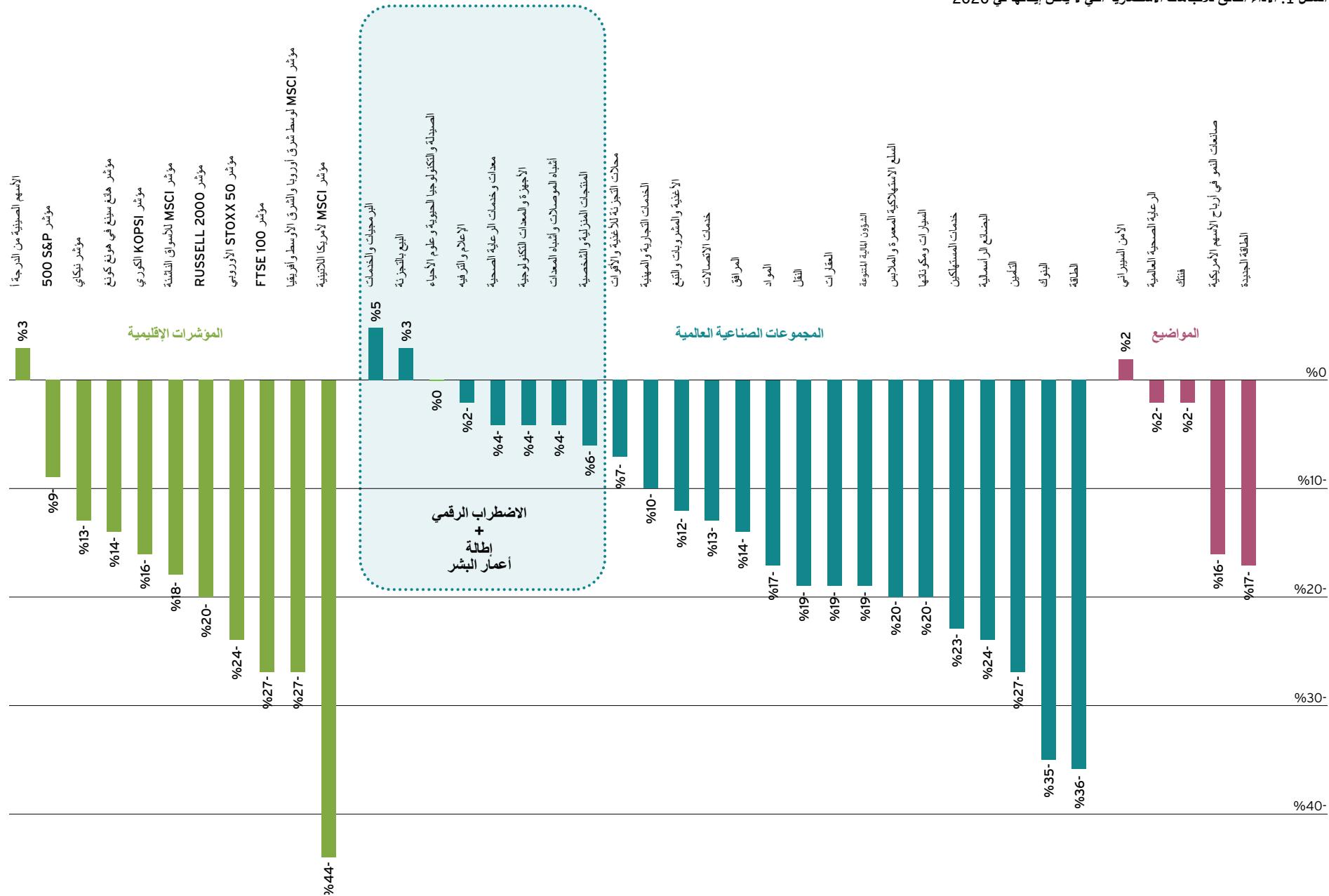
مع بدء الانتشار العالمي لكوفيد-19 بشكل واضح في فبراير، قلل Citi Private Bank الأمريكية والذهب - انظر **الاستثمار في دورة اقتصادية جديدة**. كما نصحت بتوجيه الاستثمارات الجديدة تجاه الصناعات التي كان من المرجح أن تكون الأقل تضرراً من الإغلاقات الاقتصادية الغربية وظاهرة التبادل الاجتماعي. ولم تفاجئ بأن هذا شمل العديد من الصناعات التي كان يوصي بها كجزء من مجال الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها.

نحن نعرف الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها على أنها فوقي فاعلة طويلة الأمد تمثل ثورة في طرق معيشتنا وأعمالنا على مستوى العالم. فيمكن أن هذه الاتجاهات تحمل دوراً اقتصادياً - 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

#### الرسائل الرئيسية

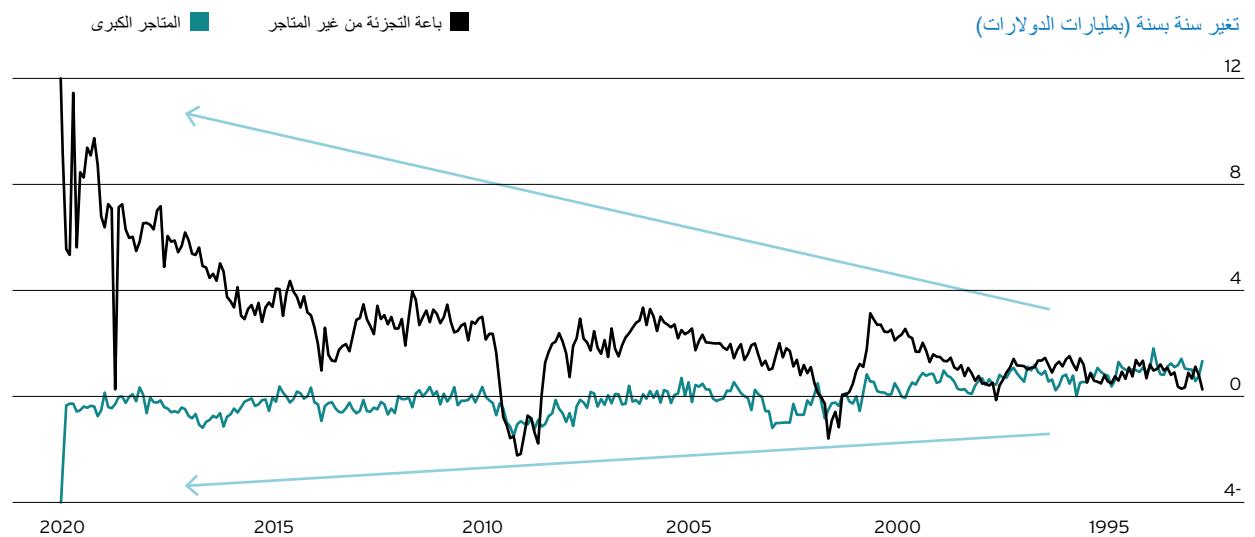
- العديد من الصناعات التي تمت التوصية بها من قبل كجزء من مجال الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها كانت من بين الأقل تضرراً من الإغلاقات الاقتصادية والتبعاد الاجتماعي
- ونرى أن تجربة كوفيد-19 - والنظرية المستقبلية لما بعد الوباء - من المرجح أن تضيف مزيداً من الرسم لهذه الاتجاهات الاستثمارية التي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

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

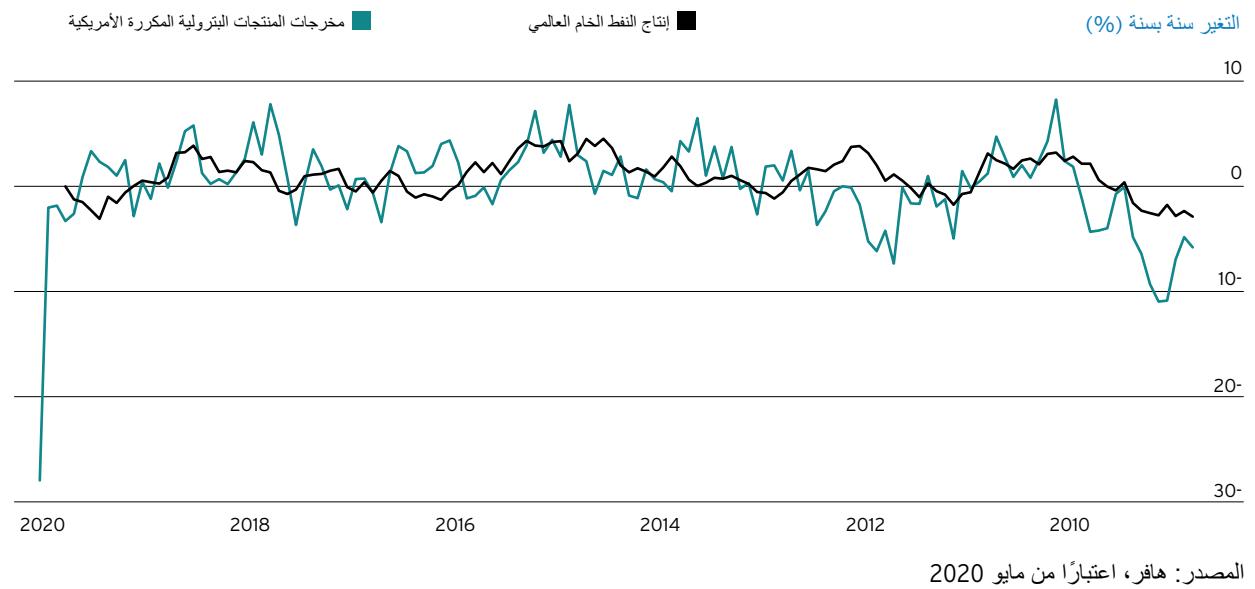


المصدر: هافر، كما في 20 مايو 2020.  
المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار ب بصورة مباشرة في مؤشر معينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعواائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقة.

## الشكل 2. الهيمنة المتزايدة للتجارة الإلكترونية



## الشكل 3. انهيار الطلب على النفط الخام

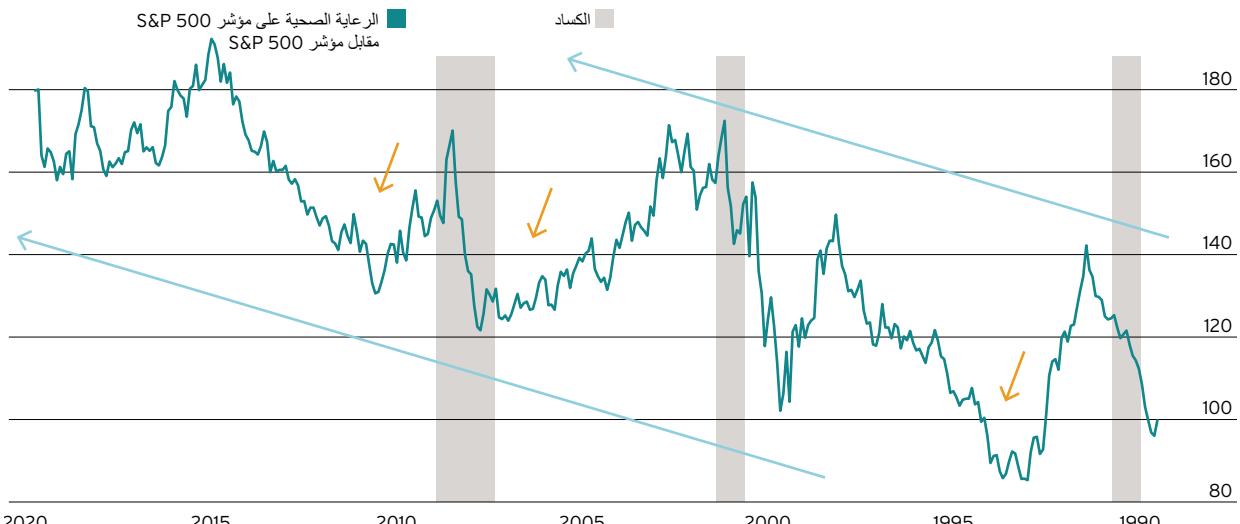


- مجال إطلاة أعمار البشر - حقق أداء فائقاً كما هو متوقع في خضم الجائحة. الطاقة التقليدية - القطاع الخاسع للتحديات على مستوى العالم الذي أشرنا إلى ضعفه أمام البديل المستدام في **مستقبل الطاقة** - كان هو الأسوأ أداء من سنة وحتى تاريخه. فانهيار الطلب على وقود النقل عميق من تراجع صناعة الوقود الأحفوري الذي وصفنا 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 تضيف مزيداً من الزخم على هذه الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها. إليكم بعض الأمثلة. لقد أصبحت التجارة الإلكترونية هيمنة على حساب باعة التجزئة التقليديين، مثل المتاجر الكبرى - **الشكل 2**. ومع اتساع شبكات الجيل الخامس (5G) في الانشار على مدى السنوات القليلة المقبلة، فإننا نتوقع زيادة الطلب على المحتوى الرقمي وغيرها من الخدمات بنسبة أكبر.

ونبقي على ثقة بامكانات النمو طويلاً الأمد لاتجاهاتنا الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها. وعلى الرغم من أدائها القوي مؤخراً، فإننا لا ننصح ببيع الاستثمارات المتعلقة بهذه المجالات. وغم ذلك، فمنا 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 نقال من تقييم بعض الاستثمارات الإقليمية المرجح أن تتعرض للضغط أو الحدود في تعافيها).

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



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

المصدر: هاير، 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.

#### تحديد البدائل للمردود

في النظرة المستقبلية لعام 2020، اقتربنا تجنب السندات ذات المردود المتدني أو السلبي والبحث عن دخل من استثمارات أخرى بدلاً منها. وهذه النصيحة أصبحت أكثر إلحاحاً اليوم. لذلك، فنحن نؤكد على توصياتنا بالاتخاذ لقطاعات النمو عالية الجودة في الأرباح - انظر [السعور وراء أرباح مستدامة](#) - وكذلك اختيار أصول عائد ثابت لا تزال تقدم مردوداً - انظر [النقد ليس هو المال](#). 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 زبيوليتوس،  
الرئيس العام لاستراتيجية العائد الثابت

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

### الرسائل الرئيسية

- في المحن السابقة للأسوق، 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 تنوع 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.



## الأوراق المالية الأمريكية التفضيلية

على الرغم من طول مدها، 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 هيكلها الرأسمالي، إلا أن هذه الأوراق المالية تصدر عادة من مؤسسات مالية جيدة الرأسمال في الولايات المتحدة وأوروبا. وبعضاً من أكبر البنوك الأمريكية لديها أوراق مالية محددة يزيد مردودها عن 5%. هذا صحيح، فيمكن لهذه الأصول أن تكون أكثر تذبذباً خلال فترات تراجع الأسهم. ورغم ذلك، خلال حقبة الغواص 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

وأخيراً، فإن الأوراق المالية عالية الجودة والمدعمة بأصول على المدى القصير أو الائتمان المهيكل يوفر بعض البديل عن النقد، دون التعرض لكثير من مخاطر التغير 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، مردوداً بأسعار الليبور 70+ نقطة أساس. وبموجب أسعار الليبور الحالية هذه، وهذا يعادل مردوداً إجمالياً بنسبة 1.0% إلى 1.3%.

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

## البلديات الأمريكية

بالنسبة للمستثمرين الأمريكيين، قد توفر سندات البلديات المغفأة من الضرائب فرص جاذبة. في حين أن المردود على سندات البلديات عالية الجودة قد تراجعت بشدة، إلا أن حالات عدم اليقين المستمرة في السوق تركت بعض صدرى 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 هبوطاً في التصنيف الائتماني فيطلب نهجاً أكثر انتقائية. فالعنوان 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 مردوداً خالياً 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 الفرصة. علينا تحضيل البقاء "مرتقبين في الجودة" ومتاحزين، 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" ي الواقع 150 نقطة أساس هو أكبر من مردود السندات البالغ أجل استحقاقها 10 سنوات بواقع 100 نقطة أساس. تناهيك عن أن هذه الأوراق المالية تتطوي على مخاطر ائتمانية أكبر. لكن SRES عند 5.9% و 6.2% هي أعلى بكثير من أي فئة أصول عائد ثابت أخرى. وفي حين أن المخصصات في المحافظ المتزنة قد تحدّ من تجنبها لمخاطر الأسهم، فإننا ننظر في مراكز التقييم الزائد لمستثمر 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 تتنبّب الأسعار، بحيث تعكس أسعار الفائدة في السوق والحالة الائتمانية للجهة المصدرة.

في المحن السابقة للأسوق، غالباً ما كان يقول الناس بأن "النقد هو الملك". فلم ي عمل النقد فقط على تخفيف تتنبّب المحافظ، بل غالباً ما عمل كمصدر ثابت للعواائد الإيجابية المعتدلة. ولكن صرحاً، فدائماً ما "تشعر شعراً طيباً" حين ترى شيئاً ثابتاً والأسوق تتهاوى. أما اليوم، فلا ينطبق ذلك. ففي الاستجابة لتبعات جائحة كوفيد-19، خفض بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي من سعر الفائدة إلى ما بين 0.0% و 0.25%. نتيجة لذلك، فلا يوفر النقد الآن أي مردود، بل وفي قيمة قليلة من التنويع، ومن المرجح أن يكون في المرتبة الأخيرة في عوائد المحافظ.

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

## شركات من الدرجة الاستثمارية

لفترة وجيدة في أبريل، كانت منحنيات مردود سندات الشركات الأمريكية ذات الدرجة الاستثمارية قريبة من أشد مستوى تسطيعه منذ عام 2009. لكن الارتداد في أصول المخاطر العالمية دفع 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 المنحني من السندات ذات الدرجة الاستثمارية على مدى عامين.

## 2.4 السعي وراء الأرباح المستدامة

جو فيوريكا، الرئيس العالمي لاستراتيجية الأسهم،  
CITI PRIVATE BANK

وبته نايجنوي، مدير محافظ عملاء الأسهم،  
CITI INVESTMENT MANAGEMENT

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



الإغلاقات الاقتصادية غير المسبوقة تستدعي مسألة استدامة الأرباح، وكذلك عمليات إعادة شراء الأسهم، قد تغير الشركات في بعض الصناعات على الاحتياط بقدرها، على الأقل حتى تتضخم الصورة أكثر حول طول وعمق الدورة الاقتصادية المتراجعة. وهذا قد يشمل حتى بعض الشركات التي نمت أرباحها طوال الأزمة المالية العالمية عامي 2008 و2009.

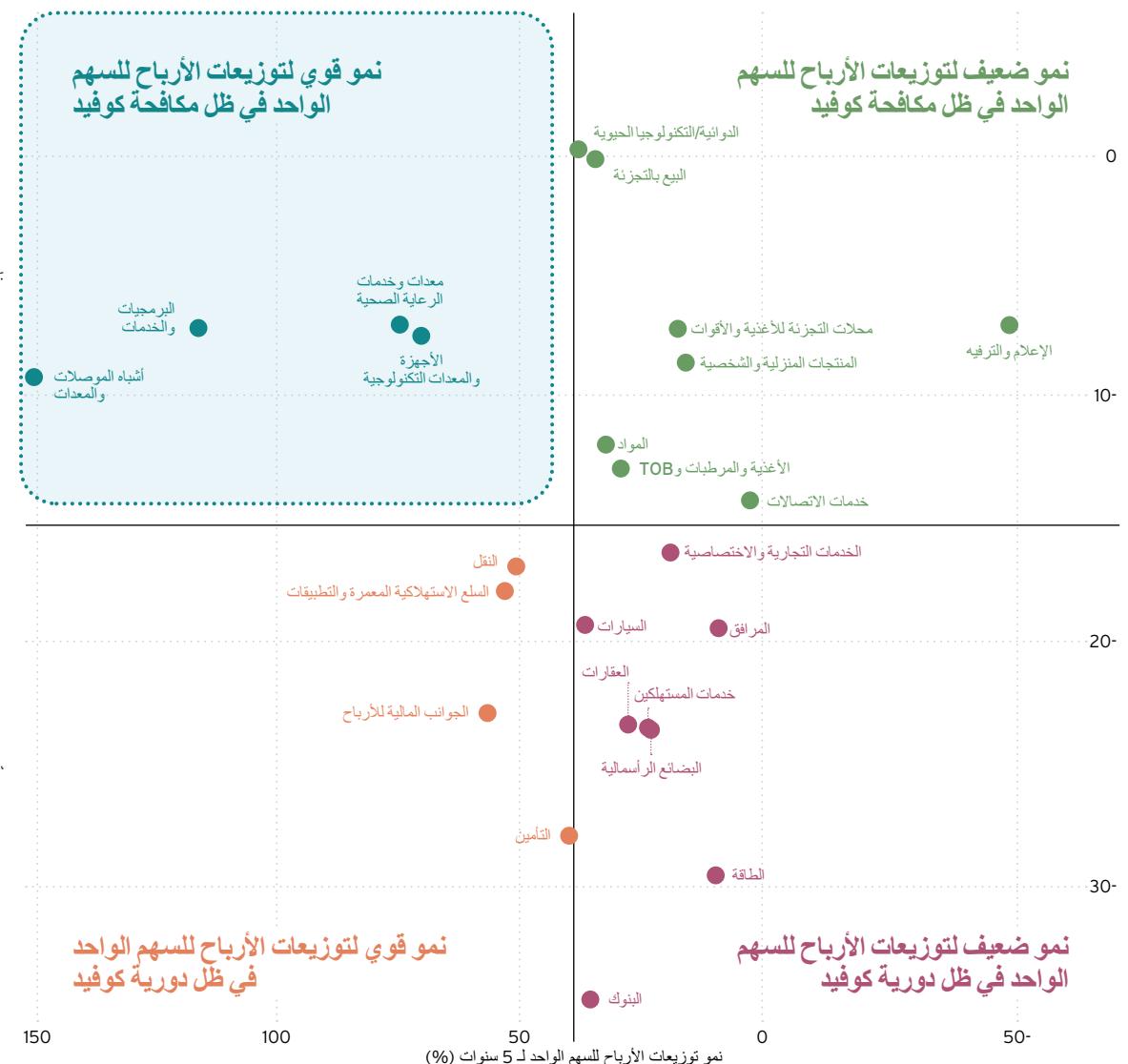
نحن نسعى، في خضم هذه الأوقات غير المسبوقة، نحو الشركات ذات الموارد والتدفق النقدي الذي وفر لها نطاقاً من مجال عمليات إعادة شراء الأسهم في الأوقات الاعتيادية. إننا نعتقد أن من المرجح أكثر لهذه الشركات أن تكون قادرة على الحفاظ على أرباحها. بعض أجزاء قطاع التكنولوجيا تبرز هنا، فالعديد من شركات التكنولوجيا كانت الأقل تضرراً من التأثيرات الاقتصادية للبنية الاجتماعية. وبالنسبة لقطاع الرعاية الصحية، فقد رجح التدفق النقدي الحر الوافر تمويل عمليات إعادة الشراء والاندماج والاستحواذ، ويمكن تقليل الأمرين للحفاظ على دفع الأرباح.

وفي هذه الأثناء، وفي الوقت الذي تركز فيه الصناعات الأكثر تضرراً على البقاء، فإنه من المرجح لها تقليل عمليات إعادة الشراء، وتوزيع الأرباح والنفقات بشكل كبير. تبرز قطاعات الطاقة والسياحة والسفر، لا سيما الشركات التي تعمل ضمنها والتي تفترض للوفاء بأرباحها. لاعتبار قطاع البنوك القطاع الثاني الأكبر في عمليات إعادة الشراء بعد التكنولوجيا، فإنه قدرته على الحفاظ على دفعات الأرباح تبدو قوية من الوجهة 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 جسماً في موازناتها، بما في ذلك الاحتياطيات الكبيرة للخسائر الائتمانية. تتوقع إمكانية تجنب هذا السيناريو الأسوأ، لكن المراقبة الحثيثة للتهديدات لدفعات البنك ضرورية.

الشكل 1. كان أداء القطاعات صانعة الأرباح الذي يتضمن شركات غير متاثرة بكورونا متفوقاً

قووي

غير قوي



المصدر: Factset، حتى 19 مايو 2020. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. DPS يعني الأرباح للسهم. نعرف دفعات كوفيد ودوريات كوفيد على أنها القطاعات التي أثبتت نماذج أعمالها مقاومة أكبر وضعفاً أكبر على التوالي خلال الوباء. انظر مسرد المصطلحات للحصول على التعريفات.



وعلى المستوى الإقليمي، نرى أن أوروبا في خطر هو الأكبر من حيث تقلص الأرباح مقارنة بالولايات المتحدة. فمحدود الأرباح الحالية هي الأعلى والاحتياطي المرصود لإعادة شراء الأسهم أقل، لا سيما في القطاع المالي وقطاع الطاقة، حيث إن القطاع المالي هو القطاع الكبير 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.

### [السعـي وراء مردود أرباح متنـامية ومستـدامة](#)

بمرور الوقت، قد يكون طلب المردود الجاري المرتفع خطراً. فمثل هذه الاستراتيجيات غالباً ما تتضمن الاستثمارات في شركات معرضة لخطر تقلص دفعات الأرباح، وهذه الشركات تقدم مردود مرتفع على نحو مغرٍ، لكن ميزانياتها العمومية لا يمكنها الإبقاء عليها. نحن نفضل الشركات "التي تتنمي الأرباح" حيث تتنمي بشكل مستمر توزيعات الأرباح بمرور الوقت، والتي تُظهر اضطراباً مالياً للقيام بذلك - انظر [ترتيب محافظ الدخل: أخـر صـانـعـات التـنـمو](#) في النـظـرة المـسـتـقـلـة 2020. فالعـدـيد 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 للأرباح النامية، ونموذج أعمال من، والتواجد في الصناعة "الصحيحة" هو ما يرجح إثبات الدليل الأمثل لتحديد الشركات الأكثر احتمالية لتحقيق أرباح في هذه الأزمة. نحن نلاحظ أنه طوال ذروة الأسواق في فبراير، كان أداء صانعو التـنـمو في الأرباح في الصناعات المعزولة فائقاً في السوق - [الشكل 1](#). وبالنظر إلى الطبيعة الفريدة للبيئة الحالية، فقد يكون المدراء الفاعلون أكثر استعداداً 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 للأسماء الخاصة عالية الجودة، والعقارات، ومدراء صناديق التحوط. يمتلك أفضل المدراء الانضباط، والمعرفة العميقة، والنقد الجاهز لاستغلالها.

### الرسائل الرئيسية

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



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

في أسمم الشركات الخاصة، قد يقتيد المختصون الذين يستهذفون أسهم النمو وما قبل الطرح الأولي بصورة غير مناسبة. وسوف تقبل الشركات ذات النمو الأفضل تقديرات أدنى في حين أنها تدعم موازناتها لتمكين أعمالها من مزيد من التوسيع خلال مرحلة الكساد. وسوف يواجه المختصون الانتهزيون والمتحللون مشهدًا مليئاً بالفرص، حيث تتم مكافأة المال والمواهب الإدارية. وهذا صحيح خاصًّا بالنسبة للفرص في خارج البلاد. أما في صناديق التحوط، فإن أكبر المكاسب عقب التعطل كانت في الغالب تزول لديون متعدة سائلة واستراتيجيات انتقائية مهيكلة. وفي مجال العقارات، نفضل المدراء ذوي السجل الحافل على مَدُورات اقتصادية سابقة من تحديد الأصول السليمة من حيث الأساس والتي تعبر أسعارها وأخذ عليها ديون كثيرة، وأو تم تخفيض رأسملتها. 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، بزرت جراء الإغلاق الاقتصادي بسبب جائحة كوفيد-19 فرصة مميزة في مجال الرعاية الصحية والبنية التحتية الرقمية. فقد أظهرت هذه المجالات قوة تحمل، ولكنها كذلك تتطلب مزيًّا من الاستثمار الرأسمالي على مَرَض السنوات المقبلة. فالعديد من الشركات الراسخة سوف تحتاج إلى إجراء عمليات استحواذ استراتيجية وسوف يستفيد الشركات 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 أحثتها الوباء في سلوك المستهلك وأنماط العمل.

## حيث ستمكّن مكافأة الأموال المحقّقة بها في الاستثمار

وفي حين أتنا على عتبة فرصة فريدة وكبيرة، فإننا نود التشديد على أن تقديرات الأسواق الخاصة عادة ما تتطابق مع 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 متوفّرة في وقت لاحق من هذا العام وخلال 2021. بعبارة أخرى، نتوقع أن تحدث بعد تراجع الدعم الانتقائي على المستوى الكلي الأولى من البنوك المركزية وعندما يكون الاقتصاد في حالة تعافي حقيقة.

ورغم ملاحظتنا أن عدد فرص "الشركات المضغوطة" قد أخذ في الارتفاع، إلا أننا لم نر بعد الارتفاع القوي في الأسعار الافتراضية وتفضيلات التصنيفات والتي هي من المرجح أن تحدث على مزيد من بيع الأصول الإيجارية. في الدورات السابقة، كانت هناك فترة لعدة سنوات اتاحت 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 الرسملة الكافية من مشكلات في محافظتها. وستحتاج الشركات ذات الموارد المضغوطة إلى تفريح الأصول لتخفيف الضغط. وستزيد بعض الشركات القيام بعمليات استحواذ استراتيجية تتطلب رأسمال خارجي. وكل ذلك يمثل فرص للمدراء التخصصيين ذوي رؤوس الأموال الجيدة الذين صبروا ولديهم الفرق اللازمة للرسملة عليها.

نحن نعرف كيف يشعرون 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 والعقاريات أعلى أداء لهم بعد فترات الأزمات. فقد استفاد الشركاء المحدودون الذين استثروا بجرأة بعدها من استفادة مدراهم المهرة من تعطل الأسواق. في العامين 2001 و2008، مثلاً، ازداد متوسط عائد أسهم الشركات التقنية بواقع 800 و710 نقطة أساس على التوالي على مستوى العام الذي سبقهما.<sup>1</sup>

من المرجح أن ينتح الوباء ضغطًا اقتصاديًّا ومالكيًّا كبيرًّا للشركات وماليًّا للأصول عبر العديد من الصناعات وفنان الأصول. وفي القطاعات مثل الترفيه، والرعاية الصحية الخاصة، والتعليم والتجزئة، ستحدث هناك العديد من عمليات إعادة الهيكلة، وإعادة الرسملة والإفلاس أكثر مما عليه الحال في فترة عامي 2008 و2009. نحن نتوقع تقديرات أكثر موافاة بسبب تقلص مصانع الشراء في الأسهم الخاصة وتوسيع معدل الرسملة في العقار. وعندما يتم تطبيق مقاييس التقييم الأدنى هذه على توقعات المكاسب المتتنمية قصيرة الأجل، فقد تصبح أسعار الدخول للأموال الجديدة مقنعة جدًّا. وفي خضم هذه المعضلة، ينبغي على مدراء صناديق بعيدهم أن يكونوا قادرين على الاقتراض بأسعار منخفضة.

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

في مجال صناديق التحوط، فإن على المدراء ذوي المهارات الأساسية المطلوبة والمهارات التجارية - أو الخبرة في إعادة الهيكلة في حالة دعون الشركات - عليهم أن يستعدوا جيداً 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 المتقلقة بالديون. وفي مجال أسواق ائتمان الشركات، فقد تضيق التوسيع في الدرجة الاستثمارية والديون ذات المردود علي الجودة عقب تدخل البنك الفيدرالي. لكن الديون بين مفترضي الأسواق المتوسطة، والشركات ذات الديون المتراكمة، 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 مدة. فالعوائد المحتملة على مر العقد المقلل - انظر [تغيرات كبرى على تقديرات العوائد الاستثمارية لدينا](#) - توفر بعضاً من الأسباب. ودور فرق البحث البديلة لدينا يتمثل في تحديد المدراء ذوي المهارات في اغتنام الفرص والعمل عليها. ويتمثل دور المستثمرين المؤهلين في التأسيس لمخصصات محورية في الأسهم الخاصة، والعقارات، وصناديق التحوط بما في ذلك رأس المال الشركات البادئة في مراحلها الأخيرة. ومن شأن هذه المجموعة المتكونة من المستثمرات أن تعمل كنظام استقرار في أوقات المصاعب ومولد رئيسي عندما نعود ونتأمل هذه الفترة.



ستيفان باخوس، وميغان مليون، ومايكل يانيل  
ساهموا أيضاً في هذه المقالة.

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

إيان آرمنج،  
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
- بالنسبة 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 الحالة



من منتصف مايو، تراجع تذبذب الأسهم من أعلى نقطة وصلها في مارس. ومع ذلك، لا يزال مؤشر <sup>1</sup> VIX أعلى من متوسط مستوىه في 2019 بنسبة 60%. وعليه فإن الاستراتيجيات القائمة على التذبذب تكون ذات أسعار جاذبة للمستثمرين المناسبين لها. أما بالنسبة لنقية عام 2020، نرى أن التذبذب سيظل في تصاعد وبخضوع لتحركات حادة استجابة لتطورات الوباء.

وبالنسبة للمستثمرين المناسبين لهذا النوع، فإن النهج الذي يحصل بعض العوائد اليوم، إضافة إلى إمكانات شراء الأسهم على مدى العام المقبل عند أسعار منخفضة قد يوفر تنوعاً وإمكانية للربح.

<sup>1</sup> مؤشر VIX هو مؤشر سوق في الوقت الحقيقي يمثل توقعات المستثمرين للتذبذب لفترة الثلاثين يوماً المقبلة. استناداً إلى خيارات مؤشر S&P 500 غالباً ما يُعرف باسم "مقياس الخوف".

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

فكريماً رأينا في الشهور الأربع الأولى من هذه السنة. لأغراض التوضيح، لنفرض أن استثماراً ما في S&P كان يتم كل يوم خلال الفترة بين 2 يناير و 30 أبريل 2020 - الشكل 1. هذا يعني 197 عملية شراء متفرقة. ثالث 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 سينئة بأكثر من 20% مع نهاية أبريل.

وهذا يعني أنه إن كنت لتقلل تعرض استثمارك للتذبذب وأن تقييمها لمدة أطول، فتنة 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.

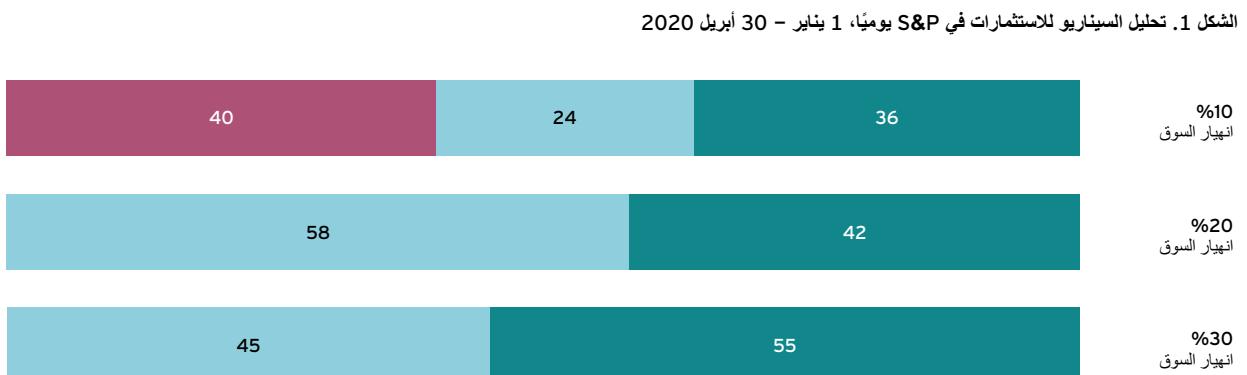
بحسب القول الشهير لورون بافت، فإن المستثمر الحصيف ينبغي أن يكون "متخوفاً عندما يكون الآخرون جشعين، وأن يكون جشعًا عندما يكون الآخرون متخففين". ونرى الكثير من العائلات تفعل هذا تماماً.

التذبذب الشديد هو أحد المؤشرات الأكتر موثوقية على الخوف في أسواق الأسهم. والارتفاعات الحادة في تذبذب الأسهم عادة ما تحرك غرائز المستثمرين "القتال 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 التخطيط 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 نجد توقيت السوق بانتظار هبوط أسعار الأسهم، إلا أننا نؤمن أن بإمكان المستثمرين "الحصول على أموال مقابل الانتظار" من خلال الهياكل التي تقدم للمستثمرين عوائد مستدنة إلى التذبذب السادس أو نقطة دخول دنيا في حال هبوط السوق حقاً. ومع استمرار تصاعد التذبذب، فإن لهذه الاستراتيجيات إمكانات لتوليد الدخل للمستثمرين في هذه اللحظة.

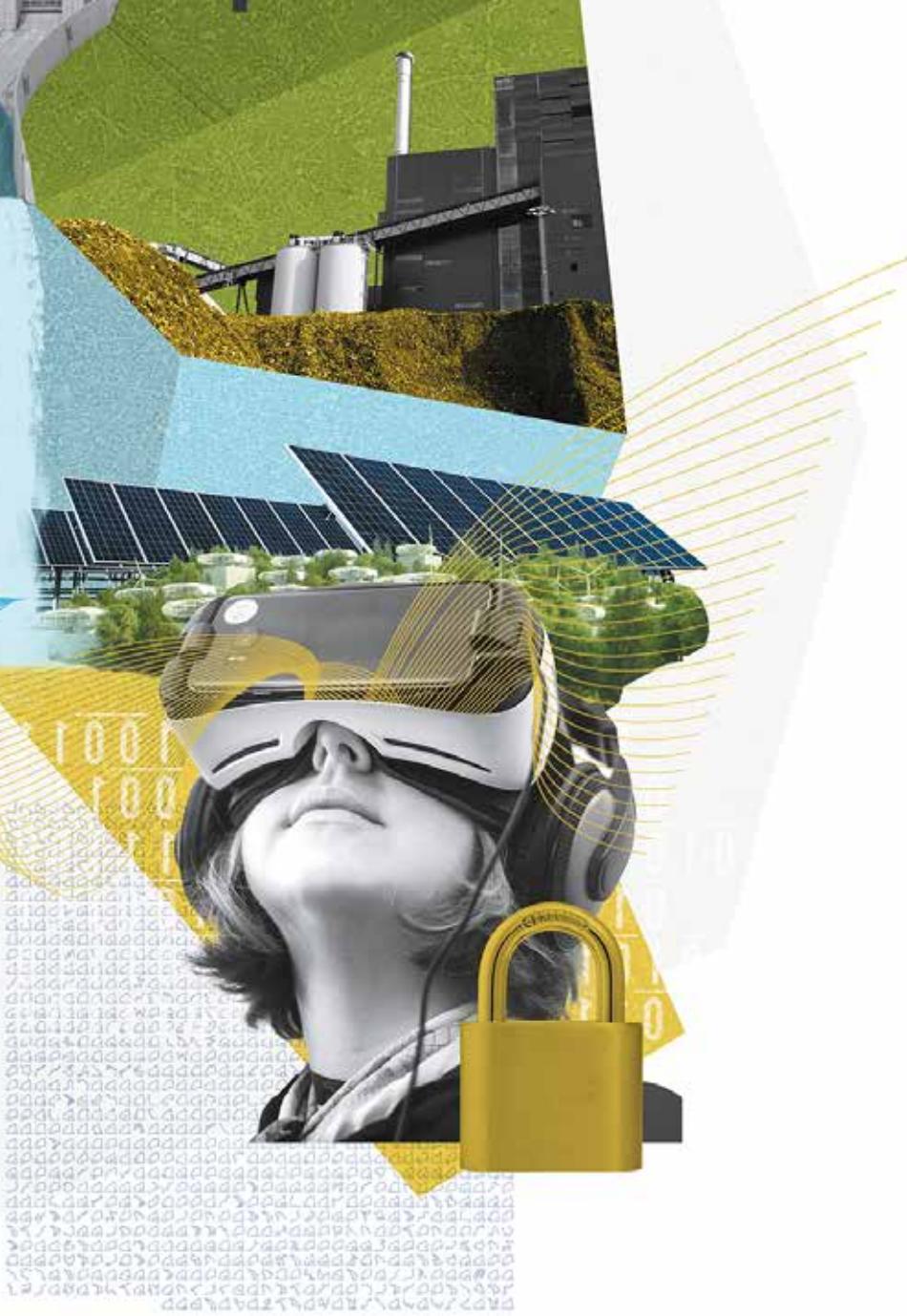
بالنسبة للكثيرين، فإن التفاعل اليومي مع قصص وأخبار كوفيد يشغل حواسنا ويحفز استجابتنا من حيث الاستثمار أو الانسحاب ويشوش وجهنا على المدى البعيد. يود الكثير من المستثمرين الاستثمار في الأسهم عند مستوياتها الجذابة اليوم. وفي المقابل، فإنهم يعتقدون بأن هبوطاً آخر في السوق من شأنه خلق نقطة دخول أفضل. إن التردد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



النسبة المئوية من المستثمارات التي هبطت دون المستوى المحدد ولكنها ارتفعت فوقه مع نهاية أبريل

النسبة المئوية من المستثمارات التي لم تهبط دون المستوى المحدد

المصدر: بلومبيرغ، كما في 18 مايو 2020. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية 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

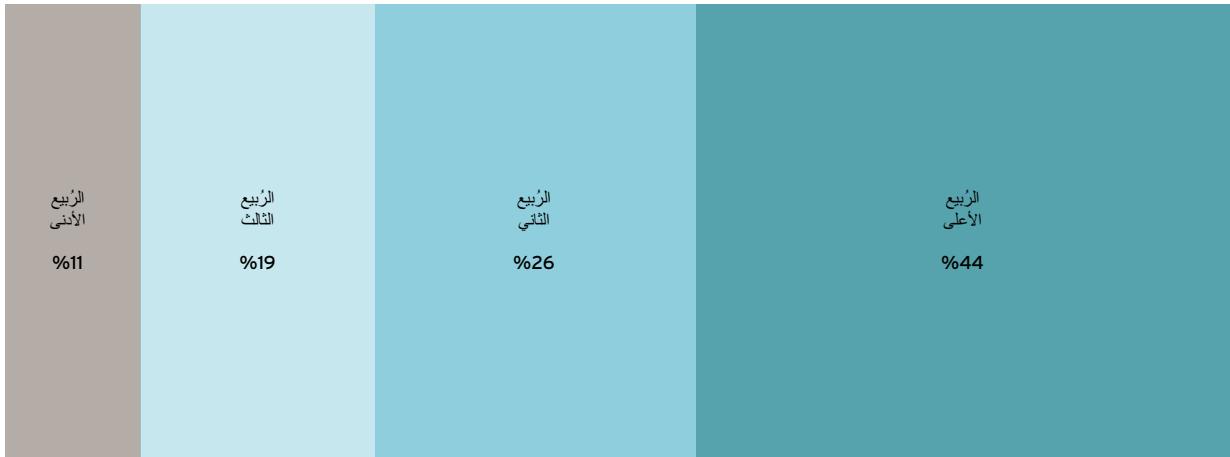
نتوقع أن نشهد استمرار الأداء الجيد من الشركات الأفضل أداءً في الجوانب المتعلقة بالبيئة والمجتمع والحكومة ليس فقط أثناء تلاشي الوباء بل ولأجيال قادمة.

### 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 تغيير إيجابي بوجود رأس المال الخاص
- للحظ وجود أداء قوي للعديد من المدراء الذين يركزون على الجوانب المتعلقة بالبيئة والمجتمع والحكومة في الربع الأول من 2020، والذي قد يستمر باعتقادنا لفترة أطول

الواقع الصعب والزيادة في تحقق العوامل المتدخلة 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 إشكال. 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.

الشكل 1. العوائد من سنة حتى تاريخ على الصناديق الأمريكية التي تركز على الجوانب البيئية والاجتماعية والحكومة في سياق سوق الأسهم الأمريكية الأوسع 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: مورننغيستر دايركت 1 يناير 2020 - 31 مارس 2020. ملاحظة: تم استخدام فئة الأسهم الأقدم للصناديق المشتركة. تقارن عوائد كافة صناديق الأسهم المستدامة المفتوحة ذات التبادل التجاري والبالغ عددها 206 صندوقاً والمتأتية في الولايات المتحدة مع المجموعات النظيرة. المجموعات النظيرة وفق فئات مورننغيستر: صناديق الأوعية استناداً إلى المنطقة، وحد السوق، والنطء، وتحتوي على الصناديق المستدامة والصناديق التقليدية معاً. إن الأداء السابق ليس مؤشراً على النتائج المستقبلية. ينبغي عدم الاعتماد المباديء المتعلقة بالجوانب البيئية والاجتماعية والحكومة على أنها الاعتبار الأوحد عند اتخاذ قرار استثماري. فالاختيار الاستثماري وفق المباديء المتعلقة بالجوانب البيئية والاجتماعية والحكومة لن تضمن العوائد المستقبلية الإيجابية. لا ضمانة بأن أي عملية فرز للاستثمارات المسؤولية اجتماعية (SRI) سوف تحقق أهدافها أو أن الاستثمار لن يت ked خسائر.

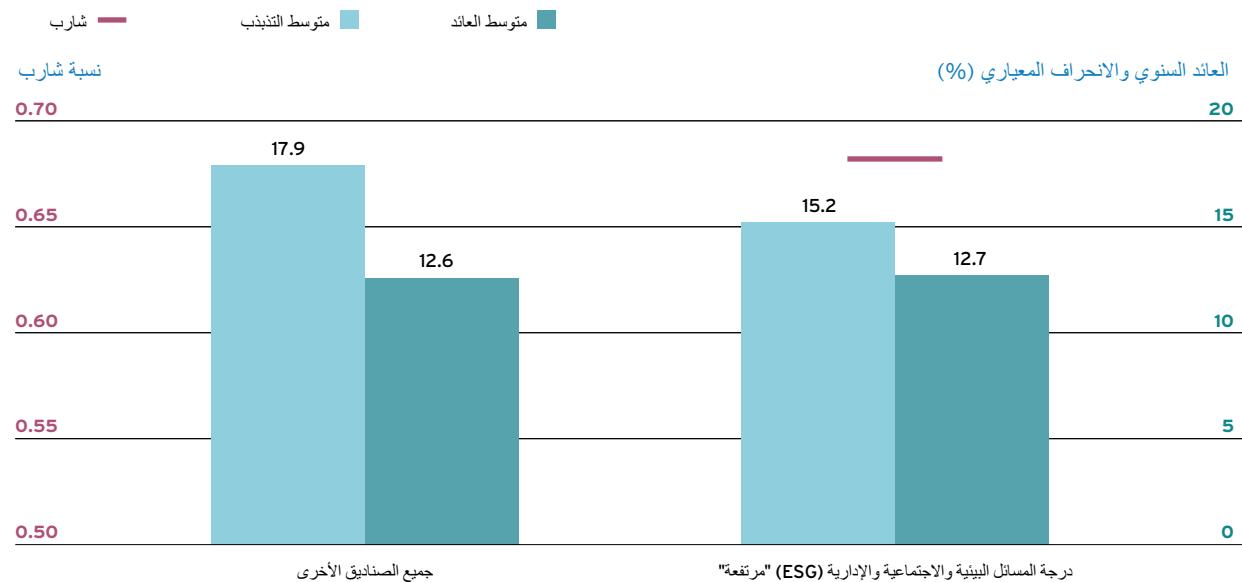
نحن، في Citi Private Bank، نعتقد أن بامكان المستثمرين تحقيق تغير إيجابي بوجود رأس المال الخاص. نحن نضع الأساس للاستثمار المقصود (IWP)، وهي منصتنا المفتوحة التصميم للاستثمارات المستدامة إلى جانب واجب تحقيق عوائد مالية مجزية والبحث على إحداث التغيير المجتمعي الإيجابي بوسائل تدمج المعايير البيئية والاجتماعية والحكومة (ESG). ولنا أسبابنا العديدة لهذا الأمر. فوق خبرتنا، فإن المعايير البيئية والاجتماعية والحكومة العالية تعتبر مؤشراً على الاستثمار الأعلى جودة، مع مستويات متدنية من المخاطر الجسيمة التي يمكن أن تشمل الغرامات التنظيمية والدعوى 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.

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

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

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

## الشكل 2. الحالة التاريخية للاستثمار وفق في الجوانب البيئية والاجتماعية والحكمة



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: مورننغستار؛ 1 يناير 2010 إلى 31 ديسمبر 2019. إن الأداء السابق ليس مؤشرًا على النتائج المستقبلية. مكتب خبير استراتجي أول لشؤون الاستثمار، Citi Private Bank. لقد استخدمنا بيانات 528 صندوق أسهم أمريكية مع بيانات تعود إلى 2010 من قاعدة بيانات مورننغستار. ومن بين هذه الصناديق، فإن 58 صندوقًا كانت محددة على أنها حققت درجة مرتفعة الجوانب البيئية والاجتماعية والحكمة استنادًا إلى منهجية مورننغستار؛ وبلغ إجمالي الصناديق الأخرى 470 صندوقًا. فمنا بمقارنة الصناديق ذات الدرجة العالية في الجوانب البيئية والاجتماعية والحكمة وجميع الصناديق الأخرى على أساس متكافئ الأوزان بخصوص العوائد والانحراف المعياري. تم حساب نسب شارب المبنية على العوائد التراكمية والانحرافات المعيارية. نسبة شارب هي مقاييس للعوايد المعدلة على المخاطر للمحافظ المالية. تعتبر المحافظ ذات نسبة شارب المرتفعة فاقحة الأداء مقارنة باقرانها. يعني عدم الاعتماد المبادئ المتعلقة بالجوانب البيئية والاجتماعية والحكمة على أنها الاعتبار الأول عند اتخاذ قرار استثماري. فاختيار الاستثمارات وفق المبادئ المتعلقة بالجوانب البيئية والاجتماعية والحكمة لن تضمن العوائد المستقبلية الإيجابية. لا ضمانة بأن أي عملية فرز للاستثمارات المسئولة اجتماعيًا (SRI) سوف تحقق أهدافها أو أن الاستثمار لن يكتبد 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

ستيفن ويتنغ، خبير استراتيجي أول لشئون الاستثمار وخبير اقتصادي أول

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

### الرسائل الرئيسية

- لقد فقدت السندات الحكومية التي تحقق عوائد أدنى قدرتها على توفير التنويع والعائد معاً
- والسندات ذات الدرجة الاستثمارية الأخرى مثل الشركات عالية الجودة لا تكون دائمًا بديلاً فعالاً
- وهذا يتضمن تغييرًا كبيرًا في مخصصات الأصول يجب النظر فيه بعناية كبيرة
- خلال النظر في مخصصات أصول جديدة، نجد أنه من المرجح أن يلعب الذهب دورًا، مع أنه لا توجد معه كوبونات
- تنويع المزيد من الاهتمام باستراتيجيات أسواق رأس المال التي يمكنها تغيير مجموعة المحافظ ذات العائد الخطرة وتوفير تحوط من المخاطر
- بالنسبة لتعزيز العوائد المحتلة طويلاً 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 المتعددة من الآن فصاعداً



**الشكل 1. عوائد التوزيع العالمي المعدلة على أساس المخاطر**

العائد المعدل على المخاطر	متوسط عائد 10 سنوات	العشر سنوات الأولى من الألفية الجديدة	العشر سنوات الأولى من الألفية الجديدة	تسعينيات القرن العشرين	ثمانينيات القرن العشرين	سبعينيات القرن العشرين	ستينيات القرن العشرين	خمسينيات القرن العشرين
مخصصات الأصول 0.53	رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة %12.0	الأسهم الأمريكية %13.6	الأسهم الأمريكية بالدولار الأمريكي %12.9	الأسهم الأمريكية %18.2	الأسهم الأمريكية %22.8	الأسهم الأمريكية 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 للأسوق الناشئة بالدولار الأمريكي 0.43	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %10.5	مخصصات الأصول %67.7	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %6.4	مخصصات الأصول %11.0	مخصصات الأصول %17.4	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %10.1	مخصصات الأصول %65.4	رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة %16.9
رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة 0.38	مخصصات الأصول %9.3	السندات الحكومية للأسوق الناشئة بالدولار الأمريكي %6.3	مخصصات الأصول %63.4	سندات حكومات مجموعة السبع %8.0	رؤوس الأموال الأمريكية الصغيرة %15.8	مخصصات الأصول %8.0	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %65.1	مخصصات الأصول %12.1
الأسهم العالمية باستثناء أمريكا 0.37	السندات الحكومية للأسوق الناشئة بالدولار الأمريكي %68.1	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %6.0	النقد %62.7	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %8.0	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %12.8	النقد %66.5	النقد %64.1	السندات الحكومية للأسوق 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 %62.2	السندات الحكومية للأسوق الناشئة بالدولار الأمريكي %7.7	سندات حكومات مجموعة السبع %12.8	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %6.1	السندات الحكومية للأسوق الناشئة بالدولار الأمريكي %63.5	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 %61.6	الأسهم العالمية باستثناء أمريكا %7.3	النقد %9.1	سندات حكومات مجموعة السبع %6.1	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %62.4	سندات حكومات مجموعة السبع %0.4
	النقد %64.3	النقد %60.6	الأسهم الأمريكية %6-0.9	النقد %5.0	السندات الحكومية للأسوق الناشئة بالدولار الأمريكي %66.4	الأسهم الأمريكية %65.8	سندات حكومات مجموعة السبع %62.4	الدرجة الاستثمارية للولايات المتحدة %60.4

المصدر: Citi Private Bank Factset، فريق مخصصات الأصول العالمية كما في 20 أبريل 2020. استراتيギات التقييم التكيفية (AVS) هي منهجة مخصصات أصول استراتيギية تخضع لملكية البنك الخاص. المؤشرات لا تختلط للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بيغين. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوناد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقة."مخصصات الأصول" في هذا الرسم البياني تمثل مخصصات من مستوى الخطر 3 على استراتيギة (AVS)، ما يشمل المخصصات على الأسهم، والعاد الثابت، والسلع، والنقد، وصناديق التحوط. مستويات الخطر هي مؤشر لشهادة العملاء للمخاطرة. مستوى الخطر 3 - يبحث عن رفع رأس المال بمقدار بسيط، والحفاظ على رأس المال الثاني. تم احتساب العوائد المبنية 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 للتعریفات.

بناء محفظة رئيسية متعددة عالمياً والحفاظ عليها مستمرة بالكامل للمدى الطويل. لا توجد مشورة أهل في عالم الاستثمار من ذلك يمكننا تنزيلك بها بصفتنا شركاءك المؤوثين - انظر [فلاسفة 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 تنقل ذلك. وفي الوقت نفسه، فإن التغيرات في المعايير 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 التنويع هو أفضل ما يلائم. لقد أنتجت مخصصات الأصول المتعددة عالمياً عوائد فائقة معدلة على المخاطر مقارنة بكل فئة أصول فردية ما بين 1950 و2020 - [الشكل 1](#).

إن الجمع ما بين الأسهم والعائد الثابت، وكذلك فئات الأصول الأخرى، بالنسبة السليمة، يخفف من تنبذن المحفظة بمرور الوقت. فعندما تهبط الأسهم بحدة، 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 التنويع للسندات قصيرة الأجل وطويلة الأجل.

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

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

مؤشر بلومبيرغ باركليز لسندات الخزينة الأمريكية (%)  
مدة المؤشر: 8.3 سنة  
مدة المؤشر: 7.2 سنة

مؤشر إجمالي العائد (%)  
في S&P (%)

-5.9	7.1	-26.5	1974
3.2	2.7	-7.2	1977
3.0	9.2	-4.9	1981
7.1	8.5	-3.1	1990
9.1	13.5	-9.1	2000
10.3	6.7	-11.9	2001
10.1	11.8	-22.1	2002
-4.9	13.7	-37.0	2008
-2.5	0.9	-4.4	2018
1.1	8.8	-12.0	من سنة حتى تاريخ 2020
0.44	-0.50		الترابط مع الأسهم في سنوات الهبوط

المصدر: هافر آنالتكس، بلومبيرغ من 1 مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشراً على العوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقة. 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.

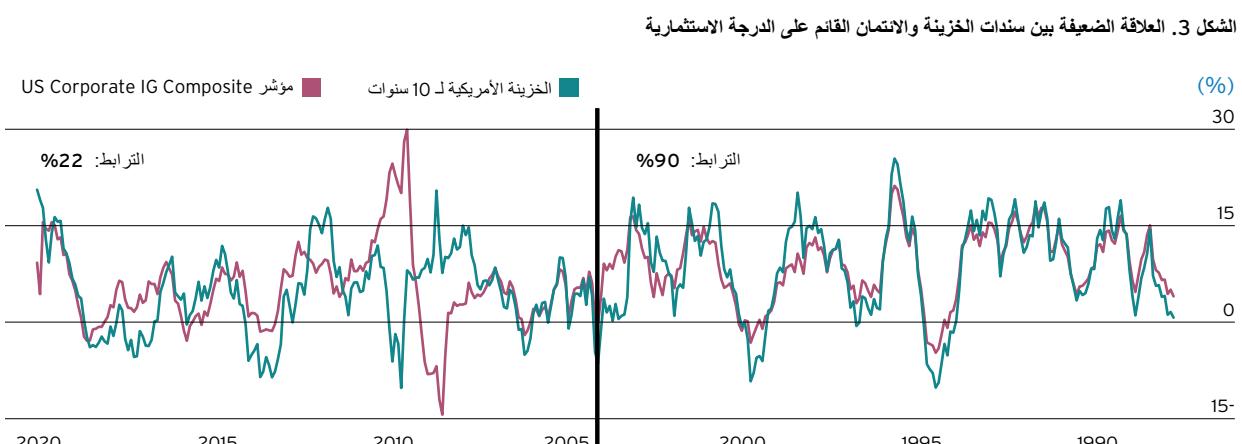
وللتتأكد، فإن العائد الثابت عالي الجودة سيظل له دور في المحافظ المحورية. في الحالات التسع الأخيرة التي انخفض فيها مؤشر S&P 500 على مدار سنة كاملة، كانت عوائد سندات الخزينة الأمريكية إيجابية. فالترابط بين سندات الخزينة والأسهم الأمريكية في هذه السنوات كان سلبياً بواقع 0.51. من عام 2020 إلى الآن، استمر هذا النمط، حيث ترتفع سندات الخزينة مقابل تراجع الأسهم - [الشكل 2](#). لكن يوجد عائد على سندات الخزينة التي تتراوح مدتها من 10 سنوات إلى 30 سنة بواقع 0.65% إلى 0.61.3% فقط، فإننا نراها الآن كنحوط من المخاطر فقط وليس مصدرًا للدخل.

## تبين أن الائتمان القائم على الدرجة الاستثمارية ليس بدليلاً

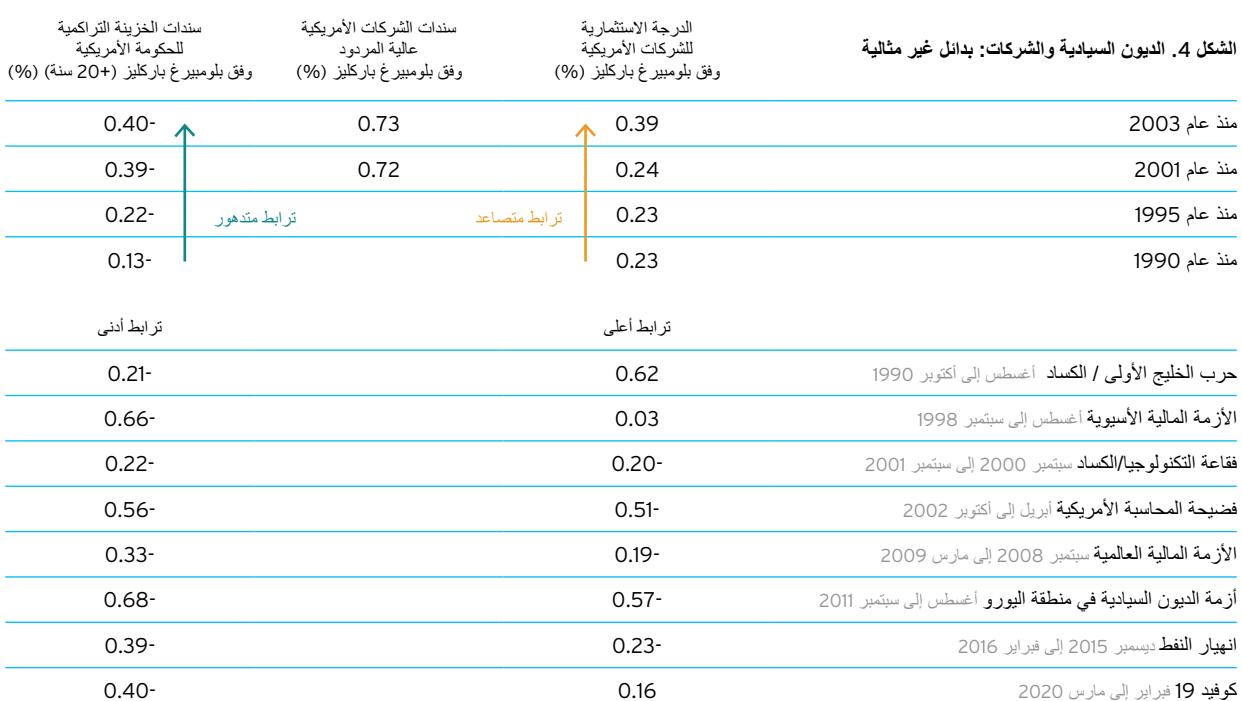
ماذا عن استخدام ائتمان الشركات من الدرجة الاستثمارية (IG) كدليل للمحافظ التي تحقق الدخل لسندات الخزينة وغيرها من الديون السيادية؟ في السابق، كانت الشركات ذات الدرجة الاستثمارية وسندات الخزينة الأمريكية تمثل إلى التحرك معاً بقوة. ففي خلال خمس عشرة سنة وصولاً إلى 2005، كان الترابط بين عوادتها علىاثني عشر شهرًا مثاليًّا 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 متراوحاً بصورة متزايدة مع الأسهم - انظر **الشكل 4**. ولسوء الحظ، ينطبق ذلك خلال أوقات التوتر بشكل خاص. في السنوات التي انخفضت فيها الأسهم الأمريكية، كان الترابط بين سندات وأسهم الشركات الأمريكية ذات الدرجة الاستثمارية مرتفقاً إلى 0.45، في حين كان الترابط سلبياً بين سندات الخزينة الأمريكية والأسهم. فإذا نظرنا إلى الأمام، فإننا تتوقع لا يوفر الائتمان القائم على الدرجة الاستثمارية التك足 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 محظوظ أكثر محدودية بكثير.

وهناك سبب آخر مهم لارتفاع الترابط بين الأسهم والائتمان وهو ازدياد المديونية لقطاع الشركات الأمريكية. فقد انخفض متوسط النصفين الانتمانية خلال عمليات التوسيع الاقتصادي الأخيرة، ومن عوارض ذلك الارتفاع في حصة الدين الأمريكي المصنف عند BBB - وهو أعلى 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



الشكل 4. الديون السيادية والشركات: بدائل غير مماثلة

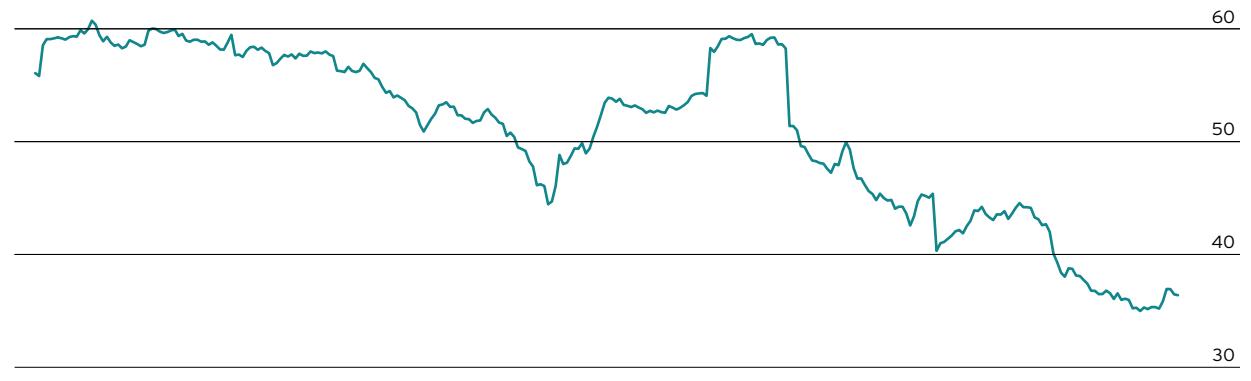
المصدر: Haver Analytics, Bloomberg، طوال شهر مايو 2020. الأداء السابق ليس مؤشراً على العوائد المستقبلية. انظر مسرد المصطلحات للحصول على التعريفات. المؤشرات لا تخضع للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر.

## الشكل 5. تدهور جودة الديون الأمريكية

السندات الأمريكية ذات تصنيف دون BBB + كنسبة مئوية من إجمالي سوق سندات الشركات

سوق السندات ذات الدرجة الاستثمارية والسندات ذات العائد المرتفع (%)

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



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 المحفظة المحورية. وفي الوقت المناسب، نعتقد أن التحوطات 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 المستقبلي" الخاص بك. عندها يمكننا اقتراح فرص مناسبة لك تساعد على تعزيز مخصصات أصولك.

جو فيوركا وجو كابلان ساهموا أيضاً في هذه المقالة.

ومن الاعتبارات الأخرى الأسهم ذات الأرباح، لكن هذه الأسهم لديها ترابطات مع الأسهم المرتفعة بما يكفي لا يوفر تنوعاً أكبر بشكل واضح. وتتوفر الأسهم القصصية مزايا صغيرة للمحافظ. لذلك، فالمقترح أن تصبح الاستثمارات البديلة أكثر أهمية بالنسبة للتنويع في المحفظة 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 فرصه لخلق عناصر من مخصصات الأسهم والعاد التأمين. للتذبذب الضمني نظامان أساسيان، أحدهما مرتفع ومنخفض. فعندما يرتفع التذبذب، تظهر الاستراتيجيات التي تبحث عن توليد الدخل - انظر ما الذي تفعله [العائلات الذكية في أسواق رأس المال](#). وعندما يكون التذبذب منخفضاً،

لذلك دينون 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 المحفظة المحورية أكثر أهمية وأكثر صعوبة من أي وقت سابق. يجب علينا البحث عن بدائل لبعض الممتلكات التقليدية في سعينا وراء خلق عوائد أفضل طويلاً الأجل ومعدلة على المخاطر.

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

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

## 3.2 الحكمة من الاستثمار دفعه واحدة: لم عليك الاستثمار بكمال طاقتك الآن

فل واتسون،  
رئيس مختبر الاستثمارات العالمية

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

### الرسائل الرئيسية

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



على الرغم من نصيحتنا، فشلة زيادة حديثة في مستويات النقد لدى العديد من العملاء، بعضهم يحتفظ عادة بما يصل إلى 35% من محافظه المخورية على صورة نقد.

فإن كنت تتحفظ حالياً بفقد فائض، فلعلك تتساءل متى وكيف تستثمره.

بوجود هذا القر الكريم من عدم اليقين بخصوص النظرة المستقبلية الاقتصادية لما بعد الوباء، قد تشعر بالرغبة في الانتظار لتصحيح السوق المقبل قبل القيام بحركة. وقد تكون كذلك مقتسماً بين استثمار جميع أموالك دفعه واحدة أو على مراحل. فاللحوظ من الندم لاحقاً 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.

بقاء خارج السوق مكلف. نحن نقارن أداء محفظة متنوعة عالمياً ومستمرة بالكامل ومحفظة مثقلة بالنقد ما بين 1955 و2020.<sup>1</sup> وبتقسيم هذه الحقبة إلى فترات متعاقبة مكونة من خمس سنوات لكل منها، نلاحظ أن أداء المحفظة المتنوعة عالمياً كان متوفقاً على المحافظ المقللة بالنقد بواقع 97% من الوقت. وعلى مدى 65 عاماً، لم يكن هناك مجال منه خمس سنوات خسرت فيه المحافظ المتنوعة عالمياً المال.

فأفضل وأسوأ الأيام في السوق متشابكة تماماً. بعض أفضل أيام سوق الأسهم كثيراً ما يكون عقب أسوأ أيامه على الفور. في الفترة الممتدة من 24 فبراير إلى 1 أبريل 2020، سجل مؤشر S&P 500 شهادة 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 الأربع الأخيرة سيكون -42%， بدلاً من -9%. وهذا هو النطاع التقليدي لفترات الضغط في السوق. وفي الفترة الممتدة من 2000 إلى 2020، حدثت 70% من أفضل عشرين يوماً في مؤشر S&P خلال شهر من أسوأ الأيام التي شهدتها. بقاوك خارج السوق في أوقات مثل هذه قد يكون له آثاره المدمرة على ثروتك.

بعد أن تقرر الاستثمار، يكون السؤال التالي هو استثمار جميع النقد دفعه واحدة أم على مراحل. نحن نقارن محافظ الأسهم المخورية المقسمة التي تتبع ثلاثة استراتيجيات دخول: الاستثمار مرة واحدة ("تعديل متوسط كلفة واحد")، 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 دفعه واحدة حق عوائد مطلقة ومعدلة على المخاطر أعلى من الاستراتيجيتين الأخريتين - 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 تتحفظ بفقد فائض، عليك استثماره في محفظة مخورية متنوعة على مستوى العالم في أقرب وقت ممكن. ومن ثم ينبغي لك إيقاؤها قيد الاستثمار بالكامل لمدة طويلة. دعنا نساعدك في ذلك.

الشكل 1: الاستثمار دفعه واحدة أفضل

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

الشراء عند المستويات الدنيا	تعديل متوسط كلفة المال	الاستثمار دفعه واحدة	
6.39	10.45	<b>11.56</b>	متوسط العائد السنوي (%)
<b>4.23</b>	7.69	8.55	متوسط التقلب السنوي (%)
0.41	0.75	<b>0.81</b>	نسبة شارب
61.60	151.50	<b>179.98</b>	أفضل عائد تراكمي على مدى 3 سنوات (%)
<b>28.60-</b>	41.72-	39.37-	أسوأ عائد تراكمي على مدى 3 سنوات (%)
34.60-	<b>30.98-</b>	47.32-	أقصى تراجع على مدى 12 شهراً (%)
<b>97.6</b>	90.6	90.2	% إيجابية (فترة 36 شهراً)
23	18	<b>60</b>	أفضل عائد (٪ من 747 ملاحظة)

المصدر: غلوبال انفيستمنت 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 والشراء عند المستويات الدنيا تتضمن الفائدة على النقد. الاستثمار دفعه واحدة: افتراض استثمار البالغ الكامل منذ البداية. تعديل متوسط كلفة المال: يتم عمل الاستثمارات على مدى اثنى عشر شهراً، وذلك على خمس دفعات متساوية. الشراء عند المستويات الدنيا يبدأ بفقد 100%. وطول فترات الاستثمار الممتدة على ثلاثة سنوات، يتم استثمار ثلث المبلغ المتوفّر متى انخفض السوق بنسبة 7.5% وإلا ظل كنفه. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. هذا التحليل لا يشمل العمولات وأو الرسوم التي تقلل الأداء المبين. انظر مسدود المصطلحات للحصول على التعرifات.

<sup>1</sup> المخصصات العالمية: المستوى الثالث لاستراتيجيات التقييم التكيفي + صناديق التحوط. تستند العوائد التاريخية المحفظة على عوائد فئات الأصول باستخدام مؤشرات بصفة وكل وينبغي عدم استخدامها كضمانة لأداء مستقر. المخصصات العالمية: استخدام المستوى 3 للسندات العالمية المقومة بالدولار الأمريكي عبر السلسلة الزمنية لاستراتيجيات التقييم التكيفي (AVS): الأسهم في الأسواق المتقدمة عالمياً 47%， الأسهم في الأسواق الناشئة عالمياً 7%， العائد الثابت من الدرجة الاستثمارية المتطورة العالمية 27%， العائد الثابت في الأسواق الناشئة 2.2%， النقد 2%， صناديق التحوط 12%. تتم إعادة موازنة المخصصات سنوياً. إن أداء مؤشر ما لا يمثل بشكل دقيق أي استثمار يعني، 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.

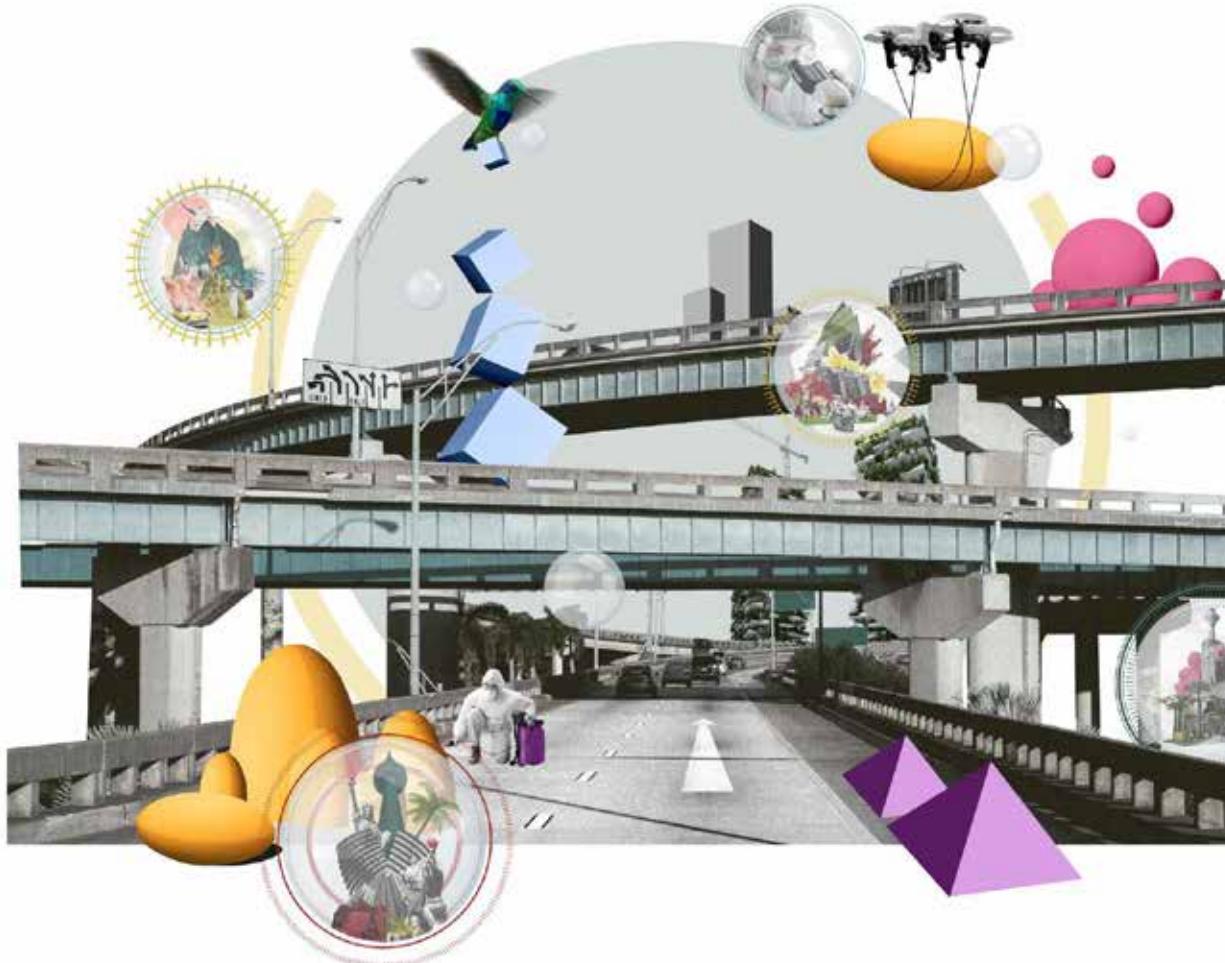
### 3.3 تغيرات كبرى على تقديرات العوائد الاستراتيجية لدينا

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

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

#### السائل الرئيسية

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



التدابير المالية والنقدية لمكافحة الآثار المدمرة للإغلاقات الاقتصادية في العالم ساعدت في تجنب حدوث كсад عظيم آخر. لكن هذه العوائق من تلك التدابير قد أضرت بشكل كبير بامكانات العوائد المستقبلية للعديد من فئات الأصول، لا سيما العائد الثابت والنقد. لذلك قررنا تحديد 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 تقييرات العوائد الاستثمارية لدينا تغيرات جوهيرية، فقد ارتفعت بالنسبة لأسماء الأسواق المتقدمة، لا سيما لأسماء الشركات الصغيرة والمتوسطة - **الشكل 1**. كما ارتفعت تقييرات العوائد الاستثمارية الخاصة بالدخل الثابت مرتفع المردود مع تلك الخاصة ببيون الأسواق الناشئة. والتغيرات من هذا القبيل نادرة وكان الدافع لها الانخفاضات الكبيرة في العوائد المئوية من السندات السيادية والنقد.

استناداً إلى تقديرات العوائد الاستراتيجية (SRE)، فإن منهجة مخصصات الأصول الاستراتيجية لدينا - استراتيجيات التقييم التكيفي (AVS) - توصي بالمخصصات لفئات الأصول المتعددة، تمثل 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 بنيات الضغط وسوف تلتقط مخصصات.

وعليه فإن التغيرات الجوهرية التي حدثت مؤخرًا على تقديرات العائد الاستراليجية تتطلب بعض التعديل على المحافظ لتعكس هذه التغيرات. وعلىه، فسوف تجري برامجنا الخاصة إعادة مخصصات في الشهور المقلولة.

### الشكل 1. تقدیرات العوائد الاستراتیجیة المحدثة لدينا

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

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

المصدر: فريق مخصصات الأصول العالمية في Citi Private Bank. تقدّيرات العوائد الاستثمارية لعام 2020 استناداً إلى البيانات حتى 31 أكتوبر 2019. تقدّيرات العوائد الاستثمارية ليست ضماناً للنتائج الفعلية. إن الأداء السابق ليس مؤشراً على النتائج المستقبلية. انظر مسرد المصطلحات للحصول على التعريفات. تقدّيرات العوائد الاستثمارية استناداً إلى المؤشرات هي توقيع من Citi Private Bank للعوائد لفئات أصول عينها (والتي يتنمي إليها المؤشر) على فترة 10 سنوات. يعتمد التوقع لكل فئة أصول محددة على استخدام منهجة خاصة بنا، وملائنة لفئة الأصول تلك. تستخدم فئات الأصول للأسماء منهجهة توقعات فئة خاصة بنا تستند إلى فرضية أن تقييمات الأسهم تعود إلى اتجاهها طول الأمد بمروّر الوقت. تبني منهجهة على قياسات تقييم محددة تتطلب مرافق احتساب عديدة. تطبيق الفرضيات المتعلقة بنمو المكاسب المتوقعة وأرباح الأسهم عادة لا يحتسب. تقدّيرات العوائد الاستثمارية لفئة أصول الأسهم. تستخدم توقعات فئة أصول العائد الثابت منهجهة توقع خاصة تستند إلى مستويات المردود الحالية. تستخدم فئات الأصول الأخرى منهجهات 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 أيضًا. وحيث إن أسعار الفائدة والتوسع في الاقتراض كان في اتجاهين متلاقيين، فلم يحدث تغيير كبير في تقدير العوائد الاستراتيجية. وبالطبع 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.

كما ارتفعت تقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة بديون الأسواق الناشئة. وظل تنبدب أسواق الدين في آسيا بلا حركة مقارنة بأسواق أمريكا اللاتينية، والتي عوقبت بقوة من قبل المستثمرين. وقد رفع هذا الآثار 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 العالمية انخفضت أكثر. نتيجة لذلك، تراجعت نسبة المكاسب السعرية المعدلة دورياً منذ نهاية عام 2019، الأمر الذي قوى 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.

تنسم صناديق التحوط بسمات الأسهم والعائد الثابت. وكما في منتصف العام، فقد كان العائد الثابت أكثر تأثيراً، مع انخفاض المردود مع أوائل 2020 وتخيض أسعار الفائدة لتقديرات العوائد الاستراتيجية الخاصة بصناديق التحوط.

بيسان لمرياناونكول، آندي زهو، جين ديسيلو، جين هي، ووينجينغ وو ساهموا أيضاً في هذه المقالة

## مسرد المصطلحات

**النسبة 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 التحرّكات 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 الإفراط في حال إفلاس الشركة. وعادةً ما تكون هذه القروض مؤمنة بأصول الشركة، وغالباً ما تدفع قسائم مرتفعة القيمة للجدرة 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، والارتفاع المالية الأكبر.

### تعريفات المؤشرات:

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

**مؤشر سندات الخزينة الأمريكية بلوميرغ باركليز ويقيس الدينون 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.

**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 رأسملها 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 بلوميرغ باركليز والتي تهتم ببيان الدرجة الاستثمارية من عشرين سوق عملات محلية مختلفة. ويشتمل المؤشر المركب على سندات الخزينة ثابتة السعر والسدادات الحكومية والسدادات المقومة حسب الدرجة الاستثمارية للشركات وسدادات الأوراق المالية من المصدرين في الأسواق المتقدمة. وُستخدم مؤشرات السوق المحلية للولايات المتحدة وبريطانيا واليابان للبيانات التاريخية التكميلية.

**العائد الثابت في الأسواق الناشئة العالمية** وهو مؤلف من مؤشرات بلوميرغ 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 المولف من الدين بالعملة المحلية من الصين، ويُستخدم للبيانات التاريخية التكميلية.

**العائد الثابت العالمي ذو المردود المرتفع** هو مؤلف من مؤشرات بلوميرغ باركليز التي تقيس سندات الشركات ذات الدرجة غير الاستثمارية وأسعار الفائدة الثانية المقومة بالدولار الأمريكي، والجنيه الاسترليني والبيورو. **تصنيف الأوراق المالية** على أنها ذات مردود مرتفع إذا كان التصنيف المتوسط من موديز، فيتش، S&P عند Ba1/BB+/BB+ أو أدنى، باستثناء ديون الأسواق الناشئة. مؤشر إيبوتون 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، يُستخدم للبيانات التاريخية التكميلية.

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

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

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

**يتتألف العائد الثابت لشركات الأسواق المتطرفة العالمية من مؤشرات بلوميرغ باركليز التي تستهدف الدينون الاستثمارية من سبعه أسواق عملات محلية مختلفة. يتتألف المؤشر المركب من سندات شركات مصنفة بدرجة استثمارية من جهات إصدار في أسواق متطرفة.**

**مؤشر VIX أو Chicago Board Options Exchange (CBOE) Volatility Index** للتنبؤ لمدة 30 يوماً قادمة، ومشتق من مدخلات الأسعار لخيارات مؤشر S&P 500.

مصطلحات أخرى:

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

الترابط هو قياس إصافي لكيفية تحرك أصلين أو فنتي أصول اثنين تجاه بعضهما بعضاً. وبقياس الترابط على مقاييس من 1 إلى -1. فالترابط 1 يعني وجود ترابط إيجابي مثالي، مما يعني أن الأصلين أو فنتي الأصول الاثنتين يتحركان بنفس الاتجاه طوال الوقت. والترابط -1 يعني وجود ترابط سلبي مثالي، بحيث أن أصلين أو فنتي أصول اثنين يتحركان في الاتجاه المعاكس لبعضهما طوال الوقت. الترابط 0 يعني عدم وجود ترابط بحيث لا تكون هناك علاقة ما بين تحركات الاثنين بمور الوقت.

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

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

**مؤشر MSCI AC لآسيا باستثناء اليابان** ويقيس تمثيل رؤوس الأموال الكبيرة والمتوسطة عبر سوقين متقدمين من أصل ثلاثة\* (باستثناء اليابان) و 9 أسواق ناشئة\* في آسيا. ويبعد 1187 شركة ضمنه، يغطي المؤشر المركب قرابة 85% من رؤوس أموال السوق الحر المعدل في كل بلد.

**مؤشر MSCI للصين** ويقيس تمثيل رؤوس الأموال الكبيرة والمتوسطة عبر أسهم الصين من الدرجة A، وأسهم الدرجة H، وأسهم الدرجة B، وأسهم "الحراء"، وأسهم P و عمليات الإدراج الأجنبية (مثل ADRs). ولكون المؤشر يتتألف من 704 شركات، فإنه يغطي قرابة 85% من الأسهم الصينية هذه.

يهم مؤشر **MSCI للأسواق الناشئة** بالشركات الكبيرة والمتوسطة في أربع وعشرين سوقاً في الدول الناشئة. ويبعد 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** يهم بتمثيل رؤوس الأموال الكبيرة والمتوسطة عبر 11 سوقاً ناشئًا\* في منطقة أوروبا، الشرق الأوسط وأفريقيا (EMEA). ويبعد 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. ويبعد 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 سوقاً متقدمةً في أوروبا\*. ويبعد 437 شركة فيه، فهو يغطي قرابة 85% من رؤوس أموال السوق الحر المعدل في أسهم الأسواق الأوروبية المتقدمة.

## الإفصاحات

إن وجهات النظر، والآراء والتقييرات الواردة هنا قد تختلف عن الآراء المعبر عنها من قبل شركات Citi أو الشركات التابعة لها الأخرى، ولا يقصد منها أن تكون توقيعاً 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 تحمل آية 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 المقومة بعملة أجنبية لتدبيبات 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 الدخول في آية صفة.

ويمكن للمنتجات المهيكلة أن تكون محفظة للسيولة بصورة كبيرة ولا تناسب جميع المستثمرين. ويمكن العثور على مزيد من المعلومات في وثائق الإفصاح لدى المصدر لكل منتج مهيكل وارد هنا. والاستثمار في المنتجات المهيكلة قفق موجه فقط للمستثمرين المتترسين والخبراء الذين يكونون على استعداد وقدرة لتحمل المخاطر الاقتصادية المرتفعة مثل هذا الاستثمار. وينبغي للمستثمرين مراجعة المخاطر المحتملة والتفكير ملياً فيها قبل الاستثمار.

صفقات المشتقات المالية للأسماء التي تتم دون إشراف تتضمن الخطر وليس مناسبة لجميع المستثمرين، والمنتجات الاستثمارية غير مؤمنة، ولا يتحمل البنك أو الحكومة الضمان وقد تفقد قيمتها. وقبل الدخول في أي من هذه الصفقات، ينبغي لك: (1) التأكد أطلاقاً عنياً على المعلومات ذات الصلة بعد حصولك عليها من مصادر مستقلة موثوقة بخصوص بالطروف المالية والأقتصادية والضرورية والسياسية للأسوق ذات الصلة؛ (2) تحديد امتلاكك للمعرفة والخبرة والممارسة اللازمة في المسائل المالية والعملية والاستثمارية لكي تكون قادرًا على تقييم المخاطر الكامنة، وأنك قادر ملائماً على تحمل هذه المخاطر؛ و(3) تحديد أن صفقات أسواق رأس المال مناسبة وملائمة لأهدافك المالية والضرورية والعملية والاستثمارية، بعد النظر في النقاط سالفة الذكر.

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

لا تأخذ هذه النشرة في الاعتبار أهداف الاستثمار أو طبيعة المخاطر أو الموقف المالي لأي شخص يعينه. وعليه، فإن الاستثمارات الواردة في هذه الوثيقة قد لا تكون مناسبة لجميع المستثمرين، ما لم يذكر خلاف ذلك. ولا يتصرف Citi بصفة مستشار استثمار أو غيره ولا وكيل أو وصي. ولا يقصد بالمعلومات الواردة هنا أن تكون نقاشاً مستفيضاً لاستراتيجيات أو المفاهيم المذكورة هنا أو نصيحة ضريبية أو قانونية. ينبعي لمتلقى هذه النشرة الحصول على النص وفق ظروفه الخاصة من مستشاريه الضريبيين، والماليين، والقانونيين وغيرهم بشأن المخاطر والمزايا لأية صفة 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 أنها موثوقة، إلا أن صحتها واكتملتها غير مضمونة، وقد تكون هذه المعلومات غير مكتملة أو مختصرة. وأية افتراضات أو معلومات واردة في هذه النشرة تشكل حكمًا فقط بدءاً من تاريخ هذه الوثيقة أو آية تاريخ محددة وتخضع للتغيير من دون إشعار. وفيما يخص إمكانية احتواء هذه النشرة على معلومات تاريخية وطلائعية، 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 آية 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 تاريجية) إنما هي دلالية فقط، وقد تغير 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 تثير جميع الفرضيات والظروف المستقبلية ذات الصلة. وقد تغير الطروف الفعلية بصورة كبيرة من التقديرات التي قد يكون لها أثر سلبي على قيمة أداة مالية ما.

في أي حالة يخضع فيها توزيع هذه النشرات ("النشرات") لقواعد هيئة تداول عقود السلع الآجلة الأمريكية ("CFTC")، تشكل هذه النشرة دعوة للنظر في الدخول في صفة في مشتقات بموجب نظامي CFTC §§ 1.71 و 23.605، حيثما ينطبق، لكنه ليس عرضًا ملزمًا لشراء/بيع أي أدوات مالية.

يحضر 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 (يشار إليها معاً باسم "Citi"). لا يتم توفير جميع المنتجات والخدمات من قبل جميع الشركات التابعة، أو في جميع الواقع.

ولا يعتبر موظفو البنك محلي بحوث، والمعلومات المنشورة في هذه النشرة لا يقصد منها أن تكون بمثابة "بحث"، وهذا المصطلح له تعريفه في الأنظمة المطبقة. ولا يقصد 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.

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

لا يقصد بالتعديلات عن الآراء أن تكون بمثابة توقعات لأحداث مستقبلية أو ضمانة لنتائج مستقبلية. الأداء السابق ليس ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقة.

على الرغم من أن المعلومات الواردة في هذه الوثيقة قد تم الحصول عليها من مصادر يعتقد 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 (الأطراف الأخرى) التي تشير الجداول في جميع جوانب هذه النشرة أنه (أئمهم) المصدر، قد يقصد به البيانات الأولية من هذه الأطراف. ولا يجوز نسخ أو تصوير أو طباعة أي جزء من هذه الوثيقة بآي شكل أو بأية وسيلة كانت، ولا توزيعها على أي شخص من غير الموظفين، أو المسئولين، أو الوكلاء المفوضين للمنتهى من دون موافقة خطية مسبقة من مجموعة Citigroup Inc.

يجوز لمجموعة Citigroup Inc. التصرف بصفة أصلية عن حساباتها أو بصفة وكيلة عن شخص آخر بخصوص الصفقات التي تتضمنها 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 انيار في التصنيف الائتماني للمصدر أو جدارته الائتمانية في هبوط سعر السند. وتتخضع السندات مرتفعة المردود لمخاطر إضافية مثل زيادة خطر التخلف عن السداد ومزيد من التذبذب بسبب جودة الائتمان المتداولة للمصدر. وأخيراً، فقد تتخضع السندات لخطر السداد المبكر. فعندما تهبط أسعار الفائدة، قد يختار المصدر اقتراض المال بسعر فائدة منخفضة، أثناء سداد سنداته 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.

نافش المعلومات الواردة فيها مع غيره من داخل Citi أو خارجها، وقد يكون المؤلف وأو موظف آخر لدى Citi قد تصرف سلفاً بخصوص هذه المعلومات (بما فيها التداول لحسابات مملوكة لـ Citi أو توصيل الخيارات الواردة هنا إلى عملاء آخرين لـ Citi). وقد تكون Citi، وموظفوها (بما فيهم من قد يكون المؤلف قد تشاور معهم أثناء تحضير هذه النشرة)، وغيرهم من عملاء Citi من قد يكونون حاززين 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 ضريبية من خارج Citi وهم لا يقدمونها. أية عبارة في هذه النشرة فيما يخص المسائل الضريبية غير معدة للاستخدام من قبل أي دافع ضريبية لغرض تجنب الجزاءات الضريبية ولا يمكن له استخدامها أو الاعتماد عليها. وبينما لأي دافع ضرائب طلب المشورة وفقاً للظروف الخاصة بدفع الضريبة من مستشار ضريبي مستقل.

لا يمكن لـ Citi ولا لأي شركة من الشركات التابعة لها تحمل المسؤلية عن معاملة الضريبية لأي منتج استثماري، سواء أكان الاستثمار قد تم شراءه أو لم يتم من قبل صندوق ائتماني أو شركة تديرها شركة تابعة لـ Citi. تفترض Citi أنه، قبل إجراء أي التزام بالاستثمار، أن المستثمر (وملاكه المستفيدين حيالاً أليه) قد تلقوا المشورة الضريبية أو القانونية أو خلافه أياً كان ما يراه المستثمر ضروريًّا وأنه قد رتب احتساب أية ضريبة مسحقة صورة قانونية على الدخل أو الأرباح الناشئة من أي منتج استثماري تقدمه Citi.

إن هذه النشرة معدة للاستخدام الحصري والوحيد للمتلقيين المقصودين، وقد تحتوي على معلومات ملك لـ Citi ولا يجوز استنساخها أو تعيمها 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 يحوزون على هذه الوثيقة الإفصاح عن أنفسهم، واحترام هذه القيد. ولا تتحمل Citi أية مسؤولية كانت عن إجراءات أي طرف آخر في هذه الصدد. وأي استخدام أو نسخ أو إفصاح غير مخول لهذه الوثيقة محظوظ وفق القانون وقد تنتهي عنه ملاحقة قضائية.

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

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 مقاومة الخيارات، وسمات ومخاطر الخيارات الموحدة وراجعتها. يمكن الحصول على نسخة من الكتيب حال طلبها من شركة Greenwich Global Markets Inc.، وعنوانها 390 Greenwich Street, 3rd Floor, New York, NY 10013 التالية، أو بالنقر على الرابط

[theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf\\_and\\_theocc.com/components/docs/about/publications/november\\_2012\\_supplement.pdf](http://theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf_and_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 و تاريخ محدد، فإن الخطر يمكن في القيمة الأساسية دون قيمة الدخول. وإذا قمت ببيع خيارات بسعر شراء و تاريخ 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 ملائمة عندما تطلب الدخول. والعمولة وتکاليف 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 تأثير وضعه الضريبي بنتيجة صفقات الخيارات موضع النظر.

ليس أية من الأدوات المالية أو غيرها من المنتجات المذكورة في هذه النشرة (1) مؤمنة من قبل شركة تأمين الودائع الفيدرالية أو غيرها من الجهات الحكومية، أو (2) ودائع أو التزامات أخرى لـ Citi أو أي مؤسسة إيذاع مؤمنة أخرى، وغير مضمونة من قبلها.

عادة ما تتصدر Citi بصفة مصدر أدوات مالي وغيرها من المنتجات، ويتصدر بصفة صانع سوق ويتداول بصفة أصلية في العديد من الأدوات المالية المختلفة وغيرها من المنتجات، ويمكن توقيع 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

## نطاق تصنيف السناد

تُستخدم رموز الألفا / 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 السوق للإشارة إلى جودة الائتمان.

## تصنيفات جودة الائتمان السناد

المخاطر الانتمانية	الدرجة الاستثمارية	هيئة التصنيف	تصنيفات فيتش <sup>2</sup>	ستاندارد آند بورز <sup>2</sup>	Moody's <sup>1</sup>
أعلى جودة	أسعار الفاندة والتي قد تؤثر سلبياً على قيمة الورقة المالية في السوق.	AAA	AAA	Aaa	
جودة عالية (قوية للغاية)	وخلال أوقات التذبذب الشديدة، قد تواجه الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية 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، ومخاطر الائتمان، وأداء الضمانات السابقة، والتغيرات الفنية في السوق.	AA	AA	Aa	
درجة متوسطة عليا (قوية)	كما أن الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية حساسة كذلك للتغيرات.	A	A	A	
درجة متوسطة		BBB	BBB	Baa	
ليست درجة استثمارية		BB	BB	Ba	درجة متوسطة منخفضة (تكهينة نوعاً ما)
درجة منخفضة (تكهينة)		B	B	B	درجة منخفضة (تكهينة)
الأكثر تكهنة	التنبؤ، وغياب المعلومات بشأن التقييمات والأسعار، والهيكل التنظيمي المعقدة وحالات التأخير في رفع التقارير الضريبية، وقلة الأنظمة والرسوم المرتفعة أكثر من الصناديق المشتركة، والخطر المتعلق بالمستشار.	CCC	CCC	Caa	درجة ضعيفة (قد تختلف عن السداد)
متخلفة	لا يضمن مخصص الأصول حصول ربح أو الحماية من الخسارة في الأسواق المالية الهابطة.	CC	C	Ca	النافع الفاندة أو يتم تقديم التنازل بالإفلاس
		C	D	C	
		D	D	C	

<sup>1</sup> التصنيفات من Ca إلى Aa لدى Moody's قد تُعدل بإضافة رقم 1، 2 أو 3 لإظهار مكانها النسبية ضمن الفئة.

<sup>2</sup> التصنيفات من AA إلى CC لدى Standard & Poor's وتصنيفات فيتش قد تُعدل بإضافة علامة زائد أو ناقص لإظهار مكانها النسبية ضمن الفئة.

- قد تواجه MLPs المرتبطة بالطاقة تذبذباً عالياً. وقد تواجه MLPs المرتبطة بالطاقة في بعض الأسواق تذبذباً عالياً، وإن كانت تاريخياً غير متذبذبة جدّاً.

قد لا يناسب جميع المستثمرين الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية ("MBS")، والتي تشمل التزامات الرهون المعززة بالضمانات ("CMOs")، والتي يشار إليها على أنها قروات استثمارية في الرهن العقارية ("REMICs"). وثمة احتمال بحصول عائد مبكر لأصيل بسبب حالات السداد المبكر للرهون العقارية، مما قد يقلل من المردود المتوقع ويتجزء عنه خطر إعادة الاستثمار. وعلى العكس، فقد يكون العائد على الأصيل أبطأ من فرضيات سرعة السداد المبكر الأولى، مما يطيل من متوسط حياة الورقة المالية حتى تاريخ الاستحقاق المدرجة (يشار إليه كذلك باسم خطر التمديد). التغيرات في المعالجة التنظيمية أو الضريبية لـ MLPs المرتبطة بالطاقة، وإذا غيرت سلطة الضرائب الأمريكية من المعالجة الحالية للضرائب الخاصة بالشركات المحدودة الرئيسية المشغولة في سلة MLPs المرتبطة بالطاقة، وبالتالي تخضعها لمعدلات ضريبية أعلى، أو في حال سنت سلطات تنظيمية أخرى أنشطة تؤثر بصورة سلبية على قدرة الشركات المحدودة الرئيسية على توليد الدخل أو توزيع الأرباح على الأسهم على حاملي الوحدات المشتركة منها، فقد ينخفض العائد على السنادات، إن وُجدت، بصورة دراماتيكية. وقد يكشف الاستثمار في سلة MLPs المرتبطة بالطاقة المستثمر على خطر مركز بسبب ترکيز الصناعة، والتركيز الجغرافي والسياسي والتنظيمي.

## 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 رسوحاً.

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

قد لا يناسب جميع المستثمرين الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية ("MBS")، والتي تشمل التزامات الرهون المعززة بالضمانات ("CMOs")، والتي يشار إليها على أنها قروات استثمارية في الرهن العقارية ("REMICs"). وثمة احتمال بحصول عائد مبكر لأصيل بسبب حالات السداد المبكر للرهون العقارية، مما قد يقلل من المردود المتوقع ويتجزء عنه خطر إعادة الاستثمار. وعلى العكس، فقد يكون العائد على الأصيل أبطأ من فرضيات سرعة السداد المبكر الأولى، مما يطيل من متوسط حياة الورقة المالية حتى تاريخ الاستحقاق المدرجة (يشار إليه كذلك باسم خطر التمديد). إضافة إلى ذلك، قد تختلف الضمانات السابقة التي تدعم الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية من غير الوكيل عن الأصيل وعن دفعات الفاندة. وفي بعض الأحيان، قد يتسبب هذا بتراجع تدفق الدخل على الورقة المالية وينتج عن ذلك خسارة الأصيل. وكذلك، فإن المستوى غير الكافي من دعم الائتمان قد ينتج عنه تخفيض درجة التصنيف الائتماني لسند الرهن

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 تخطي في بيان الخدمات الفعلية المتوفرة لك.

شركة Citibank, N.A. مسجلة في الولايات المتحدة الأمريكية ومنظموها الأصليون هم مكتب مراقبى العملة والاحتياطي الفيدرالى الامريكى بموجب القوانين الأمريكية، والتي قد تختلف عن القوانين الأسترالية. ولا تمتلك Citibank, N.A. رخصة خدمات مالية أسترالية بموجب قانون الشركات CO 1101/03 (الذى تغير ليصبح صك شركات ASIC (الملغى والانتقالي) تحت رقم 396/2016 وتم تدميده بموجب صك شركات ASIC (المعدل) تحت رقم 200/2020.

في المملكة المتحدة، شركة Citibank, N.A., فرع لندن (المسجل تحت رقم Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London, E14 5LB)، وعلى العنوان (BRO01018)، هي شركة مفوضة ومنظمة من قبل مكتب مراقب العملات (الولايات المتحدة) ومفوض من قبل سلطة التنظيم الحصيف. وتتضمن لتنظيم سلطة العمل المالي والتنظيم المحدود من قبل سلطة التنظيم الحصيف. ونوفر تفاصيل عن تنظيمنا لدى سلطة التنظيم الحصيف عند الطلب. رقم الاتصال بشركة Citibank, N.A., فرع لندن، هو +44 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 مكتبيها المسجل هو 1 North Wall Quay، 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 إنكلترا وويلز تحت رقم الفرع المسجل BR017844، وعنوانها المسجل هو Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB. رقم ضريبة القيمة المضافة: GB 429 6256 29. وهي مفوضة من قبل البنك المركزي الإيرلندي وسلطة التنظيم الحصيف. وتتضمن لإشراف البنك المركزي الأيرلندي، والتنظيم المحدود من قبل سلطة الإجراء المالي وسلطة التنظيم الحصيف. نوفر عند الطلب التفاصيل المتعلقة بتاريخينا وتنظيمنا من قبل سلطة التنظيم الحصيف، والتنظيم من قبل سلطة الإجراء المالي.

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 CGMI، Citi Advisory، Citibank, 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 لنوع 1 (التعامل بالأوراق المالية)، والنوع 4 (تقدير المشورة حول الأصول) والأشطة المنظمة برقم CE: (AAP937). 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 أي استفسار بخصوص المحتويات في هذه النشرة إلى الممثلين المسجلين أو المرخصين لدى الهيئة ذات الصلة. لم يتم 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 ملقيها فقط وفقاً لشروط المستثمرين المعتمدين في سنغافورة (حسب التعريف الوارد في قانون الأوراق المالية والمعاملات الآجلة (الفصل 289 من سنغافورة) ("القانون")) وشروط المستثمرين المحترفين في هونغ كونغ (حسب التعريف الوارد في أمر هونغ كونغ للأوراق المالية والمعاملات الآجلة وتشريعاته التابعة). بالنسبة لخدمات إدارة الأصول، سيتم إدخال أي تقويض فقط لدى Citibank, N.A.، فرع هونغ كونغ وأو Citibank, N.A.، فرع سنغافورة، حسبما ينطبق. يجوز لـ Citibank, N.A.، فرع هونغ كونغ أو Citibank, N.A.، فرع سنغافورة، التقويض من الباطن لكل أو جزء من تقويضها وذلك لشركة زميلة لـ Citigroup أو فرع آخر لـ Citibank, N.A.، أي إشارة إلى مراء محافظ باسم هي لمعلوماتك فقط ولا يجب تفسير هذه النشرة على أنها عرض بالدخول في أي تقويض 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 تقويض بخصوص المحفظة المشار إليها أعلاه معك، وفيما يخص تقدير هذه النشرة إلى العملاء المحجوزين وأو الخاضعين للإدارة في هونغ كونغ: فإنه لا توجد عرارة (عيارات) أخرى في هذه النشرة تنص على إزالة أو إقصاء أو تقيد أي من حقوقك أو التزاماتك لدى Citibank بموجب القوانين والأنظمة المعمول بها. ولا تتوافق Citibank, N.A.، فرع هونغ كونغ، الاعتماد على

العوامل التي تؤثر في السلع بصفة عامة، وعناصر المؤشرات المركبة للعقود الآجلة على النikel أو النحاس، وهي معادن صناعية، قد تضرع لعدد من العوامل الإضافية الخاصة بالمعادن الصناعية التي قد تسبب تباين الأسعار. وهي تشمل التغيرات في مستوى النشاط الصناعي باستخدام المعادن الصناعية (وتشمل توفر البداول مثل البالونات التي هي من صنع الإنسان أو المعدة صناعياً؛ حالات توقف سلسلة الإمداد، من المناجم إلى التخزين إلى الصهر أو التكرير؛ حالات التتعديل على المخزون؛ التباينات في تكاليف الإنتاج، مثل تكاليف التخزين، العمالة والطاقة؛ التكاليف المصاححة للامتثال التنظيمي، مثل الأنظمة البيئية؛ والتغيرات في الطلب الصناعي والطلب من الحكومات والمستهلكين، في كل من الدول المستهلكة وعلى المستوى الدولي. وقد تضرع عناصر المؤشرات المركبة في العقود الآجلة على المنتجات الزراعية، بما فيها الغرب، لعدد من العوامل الإضافية تشمل الظروف الجوية، بما فيها حالات الفيضانات، الجفاف والتجمد؛ والتغيرات في السياسات الحكومية؛ وقرارات الزراعة؛ والتغيرات في الطلب على المنتجات الزراعية، لدى المستخدم النهائي وكدخلات في العديد من الصناعات.

ولا يقصد بالمعلومات الواردة هنا أن تكون نقاشاً مستفيضاً للاستراتيجيات أو المفاهيم المذكورة هنا أو نصيحة ضريبية أو قانونية. ينبغي للقارئ المهم أن يقتصر على مساعدة المستشار الضريبي أو القانوني أو غيره، حسبما هو ملائم.

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

إن بنك Citi Private Bank هو إحدى شركات مجموعة Citigroup Inc.، 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. فعلى الولايات المتحدة، توفر المنتجات والخدمات الاستثمارية من قبل شركة CGMI ("CGMI")، Citigroup Global Markets Inc. ("CGMI")، وهي عضو في الهيئة التنظيمية للصناعات المالية (FINRA) وشركة حماية المستثمرين في الأوراق المالية (SIPC)، وشركة Citi Private (SIPC) ("Citi Advisory", LLC)، وهي عضو في FINRA، وحسابات شركة Pershing LLC متوفرة لدى شركة CGMI، وهي عضو في FINRA (وNYSE)، وبورصة نيويورك (NYSE)، وتصرف شركة Citi Advisory بصفة موزع لبعض المنتجات الاستثمارية البديلة لعملاء Citi. وشركة CGMI، Citi Advisory وPrivate Bank Citi، هي شركات تابعة تخضع للسيطرة المشتركة لمجموعة

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 حلاه.

إن شركة CCIFL حالياً ليست عضواً ولا تنتوي 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.

في كندا، بنك Citi Private Bank هو قسم من Citibank Canada، وهو بنك كندي محاز 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 له Citibank Canada العاملة في كندا. توفر بعض المنتجات الاستثمارية من خلال Citibank Canada Investment Funds Limited ("CCIFL")، وهي شركة تابعة مملوكة بالكامل لـ Citibank Canada. وتتضمن المنتجات الاستثمارية لخطر الاستثمار، بما فيه ذلك الخسارة المحتملة لمبلغ الاستثمار الأصيل، والمنتجات الاستثمارية غير مؤمنة من قبل الوكالة الغيرالية لضمان الودائع (FDIC) أو مؤسسة ضمان الودائع الكندية (CDIC)، أو منظومة تأمين الودائع لأي نطاق قضائي وليس مضمونة من قبل مجموعة Citigroup أو الشركات التابعة لها.

إن الغرض من هذه الوثيقة هو تقديم معلومات فقط ولا شكل عرضًا للبيع أو طلبًا لعرض شراء أية أوراق مالية لأي شخص في أي دولة. قد تخضع المعلومات الواردة هنا للتحديث والإكمال والتتفيق والتعديل وقد تتغير هذه المعلومات بصورة جوهيرية.

Citibank Europe plc، فرع لكسماورغ، هو فرع من Citibank Europe plc. برقم تسجيل تجاري وشركات 200204 B. وهو مرخص في لكسماورغ وتشرف عليه مفوضية الإشراف على القطاع المالي. وهو يظهر في مفوضية الإشراف على القطاع المالي برقم تسجيل شركات Z.A. Bourmicht، 8070، 31، مكتبه هو B00000395 بيرترانج، دوقية لوكسمبورغ 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 1 North Wall، Quay، دبلن 1، أيرلندا.

في جيرزي، يتم نشر هذه الوثيقة من قبل شركة Citibank N.A.، فرع 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 المودعة 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.

Private Bank

