

النظرة المستقبلية | 2021

الدورة الاقتصادية الجديدة:

الاستثمار في عالم ما بعد جائحة كوفيد

Private Bank

citi®



صيرفة خاصة لمواطنين عالميين

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



تعرف على النظرة المستقبلية لعام 2021

2 استغلال الارتداد إلى المتوسط

- 2.1 الارتداد إلى المتوسط وتأثيره على المحافظ 28
- 2.2 الاستفادة من الفرص المتعثرة 41

3 التغلب على القمع المالي

- 3.1 عودة القمع المالي 46
- 3.2 كيف تعمل الأسهم ذات توزيعات الأرباح بمرور الوقت في محفظتك 52
- 3.3 تحقيق مردود في ظل القيود التي تكبل العالم 57
- 3.4 اتخاذ مسارات بديلة لتحقيق الدخل من المحافظ 62
- 3.5 توليد مردود في ظل التقلبات: ما يجب فعله عندما تكون الأمور مواتية 66

1 نظرة عامة

- 1.1 المرونة والتفاوض والدعوة إلى تحرك المستثمرين 5
- 1.2 مع بدء تراجع وطأة جائحة كوفيد 11
- 1.3 التوقعات طويلة الأجل لفئات الأصول 17
- 1.4 الأهمية الحاسمة للبقاء مستثمرًا 20
- 1.5 الحفاظ على قوة محفظتكم الاستثمارية: تقديم تحليل للثغرات 23

4 اتجاهات استثمارية لا يمكن إيقافها

- 4.1 الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها تقود العالم نحو التغيير 69
- 4.2 تحول العالم إلى مصادر الطاقة النظيفة 72
- 4.3 الرقمنة: عصر الربط الإلكتروني الفائق بات على الأبواب 78
- 4.4 نهوض آسيا: النهضة الآسيوية في "عالم ثنائي القطبية" 83
- 4.5 زيادة الأعمار: فرصة الرعاية الصحية 88

5 معايين لفئات الأصول الإقليمية

- 5.1 آسيا: ترسخ التعافي في فترة ما بعد كوفيد 93
- 5.2 أوروبا: تحديد المراكز للانتعاش المحتمل في فترة ما بعد كوفيد 98
- 5.3 أمريكا اللاتينية: ارتداد متواضعة وسط التعافي العالمي 103
- 5.4 أمريكا الشمالية: تسارع وتيرة الاقتصاد المرن 107

1 نظرة عامة

المحتويات

- 1.1 المرونة والتفاؤل والدعوة إلى تحرك المستثمرين
- 1.2 مع بدء تراجع وطأة جائحة كوفيد
- 1.3 التوقعات طويلة الأجل لفئات الأصول: التغيرات في عام 2021 وما بعده
- 1.4 الأهمية الحاسمة للبقاء مستثمرًا
- 1.5 الحفاظ على قوة محفظتكم الاستثمارية: تقديم تحليل للشعرات

1.1

المرونة والتفاؤل والدعوة إلى تحرك المستثمرين

ديفيد بيلين، مسؤول أول شؤون الاستثمار

تشير التوقعات إلى أن الدورة الاقتصادية الجديدة ستتغرز قوتها في عام 2021. ولذا يتعين على المستثمرين أن يتخذوا التدابير اللازمة لإعداد محافظهم في عالم ما بعد جائحة كوفيد.

- نعتقد أن هذه لحظة مهمة للحاق بركب المستثمرين تتطلب منك التصرف
- نرى التقاء أربعة عوامل مهمة: التعافي الأسرع من المعتاد، وتسارع الابتكار، وسوء تسعير العديد من الأوراق المالية، وفترة من أسعار الفائدة المنخفضة هيكلية
- ومن بين أهم النصائح التي نقدمها هنا هي أن نضع أي فائض في النقد في المحفظة الأساسية للعمل والبقاء مستثمرًا بالكامل
- ومع اشتداد قوة الدورة الاقتصادية الجديدة، فإن مركزنا التكتيكي في صعود



أربع أسباب للتصرف

ما يجعل هذا الوقت من الأهمية بمكان لتحرك المستثمرين هو التقاء أربعة عوامل:

- سوف يتعافى الاقتصاد العالمي بشكل أسرع وأكثر قوة من الركود المشهود في فترة تفشي كوفيد مقارنة بالتعافي بعد الانكماش الكبير المعتاد. لقد كان الفيروس صدمة خارجية، وكانت تأثيراته أكثر تفاوتاً بكثير من الأزمات الأخرى. فقد كانت أجزاء من الاقتصاد العالمي بمنأى عن كل هذا، ولقد استعاد بعضها بقوة. وتقدم الحكومات كل ما يلزم لدعم حركة التعافي. وسوف ينتعش التوظيف والإنفاق بسرعة أكبر نتيجة لهذا.
- سوف تتسارع وتيرة الابتكار، وكذلك الحال بالنسبة لتبني التكنولوجيا. وسوف يعمل تأثير هذه الثورة الصناعية المقبلة على توليد قيمة عظيمة للمستثمرين والمجتمع. ومن شأن الحلول البيئية والاجتماعية والمرتبطة بالحوكمة أن توجه رأس المال إلى الشركات التي تتفق أفعالها مع القيم التي من شأنها أن تجعل العالم أكثر صحة - انظر [التحول نحو الاستثمارات المراعية للبيئة في محفظتك في إطار تحول العالم صوب هذا الاتجاه](#).
- إن فترة أسعار الفائدة المنخفضة هيكلياً قد حلت علينا. وعندما تكون الأسعار دون المستويات العادية لفترات زمنية طويلة، تنخفض قيمة النقد والعديد من الاستثمارات في الدخل الثابت. ويلحق جني عائدات حقيقية سلبية أضراراً بالمحافظ الاستثمارية - انظر [التغلب على التقيد المالي](#).
- سيتم عكس سوء تسعير الأوراق المالية الذي تسبب فيه كوفيد. والواقع أن المدى الحالي لسوء التسعير لا يحظى بالقدر الكافي من التقدير ويمثل فرصة لوضع مقياس للعائد على الاستثمار "ألفا" وهي نادراً ما تظهر في الأسواق على هذا النحو الواسع - انظر [استغلال الارتداد إلى المتوسط](#).

نعتقد أن هذه لحظة مهمة للحاق بركب المستثمرين.

ومع رحيل كوفيد، فإن الدورة الاقتصادية الجديدة التي بدأت بالفعل سوف تتسارع. وسوف تعكس فرص الاستثمار في هذا التوسع الواقع الجديد الذي تشكله التأثيرات العديدة للتكنولوجيا على حياتنا فضلاً عن القيم التي ننقاسها.

باختصار، ما نشهده هو انعكاس للمرونة. ففي غضون بضعة أسابيع فقط من تفشي الجائحة، تحولت العديد من الشركات إلى العمل عن بعد. وقد ظل النظام المالي العالمي يعمل بسلاسة. واتخذت الحكومات قرارات رئيسية لتوفير الدعم المالي للأفراد والشركات. وحلت تكنولوجيا جديدة محل التكنولوجيات القديمة. وعمل العلماء إلى على تطوير اللقاحات في وقت قياسي.

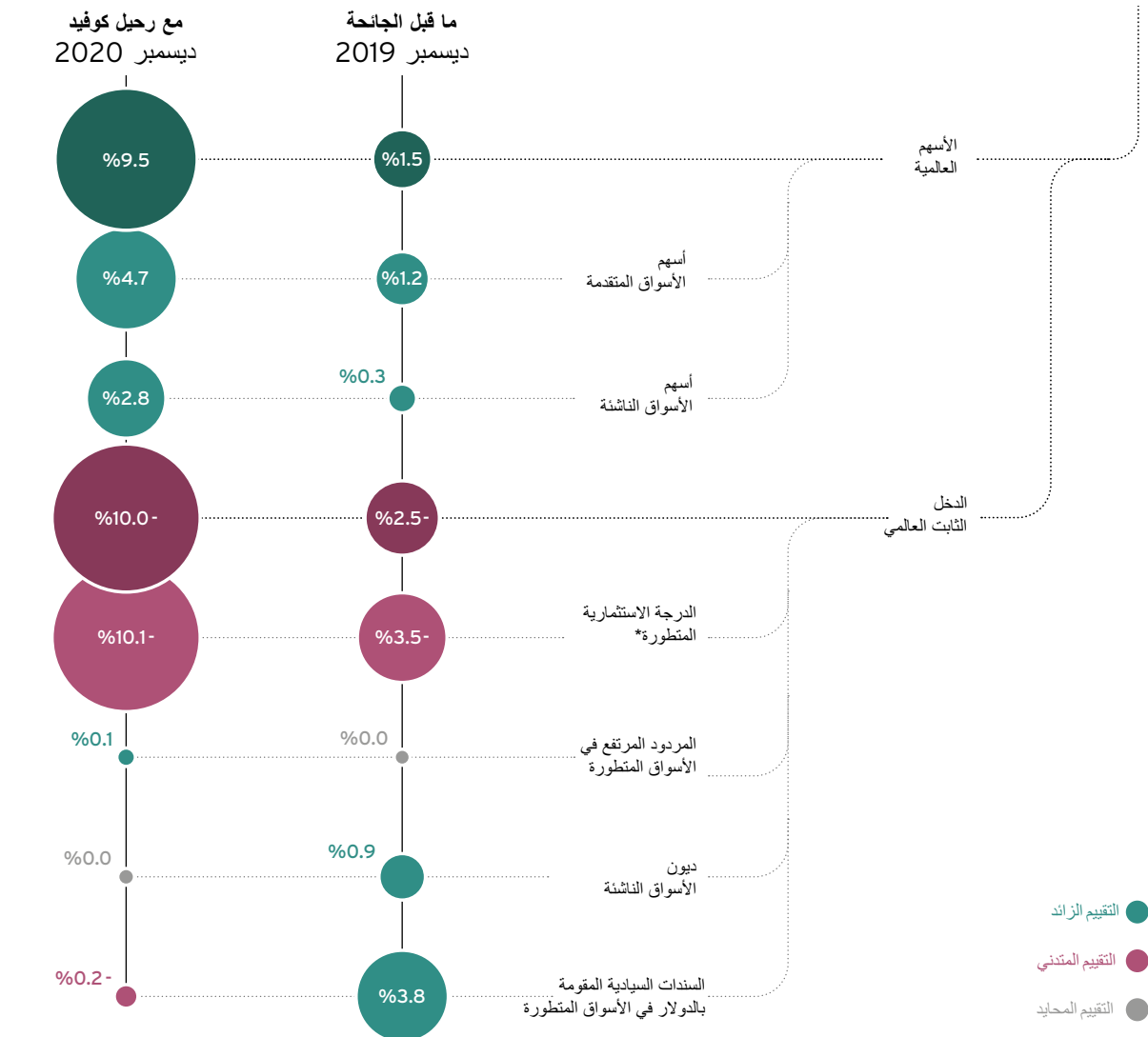
وبينما ننظر إلى الوراء إلى عام 2020، نرى أن العالم قد أتاحت له الفرصة "لاختبار" المستقبل - الذي يبدو مشرقاً. والواقع أن أربعة من اتجاهاتنا الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها - [الرقمنة](#)، [ونهضة آسيا](#)، [والتحول إلى مصادر الطاقة النظيفة](#)، [وزيادة طول العمر](#) - كانت جميعها سارية قبل أن تضربنا الجائحة. ومع ذلك، فإننا لم نقدر تمامًا قيمتها في حياتنا أو محافظتنا الاستثمارية. لقد شهدنا الآن قيمتها المتأصلة، أو "قدرتها التي لا يمكن إيقافها".



مراكزنا

الفرص

الأسهم العالمية الصغيرة والمتوسطة الحجم
اختيار الأسواق الوطنية والإقليمية المنهكة
القطاعات الدورية في فترة نفثي جانحة كوفيد، بما في ذلك الخدمات المالية والقطاع الصناعي والعقارات
استراتيجيات الأسهم الخاصة التي تركز على الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم العاجزة عن دخول غمار الأسواق العامة
الاستراتيجيات العقارية المتعثرة، مع التركيز بشكل خاص على أصول الضيافة
الاستعاضة عن بعض السندات ذات المردود المنخفض والسليبي في المحافظ بما يلي:
<ul style="list-style-type: none"> ■ "الأسهم صانعة النمو في الأرباح" على مستوى العالم، والأسهم المختارة ذات المردود المرتفع ■ أصول العائد الثابت المختارة، بما في ذلك قروض الرهن العقاري والبدائل الشبيهة بالسندات ■ بعض الاستراتيجيات البديلة التي قد توفر توزيعات متواترة ■ استراتيجيات أسواق رأس المال التي تسعى إلى الحصول على الدخل من تقلب الأسعار
الاستثمار في الربط الإلكتروني الفائق، بما في ذلك موردي تكنولوجيا الجيل الخامس لشبكات الاتصالات (5G) والمستفيدين منها
الاكتشاف على النهوض الحالي الذي تشهده آسيا
مقدم خدمات الرعاية الصحية المبتكرة الخاصة بالمسنين
الطاقة المتجددة



* العوامل المؤثرة في التقييم المتدني للدرجة الاستثمارية المتطورة، بخلاف الولايات المتحدة

مكتب مسؤول أول شؤون الاستثمار،
Citi Private Bank، كما في 28 نوفمبر 2020.

تبدأ دورة اقتصادية جديدة

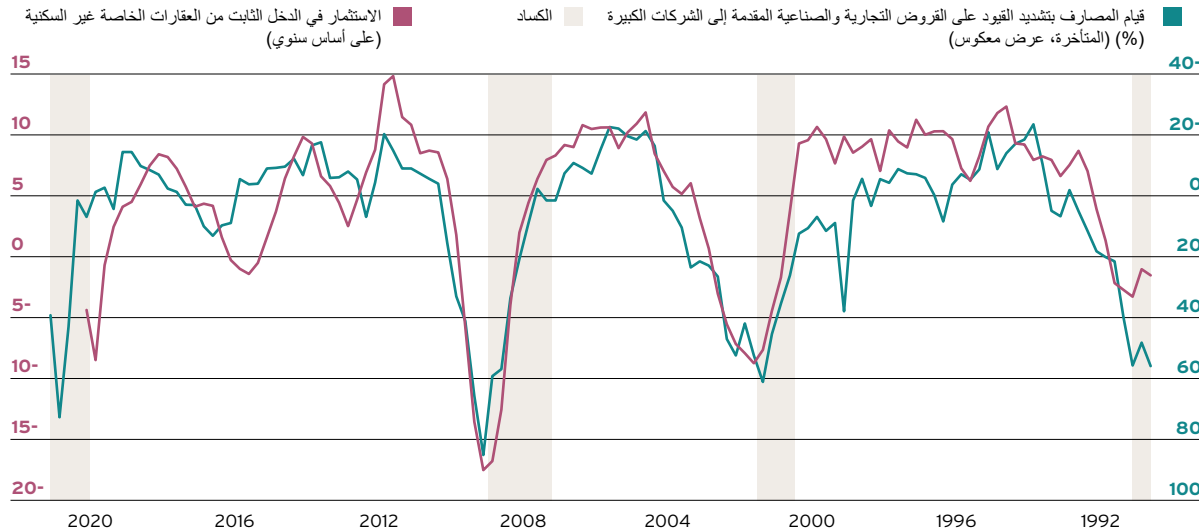
إن العمود الفقري لتوقعاتنا المتفائلة هي السلامة اللافتة للنظر للاقتصاد العالمي على الرغم من الجائحة. فالمؤسسات المالية قوية. وتظل معدلات ادخار الأسر مرتفعة. كما تُظهر مستويات الثقة بين الشركات والمستهلكين على حد سواء عقلية النمو. والواقع أن هذه الظروف الإيجابية تُثير الدهشة في عالم يخرج من أسوأ أزمة صحية عالمية منذ عام 1918، ولكنها حقيقية بقدر واقعية الفيروس ذاته.

لم تكن نماذج الأعمال الرقمية المبتكرة - بدءًا من التجارة الإلكترونية ووصولاً إلى الطب عن بعد - فعالة فحسب، بل أنقذت الأرواح ووفرت تجربة أفضل للمستخدمين. ولقد استجابت الدول والحكومات الآسيوية لهذه الجائحة بسياسات مختلفة اختلافاً شديداً وفعالة للغاية. ونتيجة لهذا فإن عدد القتلى في مختلف أنحاء آسيا سوف يكون أقل كثيراً مقارنة بالغرب. نتوقع احتدام المنافسة بين الشرق والغرب في العقد القادم في مجال الرعاية الصحية والتكنولوجيا، على وجه الخصوص، انظر [نهضة آسيا: التنمية الآسيوية في "عالم ثنائي الأقطاب"](#).

لقد استرعت أزمة الرعاية الصحية ذاتها انتباه العالم إلى وجود قضايا جماعية، مثل تغير المناخ وتقديم خدمات الرعاية الصحية، والتي سوف تتطلب الإبداع العالمي، والتعاون، وتخصيص نفقات كبيرة. وأخيراً، تجاوزنا للتو نقطة تحول، حيث تشكل خيارات الطاقة المتجددة عبر الصناعات أيضاً الحلول الأكثر فعالية من حيث التكلفة، وبدون الحاجة إلى الحصول على إعانات - انظر [اتجاهات استثمارية لا يمكن إيقافها: تحول العالم نحو الاستثمارات المراعية للبيئة](#). وبالنسبة لكل اتجاه من الاتجاهات التي حددناها، فإن فترة ما بعد الجائحة سوف تتيح للمستثمرين الفرصة لبناء محافظ أكثر قوة من خلال زيادة الانكشاف للمستفيدين الرئيسيين من هذه الدورة الاقتصادية الجديدة.

هناك أسباب هيكلية أخرى للتفاؤل بشأن الاستثمار، على الأقل بالنسبة لمستثمري الأسهم. وبذكرنا القرار الذي اتخذته الاحتياطي الفيدرالي بإبقاء أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة بشكل غير اعتيادي لتشجيع التعافي الكامل بالفترة من عام 1945 إلى عام 1965 عندما خفضت مثل هذه السياسة قيمة حيازات النقد والسندات عمداً. والآن حذت الحكومات في مختلف أنحاء العالم حذوها. فهناك نحو أربعة أخماس الديون العالمية من الدرجات الاستثمارية تدر مردوداً بنسبة 1% أو أقل، كما بدأت أسعار الفائدة في الأسواق الناشئة في الانخفاض أيضاً. ونصنف هذا باعتباره فترة من "التقييد المالي" - انظر [التغلب على التقييد المالي](#) - وهو يدعو إلى إدخال تغييرات كبيرة على المحافظ الأساسية.

الشكل 1. يرتفع الاستثمار الرأسمالي مع تخفيف معايير الإقراض



المصدر: Haver، كما في 26 نوفمبر 2020.

في هذه اللحظة، ما زال الأسعار المنسوبة إلى الصناعات والمناطق المختلفة مختلفة، وهناك العديد من السبل والأماكن التي يتعين على المستثمرين أن يكتسبوا بها الانكشاف للأصول المقومة بأقل من قيمتها الحقيقية. إن الأسواق الناشئة، من جنوب شرق آسيا إلى أمريكا اللاتينية، أسوء تسعيرها على أساس تاريخي. وكذلك الحال مع بعض الصناعات الدورية مثل البنوك والطاقة. ولا تزال الشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم في مختلف أنحاء العالم مقومة بأقل من قيمتها عمومًا. وفي إطار سوق الاستثمارات البديلة، لا يزال مستثمرو الأسهم الخاصة وصناديق التحوط على حد سواء قادرين على شراء الأصول بأسعار أقل - وأحيانًا أقل بكثير - مقارنة بما كانت عليه قبل الجائحة.

وأخيرًا، نعتقد أنه حتى بعد رحيل الجائحة، حتى بعد أن تهدأ عاصفة اختلال الأسعار، فإن الجاذبية النسبية بين فئات الأصول سوف تظل متأثرة بالجائحة، وبيئة أسعار الفائدة، والأداء السابق للأسواق لسنوات قادمة - انظر [التوقعات الطويلة الأجل لفئات الأصول: التغيرات في عام 2021 وما بعده](#).

لا شك أن هذا التفاؤل الجماعي ينطوي على مخاطر. وعلى الرغم من تطوير اللقاحات، إلا أنه يتعين علينا أن نفهم سلامة اللقاحات ذاتها وطول العمر الافتراضي لها. وبعد مجيء الحكومة الأمريكية الجديدة، فهناك أمل في تطبيع العلاقات التجارية والدولية، ولكن قد تحد نفس التركيبة التي تتألف منها الحكومات من الأمريكيين إلى الصين إلى البرازيل من القدرة على تحقيق الكثير. ومن دون أسعار فائدة منخفضة مستدامة، فقد يتعرض التعافي ذاته للخطر. ولذا فلا بد من مراقبة هذه المخاطر والنظر فيها بعناية.

بيئة متفائلة للأسهم

سوف يكون الاستثمار في الأصول الإنتاجية ضروريًا لتحقيق عائدات حقيقية. وهذا أمر طيب بشكل خاص بالنسبة للأسهم. ومن المرجح في إطار انخفاض تكاليف رأس المال أن يستخدم المديرون الأذكى التكنولوجيا لتحسين عمليات شركاتهم وتوسيع نطاقها - الشكل 1. وفي المقابل، سوف يستفيد موفرو هذه البرامج والأجهزة. وبالنسبة للمستثمرين، فإن الاستعانة بمزودي ومستخدمي هذه التكنولوجيا من شأنه أن يدفع العائدات ونمو الأرباح بمرور الوقت. وستعمل بعض الأسهم أيضًا كبدايل للدخل الثابت من خلال توفير دخل مجدي من توزيعات الأرباح. وهذا من بين الأسباب التي أدت إلى تغير مخصصات أصولنا - انظر [مراكزنا](#) - بشكل ملموس مع دخولنا الدورة الاقتصادية الجديدة. واعتبارًا من أوائل ديسمبر 2020، سنبطع نسبة لجنة الاستثمار العالمية لدينا 9.5% من وزن الأسهم العالمية الزائد و10% من وزن الدخل الثابت العالمي المتدني. وهذا هو الاتجاه المتفائل.

لقد كتبنا باستفاضة عن التأثير الذي خلفته جائحة كوفيد-19 على الأسواق المالية والتسعير النسبي للأوراق المالية. ورغم أن مؤشرات سوق الأسهم في الولايات المتحدة والصين اقتربت من أعلى مستوياتها على الإطلاق، إلا أن تشتت الأداء داخل هذه الأسواق يعكس أي صناعات كانت مستفيدة من الجائحة وتلك التي عانت منه. فالمستثمرون تسنح لهم في كثير من الأحيان الفرصة لاستغلال "الارتداد إلى المتوسط" على مستوى العالم. والفرصة واضحة: ومع انتهاء هذه الأزمة، سوف يعود التسعير النسبي للأوراق المالية سوف إلى تقييمات نسبية أكثر نموذجية مع توقع استخدام اللقاحات على نطاق واسع.



إذن، في ضوء كل هذا، ما الذي ننصح به المستثمرين الآن؟

إن تعزيز دورة اقتصادية جديدة في عام 2021 يتطلب من كل المستثمرين التفكير والتحليل والتحرك. وفيما يلي بعض الاقتراحات الهامة والمناسبة من حيث التوقيت:

أولاً، نقترح عليك أن تفكر ملياً في حجم "النقد الاستراتيجي" الذي تحتاج إلى الاحتفاظ به حقاً طيلة الأعوام الخمسة إلى العشرة القادمة. وفي غضون العقد الذي بدأ في عام 2010، كان المستثمرون يتحكمون بقدر أعظم مما ينبغي من النقد، منتظرين دوماً "وقت أفضل للاستثمار" أو "نقطة دخول أفضل". - انظر [الأهمية الحاسمة للبقاء مستثمراً بالكامل](#). إن هذا السلوك الأرعن المدمر للربح حري بنا أن نتجنبه في العقد المقبل. ولذا، اتخذ قراراً بشأن ما ينبغي تجنبه لأغراض السلامة واستثمر بدقة.

- ثانيًا، قم بتغيير توليفة محفظتك من خلال أربع طرق:
- ينبغي تعديل نسبة الأسهم إلى الدين بحيث تعكس هذه الفترة من التقيد المالي.
- ينبغي زيادة انكشاف المحافظ للاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها كنسبة من التعرض الإجمالي للأسهم.
- من الممكن أن تضاف القدرة على تحديد مقياس "ألفا" الخاص بالعائد على الاستثمار مع عودة حالة الأسواق إلى سابق عهدها مع الخروج من هذا الوباء باعتبارها فرصة تكتيكية. باختصار، سوف يستغرق الارتداد إلى المتوسط بعض الوقت، ومن الممكن تحديد مراكز المحافظ اللازمة له.
- ينبغي ألا تعكس محافظ الدخل الثابت سوى أفضل فرص للمردود في مختلف أنحاء العالم، وأن تشمل بالنسبة للمستثمرين المؤهلين على استراتيجيات أسواق رأس المال القادرة على توليد الدخل في خضم تقلبات السوق

وأخيراً، اسع إلى الحصول على المشورة بشكل مستمر. نقدم لك الأدوات التي يمكنك استخدامها بشكل منظم لمقارنة حيازات المحفظة وأدائها بتلك الخاصة بمخصصات الأصول التي نوصيك بها – [انظر الحفاظ على قوة محفظتك: تقديم تحليل الفجوات](#). تتوفر هذه الأدوات من خلال استشارة مصرفيك الخاص أو مستشارك الاستثماري وطلب الحصول عليها. احصل على فحص "مالي عن بعد" بصورة منتظمة. وهو أحد الأدوات الذكية لعلاج المشكلات التي تطرأ على المحفظة في عالم ما بعد جائحة كوفيد.

نتمنى لك ولعائلتك الصحة والازدهار مع اقتراب عام 2021.

ديفيد بيلين،

مسؤول أول شؤون الاستثمار في Citi Private Bank

1.2

مع بدء تراجع وطأة جائحة كوفيد

ستيفين ويتينغ - خبير إستراتيجي أول لشؤون الاستثمار وخبير اقتصادي أول

مع بدء ظهور بوادر تلوح في الأفق لانتهاة أزمة الوباء العالمي، فإننا نسلط الضوء على الاعتبارات الرئيسية للاستثمار في دورة اقتصادية جديدة.

- ومع تراجع جائحة كوفيد، فإننا نبحث عن دورة استثمارية واسعة النطاق في قطاعات معينة وأسواق إقليمية.
- ونشدد على الاستعاضة عن سندات معينة في المحافظ ببائل مدرة للدخل
- وما زلنا نؤكد على الانكشاف الطويل الأمد للاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها، بما في ذلك الاتجاهات المرتبطة بالرقمنة التي كان أداؤها قوياً في خضم الجائحة



"تتمثل 'استراتيجيتنا الاستثمارية للدورة الجديدة' في الحفاظ على معدلات الانكشاف لأفضل الاستثمارات المدرة للدخل من حيث القيمة وفرص النمو طويلة الأجل أو توسيعها، مع إضافة الانكشاف للأصول الكاسدة التي سوف تعتبر مقومة بأقل من قيمتها لعام واحد أو أكثر من الآن".

هذا هو ما كتبناه في تقرير النظرة المستقبلية لمنتصف العام 2020 في بداية يونيو لنؤكد من جديد على استراتيجيتنا الاستثمارية في التعامل مع أزمة كوفيد وما بعدها. وقد ساعدنا في تحقيق كل من الأداء الاستثماري النسبي المطلق والمحسن في عام 2020، ولكن الأمر الأكثر أهمية من ذلك هو أنه سمح للعملاء بالحفاظ على انضباط الاستثمار لاجتياز صدمة غير مسبوقة. ونتوقع منه أن يرشدنا مع تطور الظروف بشكل أكبر.

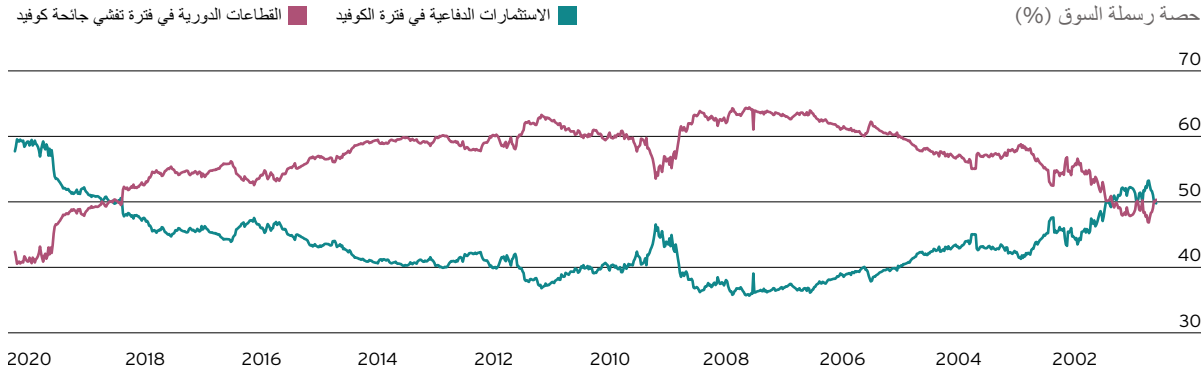
إن مرض كوفيد هو أول جائحة عالمية حقيقية منذ أكثر من قرن من الزمان. وكما بيّنا في النظرة المستقبلية لعام 2021، فقد نجم عن تفشي جائحة كوفيد في أوائل عام 2020 تمزق الأسواق العالمية، وبالتالي تغيرت أسعار جميع الأصول في العالم. وحتى بعد اكتشاف لقاحين محتملين أو أكثر، فإن عودة أسعار جميع الأصول مرة أخرى إلى سابق عهدها بعد زوال كوفيد لا تزال كذلك تمثل احتمالاً يستعصي على التصديق.

ويظل المخطط الاستثماري الذي ظهر بحلول مارس 2020 هو الأكثر أهمية منذ أوائل ديسمبر الأول 2020 – الشكل 1. والواقع أن تكيف أشكال مختلفة من النشاط الاقتصادي واستبدالها كان سبباً في تعزيز نحو نصف أسعار الأصول على مستوى العالم، وهو التأثير الذي ضاعفه التيسير المالي والنقدي الهائل. وفي المقابل، شهد النصف الآخر انخفاضاً. وبينما ننتظر التوزيع الشامل للقاحات المكتشفة حديثاً ضد مرض كوفيد في غضون عام 2021، سنظهر تغيرات كبيرة في أسعار الفائدة الطويلة الأجل وتكوين الصناعة. وهذا من شأنه أن يولد تناوباً واسع النطاق في قطاعات معينة وأسواق إقليمية، فيم نتعمق في موضوعنا [استغلال الارتداد إلى المتوسط](#)

كان التعليق المتعمد والواسع النطاق للحياة اليومية استجابة لمرض كوفيد-19 سبباً في حدوث أسرع انخفاضات اقتصادية سجلها التاريخ. ففي شهر مارس، انكمش الاقتصاد العالمي بنسبة 10% تقريباً في لحظة واحدة، بعد أن أصدر زعماء الدول الكبرى والصغرى أوامره بإغلاق الشركات "غير الأساسية" و"توفير المأوى" لعدد كبير من سكان العالم. وأعقب ذلك اتخاذ خطوات غير مسبوقة لتخفيف السياسات للمساعدة في "تضيق هوة" الصدمة. ورغم أن الولايات المتحدة كانت من بين الأبطأ في التحرك لوقف انتشار مرض كوفيد، فإنها كانت الأسرع في استجابتها الملحوظة من حيث التيسير المالي والنقدي. ونظراً للدور الذي يلعبه الدولار الأمريكي كعملة تجارية ومالية واحتياطية، فقد ساعد على انتشار سياسات التيسير على نطاق واسع في مختلف أنحاء العالم.

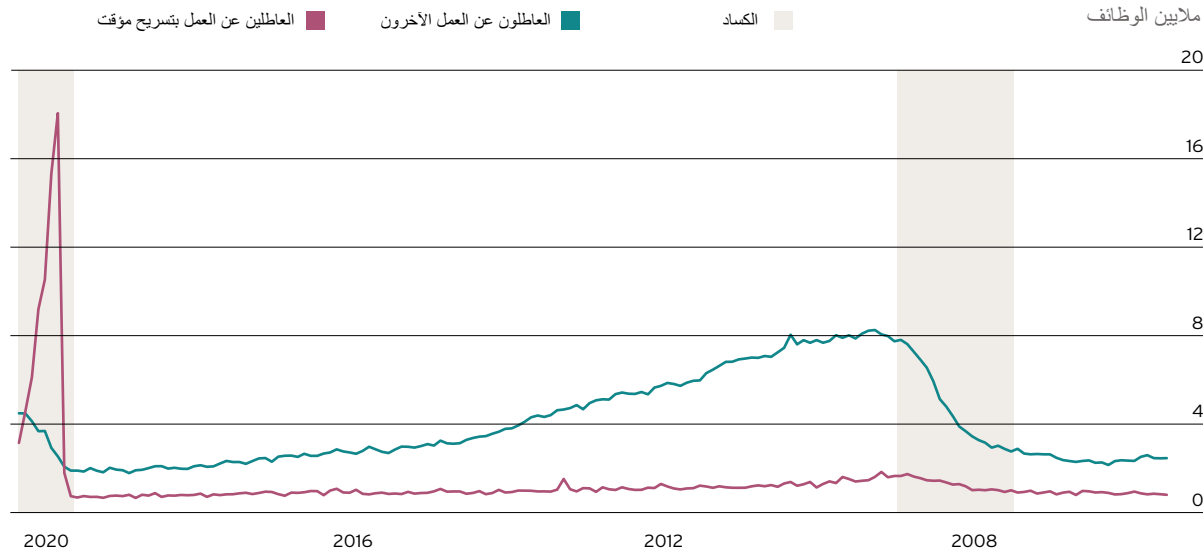
وبصرف النظر عن تخفيف السياسة المالية والنقدية، كانت هناك أسباب أخرى تمكن الأسواق المالية العالمية من استيعاب صدمة كوفيد على نحو أفضل مما توقعه الكثيرون. فأولاً – وكما توقعنا – تعامل المستثمرون طويلاً الأجل مع هذا الجائحة باعتبارها صدمة خارجية منفصلة، ليس بوصفها حالة ركود نادرة بل حالة ركود عميقة وأكثر نموذجية سببتها مجموعة من العلال الاقتصادية الداخلية. وثانياً، كانت سياسة الرعاية الصحية غير مهياة بشكل جيد لتقديم الجائحة، حيث كان أداء بعض البلدان أسوأ من غيرها. وفي المقابل، كانت التكنولوجيا جاهزة لحسن الحظ لمساعدة العالم في مواجهة التحدي - الشكل 2 - [الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها تغير العالم وتزيد الأعمار: فرصة الرعاية الصحية.](#)

الشكل 1. الارتداد إلى المتوسط في المستقبل



المصدر: FactSet و Bloomberg كما في 16 نوفمبر 2020. القطاعات الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد: الخدمات المالية، والقطاع الصناعي، والطاقة، والمواد، والعقارات، وقطاع السلع والخدمات غير الضرورية باستثناء أمازون القطاعات الدفاعية في فترة تفشي جائحة كوفيد: تكنولوجيا المعلومات، والرعاية الصحية، وخدمات الاتصالات، والسلع الاستهلاكية الأساسية، والمرافق، وأمازون لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبيّنة لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. وعوائد المؤشرات لا تشمل أية نفقات أو رسوم أو تكاليف مبيعات، وهي تؤدي إلى خفض الأداء. للشرح فقط. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يقصد منها أن تكون ضماناً لوقوع أحداث مستقبلية.

الشكل 3. خسائر الوظائف المؤقتة والدائمة



المصدر: Haver كما في 31 أكتوبر 2020.

الموقف الجديد للبنك الفيدرالي

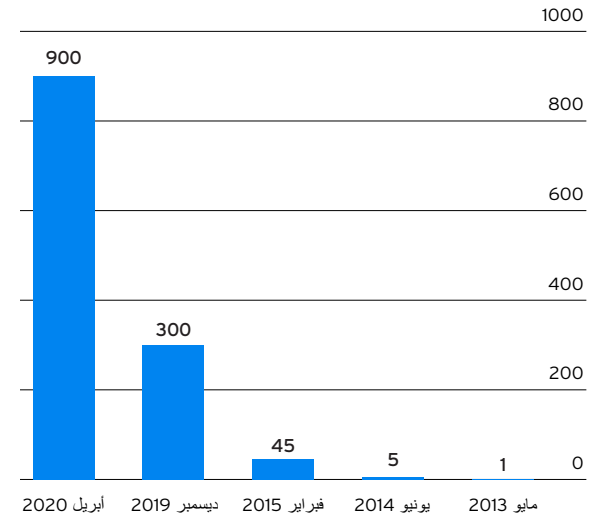
في الدورة الأخيرة، أبقى الاحتياطي الفيدرالي أسعار الفائدة الرئيسية عند مستوى قريب من الصفر لمدة سبع سنوات. وفي هذه الدورة، نرى ديناميكيات التعافي الأساسية في الولايات المتحدة والاقتصاد العالمي مختلفة تماماً عن التحديات الطويلة الأجل التي فرضتها فترة فقاعة الإسكان. ولكن البنك الفيدرالي قد أشار بقوة مرة أخرى إلى ثبات سياسة تخفيض أسعار الفائدة إلى الصفر على مدى السنوات الثلاث المقبلة كحد أدنى. وهذا حتى مع توقعه زيادة تراكمية تبلغ 9.5% في الناتج المحلي الإجمالي الحقيقي وانخفاض معدل البطالة إلى 4% على مدى ذلك الوقت.

وبرغم الإعلان عن لقاحين فعالين أو أكثر في نوفمبر 2020 - وغير ذلك في التجارب السريرية في المراحل المتأخرة - والطبيعة المنفصلة للصدمة الحالية، والأسباب القوية التي قد تدعو إلى توقع التعافي الدوري في عام 2021، إلا أننا نرى محافظي البنوك المركزية يسبغون على مسار غير تقليدي.

وبصرف النظر عن هذه الأسباب، لم يكن الاقتصاد العالمي في وضع ينذر بالانكماش الاقتصادي، بل كان مهيباً للتعافي الأقوى بعد سنوات "الحرب التجارية" التي دامت من عام 2018 إلى عام 2019 - انظر **النظرة المستقبلية لعام 2020**. وبطبيعة الحال، لم يمنع هذا من حدوث الانكماش الاقتصادي اللاحق. غير أنه ساعد في جعل فترة الانكماش أقصر بكثير. ومرة أخرى، إذا عمل صناع السياسات في العالم بشكل جماعي، أو ببساطة لم يلحقوا ضرراً جماعياً، فإن العالم يستعد للتعافي الأقوى في غضون عام 2021.

الشكل 2. ظهور اجتماعات الفيديو

مليون اجتماع في الشهر



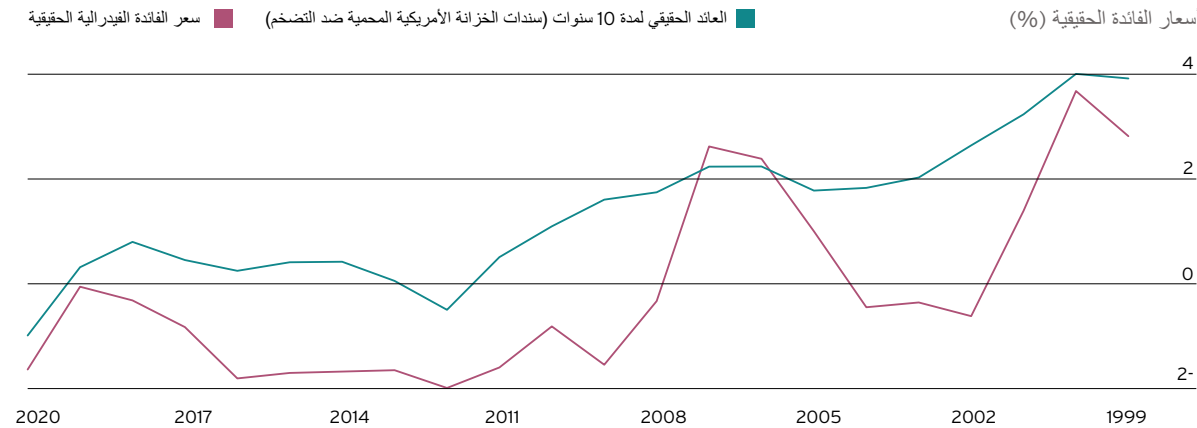
المصدر: منصة Zoom، كما في 1 نوفمبر 2020.

وفي شهر أغسطس، أعلن الاحتياطي الفيدرالي أنه غير إطاره التضخم للسماح بفترات "الحاق بالركب" حتى يبلغ متوسط التضخم 2%، وليس مجرد تحقيق ذلك الهدف. وجاء هذا بعد أن ارتفع مقياس التضخم المفضل لدى البنك الفيدرالي - والذي يسمح باستبدال السلع والخدمات بشكل أكثر تكراراً مقارنة بمؤشر أسعار المستهلك المعروف - بمتوسط قدره 1.6% في السنوات العشر الماضية. ولطالما اتجه هذا المقياس إلى الانخفاض بنسبة 0.3% سنوياً عن مؤشر أسعار المستهلك. وقد يطلق البعض على مؤشر أسعار نفقات الاستهلاك الشخصي "مؤشر أسعار المستهلك لما لا يزال بوسعك تحمله".

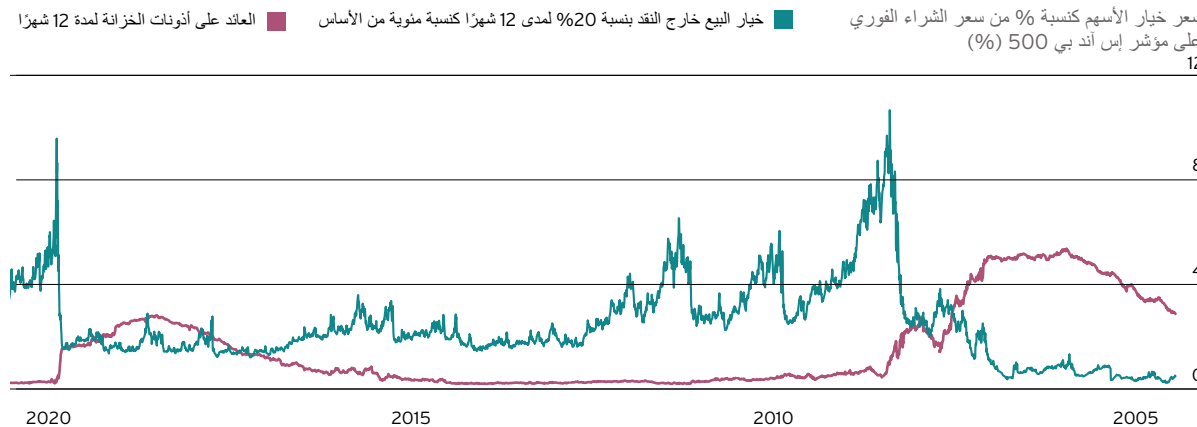
تقرب أسعار الفائدة الحقيقية الحالية في الولايات المتحدة لمدة 10 أعوام من مستوى غير مسبق من الانخفاض يبلغ 1-%. وسوف يكون سعر الفائدة المستهدف وفق سياسة البنك الفيدرالي نحو 2% بالقيمة الحقيقية حتى عام 2023 إذا التزم البنك الفيدرالي بتوجيهاته - الشكل 4.

ومع انخفاض مردودات السندات العالمية إلى مستوى غير مسبق من الانخفاض يبلغ 1% - بما في ذلك الأسواق الناشئة والمردود المرتفع - فهناك رأي سائد مفاده أن البنوك المركزية قد نجحت في إخماد التقلبات في الأسواق. ويصدق هذا بكل تأكيد على أسواق الدخل الثابت، حيث شهدت سوق السندات عموماً في الولايات المتحدة تقلبات ضمنية - مدى توقعات أسعار الأصول المستمدة من مشتري وبانعي الخيارات - وانخفضت إلى أدنى مستوياتها على الإطلاق. والتقلبات الضمنية في السندات ذات المردود المرتفع تكاد لا تتجاوز سوق السندات ذات الدرجة الاستثمارية. ومع ذلك، فقد ظل التقلب الضمني في الأسهم نحو ضعف مستواه المتوسط التاريخي - الشكل 5. إن الدخل الذي يمكن أن يُستمد من المشتريين في خضم التقلبات - أي المتحفظون - في فئة الأصول الرأسمالية، وأرباح الأسهم، والاستثمارات البديلة، وعلاوات المخاطر الائتمانية الجاذبة نسبياً التي تظل في أسواق الائتمان، كل ذلك يشكل مكونات إستراتيجيتنا الرامية إلى التغلب على التقيد المالي.

الشكل 4. أسعار حقيقية سلبية



الشكل 5. مؤشر إس أند بي 500 يخسر 20% مقابل مردود أدون خزانة لمدة عام



الفائزون على المدى القريب والفائزون على المدى الطويل

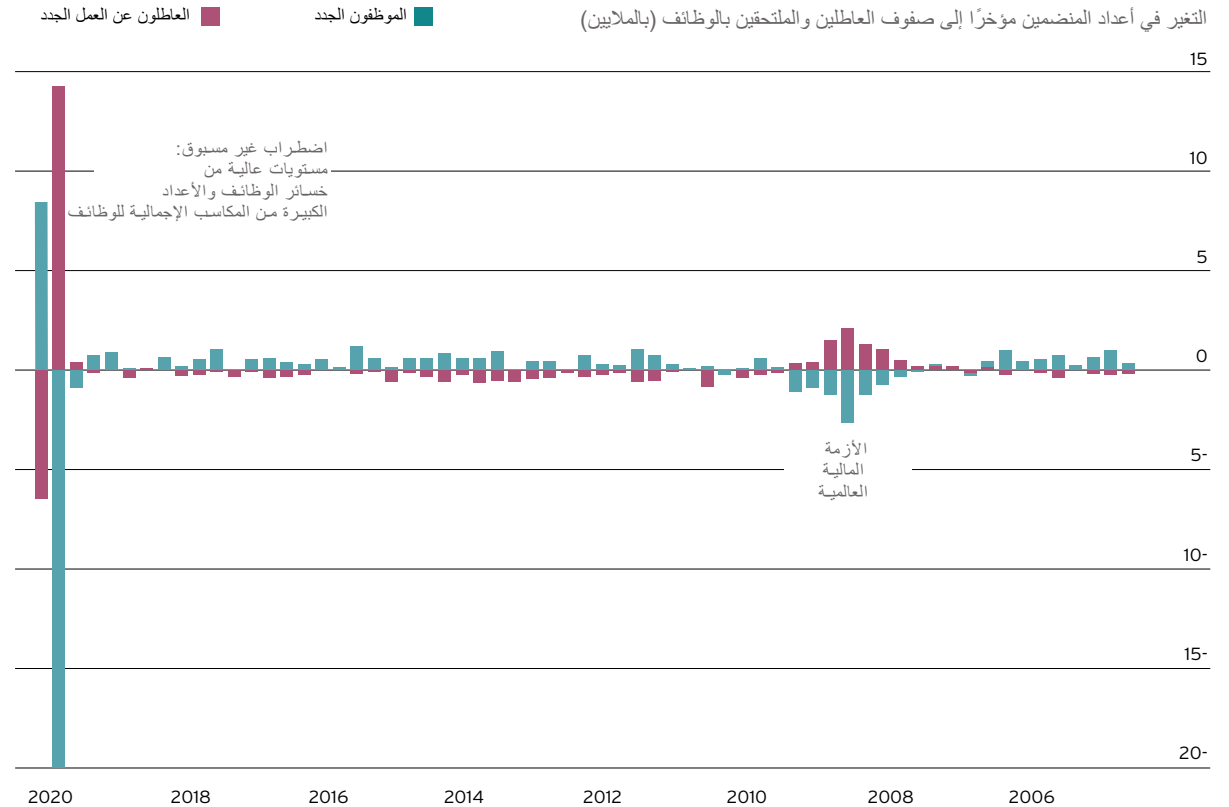
على الرغم من الطبيعة الخارجية للجائحة وتداعياتها الهائلة على المدى القصير، فإن طبيعة عمليات تعافي دورة الأعمال تتطلب دائماً وقتاً أطول لإعادة البناء مقارنة بالهدم.

وقد تحملت الشركات الأصغر حجماً العبء الحقيقي للأزمة. وعلى الرغم من التقلبات كبيرة صعوداً وهبوطاً في معدلات التوظيف بصفة عامة، فإن العديد من هذه الشركات لم تتمكن ببساطة من الصمود أمام جائحة كوفيد. فعلى سبيل المثال، تتوقع منظمة الشراكة من أجل نيويورك أن ثلث الشركات في المدينة – وأغلبها مؤسسات صغيرة – لن تفتح أبوابها للعمل من جديد. وقد ظل التوظيف عموماً يتسم بالديناميكية اللافتة للنظر، مع تحول فرص العمل الجديدة إلى صناعات ساعدت الاقتصاد في التعامل مع الفيروس - الشكل 6. ومع ذلك، لا يزال الأمر يتطلب بعض الوقت لكي تعوض تشكيلات الأعمال الجديدة خسائر بهذا الحجم.

ومع وضع هذا في الاعتبار، عملت التطورات السياسية والعلمية على تحويل العالم بشكل كبير نحو الجمع بين الحوافز المالية والاستثمارات في مكافحة تغير المناخ. فقبل انتشار الجائحة العالمية بفترة طويلة، كان التغير التكنولوجي يعمل على جعل تكنولوجيا الطاقة والبطاريات الجديدة أكثر مراعاةً بالبيئة وأقل تكلفة، وهو ما يشكل تهديداً طويل الأمد للوقود الأحفوري - انظر اتجاهات استثمارية لا يمكن إيقافها في [النظرة المستقبلية لعام 2020](#). وعلى صعيد [تحول العالم نحو الاستثمارات المراعية للبيئة](#)، نرى استثمارات البنية التحتية الضخمة المراعية للبيئة في كل من الاقتصاد الشرقي والغربي باعتبارها أحد القوى المحركة الجديدة.

ساهم في هذا المقال مالكولم سبيتلر وجوزيف فيوريكا

الشكل 6. تغيرات ربع سنوية في حالات البطالة الجديدة وحالات التوظيف الجديدة في الولايات المتحدة



المصدر: Haver كما في 31 أكتوبر 2020.

النظرة المستقبلية | 2021

قائمة مراقبة الفرص الاستثمارية للمحافظ المالية

هل قمت بتوجيه استثماراتكم على
النحو الأمثل استعدادًا للدورة
الاقتصادية الجديدة؟

مع زوال جائحة كوفيد 19 في عام 2021، فإنها نتوقع أن تتعزز الدورة الاقتصادية الجديدة.

إلا أن العديد من العملاء لا يزالون محتفظين بمحافظ استثمارية موجهة لاستغلال الفرص الاستثمارية في عام 2020، ويستأثر جميعها تقريباً بقدر زائد من الأرصدة النقدية.

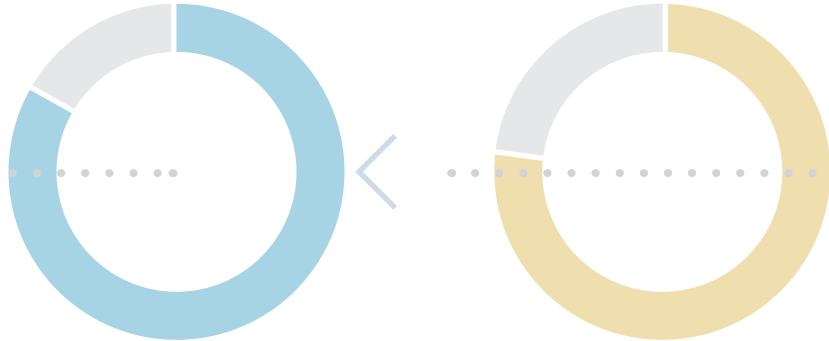
يعرض تقرير النظرة المستقبلية لعام 2021 إستراتيجيات تساعدكم في توجيه استثماراتكم للاستفادة من الفرص الاستثمارية المتاحة خلال عام 2021 وما بعده.

كما نقدم قائمة مراقبة فرص الاستثمار المستقبلي استعراضاً يناسب تطلعاتكم لتهيئة محفظتكم الاستثمارية للاستفادة من الموضوعات الاستثمارية التي نتناولها.

يمكننا أيضاً تقديم تحليلات مخصصة لمساعدتكم في:

- التعرف على رؤية شاملة لكل استثماراتكم المودعة لدى Citi وغيرها من المؤسسات الأخرى
- الوقوف على ما إذا كانت أرصدتكم النقدية يتم توظيفها بما يسمح بتوظيف إمكاناتها الاستثمارية على النحو الأمثل
- تحديد التأثير البيئي والاجتماعي وتأثير الحوكمة على محفظتكم الاستثمارية
- تقييم موقعكم بالمقارنة مع المحافظ الاستثمارية لغيركم من المستثمرين من أصحاب المحافظ المشابهة

للحصول على تحليلات من اختياركم، يُرجى مراجعة فريق العلاقات المكلف بالتعامل معكم.



1.3

التوقعات طويلة الأجل لفئات الأصول: التغيرات في عام 2021 وما بعده

غريغوري فان إنويغن

الرئيس العالمي للبحوث الكمية ومخصصات الأصول، إدارة الاستثمارات في CITI

تبعث منهجيتنا لمخصصات الأصول الاستراتيجية بإشارة تحذيرية لبعض فئات الاستثمار ذات الدخل الثابت وتخفيض من العوائد المتوقعة من الفئات الأخرى. اكتشف أين تكمن المخاطر والفرص.

- إن تحديد مزيج مناسب من فئات الأصول العالمية التي تحتفظ بها في محفظتك هو القرار الأكثر أهمية الذي تتخذه كمستثمر.
- تسببت أسوأ جائحة منذ أكثر من قرن من الزمان في إحداث اضطرابات غير مسبوقة في الأسواق المالية العالمية، مع بعض التأثيرات التي سوف تستمر لفترة طويلة بعد كوفيد-19
- تقدير العائد الاستراتيجي للأسهم من الأسواق الناشئة أعلى بكثير من نظيره في الأسواق المتقدمة



الشكل 1. تقديرات العوائد الاستراتيجية (%)

5.0	أسهم الأسواق المتقدمة العالمية
9.2	أسهم الأسواق الناشئة العالمية
1.2	العائد الثابت للدرجة الاستثمارية المتطورة
3.9	العائد الثابت في الأسواق العالمية ذات المردود المرتفع
3.6	العائد الثابت في الأسواق الناشئة العالمية
0.7	النقد بالدولار الأمريكي
4.0	صناديق التحوط
14.2	أسهم الشركات الخاصة
8.8	العقار
1.2	السلع

إن تحديد مخصصات الأصول الاستراتيجية لديكم – وهي مزيج مناسب من فئات الأصول العالمية التي تحتفظون بها في محفظتكم الاستثمارية – هو القرار الأكثر أهمية الذي تتخذونه كمستثمرين. وعلى المدى الطويل، سوف يحدد ذلك ما تحققونه من عوائد فضلاً عن مقدار المخاطر التي تتعرضون لها.

إذاً، كيف ينبغي عليك التعامل مع هذا الأمر؟ يعتقد Citi Private Bank أن الإجابة تعتمد في الغالب على التوقعات المستقبلية لعوائد فئة الأصول الفردية على مدى العقد المقبل.

إن منهجية مخصصات الأصول الاستراتيجية لدينا - إستراتيجيات التقييم التكيفية (1) (AVS) – تتوقع العائدات لفئات الأصول على مدى عشرة أعوام. ونطلق على هذه التوقعات من فئة الأصول تقديرات العائد الاستراتيجية. وتحتسب استراتيجيات التقييم التكيفية تقديرات العائد الاستراتيجية بناءً على التقييم الحالي لفئات الأصول المختلفة. وبمرور الوقت، تميل التقييمات الحالية المنخفضة إلى أن تتبعها عائدات مرتفعة، كما قد يُتوقع أن تتبع التقييمات العالية عوائد منخفضة. وعند تساوي الأمور الأخرى، توصي استراتيجيات التقييم التكيفية بتخصيص مخصصات أكبر لفئات الأصول ذات تقديرات العائد الاستراتيجية الأعلى ومخصصات أقل لتقديرات العائد الاستراتيجية الأدنى.

ماذا تقول استراتيجيات التقييم التكيفية حالياً بشأن توقعات العوائد من الآن وحتى عام 2030؟ تتعلق الرسالة الأكثر لفتاً للنظر بالدخل الثابت – الشكل 1. لقد تسببت الجائحة العالمية في إحداث اضطرابات غير مسبوقة في الأسواق المالية العالمية. وسوف تستمر بعض هذه التأثيرات لفترة طويلة بعد كوفيد-19.

فقد أغرقت البنوك المركزية الأسواق بالسيولة، مما تسبب في انخفاض تقديرات العوائد الاستراتيجية للدخل الثابت في مختلف أنحاء العالم وكذا تقديرات العوائد الاستراتيجية للنقد الأمريكي إلى 0.7% - انظر [التغلب على التقييم المالي](#). وتبلغ تقديرات العوائد الاستراتيجية للدخل الثابت للدرجة الاستثمارية للأسواق المتقدمة – السندات من الاقتصادات المتقدمة مثل الولايات المتحدة وأوروبا – ما نسبته 1.2%. وهذا أدنى كثيراً من متوسط العائد على المدى الطويل الذي يبلغ 5.6%. ومن المتوقع أن يحقق الدخل الثابت ذو المردود المرتفع – الديون المنخفضة الجودة من الاقتصادات المتقدمة – عائد سنوي بنسبة 3.9%. وهذا أيضاً أقل هذا بنسبة 2.7% عن المتوسط التاريخي الذي يبلغ 6.6%. وتبلغ تقديرات العوائد الاستراتيجية للدخل الثابت في الأسواق الناشئة ما نسبته 9.2%.

المصدر: فريق مخصصات الأصول لدى بنك Citi Private Bank، تقديرات أولية كما في 31 أكتوبر 2020. تقديرات العوائد الاستراتيجية بالدولار الأمريكي؛ تعكس جميع التقديرات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضماناً لوقوع أحداث مستقبلية. تقديرات العوائد الاستراتيجية ليست ضماناً للأداء المستقبلي.

¹ للاطلاع على المزيد حول منهجيتنا، انظر [استراتيجيات التقييم التكيفية – نهج جديد لمخصصات الأصول الاستراتيجية: التحديث السنوي لعام 2020](#)

وبالنظر إلى هذا النطاق الواسع لتقديرات العوائد الإستراتيجية، فإن بعض المستثمرين يسألوننا حتماً لماذا لا ينبغي لهم إنشاء محافظ من فئات الأصول فقط التي تكون عوائدها المحتملة أعلى. ولا يؤيد Citi Private Bank مثل هذا النهج. وفي حين أن المنهجية التي نطبقها توصي بتخصيص مبالغ أكبر لفئات الأصول والمناطق التي ترتفع فيها تقديرات العوائد الإستراتيجية، فإنه لا تزال هناك فوائد على صعيد التنوع تكمن في الانكشاف لفئات الأصول ذات تقديرات العوائد الإستراتيجية المنخفضة تاريخياً. ويرجع هذا إلى اكتساب فئات الأصول المختلفة للقيمة وخسارة هذه القيمة في أوقات مختلفة، الأمر الذي يؤدي إلى الحد من التقلبات في المحافظ بصفة عامة. وفي ضوء بيئة الأعمال في الفترة ما بعد كوفيد، فإننا نواصل التأكيد على قيمة المحافظ المتنوعة عالمياً التي تتألف من أصول متعددة لحماية الثروة في عام 2021 وما بعده.

ساهم في هذا المقال كل من بايسيان ليمراتانامونغول وأندي تشو وجني ديزيلو، وجن هي ووينجينج وو.

والواقع أن النمو القوي الذي تشهده سوق الأسهم على مستوى العالم، في ظل تعافي العالم من أعماق الانهيار الذي تسببت فيه الجائحة، أدى إلى ارتفاع التقييمات الحالية بصورة لم يسبق لها مثيل. تبلغ تقديرات العوائد الإستراتيجية لأسهم الأسواق المتقدمة العالمية - التي تشمل أسهمًا من الولايات المتحدة، أوروبا واليابان - ما نسبته 5.0%، وهي أقل من نصف متوسط العائد المحقق على المدى البعيد لفئة الأصول هذه. وعلى النقيض من هذا، تبلغ تقديرات العوائد الإستراتيجية لأسهم الأسواق الناشئة العالمية - أسهم الاقتصادات النامية مثل الصين والبرازيل - ما نسبته 9.2%، وهو ما يشير إلى فرص ملموسة لنمو العائد من خلال إضافة الأسواق الناشئة إلى مخصصات محافظ متوازنة - انظر [استغلال الارتداد إلى المتوسط](#).

وبالنسبة للمستثمرين الراغبين في التضحية بالسيولة وزيادة المخاطر، فإن العقارات تشكل فئة جذابة من الأصول، حيث تبلغ تقديرات العوائد الإستراتيجية لها ما نسبته 8.8%. ومع ذلك، ثمة ميزة مهمة لأسهم الشركات الخاصة، حيث إنها تستفيد من الاختلالات المرتبطة بالجائحة وتبلغ تقديرات العائد الإستراتيجي السنوي لها ما نسبته 14.2%. وبالنظر إلى المستويات المتدنية للعوائد المتوقعة في فئات الأصول التقليدية، فإن علاوة الأسهم الخاصة المتوقعة نسبة إلى فئات الأصول هذه هي الأعلى على الإطلاق على مدى الثلاثين عامًا الماضية. وأخيراً، تشير التقديرات إلى أن صناديق التحوط - التي من الممكن أن تلعب دوراً مهماً كوسيلة للتحوط للمحافظ أثناء فترات الركود الدورية - ستحقق عائداً بنحو 4.0%. ويتسق هذا مع العوائد المتوقعة بعد انتهاء دورة التراجع.



1.4

الأهمية الحاسمة للبقاء مستثمرًا

ديفيد بيلين

مسؤول أول شؤون الاستثمار

غريغوري فان إنويغن

الرئيس العالمي للبحوث الكمية ومخصصات الأصول، إدارة الاستثمارات في CITI

ستيفن ويتنغ

خبير استراتيجي أول لشؤون الاستثمار وخبير اقتصادي أول

إن اتباع خطة أمر حيوي لأداء الاستثمار طويل الأجل. ويمكن أن يساعد تحليل الفجوات في تحديد ما إذا كانت محفظتك الأساسية تسير على الطريق الصحيح.

- الواقع أن العديد من المستثمرين الذين عدلوا عن استثمار أموالهم بانتظار فرص دخول أفضل للسوق ضاع عليهم الاستثمار، كما فوتوا على أنفسهم الفرص المتاحة في المرحلة الأولى من التعافي من الجائحة.
- بالنظر إلى رؤيتنا بشأن فرص السوق في ظل الأوضاع التي سادت العالم بعد تفشي جائحة كوفيد، فإنه يتعين على المستثمرين أن يحافظوا على الأرصة النقدية بناءً على متطلبات محافظهم وأن يؤسسوا مراكز أساسية كاملة أو يحافظوا عليها.
- إن بداية التقييد المالي يعني أن النقد سوف ستكون مكاسبه قليلة.
- نوصيك بأن تسعى إلى الاستثمار بشكل كامل، بما يتماشى مع خطتك المخصصة الطويلة الأجل، مع التأكيد على المجموعة الواسعة من الفرص المطروحة في عالم ما بعد كوفيد.



في التقييمات قبل استثمار أي أموال نقدية زائدة. وعادة ما يتمثل التخوف الأساسي في هذا الصدد في حقيقة أن توقيت الاستثمار الفوري سوف يكون رديئاً وسوف يسفر عن خسائر وشيكة. ويتفوق هذا التخوف على التخوف من تفويت العوائد جراء "الانتظار وحسب". ولكن الدرس الواضح على الأمد البعيد هو أن الأمر الأكثر أهمية ليس اختيار نقطة الدخول الأدنى التي ينبغي لنا أن نستثمر عندها، بل الاستثمار في محافظ استثمارية أساسية كاملة في كل الأوقات.

قد تكون تكاليف الانتظار على وشك أن تصبح أكثر إيلاًماً. ففي العقود الأخيرة، كان من الممكن عادة جني بعض العائدات الإيجابية على النقد

هذا ولا تقل ضرراً عما سبق النتائج النموذجية لتوقيت السوق على مدى فترات أطول. يبين الشكل 1 العوائد على مؤشر ستاندرد آند بورز لمؤقت السوق الذي قُوت على نفسه أقوى عشرة أيام في الارتفاع في الفترة ما بين يناير 2000 وأكتوبر 2020. مثل هذا المستثمر كان ليحقق عائداً يبلغ 60,7% طيلة الفترة، بما يشمل الأرباح المعاد استثمارها. وعلى النقيض من هذا، فإن المستثمر الذي ظل مستثمراً بالكامل في مؤشر ستاندرد آند بورز لنفس الفترة كان ليحقق عائداً يبلغ 250,7%.

ومع تعافي الأسهم الأمريكية والعالمية إلى أعلى مستوياتها على الإطلاق في الأشهر منذ مارس، قد تشعر بالرغبة في انتظار انخفاض

مع بداية الدورة الاقتصادية الجديدة، ما مقدار محفظتك الأساسية التي تتألف من النقد والسندات قصيرة الأجل جداً؟ بالنسبة للعديد من الأسر الثرية، فإن الإجابة قد تكون بسهولة 20% أو أكثر. وفي العديد من الحالات كان هذا هو الحال طيلة قسم كبير من العقد الماضي. والواقع أن مثل هؤلاء المستثمرين عادة ما يحددون مراكزهم بهذه الطريقة ليكونوا "آمنين" أو لتمويل دخول مستقبلي غير مسبوق في أصول ذات مخاطر. ومع ذلك، لم يكن من المستصوب قط ترك الأموال النقدية بانتظار "وقت أفضل" للشراء. وفي الأعوام المقبلة، قد يلحق الأمر أضراراً الثروات في فترة التقييد المالي.

لقد قدمت فترة جائحاً كوفيد-19 تذكيراً صارخة بالمخاطر التي يفرضها توقيت السوق. ومع انخفاض الأسواق في مارس، قام بعض المستثمرين المشوشين بتصفية حيازات الأسهم ولجأوا إلى النقد باعتباره ملاذاً آمناً. وبعيداً عن بلورة خسائرهم، تصور الكثيرون أنهم قادرون على تحديد وقت إعادة مباشرة الأعمال في الأسهم وغيرها من الأصول الخطرة بمستويات أدنى في الوقت المناسب. ولكن حين وصل الانتعاش إلى هذا المستوى، جاء أسرع وأكثر حدة مما كان ليتوقعه أي شخص. وفي عام 2020، كان الاحتفاظ بالنقد بانتظار أكثر الأيام ارتفاعاً في مؤشر إس أند بي 500 - حيث كان آنذاك بالقرب من أدنى مستويات السوق الهابطة - سبباً في خفض عائد المستثمر بنسبة 19,3%.

الشكل 1. مخاطر التوقيت في الأسواق



إجمالي عائدات مؤشر إس أند بي 500 في أفضل عشرة أيام وفي غيرها (1 يناير 2000 - 21 أكتوبر 2020) المصدر: مخصصات الأصول العالمية، مختبر الاستثمارات العالمي، Bloomberg، كما في 24 نوفمبر 2020. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. لا تخضع المؤشرات للإدارة ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإتمام بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للمؤشرات المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

لذا، ما الذي ينبغي عليك فعله بعد ذلك؟ تتمثل الخطوة الأولى الجيدة في طلب إجراء تحليل لمحفظة استثماراتك الأساسية. يمكننا بعد ذلك تسليط الضوء على أي فائض نقدي والمجالات الأخرى التي لا تتبع فيها محفظتك خططك طويلة الأجل، بما في ذلك مواضعنا مع مجالاتنا الاستثمارية. بإمكان مستشارك الاستثماري بعد ذلك العمل معك على استثمار محفظتك الأساسية بأكملها ومواصلة الأمر على هذا المنوال. يتطلب بناء الثروة بمرور الوقت التخطيط والصبر، وليس توقيت السوق.

لتنفيذ خططك طويلة المدى في محفظتك الأساسية، فإننا نوصي باستراتيجيات مناسبة لك. من الأهمية بمكان في الدورة الاقتصادية الجديدة الحالية بالنسبة للمستثمرين الذين يتحملون قدر متوسط من المخاطر ولديهم أهداف عوائد أن يحتفظوا بمحفظة أساسية كبيرة يتم تخصيصها في الغالب للأسهم ذات توقعات النمو والدخل. ومن بين مخصصات الأسهم الأعلى لا بد أن تكون هناك بعض من فئات الأسهم التي نعتقد أنها من الممكن أن تعمل كبديل للدخل الثابت. وتعد الأسهم ذات توزيعات الأرباح التي تركز على الشركات التي تتمتع بتوقعات أرباح قوية وسجل من توزيعات الأرباح المستمرة، مثالاً على ذلك. وتشكل هذه الإضافات في المحافظ الاستثمارية أهمية كبيرة في فترة من التقييد المالي.

وعند التخصيص الأقل، فإننا نحبذ صناديق الاستثمار في الرهون العقارية التي تقدم عوائد أعلى كثيراً من الدخل للمستثمرين الراغبين في تحمل تقلبات أعلى. وهناك أسهم ممتازة قادرة على العمل كبديل للدخل الثابت أثناء الفترات التي يتم فيها تثبيت أسعار الفائدة عند مستويات منخفضة بشكل مصطنع. ونناقش بعض هذه الاحتمالات في [التغلب على التقييد المالي: كيف تعمل الأسهم ذات توزيعات الأرباح بجد أكبر في محفظتك تحقيق مردود في عالم تكبله القيود](#). كما نوصي بالانخراط على المدى الطويل في مجالاتنا الأخرى المتمثلة في [اتجاهات استثمارية لا يمكن إيقافها واستغلال الارتداد إلى المتوسط](#).

بعد التضخم. وقد سمح هذا للمستثمرين بالحفاظ على قوتهم الشرائية بل وتعزيزها، وإن كان ذلك أقل بكثير مما لو كان لديهم محفظة أساسية مستثمرة بالكامل. وفي الفترة المقبلة، قد لا يكون هذا صحيحاً. ففي قسم كبير من العالم، نتوقع تركيبة مضرّة من أسعار الفائدة المنخفضة للغاية أو السلبية وارتفاع معدلات التضخم، أو "التقييد المالي". وفي مثل هذه البيئة، يؤدي الاحتفاظ بالفقد الفائضة فضلاً عن العديد من السندات ذات المردود المنخفض إلى تآكل القوة الشرائية. والاستثمار الذي كان يحتفظ به نقداً منذ عام 1945 كان سيستغرق 38 عاماً لتحقيق عائد إيجابي - انظر [التغلب على التقييد المالي](#).

استثمر بالكامل - واستمر على هذا المنوال

عندما تفكر في الاستثمار في عام 2021 وما بعده، فإننا نحثك على معالجة قضيتين حيويتين. الأولى هي مقدار النقد الذي تحتاج حقاً إلى الاحتفاظ به على مدى السنوات الخمس إلى العشر المقبلة. وهذا يتطلب منك تحديد الموارد السائلة التي يتعين عليك بالفعل الاحتفاظ بها في الأيام السيئة أو السنة العصيبة. ونحن على استعداد لمساعدتك في القيام بذلك. بعد ذلك، السؤال المطروح هو كيفية تخصيص رأس المال في محفظتك الأساسية. توفر خطة الاستثمار طويلة الأجل التي نخصصها لك الإجابة على هذا السؤال.

تستند المنهجية التي نستخدمها لوضع خططك طويلة الأجل - [التوقعات طويلة الأجل لفئات الأصول: التغيرات في عام 2021 وما بعده](#) -

إلى بعض المبادئ الأساسية، بما في ذلك إبقاءك مستثمراً الكامل طيلة الدورات الاقتصادية وتجنب توقيت السوق. كما تشمل تلك المبادئ أيضاً تنويع فئات الأصول المتعددة على مستوى العالم وإعادة التوازن بشكل منتظم للحفاظ على محافظك بما يتماشى مع خططك. ويعتمد الحد من المخاطر على التنويع وليس على توقيت السوق.



1.5

الحفاظ على قوة محفظتكم الاستثمارية: تقديم تحليل للثغرات

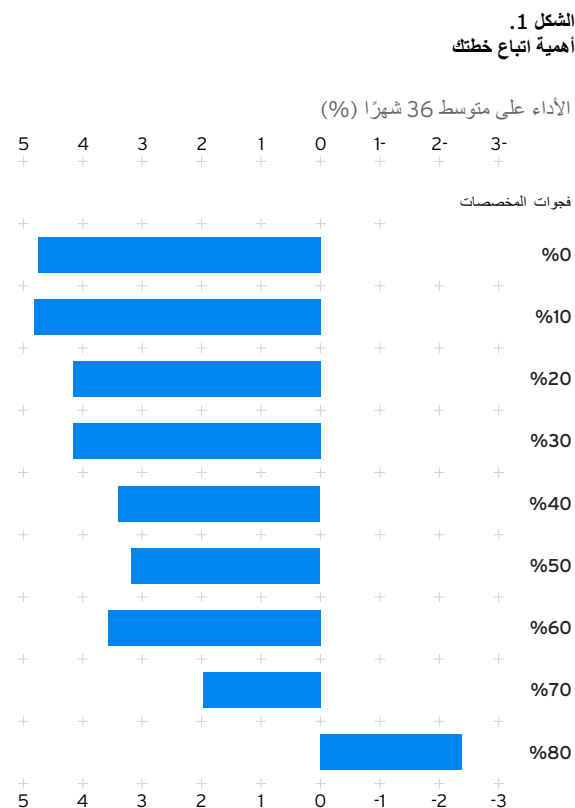
فيليب واتسون- رئيس مختبر الاستثمار العالمي

فيسواناثان فينوغبالا- رئيس المختبر الخاص بمكاتب الشركات العائلية

إن اتباع خطة أمر حيوي لأداء الاستثمار طويل الأجل. ويمكن أن يساعد تحليل الفجوات في تحديد ما إذا كانت محفظتك الأساسية تسير على الطريق الصحيح.

- إن المحافظ الأساسية التي تتبع خطة مخصصة وقوية طويلة الأجل تزيد احتمالية تحقيقها لأهداف المخاطر والعوائد مقارنة بغيرها من المحافظ.
- يمكن أن يسلط تحليل الفجوات الضوء على الاختلافات بين محفظتك الأساسية وخطتك المخصصة
- لا تقتصر أهداف تحليل الفجوات على تحديد مراكز فئات الأصول بشكل عام، بل يستكشف تحليل الفجوات مدى انكشاف محفظتك الأساسية على المخاطر ويمكنه كذلك تحديد المخاطر الناجمة عن الاقتصاد الكلي والتركيزات وغيرها من العوامل.
- بعد تحديد الفجوات في بنية محفظتك، يمكننا اقتراح استراتيجيات للمساعدة في تحقيق خطتك.

وليكم بعض الأدلة المفيدة التي توضح السبب وراء خطورة هذه المسألة. أظهر تحليلنا لحوالي 6000 محفظة عملاء على مدى السنوات الثلاث حتى أكتوبر 2020 أن المحافظ التي تابعت عن كثب مخصصات الأصول المتنوعة على مستوى العالم التي أوصينا بإجرائها قد فاقت بشكل عام أداء المحافظ التي لم تفعل ذلك على مدى فترة الثلاث سنوات — الشكل 1. وكان الفارق في متوسط العوائد بين المحافظ الاستثمارية التي اتبعت خططها وتلك التي لم تتبناها كبيراً. ومن خلال فقدان العوائد مع الوقت، يزيد العملاء من المخاطر ويقللون العوائد ويجعلون المحافظ الاستثمارية أقل مرونة في أوقات الإجهاد.



وراء كل محفظة استثمارية عظيمة خطة مصممة بعناية. وعلى مدى عقود عديدة، أظهرت النظرية المالية والخبرة العملية القيمة الحاسمة لوضع مثل هذه الخطة ثم الالتزام بها. والواقع أن المستثمرين الذين يتبعون خططهم الخاصة بمحافظهم الاستثمارية الأساسية هم أكثر احتمالية لتحقيق أهدافهم الطويلة الأجل من أولئك الذين لا يفعلون ذلك. وعلى وجه التحديد، يمكن من خلال اتباع الخطة تحقيق عوائد أعلى وتحمل قدر أقل من المخاطر مقارنة بما كان ليحدث لو لا ذلك.

على الرغم من أهمية وضع خطة واتباعها، فإن العديد من المستثمرين يفشلون في القيام بذلك. وعلى الرغم من أننا نصمم خطة استثمار طويلة الأجل مخصصة لكل عميل، فإننا نرى بانتظام حالات تتحرف فيها المحافظ الأساسية بشكل كبير عن هذه الخطط. إن تجاهل فئات الأصول كاملة أو مناطق بالكامل من العالم، والاحتفاظ بمراكز مركزة في ورقة مالية أو قطاع بعينه، وتكديس الأموال الفائضة، كل هذا يشكل بعض السلوكيات المدمرة التي نصادفها في أغلب الأحيان.

المصدر: مختبر الاستثمارات العالمي في Citi Private Bank، كما في 31 أكتوبر 2020. يتمثل الانحراف عن المخصصات الموصى بها هنا في فجوات التخصيص. وتقيس فجوات المخصصات مدى اتباع محافظ العملاء لمخصصاتنا الموصى بها على مستويات المخاطر كافة. وكلما انخفضت نسب الفجوات، زاد توافق المحافظ مع مخصصاتنا الموصى بها. وتشير القراءة بنسبة 0% إلى التوافق الكامل مع توصياتنا. هذه المعلومات مستمدة من البيانات الخاصة لدى Private Bank التي تغطي ستة آلاف من محافظ العملاء المستمرة، والعملة المرجعية لها هي الدولار الأمريكي. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

كيف تستفيد من تحليل الفجوات

إذاً، هل تتبع محفظتك الأساسية خطة أم لا؟ للإجابة على هذا السؤال، نستطيع أن نتحول إلى تحليل الفجوات. يُعد تحليل الفجوات اختباراً تشخيصياً مفصلاً مصمماً للكشف عن الفجوات بين خطتك ومحفظةك. لا يقف دور تحليل الفجوات عند تحديد الانحرافات عن الأوزان الموصى بها في خطتك فحسب، بل يمكنه أن يسلط الضوء على تحيزات معينة، وتعرضات لمخاطر خفية، وعلى أوجه القصور وغيرها من مواطن الضعف التي ربما لم تكن على دراية بها.

يفحص تحليل الفجوات الشامل الوضع الحالي لمحفظةك الأساسية في ضوء أهدافك المتعلقة بالعائد ومدى شهيتك للمخاطرة وغيرها من التفضيلات، على النحو المنصوص عليه في بيان سياسة الاستثمار. وسيُسهّل التحليل عما إذا كانت محفظتك الحالية متوافقة مع السعي وراء تحقيق هذه الأهداف. ومن الواضح أن العنصر الأكثر أهمية هنا هو تحديد مركز محفظتك الأساسية مقارنة بمخصصات الأصول الاستراتيجية - أو خطة الاستثمار طويلة الأجل - التي نخصصها لك باستخدام منهجنا الخاص. (للاطلاع على أحدث تقديرات العائد لمنهجيتنا لمدة عشر سنوات - انظر التوقعات الطويلة الأجل لفئات الأصول: التغيرات في عام 2021 وما بعده)

يمكن أن يساعد وجود مزيج مناسب من فئات الأصول من الأسواق العالمية في تعزيز عوائدك وتخفيف المخاطر التي تتعرض لها. يعالج تحليل الفجوات في البداية أي انحرافات بين فئات الأصول التي تملكها بالفعل وتلك التي تحددها خطتك، بالإضافة إلى حجم كل مخصص. وقد يكون لديك انكشاف على جميع فئات الأصول الموصى بها، إلا أن حيازاتك قد انجرفت بعيداً عن أوزانها المستهدفة بمرور الوقت. على سبيل المثال، كان الأداء القوي لأسهم التكنولوجيا في عام 2020 سبباً في جعل العديد من المستثمرين يكتسبون ثقلاً على المدى الطويل أكبر مما ننصح به.

يُعد التعرض لمجالات الاستثمار المتعددة السنوات من الاعتبارات المهمة الأخرى لمحفظة استثمارك الأساسية. وفي كل عام، نقدم لك تقريراً مخصصاً لقائمة مراقبة فرص الاستثمار المستقبلي لتبسيط الضوء على ما إذا كانت مخصصات الأصول الخاص بك قد تعرضت لمجالاتنا الاستثمارية أم لا. قائمة مراقبة الفرص الاستثمارية للمحافظ المالية هي عبارة عن تحليل الفجوات الذي يعالج هذا العنصر ضمن محفظتك الأساسية. ومن الممكن أن يحدد تحليل الفجوات الشامل أوجه القصور في إنشاء المحفظة والتعرض للمجالات الاستثمارية.

وبعد تحديد فئة الأصول الواسعة النطاق والتعرضات للمجالات الاستثمارية، يمكن لتحليل الفجوات أن يبحث بتعمق في خصائص حيازاتك في كل فئة من فئات الأصول. على سبيل المثال، يمكن أن يسلط الضوء على تعرضك لمحركات عوائد الأسهم مثل الحجم (رؤوس الأموال الكبيرة مقابل الصغيرة) والنمو والقيمة والجودة والزخم. ويمكنه أيضاً أن يحدد التعرض لعوامل الاقتصاد الكلي، بما في ذلك أسعار الفائدة ومخاطر العملة ضمن مخصصات الدخل الثابت التي كانت لتكون عالية الجودة لولا ذلك. وهذه العوامل أقل وضوحاً من التعرض الواسع لفئة الأصول، ولكنها تلعب دوراً مهماً في أداء محفظتك الأساسية، سواء على المدى القصير والطويل. وكلما كانت محفظتك الأساسية أكبر وأكثر تعقيداً، زادت احتمالات تعرضك عن غير قصد وبصورة كبيرة لأوراق مالية أو قطاعات فردية معينة.

النقد ليس الطريقة المفضلة لاستثمار الأموال

بعض الفجوات في المحافظ الاستثمارية أقل وضوحاً، ولكن "الفجوة" الناجمة عن الإفراط في استيقاظ الأموال النقدية هي التي يفترض غالباً أنها تعمل على تعزيز سلامة المحافظ الاستثمارية. ولكن هل بإمكان المرء أن يحتفظ بكميات كبيرة من النقد؟ والإجابة هي نعم. والأسباب الرئيسية وراء هذا ذات شقين. أولاً، يشكل النقد خلال فترات التقييد

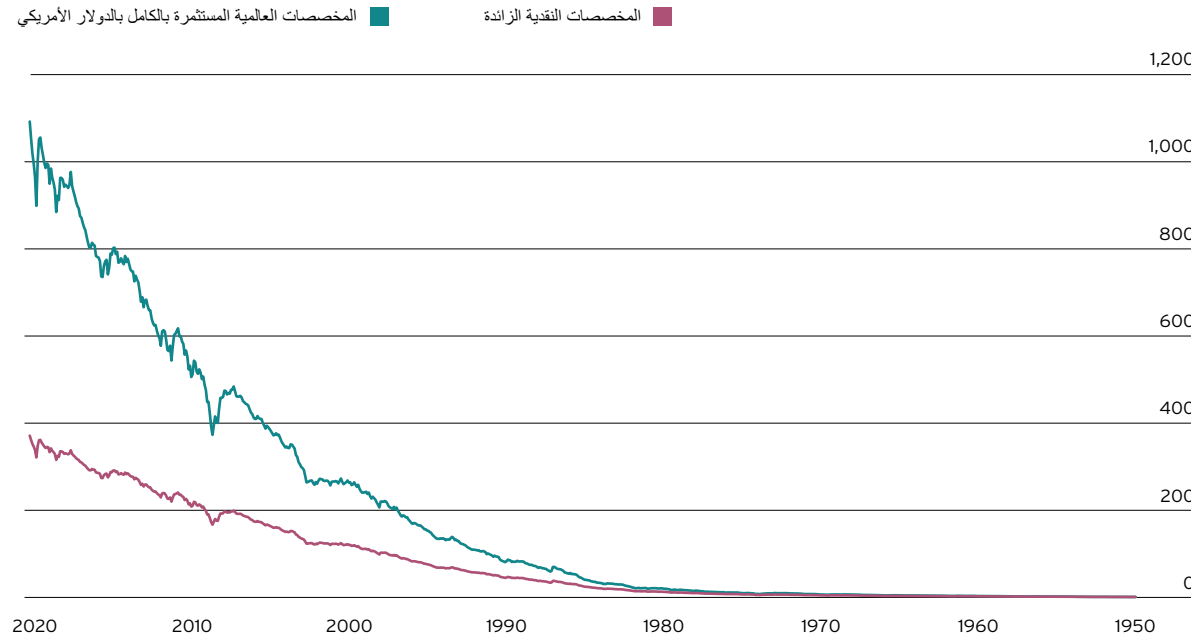
المالي أصلاً يفقد قيمته نسبة إلى التضخم. وثانيًا، تتمثل تكلفة الفرصة البديلة لإبقاء كميات كبيرة من النقد في عدم وجود عائد كان المرء ليكتسبه بمرور الوقت. على سبيل المثال، إذا كانت المحفظة مستثمرة بالكامل قد تكسب 2% إضافية سنويًا على مدى دورة استثمارية، فإن هذه المحفظة تكون بطبيعتها أكثر خطورة.

الأوزان النقدية الزائدة أكثر شيوعًا في المحافظ الأساسية. والواقع أننا كثيرًا ما نرى محافظ استثمار لديها نسبة 30% من النقد، بل وأكثر من ذلك في بعض الأحيان. يقارن الشكل 2 بين أداء مخصصات عالمية متعدد الأصول مستثمرة بالكامل وبين المخصصات المثقلة بالنقد. كلما زادت كمية النقد التي تحتفظ بها، زاد العبء على أدائك بمرور الوقت. وترك الأموال بانتظار مرحلة استثمار مواتية هو استراتيجية مكلفة -- انظر [الأهمية الحاسمة للبقاء مستثمرًا بالكامل](#). وفي السنوات المقبلة، نعتقد أن هذا الأمر قد يصبح أكثر خطورة على ثروتك، نظراً لاحتمال استمرار أسعار الفائدة الحقيقية السلبية – انظر [التغلب على التقييد المالي](#).

من الانتباه للفجوة إلى سد الفجوة

يُعد إجراء تحليل الفجوات على محفظتك الأساسية اختبارًا أساسيًا. ولكنه أيضًا ليس سوى الخطوة الأولى. فبعد أن وقفت بدقة على الفجوات من خلال المراجعة السنوية، يتعين عليك اتخاذ الإجراءات اللازمة لسد هذه الفجوات. وبناءً على الاحتياجات المحددة لمحفظتك الأساسية، يمكن لفريق العلاقات المكلف بالتعامل معك – الذي يعمل بالشراكة مع اختصاصيين في الاستثمارات المدارة وأسواق رأس المال – اقتراح استراتيجيات مناسبة. يمكننا بعد ذلك المساعدة في مواصلة تنفيذ خطتك المخصصة في محفظتك. يُرجى الرجوع إلى مصرفكم الخاص أو مستشاركم الاستثماري للحصول على تحليل الفجوات لمحفظتك الأساسية.

الشكل 2. المخصصات المستثمرة بالكامل تتغلب على المخصصات المثقلة بالنقد بمرور الوقت



المحافظ المقومة بالدولار الأمريكي المثقلة بالنقد؛ المخصصات التاريخية على مستوى فئات الأصول المتمثلة في الأسهم والدخل الثابت والنقد تفترض ما نسبته 42% و28% و30% على التوالي، ويتم إعادة توازنها على أساس سنوي. تنطوي المخصصات بالدولار الأمريكي على مستوى العالم على المستوى 3 من المخاطر وفق استراتيجيات التقييم التكيفية، وهي مخصصات 31 ديسمبر 2019. وهي تشمل مخصصات الأسهم والدخل الثابت والسلع والنقد وصناديق التحوط. مستويات الخطر هي مؤشر لشبهية العملاء للمخاطرة. مستوى الخطر 3 – يبحث عن رفع رأس المال بمقدار بسيط، والحفاظ على رأس المال الثانوي. المصدر: مختبر الاستثمارات العالمي، Citi Private Bank، كما في 31 أكتوبر 2020. تم احتساب العوائد المبينة عند مستوى فئة أصول باستخدام المؤشرات وهي لا تعكس الرسوم التي خفضت الأداء المبين. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. والتنويع لا يكفل الحماية من خسارة الاستثمار.

2 استغلال الارتداد إلى المتوسط

المحتويات

- 2.1 الارتداد إلى المتوسط وتأثيره على المحافظ
- 2.2 الاستفادة من الفرص المتعثرة

2.1

الارتداد إلى المتوسط وتأثيره على المحافظ

ستيفين ويتينغ - خبير إستراتيجي أول لشؤون الاستثمار وخبير اقتصادي أول

جوزيف فيوريكا - رئيس استراتيجية الأسهم العالمية

كريس زيوليتوس - رئيس استراتيجية الدخل الثابت العالمية

كان حلول أسوأ جائحة عالمية منذ أكثر من قرن من الزمان بمثابة محرك لكل أسعار الأصول في العالم، وسيؤدي رحيله إلى نفس الشيء. والآن حان الوقت لوضع محافظ الاستثمار في مركز يسمح لها باستغلال الفرص السانحة قُدمًا.

- لقد تسبب فيروس كوفيد-19 في إحداث اضطرابات كبيرة في الأسواق المالية والاقتصادية، بيد أن هذه الاضطرابات بالإمكان ردعها كما أنها لا تمثل اتجاهًا بعينه.
- بدلاً من ذلك، نعتقد أن التأثيرات المترتبة على الجائحة مؤقتة، حيث تسببت في حدوث اختلالات جسيمة في التقييمات في عام 2020، سوف تتلاشى في عام 2021.
- ضلّت أسعار العديد من الأصول والعلاقات بين الأصول إلى حد كبير بعيدًا عن علاقاتها طويلة الأجل
- مثلما حرك كوفيد كل أسعار الأصول في العالم، فإن نفس الشيء سوف يحدث مع رحيله
- تشير توقعاتنا بأن هناك بعض القطاعات التي ستستفيد بشكل رئيسي في خضم عملية "الارتداد إلى المتوسط".
- يشمل ذلك القطاعات الدورية في فترة نقشي جائحة كوفيد، وأسهم الشركات ذات رؤوس الأموال الصغيرة، وبعضًا من الأسواق الوطنية والإقليمية الأكثر تضررًا
- بعد التشتت الأكبر غير المسبوق لأسعار الأصول، فإن استغلال الارتداد إلى المتوسط سوف يشكل أهمية حاسمة فيما يتصل بفرص العوائد لمحففك في عام 2021



قد يهبط بالفعل، فإن العديد منها قد يتمتع بمكاسب إضافية. إن القضية تدور إلى حد كبير حول الأداء النسبي. والواقع أن العديد من أضعف البلدان أداءً في هذا الوباء قد تصبح صاحبة الأداء الأقوى في خضم التعافي الذي سيبدأ في عام 2021.

ونرى أن أغلب المستثمرين غير مستعدين لهذا الارتداد إلى المتوسط. فقد حققت العديد منها عوائد جيدة من التكنولوجيا ووسائل الإعلام وغيرها من البدائل التي سمحت للعالم بالحفاظ على توازنه الاقتصادي على نحو أفضل كثيراً مما كان المرء ليتوقعه أثناء انتشار الجائحة. ولكن يتعين علينا كمستثمرين ألا نجلس مكتوفي الأيدي. بل يتعين علينا أن نقيم ما من المرجح أن ينتظرنا وأن نتخذ قرارات ذكية فيما يتعلق بالمحافظ. ومع عودة أسعار الأصول إلى طبيعتها مع رحيل كوفيد، فإن التعرض للخاسرين في العام الماضي قد يكون استراتيجية رابحة.

لقد أدى كوفيد-19 إلى تقسيم شركات العالم إلى فائزين وخاسرين. وكان تفشي الجائحة والخطوات غير المسبوقة التي اتخذت لمكافحة انتشاره سبباً في تعطيل النشاط الاقتصادي والحياة اليومية إلى حد عميق. فقد ارتفع الطلب على سلع وخدمات شركات معينة ولكنه انهار لشركات أخرى، حيث شهد ما يقرب من نصف أسعار الأصول على مستوى العالم دفعة كبيرة، في حين عانى النصف الآخر. وساعدت الحوافز النقدية والمالية الهائلة في دعم الأسواق ككل، ولكن التدابير المالية لم تعمل على تضيق الفجوة في الأداء بين المستفيدين من كوفيد والأقل حظاً بسببه.

ولكي نكون واضحين، فهناك أسباب وجيهة وراء تفوق أداء بعض الأسواق والقطاعات والشركات خلال الأزمات الصحية الكبرى. ومع ذلك، فإن كوفيد-19 ليس واحداً من **الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها**. ورغم أنه سوف يخلف بلا أدنى شك بعض التأثيرات الدائمة، إلا أنها لن تكون محركاً جديداً للنمو طويل الأجل أو الانحدار الزمني لسنوات عديدة قادمة.

لقد تباعدت للغاية العلاقات بين العديد من أسعار الأصول عن المتوسط الطويل الأجل - وهي في نظرنا شديدة التباعد. إن التاريخ المالي يلقننا درساً واضحاً في هذا الصدد. فعندما تتباعد العلاقات بين أسعار الأصول إلى أقصى الحدود كما هو الحال هنا، فإن الارتداد إلى المتوسط يتبع ذلك في نهاية المطاف.

ونعتقد أن الارتداد إلى المتوسط للعديد من الأصول المالية قد يبدأ عما قريب. وفي عام 2021، نعتقد أن صدمة التأثيرات الاقتصادية المترتبة على الوباء سوف تتلاشى، مع تسارع وتيرة النمو الاقتصادي الأوسع بالتزامن مع تقديم حلول الرعاية الصحية الخاصة كوفيد. ومع ترسخ دورة النمو الاقتصادي الجديدة، فإن القوى التقليدية ستعمل على إعادة ضبط أسعار الأصول في عام 2021. ولا يعني هذا أن كل الأصول عالية الأداء أثناء الجائحة سوف تعاني عند رحيله. ففي حين أن البعض



الاختلالات المؤقتة التي أحدثها كوفيد

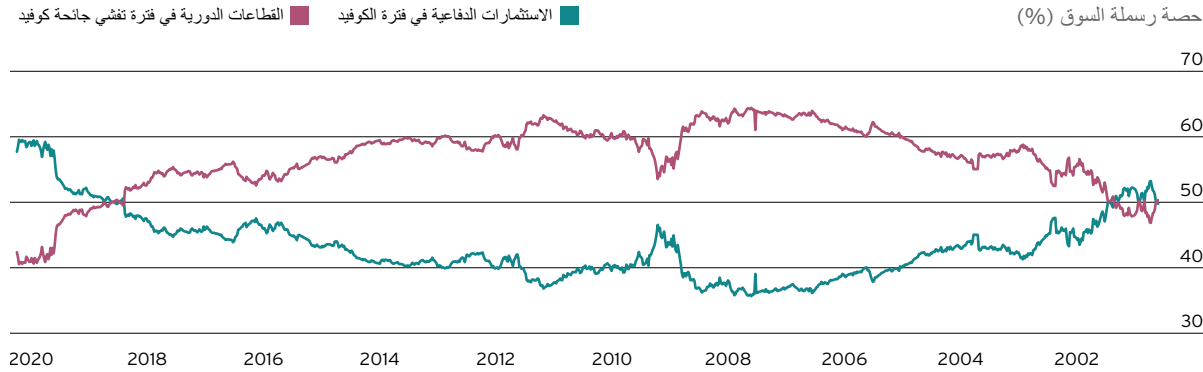
إن الاختلالات الاقتصادية التي خلفها كوفيد-19 تحيط بنا جميعًا. فعلى سبيل المثال، ارتفعت معدلات الطلب على المساكن ذات الأسرة الواحدة، ومواد البناء والأثاث التي تصنعها بنفسك، والسلع الاستهلاكية الأساسية. وكذلك كان الحال بالنسبة للطلب على الحلول الرقمية التي تسمح لنا بالعمل من المنزل والاستهلاك في إطار الحفاظ على التباعد الاجتماعي. وعلى النقيض من هذا، كان من الضروري تقليص الأنشطة التي تنطوي على "التقارب الاجتماعي"، بما في ذلك السفر، وتناول الطعام بالخارج، والتسوق التقليدي، والعمل المكتبي، بشكل كبير للحد من انتشار الفيروس.

وعلى نحو مماثل، كانت الضربة الضخمة التي ضربها كوفيد للنمو الاقتصادي – والخطوات السياسية الرامية إلى تخفيف هذه التأثيرات – سببًا في توليد تباين غير مسبوق وواسع النطاق في أسعار الأصول. ولتسليط الضوء على هذا الاختلال، فإننا نقسم أسهم العالم إلى "قطاعات دورية في فترة تفشي جائحة كوفيد:" و"قطاعات دفاعية في فترة تفشي جائحة كوفيد"، اعتماداً على تأثيرات الفيروس على أعمالهم. وتشمل القطاعات الدفاعية في فترة تفشي جائحة كوفيد المستفيدين من "البقاء في المنزل"، مثل الترفيه الرقمي، والتجزئة عبر الإنترنت، والسلع الاستهلاكية. وتشمل القطاعات الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد المستفيدين من "ترك المنزل"، مثل الفنادق والمطاعم وشركات الطيران وصناديق الاستثمار العقارية الخاصة بالمكاتب. وبوسعنا أن نرى هذا الاختلال في الأداء العالمي للأسهم وفي الأداء الائتماني السيادي الذي تتمتع به الاقتصادات الوطنية التي تهيم على "القطاعات الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد" – الشكلان 2 و1.

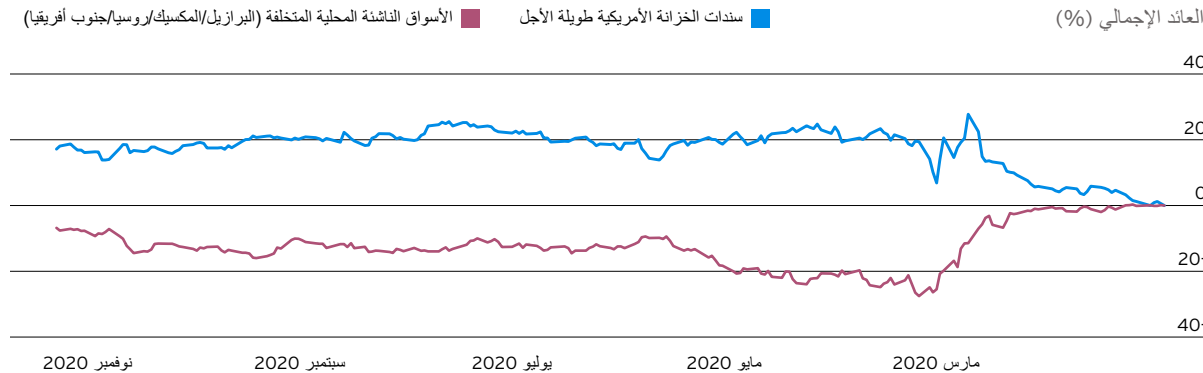
ورغم أن تكنولوجيا المعلومات كانت تصنف تقليدياً باعتبارها قطاعاً دورية، إلا أننا نعتبرها ضمن القطاعات الدفاعية في فترة تفشي جائحة كوفيد. وعلى الرغم من فترات الازدهار والانحيار التي شهدتها العالم في الماضي، فإن تكنولوجيا الاتصالات تتمتع بخصائص نمو تحويلية طويلة الأجل - انظر :

في الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها.

الشكل 1. القطاعات الدفاعية في فترة تفشي جائحة كوفيد تتفوق في الأداء على القطاعات الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد



الشكل 2. سندات الخزنة الأمريكية تتفوق في الأداء على السندات السيادية للدول الناشئة



المصدر: FactSet و Bloomberg كما في 15 نوفمبر 2020. المتقاعسون من حيث الأداء في الأسواق الناشئة المحلية ممثلين في مؤشرات بلومبرج باركليز. القطاعات الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد: الخدمات المالية، والقطاع الصناعي، والطاقة، والمواد، والعقارات، وقطاع السلع والخدمات غير الضرورية باستثناء أمازون. القطاعات الدفاعية في فترة تفشي جائحة كوفيد: تكنولوجيا المعلومات، والرعاية الصحية، وخدمات الاتصالات، والسلع الاستهلاكية الأساسية، والمرافق، وأمازون. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. وعوائد المؤشرات لا تشمل أية نفقات أو رسوم أو تكاليف مبيعات، وهي تؤدي إلى خفض الأداء. للشرح فقط. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضماناً لوقوع أحداث مستقبلية.

الشكل 3:

السوق الأمريكية لديها معظم القطاعات الدفاعية في فترة تفشي جائحة كوفيد

القطاعات الدورية في فترة القطاعات الدفاعية في فترة
تفشي جائحة كوفيد (%) تفشي جائحة كوفيد (%)

الولايات المتحدة	32.8	67.2
الصين	40.6	59.4
الأسواق الناشئة في آسيا باستثناء الصين	41.4	58.6
أوروبا باستثناء المملكة المتحدة	48.3	51.7
المملكة المتحدة	55.4	44.6
اليابان	56.3	43.7
أمريكا اللاتينية	64.4	35.6
وسط شرق أوروبا، الشرق الأوسط، وإفريقيا	70.5	29.5
آسيا باستثناء اليابان	75.2	24.8

القطاعات الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد: الخدمات المالية، والقطاع الصناعي، والطاقة، والمواد، والعقارات، وقطاع السلع والخدمات غير الضرورية باستثناء أمازون. القطاعات الدفاعية في فترة تفشي جائحة كوفيد: تكنولوجيا المعلومات، والرعاية الصحية، وخدمات الاتصالات، والسلع الاستهلاكية الأساسية، والمرافق، وأمازون. المصدر: FactSet كما في 26 نوفمبر 2020. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. وعوائد المؤشرات لا تشمل أية نفقات أو رسوم أو تكاليف مبيعات، وهي تؤدي إلى خفض الأداء. للشرح فقط. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

وفي عام 2020، سمحت هذه السمات للاقتصاد بالتكيف مع قيود كوفيد بطرق لم تكن ممكنة لو حدثت الأزمة في أي عقد سابق.

وعلى نحو مماثل، قمنا بإعادة تصنيف العقارات باعتبارها قطاعاً دورياً في فترة تفشي جائحة كوفيد. وهذا نتيجة للتأثيرات السلبية الفريدة للتباعد الاجتماعي على المكونات الرئيسية للقطاع، مثل المتاجر والعقارات المكتتبية. وقد تسبب القطاعات الأكثر تضرراً من كوفيد في خلق تأثيرات سلبية غير مباشرة على البنوك التي أقرضتها. فالشركات التي عانت من تراجع ضخم في الإيرادات لـ "انتظارها" انتهاء الأزمة قد شهدت موازناتها العامة تدهوراً، مما أدى إلى تفاقم انتمائها. وبالتالي، فإن الخدمات المالية تدرج ضمن القطاعات الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد.

وبقدر ما كانت الاختلالات شديدة - سواء في الاقتصاد أو في أسعار الأصول - إلا أنها مؤقتة. ولكن في المقابل، ربما تكون مراكز العديد من المستثمرين تسمح لهم بتحمل هذه الاختلالات لفترة أطول كثيراً.



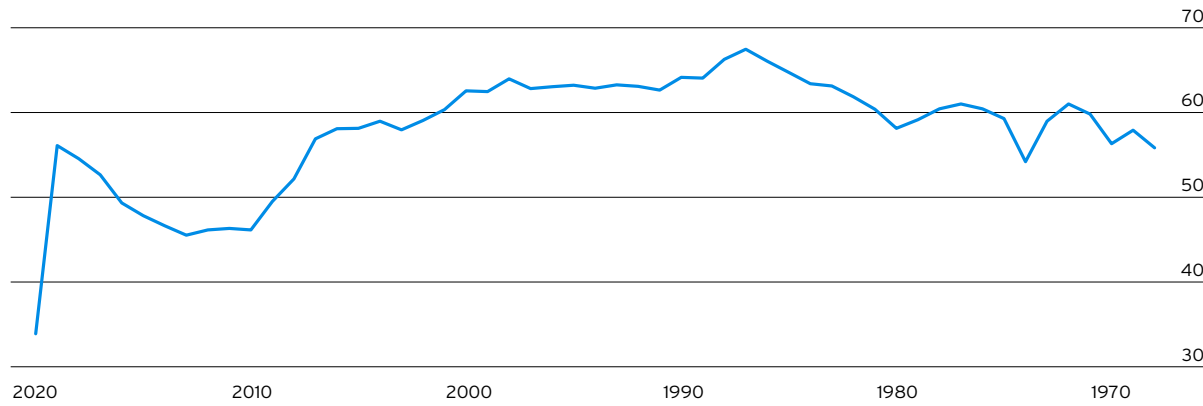
كيف ستتلاشى الاختلالات التي أحدثها كوفيد

نتوقع نصراً طويلاً الأجل ولكن متعدد الأوجه على كوفيد-19 - انظر إلى **المرونة والتفاؤل والدعوة إلى تحرك المستثمرين**. وسيحقق الانتصار من خلال وابل من اللقاحات وعلاجات الأجسام المضادة أحادية النسيلة، وأنظمة التسليم السريع المصممة جميعها لوقف الجائحة من خلال تدخلات صحية واسعة النطاق. وعلى هذا فإن المستثمرين، ومع بداية الدورة الاقتصادية الجديدة في عام 2021، سوف يتطلعون إلى ما قد يكون ممكناً مرة أخرى. يتزايد الطلب المكبوت في الاقتصاد بعد "تعليق" الكثير من جوانب الحياة في عام 2020. ونعتقد أن المستهلكين على مستوى العالم سوف يحرسون على التخطيط لقضاء الإجازات بمجرد شعورهم بالأمان للقيام بذلك - الشكل 4. ما برحت مبيعات سلع التجزئة ترتفع مقارنة بالخدمات. وكان الطلب على السلع يفوق الإنتاج. وبالتالي فإننا نرى مصدرين للنمو مع إعادة تعبئة المخزون وخطوط الإمداد. ونتوقع زيادة أخرى في النشاط التجاري والصناعي في عام 2021 - الشكل 5. كما أننا نرى أن قطاعات السفر والسياحة والضيافة تعمل مثل ملف مضغوط قد تم شده، وهي على استعداد للتوسع بقوة بمجرد ألا يشكل كوفيد تهديداً.

انضم البنك الفيدرالي الأمريكي إلى بنوك مركزية أخرى متقدمة على مستوى العالم في السعي بنشاط إلى رفع معدل التضخم من خلال الحفاظ على سياسة تيسير نقدي إلى حد غير عادي - انظر **التغلب على التقييد المالي**. وسيؤدي هذا إلى ارتفاع الأسعار على طول منحنى المردود بمرور الوقت. ومع ذلك، فإن لقاحات كوفيد الفعالة سوف تشكل حافزاً أقوى للنمو الاقتصادي الفوري، الأمر الذي يخفف من الحاجة إلى المزيد من تدابير التيسير الأكثر صرامة.

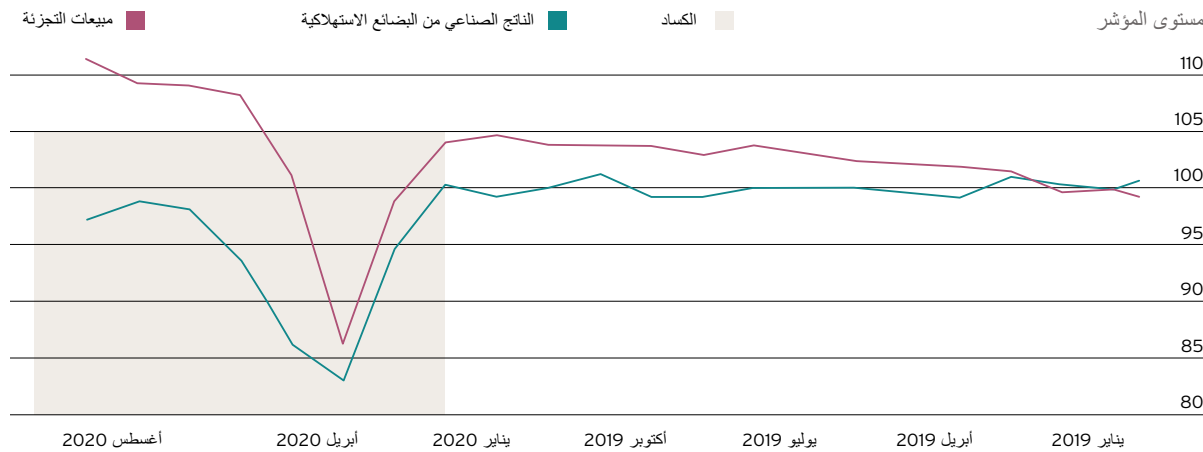
الشكل 4. نوايا المستهلكين الأمريكيين لقضاء العطلات

المستهلكون الذين يخططون لقضاء عطلات خلال 6 أشهر (%)



المصدر: تحليلات Haver اعتباراً من 8 أكتوبر 2020.

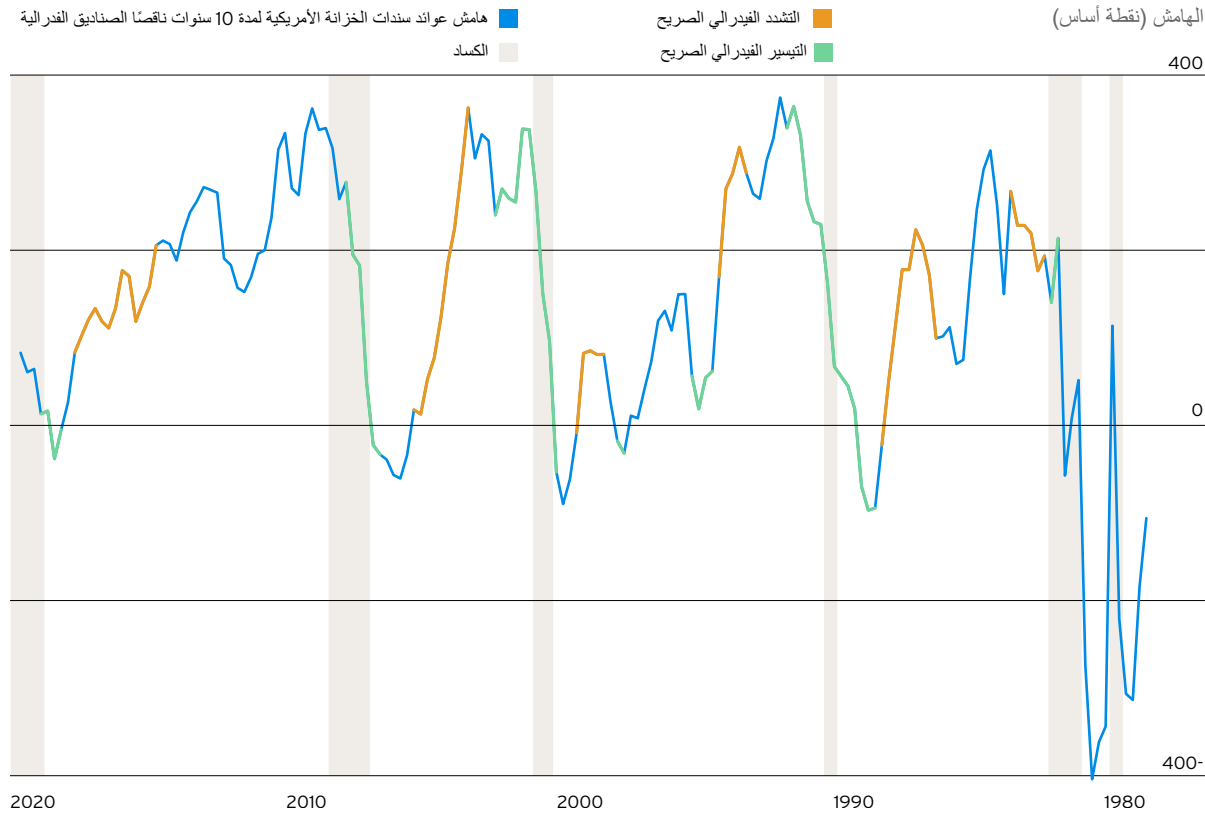
الشكل 5. إنتاج السلع الأمريكية لا يتماشى مع الطلب



المصدر: تحليلات Haver اعتباراً من 8 أكتوبر 2020.

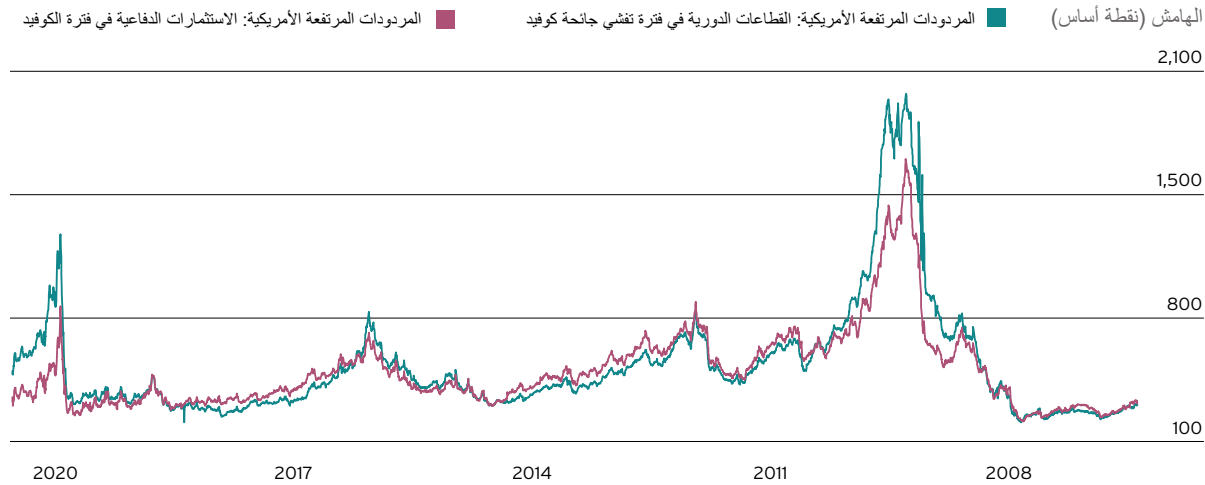
يميل التيسير من البنك الفيدرالي لفترة طويلة إلى زيادة منحني المردود في الولايات المتحدة - الشكل 6، وكذلك الحال بالنسبة التعافي الاقتصادي بعد كوفيد. ومن الممكن أن ترتفع مردودات سندات الخزنة الأمريكية لعشر سنوات بشكل ملموس - ولو إلى 1.5% فقط - بعد عام من الآن، وهو ما يتسبب في تحقيق عوائد سلبية لبعض المستثمرين في السندات. إن التعافي الاقتصادي من كوفيد من شأنه أن يعزز من ديون الشركات في القطاعات الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد - الشكل 7. كما نتوقع أن يؤدي ذلك إلى غرس التعافي في القطاع المالي المتهور. ومع انحدار منحني المردود، يشير التاريخ إلى أن الخدمات المالية الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد قد تتفوق على أداء التكنولوجيا - الشكل 9. وسوف تعمل نفس حلول الرعاية الصحية على تحسين أساسيات الائتمان العقاري التجاري.

الشكل 6. إن سياسة التيسير النقدي من الاحتياطي الفيدرالي تعمل على تفاقم منحني المردود

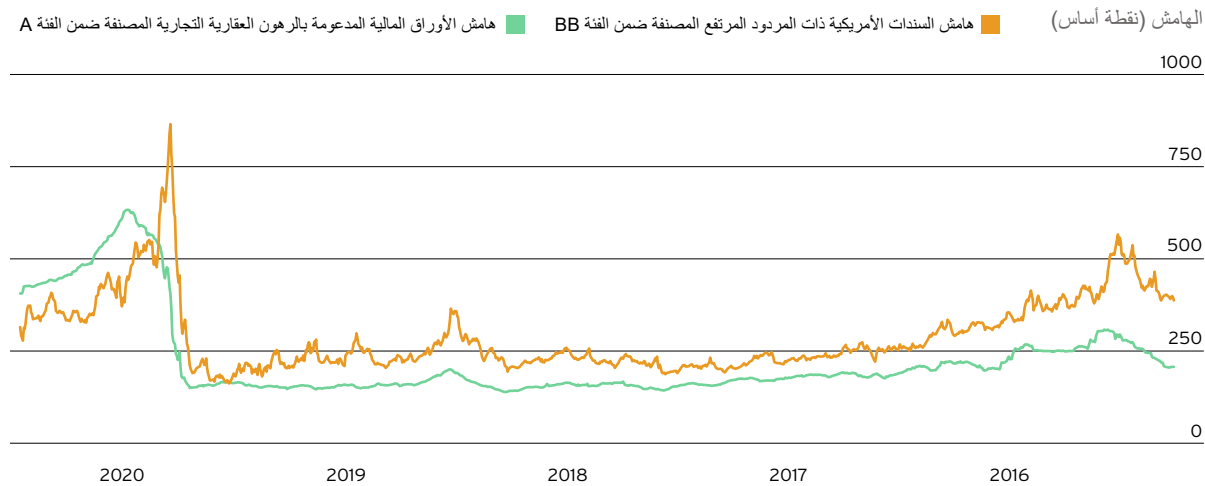


المصدر: Haver Analytics كما في 25 نوفمبر 2020.

الشكل 7. القطاعات الدفاعية في فترة تفشي جائحة كوفيد ذات المردود المرتفع مقارنة بالقطاعات الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد في الولايات المتحدة



الشكل 8. الأوراق المالية الأمريكية المدعومة بالرهون العقارية المصنفة ضمن فئة "A" مقارنة بفروقات سندات الشركات المصنفة ضمن BB بالمقارنة مع سندات الخزينة



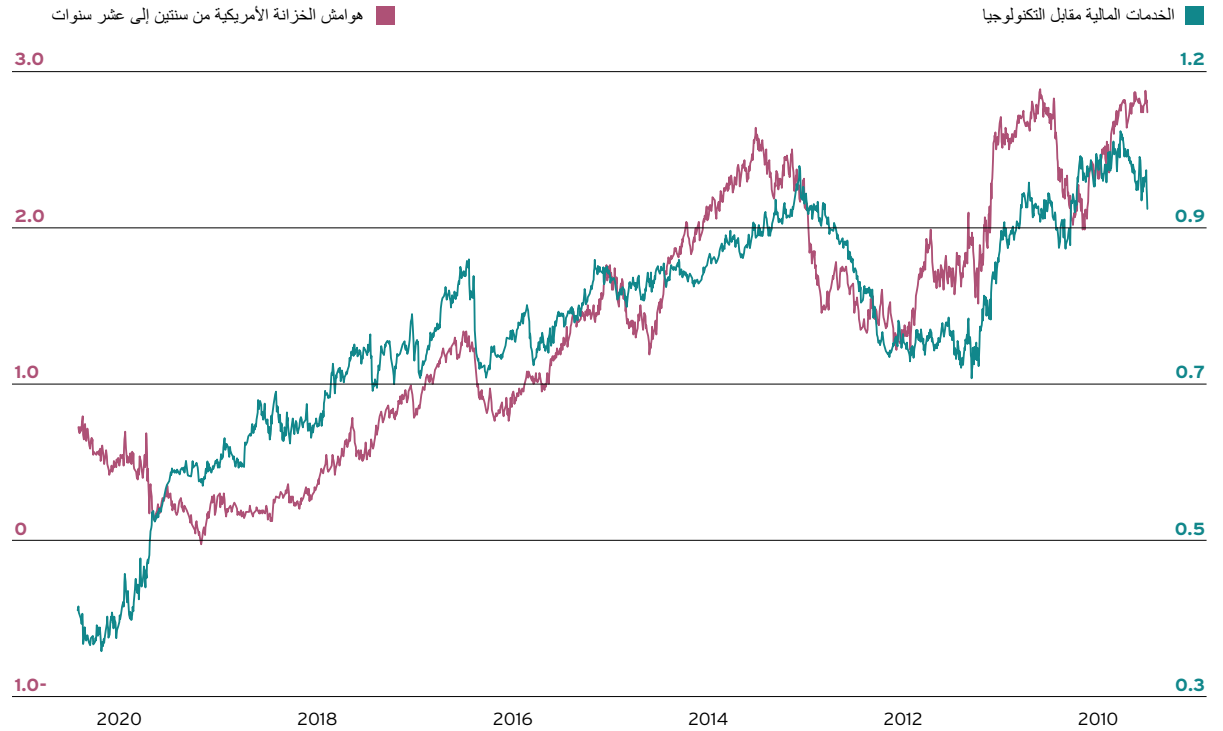
المصدر: FactSet و Bloomberg كما في 15 نوفمبر 2020.

القطاعات الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد: الخدمات المالية، والقطاع الصناعي، والطاقة، والمواد، والعقارات، وقطاع السلع والخدمات غير الضرورية باستثناء أمازون.

القطاعات الدفاعية في فترة تفشي جائحة كوفيد: تكنولوجيا المعلومات، والرعاية الصحية، وخدمات الاتصالات، والسلع الاستهلاكية الأساسية، والمرافق، وأمازون.

لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبيّنة لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. وعوائد المؤشرات لا تشمل أية نفقات أو رسوم أو تكاليف مبيعات، وهي تؤدي إلى خفض الأداء. للشرح فقط. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضماناً لوقوع أحداث مستقبلية.

الشكل 9. منحني مردود أكثر حدة يشير إلى تفوق قطاع الخدمات المالية على قطاع التكنولوجيا



التكنولوجيا: ابق مستثمرًا لكن تجنب التعرض المفرط

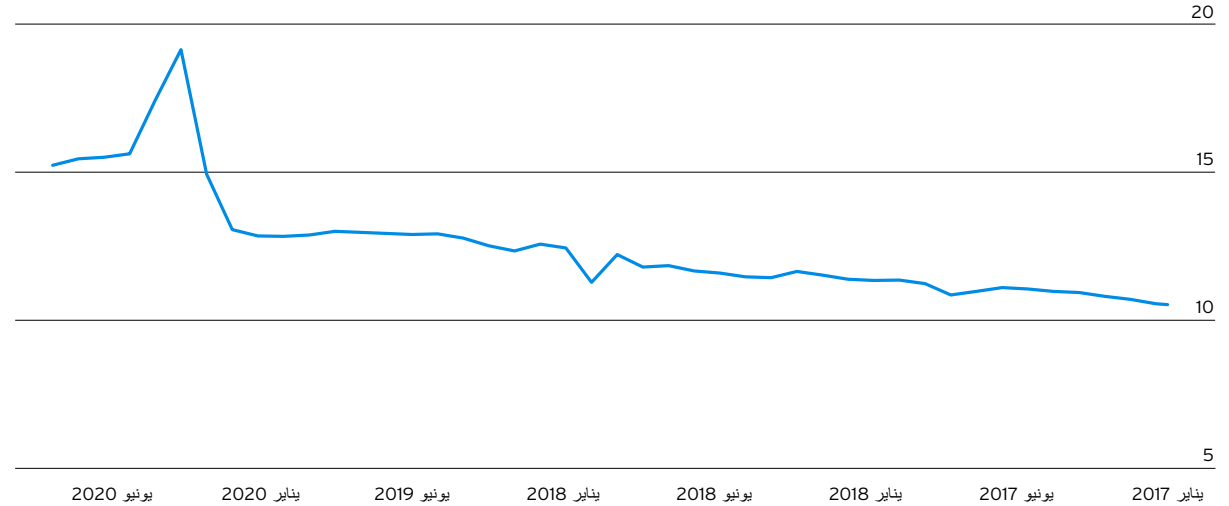
ساعدت التكنولوجيا نفسها التي تبقى أفراد العائلة بحدقون في هواتفهم الذكية أثناء العشاء في الاحتفاظ بالعديد من ملايين الوظائف في مجال الخدمات. وبفضل شبكات الاتصالات الرقمية القوية، استمر النظام المصرفي في العمل من دون انقطاع. ولنتأمل هنا عدد الأشخاص الذين ربما أصيبوا بكوفيد-19 لو اضطروا إلى التسوق في المتاجر المزدحمة بدلاً من تلقي خدمات التوصيل إلى المنازل. فلو كان هذا الفيروس قد ضرب قبل عشرين عاماً في ظل التكنولوجيا التي كانت في ذلك الوقت، لكانت الكوارث الاقتصادية والصحية الحالية أسوأ بكثير.

وبالتالي، فقد عمل كوفيد على التعجيل بتقدم الاقتصاد الرقمي، وهو التحول الذي لن يتبدد بمجرد انتهاء الأزمة الصحية. ومن المرجح ألا يعود الطلب على حيز المكاتب والسفر لأغراض الأعمال بالكامل إلى الوضع الطبيعي لما قبل انتشار الجائحة، مع اكتساب الخدمات الرقمية نصيبها من المشاركة.

قطاعي الخدمات المالية والتكنولوجيا ممثلين بمؤشرات إس أند بي 500 للخدمات المالية والتكنولوجيا. المصدر: Bloomberg، كما في 31 أكتوبر/تشرين الأول 2020. الأداء السابق ليس مؤشرًا على العوائد المستقبلية. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبينة لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. وعوائد المؤشرات لا تشمل أية نفقات أو رسوم أو تكاليف مبيعات، وهي تؤدي إلى خفض الأداء. للشرح فقط.

الشكل 10. التجارة الإلكترونية في الولايات المتحدة تستأثر بحصة في السوق

حصة بيع التجزئة عبر المتاجر الإلكترونية والتقليدية من السوق (%)



المصدر: Haver، كما في 19 أغسطس 2020.

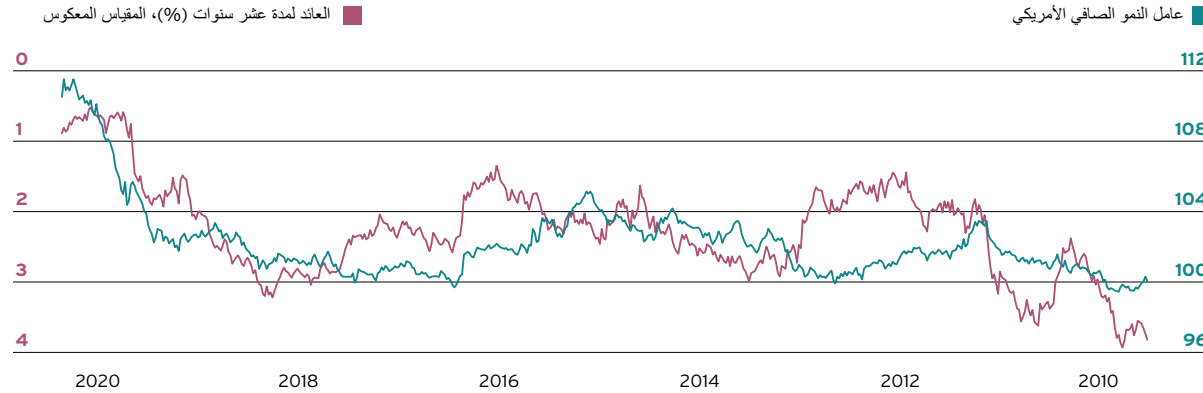
ولكن يتعين علينا أن نفكر في الكيفية التي أدت خلالها الاختلالات التي أحدثها كوفيد إلى تغيير الحياة ورفع التقييمات لبعض الأصول إلى مستويات غنية إلى حد غير عادي. وكما يظهر الشكل 10 أن حصة مبيعات التجزئة في التجارة الإلكترونية شهدت ارتفاعاً قوياً عندما اضطرت المتاجر التقليدية إلى إغلاق أبوابها. ولكن سوف تعود شريحة ضخمة من المشترين إلى المتاجر إذا ما أتاحت لهم الفرصة. ومع أننا نسلم بأن التجارة الإلكترونية تشكل نموذجاً أكثر كفاءة مقارنة بتجارة التجزئة التقليدية، إلا أنها لن تحقق الهيمنة الكاملة بسبب الجائحة. ففي عام 2020، ارتفعت القيمة السوقية لشركة أمازون إلى أكثر من 1.5 تريليون دولار من 900 مليار دولار في بداية هذا العام، وهو ما يضيف مبلغاً يعادل قيمة شركات بأكملها مثل أمريكان إكسبرس في أي يوم بعينه. ولا شك أن هذا يعكس أيضاً نموها السريع في خدمات الإنترنت، وليس عمليات التجزئة فحسب. ومع ذلك، لا نتوقع أن يستعيد تجار التجزئة التقليديون حصتهم في السوق، كما لا نتوقع أن تتدهور

أعمال أمازون الأوسع نطاقاً. وحتى لو زادت القيمة السوقية لأمازون في العام القادم، فإن مكاسب أمازون من العام إلى اليوم البالغ نسبتها 90% تمثل بالفعل مستوى غير مستدام من الارتفاع. والأمر ببساطة أن بعض الأصول الأكثر كساداً تستحق أيضاً مكاناً في المحافظ. لم تتبع محافظ المستثمرين المتوقعة سوى الأسواق في استقرار تأثير كوفيد باعتبارها اتجاهًا دائمًا. وهذا من شأنه أن يضعف من تنويعها وعوائدها المحتملة في عام 2021.

أثرت كذلك سياسة الاقتصاد الكلي على التقييمات في عام 2020. وعليك أن تضع في اعتبارك أن أسعار الفائدة محددة للحالة الإجمالية للاقتصاد. ولا يمكن أن تنخفض الفائدة بالقدر الكافي بالنسبة للشركات التي تمر بضائقة شديدة. وبالنسبة لأولئك الذين يتمتعون بدعائم قوية، فمن الممكن أن يرتفع التقييم مرة واحدة. وهذا هو ما رأيناه في عام 2020، والذي سوف يخلف عواقب على العوائد في عام 2021.

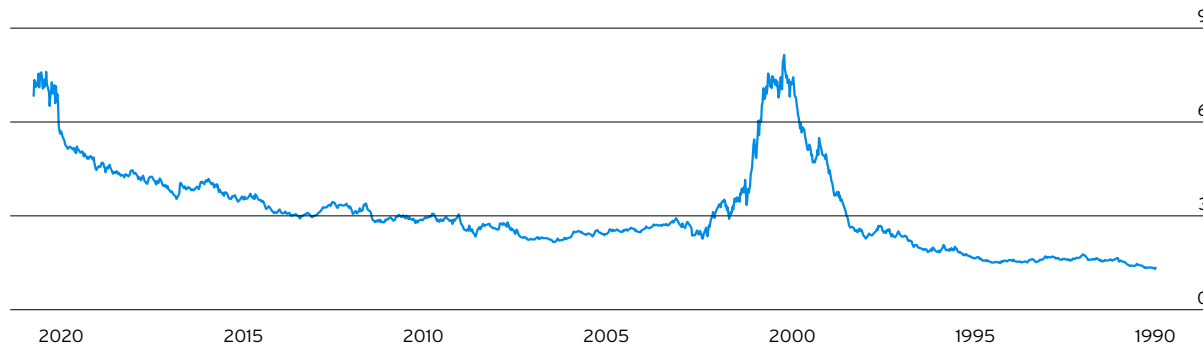
الشركات ذات التقييمات الأعلى من المتوسط ومعدلات النمو الأسرع من المتوسط حساسة بشكل خاص للتحركات في أسعار الفائدة. وفي عام 2020، تساعد أسعار الفائدة المنخفضة في تفسير مكاسب التقييم الحادة للأسهم التي تحقق النمو نسبة إلى الأسهم ذات القيمة - الشكل 11. ونظراً لحصة مؤشر NASDAQ 100 الكبيرة في شركات القطاعات الدفاعية في فترة نقشي جائحة كوفيد، والميزانيات العمومية القوية التي تتمتع بها الشركات الضخمة، ارتفع مؤشر NASDAQ 100 الذي يضم أكبر شركات التكنولوجيا إلى أعلى مستوى له مقارنة بمؤشر Russell 2000 الذي لم يتفوق سوى أثناء فقاعة التكنولوجيا في أواخر تسعينيات القرن العشرين - الشكل 12. ويهيمن على هذا المؤشر الأخير شركات أمريكية أصغر حجماً وأكثر تأثراً بكوفيد.

الشكل 11. انخفاض مردودات السندات وارتفاع أسهم النمو



الشكل 12. ارتفاع أسهم التكنولوجيا مقابل الشركات ذات رؤوس الأموال الصغيرة

مؤشر 100 NASDAQ / مؤشر Russell 2000



في الشكل 11، عامل النمو الصافي في الولايات المتحدة هو مؤشر بلومبيرج الأمريكي للنمو الصافي (Bloomberg US Pure Growth Index). مصادر الشكلى 11 و 12: FactSet و Haver Analytics كما في 15 نوفمبر 2020. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. وعوائد المؤشرات لا تشمل أية نفقات أو رسوم أو تكاليف مبيعات، وهي تؤدي إلى خفض الأداء. للشرح فقط. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضماناً لوقوع أحداث مستقبلية.

ونعتقد أن هناك خطراً يتمثل في احتمال قيام المستثمرين باستقراء الاتجاهات الحالية المبالغ فيها إلى ما بعد "فترة تأثير كوفيد" الحالية. ولا نرى الأداء الأساسي لشركات قطاع "الرقمنة" موضعاً للتحدي. وعلى عكس الفترات الأخرى التي كنا فيها في حاجة إلى تهدئة مخاوف المستثمرين، ارتفعت أسهم التكنولوجيا في هذه الفترة من الأزمة.

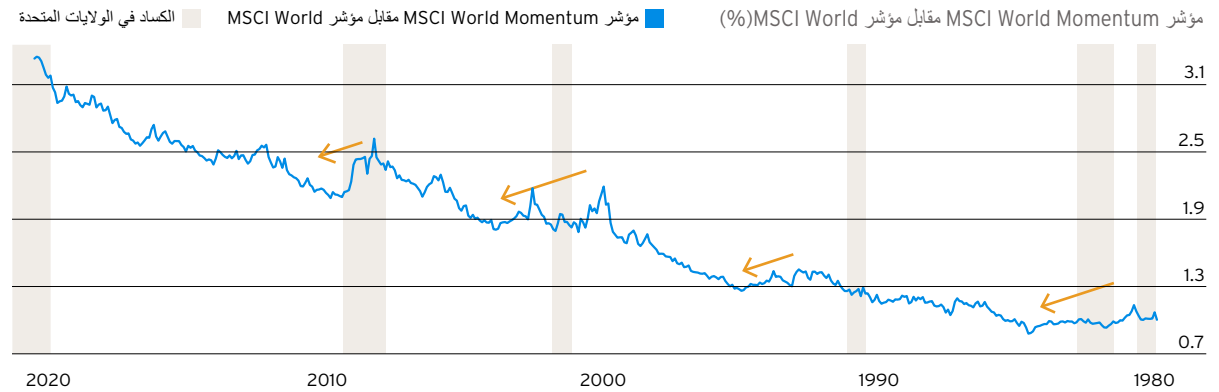
ونعتقد أنه لا يزال عليك الاحتفاظ في محفظتك بأعمال تقود إلى النمو الطويل الأجل من القطاعات الدفاعية في فترة تفشي جائحة كوفيد. ولكن من الأهمية بمكان أن نتجنب التركيز المفرط على الأسهم الفردية وتخصيص الاستثمارات عموماً بشكل أكبر مما ينبغي في هذه الحيازات. وفي إطار المحفظة الأساسية المتنوعة والمتعددة الأصول على مستوى العالم التي تتضمن بدائل للسوق الخاصة، نقترح أن تقتصر أسهم التكنولوجيا ذات رؤوس الأموال الكبيرة في الولايات المتحدة على نسبة 20% من إجمالي الحيازات. وينبغي أن تقتصر قطاعات التكنولوجيا ووسائل الإعلام والاتصالات على 50% من حيازات الأسهم الأمريكية. ونرى أن هذا لا يزال يتبع تعرضاً كبيراً طويل الأجل لأحد اتجاهاتنا استثمارية التي لا يمكن إيقافها الأربعة.

ماذا لو فقد الاستثمار في الزخم زخمه؟

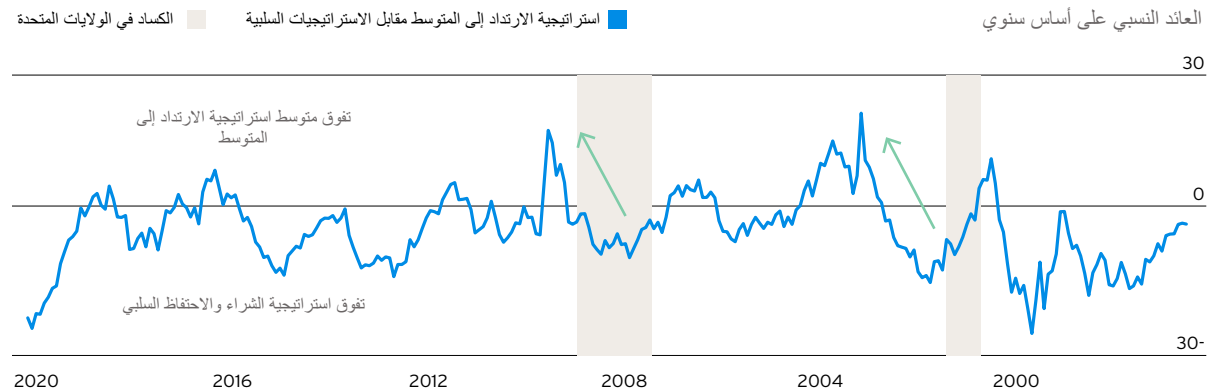
مع تزايد ترسخ الدورة الاقتصادية الجديدة في عام 2021، نتوقع مواجهة التحديات مع الاتجاهات الطويلة الأمد. ومن بين هذه العوامل قوة الزخم التي يستثمر فيها المستثمرون. فعلى مدى العقود الأربعة الماضية، كان النهج البسيط لشراء الأسهم التي كان أدائها جيداً بالفعل مؤخراً يفوق أداء الأسهم العالمية – الشكل 13.

ومثل هذه العوائد هي شاهد على استمرار الفائزين على المدى الطويل. وتحديد هذه العناصر هو جزء أساسي من مقارنتنا لمساعدتك في إنشاء محفظة أساسية. ومع ذلك، لا يمكن ضمان استمرار الزخم، لا سيما في البيئة التي نتوقعها. وكان هذا جلياً في أواخر تسعينيات القرن العشرين في فترة فقاعة التكنولوجيا. ففي مطلع الدورات الاقتصادية والسوقية الجديدة، تشهد القطاعات الأسوأ أداءً غالباً ارتداداً إلى المتوسط. وهذا يعني انتعاشاً في القطاعات الأسوأ أداءً فضلاً عن احتمالات الأداء الضعيف في القطاعات الرائدة السابقة – الشكل 14.

الشكل 13. الأداء النسبي للزخم العالمي



الشكل 14. لقد نجحت استراتيجيات الارتداد إلى المتوسط في الانتقال من دورة إلى أخرى



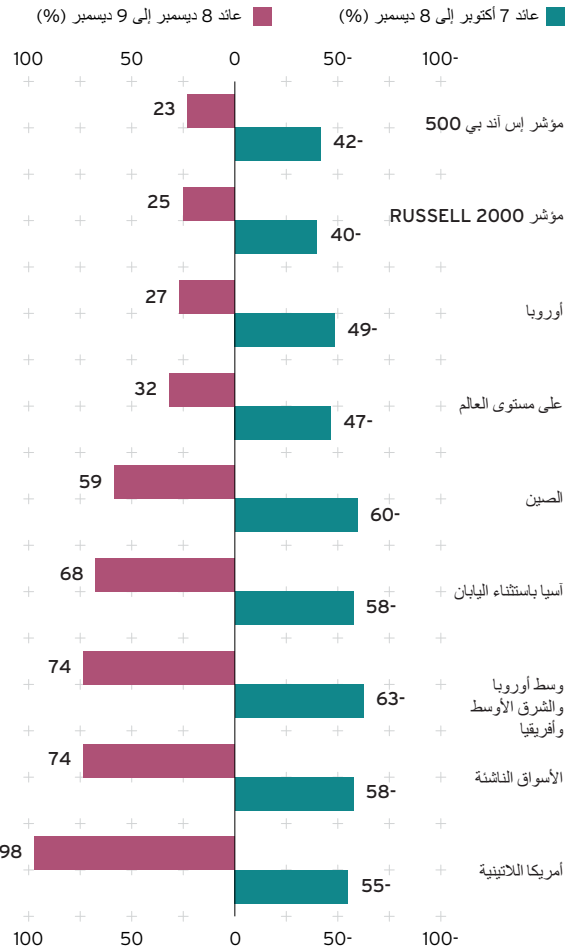
المصدر: Bloomberg كما في 15 نوفمبر 2020. استراتيجية الشراء والاحتفاظ السلبية ممثلة بمؤشر MSCI AC World للشراء والاحتفاظ. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. وعوائد المؤشرات لا تشمل أية نفقات أو رسوم أو تكاليف مبيعات، وهي تؤدي إلى خفض الأداء. للشرح فقط. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

عودة القطاعات الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد

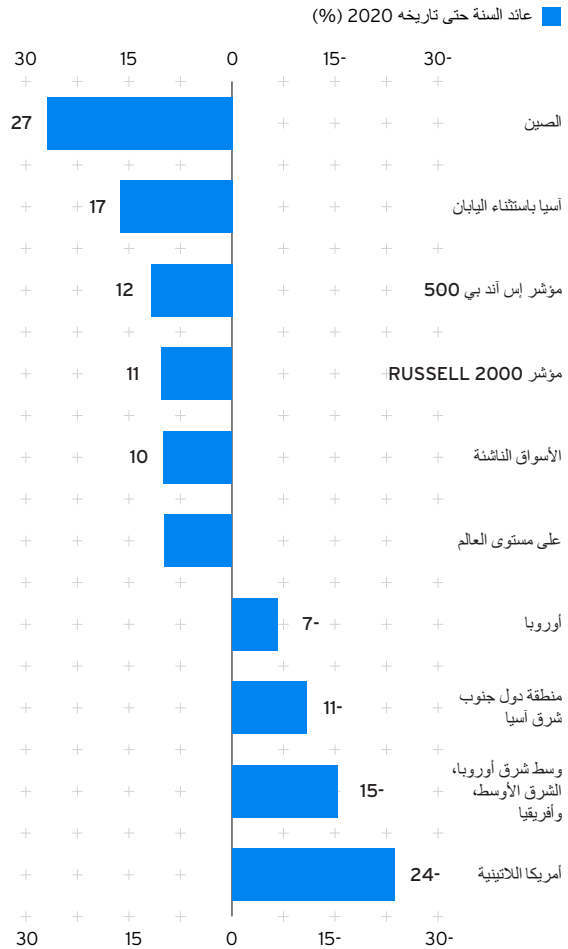
في الوقت الحاضر، لا نرى أي تطورات سلبية جوهرية فيما يتصل بالرقمنة. إلا أن القطاعات الدورية مثل الخدمات المالية، والشركات الصناعية، والعقارات التي كانت تندرج عادة ضمن القطاعات الدفاعية وأصبحت الآن من "القطاعات الدورية في فترة تفشي جائحة كوفيد" من المرجح أن تنتعش من الانهيار إلى التعافي في عام 2021. ويشمل هذا المستفيدين من "ترك المنزل"، مثل الفنادق والمطاعم وشركات الطيران وصناديق الاستثمار العقارية الخاصة بالمكاتب. كما أننا نرى انتعاشاً في الشركات الصغيرة المنهكة في جميع أنحاء العالم، والمناطق الأكثر تضرراً من كوفيد.

كانت الأزمة المالية العالمية مثلاً جيداً للعودة التي قد نشهدها. وقد كانت المناطق الأكثر تضرراً من الأزمة في عام 2008 هي التي حققت أعلى العوائد في عام 2009 - الشكل 15. وكان هذا قبل أن يدرك المستثمرون أن الأسوأ قد مر. ونعتقد أن نفس الشيء قد ينطبق على العديد من أشد الأسواق الإقليمية تضرراً في 2020 - الشكل 16.

الشكل 15. العوائد في خضم الأزمة المالية العالمية وما بعدها



الشكل 16. أداء الأسهم في خضم جائحة كوفيد-19



المؤشرات المعروضة هي مؤشرات MSCI، باستثناء مؤشر إس أند بي 500. المصدر: FactSet، كما في 26 نوفمبر 2020. الأداء السابق ليس ضماناً للنتائج المستقبلية، فقد لا تستوفي النتائج المستقبلية توقعاتنا بسبب مجموعة متنوعة من العوامل الاقتصادية والسوقية وغيرها. فقد تختلف النتائج الحقيقية. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر.

المحافظ واستراتيجيات الارتداد إلى المتوسط

إن الرحيل القريب لفيروس كوفيد-19 سيكون عملية متواصلة وليس مجرد حدث منفرد. وعلى غرار ذلك، فإن الاختلالات التي ظهرت في الاقتصاد أثناء انتشار الجائحة لن تتجلى على الفور. ولن يحدث الارتداد إلى المتوسط عبر العديد من أسعار الأصول مرة واحدة. ورغم هذا، فليس من السابق لأوانه تجهيز المحافظ الأساسية والانتهازية.

واستغلال عملية الارتداد إلى المتوسط - العودة إلى علاقات التسعير الاقتصادية الطبيعية - سوف يشكل أهمية حاسمة في السعي إلى تحقيق العوائد وإدارة المخاطر المرتبطة بالمحافظ على مدى العام المقبل. ولكننا نرى العديد من المستثمرين يحددون مراكزهم من أجل "المزيد من نفس الشيء" بدلاً من واقع الدورة الاقتصادية الجديدة وعالم ما بعد كوفيد-19. وهو أمر مفهوم: فمن المغري دوماً أن نفترض أن المستقبل سوف يكون شبيهاً بالماضي القريب. ومع ذلك فإن رسالتنا واضحة: البدء في الإعداد لاستغلال الارتداد إلى المتوسط. وقد كان تفشي جائحة كوفيد بمثابة صدمة، ولا ينبغي أن يحدث الأمر ذاته عند رحيله.

ساهم جوزيف كابلان في هذا المقال كذلك.



2.2

الاستفادة من الفرص المتعثرة

دانيال أودونل - الرئيس العالمي لبدائل إدارة الاستثمارات في Citi
جيفري لوك - رئيس الأسهم الخاصة والعقارات - الأمريكتان
مارك روسينسكي - رئيس الأسهم الخاصة والعقارات - آسيا

أدت الاختلالات التي خلفها كوفيد إلى جعل قطاعات مختلفة تواجه ضائقة مالية واسعة النطاق. وهذا من شأنه أن يتيح الفرصة لاستراتيجيات السوق الخاصة للاستفادة من ارتداد العوائد والتقييمات إلى المتوسط بمرور الوقت.

- هناك دلالات متزايدة تشير إلى تعرض القطاعات الأكثر تضرراً بهذه الجائحة إلى ضغوط مالية.
- من الممكن أن توفر مثل هذه الضغوط فرصاً استثمارية في المتناول من خلال تبني استراتيجيات معينة للأسهم الخاصة والعقارات.
- في قطاع العقارات، نرى إمكانية الاستفادة من أصول الضيافة.
- ننجذب في قطاع أسهم القطاع الخاص إلى بعض الشركات صغيرة ومتوسطة الحجم التي تكون غير قادرة على دخول غمار الأسواق العامة

لقد هيا فيروس كوفيد-19 بعض أكثر الظروف الفريدة في قسوتها والتي عانت في ظلها العديد من الشركات، بما في ذلك المزيح الشديد السوء الذي يشمل انهيار العوائد وارتفاع التكاليف الثابتة. وكانت الصعوبات أكثر حدة في القطاعات المعتمدة على "التقارب الاجتماعي"، حيث قد لا يعود الوضع طبيعياً بالكامل في أي وقت قريب. وقد جعلت هذه الظروف القاسية العديد من الشركات المزدهرة تكافح من أجل البقاء. ومن أجل تحقيق هذه الغاية فمن المرجح أن يتطلب الأمر ضخ رؤوس أموال أو المزيد من إعادة هيكلة ميزانياتهم العمومية.

وبالنسبة للمستثمرين الأثرياء بالنقد ذوي المنظور المتوسط الأمد، فإن هذه المحنة الحادة القصيرة قد تشكل فرصاً استثمارية جذابة. ونعتقد أن بعض الاستثمارات الأكثر إقناعاً غير متوفرة عبر الأسواق العامة. وبدلاً من ذلك، يمكن الوصول إليها من خلال مديري الأسهم الخاصة المختارين – لا سيما في المجال العقاري في قطاع الضيافة – وفي الأسهم الخاصة التقليدية/المتعثرة. ومع عودة ظروف التشغيل المختلة تدريجياً إلى مستويات أعلى من مستويات ما قبل كوفيد، نتوقع ارتداد الأرباح المتدنية إلى مستوياتها المتوسطة في عام 2022 أو عام 2023. وسوف تتعافى التقييمات المتعثرة أيضاً، وهو ما من شأنه أن يمكن المستثمرين الراغبين والقادرين على التضحية بالسيولة على مدى سنوات عديدة من الاستفادة من هذه السيولة.

العقارات: التعافي الطويل ولكن الناضج للاستثمار

قلة من الشرائح داخل قطاع العقار كانت أكثر معاناة وسط الجائحة مقارنة بمجال الضيافة. ومن المقرر للفنادق أن تسجل أسوأ أداء تشغيلي لها على الإطلاق في عام 2020. وفي الولايات المتحدة، من المتوقع أن تنخفض العوائد عن كل غرفة متاحة – وهو المقياس المفضل لهذه الصناعة – بنحو 53% في المتوسط في عام 2020. وهذا أكبر بثلاث مرات من الانحدار القياسي السابق، والذي حدث أثناء الأزمة المالية العالمية¹. بدأت الضائقة المالية التي يمر بها المالكون والمطورون والمستثمرون تظهر بالفعل على نطاق واسع، ومن المرجح أن تتفاقم في السنوات المقبلة. وهذا من شأنه أن يخلق الفرص للمستثمرين الجدد الذين يتخصصون في الفرص والدورات المتعثرة.

في البداية، نتوقع أن نشهد عمليات حبس الرهن العقاري في البنوك. وبعد ذلك، سيقدر بعض مالكي العقارات أنهم غير راغبين أو غير قادرين على العمل خلال فترة السنوات الأربع أو الخمس التي تؤدي إلى التعافي الكامل. وسوف يجد البعض أنفسهم عاجزين عن التكيف مع التغيرات المحتملة الدائمة في الطلب على العقارات. وتشمل هذه العوامل تقليل وتيرة السفر في الأعمال التجارية، حيث تعتمد المزيد من الشركات على البدائل التكنولوجية مثل عقد المؤتمرات عن طريق الفيديو. في الولايات المتحدة وحدها، هناك 15 مليار دولار من القروض

الفندقية المستحقة² وسيكون المستثمرون في قطاع الضيافة القادرون على تقديم حلول منظمة لإعادة تمويل الأصول المتعثرة في مركز جيد في هذه البيئة.

بدأ قطاع الضيافة يشهد بالفعل علامات الانتعاش الوليدة. فقد شهد إجمالي معدل الإشغال في الولايات المتحدة انتعاشاً من نحو 20% في أوائل إبريل 2020 إلى أكثر من 50% في أغسطس 2020، مدفوعاً بالدرجة الأولى بالطلب على الترفيه في الأسواق الفعلية³. ومع ذلك، قد لا تتعافى أساسيات تشغيل الفنادق بالكامل إلى مستويات ما قبل الجائحة حتى 2023 أو 2024. وهذا أطول من فترات التعافي التي أعقبت الأزمة المالية العالمية وهجمات الحادي عشر من سبتمبر الإرهابية⁴. وفي الوقت ذاته، من المرجح أن يحدث التعافي بشكل غير متساو عبر مجموعات النزلاء المختلفة من الترفيه والعمل والسفر الجماعي. ونبحث في قطاع الترفيه – الذي مثل نحو 70% من نفقات السفر في عام 2019 – لدفع التعافي في البداية.

¹ سي بي آر إي (CBRE)، توقعات الفنادق في الولايات المتحدة، كما في يوليو 2020.

² المبلغ الأصلي المقدر لقروض الفنادق المستحق كما في 31 ديسمبر 2019. المصدر: تقارير الشركة التي تم الاطلاع عليها في مايو 2020

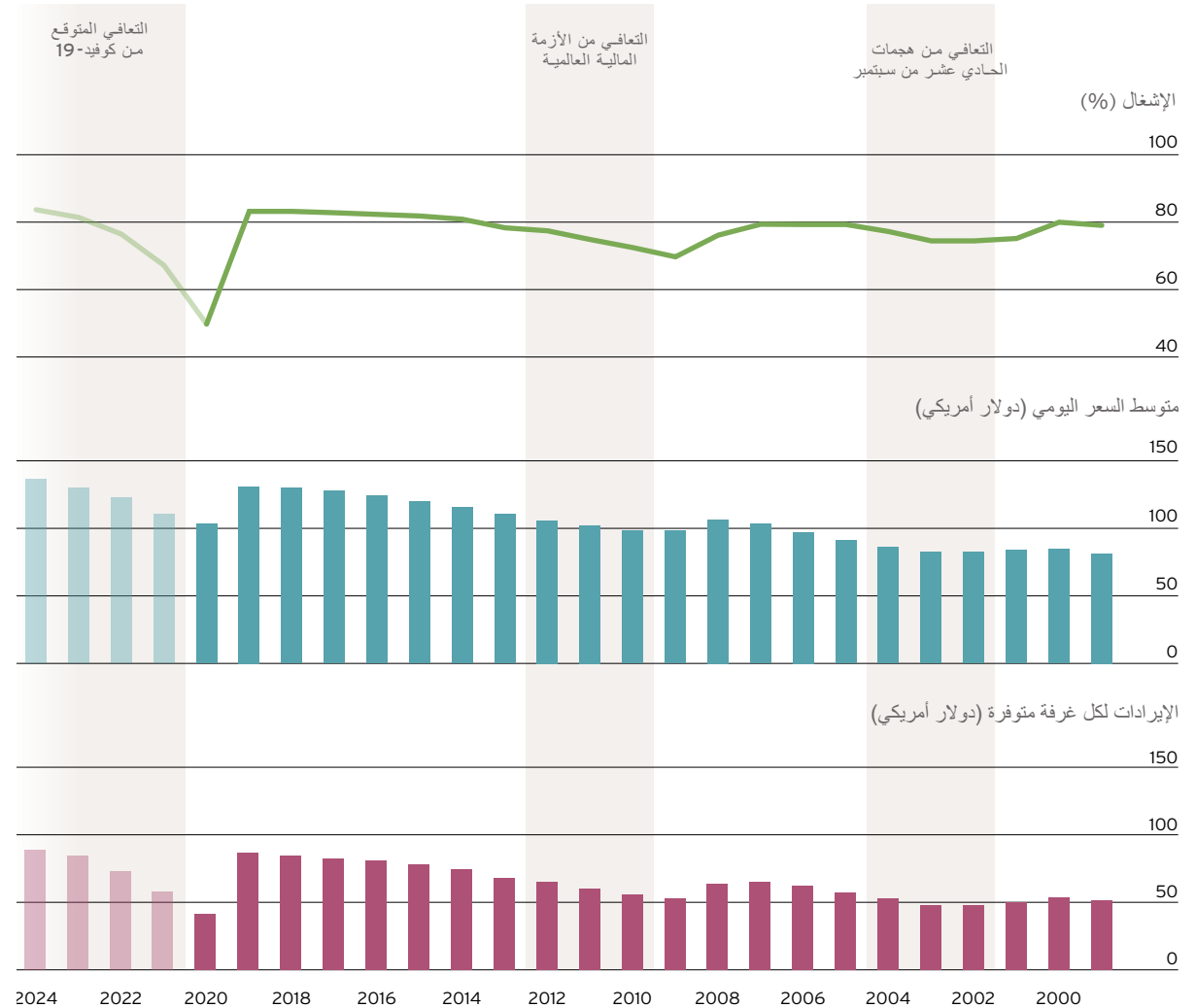
³ المصدر: بيانات STR حتى أغسطس 2020

⁴ المصدر: سي بي آر إي (CBRE)، توقعات الفنادق في الولايات المتحدة، كما في يوليو 2020.

تاريخياً، كانت قيم العقارات الفندقية كثيراً ما تبدأ في التعافي قبل أن تبدأ أساسيات التشغيل، ويرجع ذلك إلى الحجوزات المسبقة التي يمكن أن تعطي المشترين المحتملين للفنادق نظرة واضحة للطلب قبل 12 إلى 18 شهراً. وفي الفترة التالية للأزمة المالية العالمية من عام 2010 إلى عام 2015، شهدت الفنادق التي تقدم خدمات كاملة وفنادق الخدمة المحدودة في الولايات المتحدة نمواً سنوياً مركباً في القيم بنسبة 12,3% و 4,8% على التوالي.⁵

وفي سبيل الاستفادة من الفرصة التي نراها، نوصي بالاستعانة بشركاء لديهم خبرة مثبتة في مجال الضيافة ذات القيمة المضافة والاستثمار عبر مختلف الدورات. ونعتقد أن هؤلاء المديرين في وضع جيد يسمح لهم بالعمل على تحسين الأداء التشغيلي، وخفض التكاليف، وإعادة تركيز الأصول لتحقيق التعافي بعد الجائحة.

الشكل 1. إجمالي سوق الفنادق في الولايات المتحدة: الأداء السابق والمتوقع



⁵ المصدر: Real Capital Analytics www.rcanalytics.com، كما في مايو 2020.

المصدر: سي بي آر إي (CBRE)، توقعات الفنادق في الولايات المتحدة، كما في يوليو 2020. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضمانات لوقوع أحداث مستقبلية.

الأسهم الخاصة: سوق شراء في بعض القطاعات

أدت الضائقة المالية الناجمة عن الانكماش الاقتصادي الذي سببته جائحة كوفيد-19 إلى خلق فرص استثمارية عبر مجموعة واسعة من الصناعات ذات الأهمية لكل من أسواق الاستحواذ التقليدية وأسواق الأسهم الخاصة المتعثرة. وقد أثبتت قطاعات مثل الرعاية الصحية والتكنولوجيا أنها أكثر مرونة وقدرة على الصمود في مواجهة تبعات الجائحة. والواقع أن بعض الشركات تشهد نمواً. وعلى النقيض من هذا، عانت بشدة الأنشطة القائمة على "التقارب الاجتماعي"، بما في ذلك السفر، والترفيه، والتسوق التقليدي.

وعلى الرغم من تعافي الأسواق العامة، فإن عوائد الشركات لا تزال في انحدار. وكذلك نشهد المزيد من حالات التخلف عن سداد الديون، واستمرار خفض التصنيف الائتماني، ومضاعفات الدخول الجذابة لمعاملات الاستحواذ. ولهذا السبب فإن مثل هذه الفترات تشكل فرصة غير عادية للمستثمرين. وفي حين "ترتفع" الأسعار العامة، فإن أسعار الدخول في الأسهم الخاصة "تنخفض" استناداً إلى الأرباح قبل احتساب الفوائد والضريبة والاستهلاك والإطفاء (EBITDA) الحالي وانحدار المبيعات. ويتجلى هذا في العمل الذي تقوم به سوق الائتمان. كما بقيت نسبة تخفيض التصنيف إلى رفع التصنيف الائتماني على مدى الـ 12 شهراً المتتالية لمؤشر القروض القائمة على الاستدانة لدى ستاندرد أند بورز عند 7.87% كما في سبتمبر 2020. وهذا أعلى بنسبة 48,8% من النسبة المحققة في ذروة الأزمة المالية العالمية التي بلغت 5,29% في فبراير 2009. كما بلغ معدل التخلف عن سداد الديون المؤسسية لمدة 12 شهراً 4.17% في نهاية سبتمبر، وهو أعلى مستوى منذ عام 2009.

وفيما يتعلق بالتسعير، تراجعت مضاعفات قيمة الشركات بالنسبة إلى الأرباح قبل احتساب الفوائد والضريبة والاستهلاك والإطفاء⁶ في الربع الثالث من عام 2020 بأكثر من 20% من مستواها السابق بعام وهو 15.7%،⁷ وتظل مواتية مقارنة بالسنوات الأخيرة.

في حين أن هذا الاضطراب يؤثر على الشركات بطرق مختلفة، تحتاج الشركات في العديد من القطاعات إلى رأس المال من أجل تعزيز الميزانيات العمومية وإيجاد مسار العودة إلى النمو في بيئة تتسم بالركود. وبشكل خاص، كانت سوق الشركات الصغيرة والمتوسطة هزيلة. وبظل أدائها أقل من مستوى أداء السوق الأشمل بشكل كبير. وقد أدى هذا إلى خلق الفرصة للجهات الراعية لتقديم حلول مرنة للشركات غير القادرة على الوصول إلى الأسواق العامة. والأهم من ذلك أن ذلك كان سبباً أيضاً في إتاحة فرص جديدة للمدراء للاستحواذ على شركات ما كانت لتتطلب رؤوس أموال إضافية لولا الأزمة الصحية. ولا شك أن بعض الشركات عالجت احتياجاتها الفورية من السيولة. ولكن مع استمرار نقشي الجائحة، فقد تحتاج هذه الشركات إلى المزيد من رأس المال، وسيطلب المزيد منها تمويلاً لتظل قادرة على البقاء أو النمو.

⁶ قيمة الشركات بالنسبة إلى الأرباح قبل احتساب الفوائد والضريبة والاستهلاك والإطفاء تقسم قيمة المؤسسة - القيمة المجمعة لأسهم الشركة وديونها - على أرباحها قبل احتساب الفوائد والضريبة والاستهلاك والإطفاء.

⁷ المصدر: Pitchbook



3 التغلب على القمع المالي

المحتويات

- | | |
|-----|--|
| 3.1 | عودة القمع المالي |
| 3.2 | كيف تعمل الأسهم ذات توزيعات الأرباح بمرور الوقت في محفظتك |
| 3.3 | تحقيق مردود في ظل القيود التي تكبل العالم |
| 3.4 | اتخاذ مسارات بديلة لتحقيق الدخل من المحافظ |
| 3.5 | توليد مردود في ظل التقلبات: ما يجب فعله عندما تكون الأمور مواتية |

3.1

عودة القمع المالي

ستيفين ويتينغ - خبير إستراتيجي أول لشؤون الاستثمار وخبير اقتصادي أول

يشكل التقييد المالي - مزيج من أسعار الفائدة المنخفضة بشكل مصطنع وارتفاع التضخم - تهديداً لمحفظة استثماراتك الأساسية. ولذا عليك التركيز على الأصول التي توفر تدفقات دخل حقيقي إيجابية وتنطوي على فرص التنويع.

- وقد تستخدم الحكومات المثقلة بالديون التقييد المالي للحد من أعباء الديون المستحقة عليها في السنوات المقبلة
- ينطوي "التقييد المالي" على الإبقاء على أسعار الفائدة منخفضة بشكل مصطنع مع السماح للتضخم بتقليص القيمة الحقيقية للنقد والسندات
- وهذه السياسات من شأنها أن تزيد من صعوبة تحقيق دخل حيوي في المحافظ الأساسية.
- ونحث المستثمرين الذين لديهم فائض من الأموال النقدية على استثمارها وإلا فإنهم يجازفون بخسارة القوة الشرائية.
- يدعو التقييد المالي إلى تحول كبير في مخصصات الأصول نحو استراتيجيات بديلة تتضمن توزيعات الأرباح، وأسواق رأس المال، والاستثمارات البديلة، وأصول دخل ثابت مختارة، ولكن ليس التصفية الكاملة للاستثمارات من السندات ذات المردود المنخفض للغاية



دخول مرحلة التقيد المالي

نتوقع خلال السنوات المقبلة أن تتبنى العديد من البنوك المركزية الرائدة على مستوى العالم سياسة "التقيد المالي". ويتضمن هذا الأمر تعمد الإبقاء على أسعار الفائدة منخفضة بشكل مصطنع لفترة طويلة. ويمكن الهدف وراء ذلك في توليد المزيد من التضخم، بالإضافة إلى محاولة تشجيع المزيد من النمو الاقتصادي. وعلى وجه التحديد، يسعى التقيد المالي إلى تحقيق معدل تضخم يتجاوز مستوى أسعار الفائدة. وتؤدي مثل هذه السياسات إلى تآكل قيمة النقد وسندات معينة.

الواقع أن أسعار الفائدة الحقيقية السلبية هذه لها بعض عوامل الجذب الواضحة للحكومات الآن. ذلك أن أسعار الفائدة المنخفضة بشكل مصطنع تيسر للحكومات سداد أقساط الفائدة على ديونها، وتساعد المقترضين من القطاع الخاص أيضًا بشكل مثالي. ويجد كثيرون أنفسهم وقد أثقل كاهلهم أعباء الديون بعد التدابير المالية الطارئة المطبقة أثناء تفشي الجائحة. وفي العديد من البلدان، تأمل السلطات في الاقتراض والإنفاق بشكل كبير لتحفيز التعافي، على سبيل المثال من خلال الاستثمار في البنية التحتية – انظر [اتجاهات استثمارية لا يمكن إيقافها: تحول العالم نحو الاستثمارات المراعية للبيئة](#).

ولكن هناك سبب آخر يجعلنا نتصور أن البنوك المركزية من المرجح أن تبقى أسعار الفائدة منخفضة بشكل مصطنع. ورغم أنهم لا يعترفون بهذه الحقيقة بسهولة، فإن معدلات التضخم التي تتجاوز أسعار الفائدة تؤدي إلى تآكل القيمة الحقيقية لديونهم. ولذلك، فإن الحكومات لا تدفع أسعار فائدة أقل على القروض فحسب، بل إنها تجد في نهاية المطاف أن سداد الديون أسهل لأن التضخم أدى إلى تآكل قيمة هذه الديون. بعبارة أخرى، يشكل التقيد المالي تحويلًا قسريًا للثروة من حاملي السندات وغيرهم من المدخرين إلى المقترضين.

إن تحقيق الدخل يشكل أهمية بالغة بالنسبة للمحافظ الأساسية. وبمرور الوقت، كان الدخل الذي أعيد استثماره المساهم الأكبر الأوحد في عائدات المحافظ قبل نمو رأس المال للعديد من المحافظ الاستثمارية المتنوعة. كما يساعد التدفق المنتظم للدخل على استقرار أداء المحافظ الاستثمارية، لا سيما في أوقات الاضطرابات في السوق. ويمكن للدخل أيضًا توفير السيولة لملاحقة فرص أخرى، سواء في الأصول المالية أو الاستثمارات الخاصة.

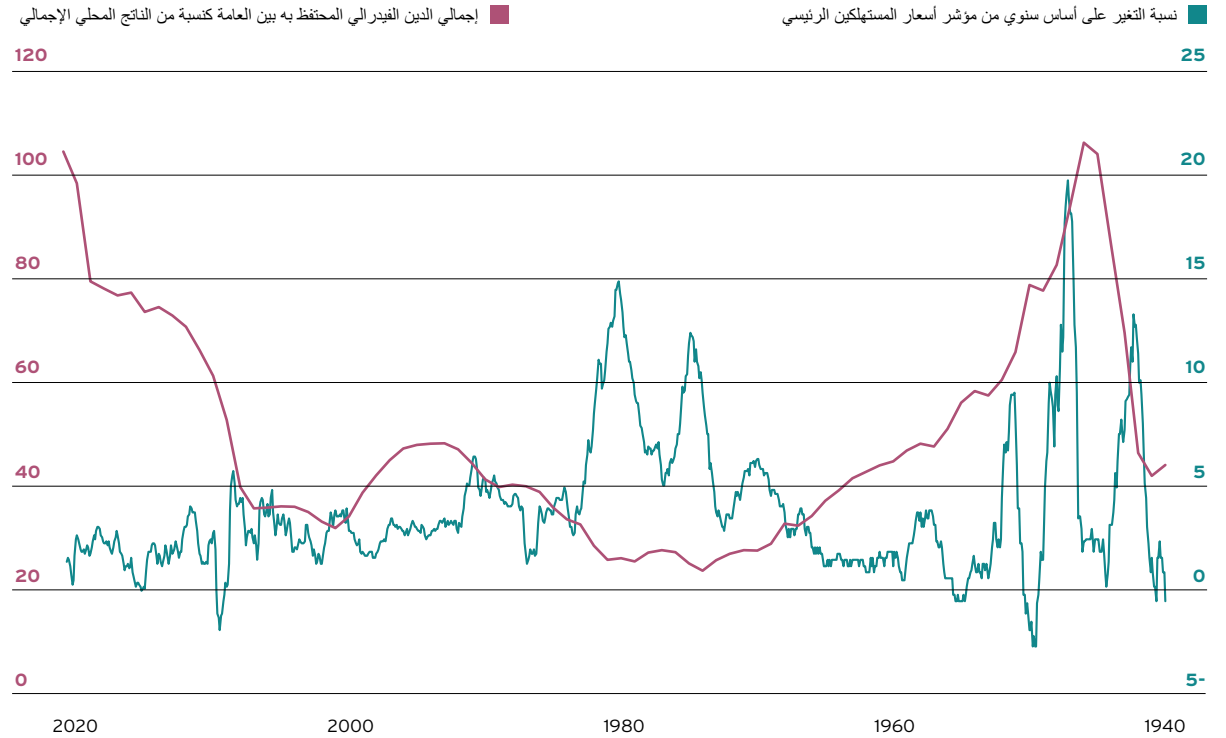
تقليدياً، كانت السندات العالية الجودة المصدر الأكبر لدخل المحافظ الأساسية. ومع ذلك، ظلت تواجه صعوبات على مدى سنوات عديدة في سبيل الاضطلاع بدورها التاريخي. فقد اختفى المردود على السندات بسبب أسعار الفائدة المنخفضة للغاية أو حتى السلبية من أكثر الشركات والحكومات جدارة ائتمانية اختفاءً كاملاً – انظر [الخروج من نطاق المردود السلبي في النظرة المستقبلية 2020](#). ولكن التحدي الذي يواجه المستثمرين الآن أصبح أشد صعوبة.

بعبارة أخرى، يشكل التقيد المالي تحويلًا قسريًا للثروة من حاملي السندات وغيرهم من المدخرين إلى المقترضين.

إن التقييد المالي ليس جديداً على الإطلاق كسياسة. فقد استُخدِمَ على نطاق واسع في العقود التي تلت الحرب العالمية الثانية، حين سعت الحكومات إلى الحد من أعباء الديون غير المسبوقَة التي تراكمت لديها لتمويل جهودها الحربية. ففي الولايات المتحدة على سبيل المثال، كانت الديون الحكومية كحصة من الناتج المحلي الإجمالي عند مستويات مماثلة لمستويات اليوم – الشكل 1.

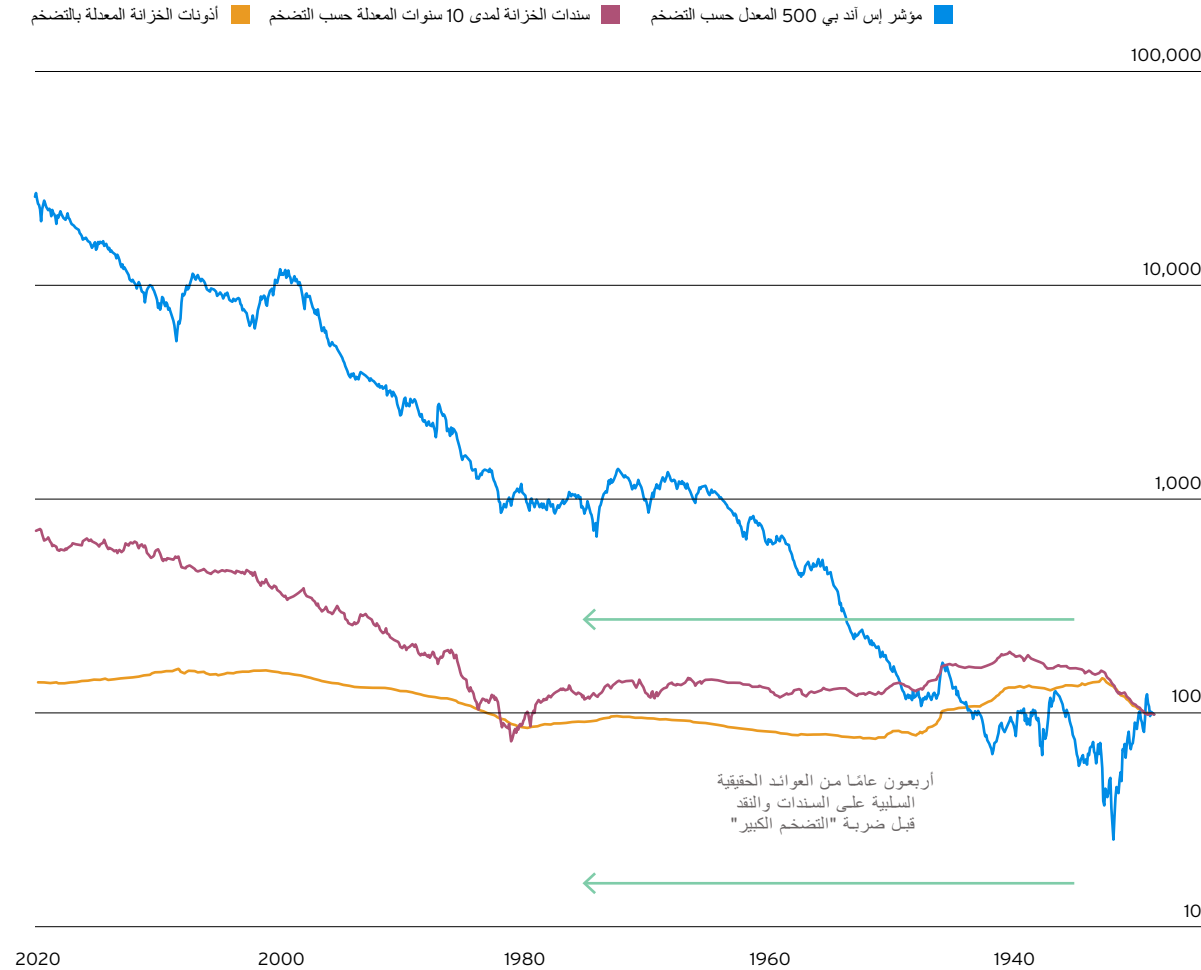
وفي استجابة لهذا، حدد الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي سقفًا واضحًا لأسعار الفائدة الطويلة الأجل من عام 1942 إلى عام 1951. وخلال هذه الفترة، كانت نوبات التضخم المرتفع عند مستويات أعلى كثيراً من تلك المعدلات المرتفعة سبباً في تآكل القيمة الحقيقية لديون حكومة الولايات المتحدة. ومع تزايد حصة التضخم في الناتج المحلي الإجمالي الاسمي، بدأ عبء الدين – مقيسًا بنسبة الدين إلى الناتج المحلي الإجمالي – في الانخفاض بشكل حاد.

الشكل 1. الديون الفيدرالية الأمريكية تقترب من ذروتها في وقت الحرب



المصدر: تحليلات Haver اعتباراً من 23 أكتوبر 2020. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للناتج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

الشكل 2. تفوقت الأسهم في الأداء في خضم التقييد المالي الذي شوهد مؤخراً



وكان هذا المكسب بالنسبة لحكومة الولايات المتحدة وغيرها من المقترضين على حساب حاملي السندات والمذخرين النقدي مباشرة. إن الاستثمار في سندات خزانة الولايات المتحدة للعشرة أعوام أو الاحتفاظ به نقداً في نهاية الحرب العالمية الثانية في عام 1945 كان ليستغرق أربعين عاماً و38 عاماً على التوالي لكي يبدأ في تحقيق مردود إيجابي معدل وفقاً للتضخم - الشكل 2. أو بعبارة أخرى، كانت هذه فترة لم يكن فيها الاحتفاظ بالنقد مجدياً. إن تفويت الانتعاش الطويل الأمد في الأسهم من الكساد العظيم والحرب العالمية الثانية كان ليثبت أنه باهظ التكلفة - الشكل 3.

ونعتقد أن الفترة الحالية لها أوجه تشابه مع السنوات التي تلت عام 1945. فمن المرجح أن يحافظ البنك الفيدرالي وغيره من البنوك المركزية على أسعار الفائدة القصيرة الأجل منخفضة بشكل غير نمطي لسنوات. ومن المحتمل أن يسمح البنك الفيدرالي لبعض مستويات قوى السوق بزيادة أسعار الفائدة المتوسطة والطويلة الأجل لتشجيع منحنى المردود الأكثر حدة. ولكن يظل من المرجح أن يتدخل البنك الفيدرالي بشكل كبير إذا عملت الظروف المالية المتزايدة الإحكام على عرقلة النمو الاقتصادي.

إدارة المحافظ الاستثمارية بحكمة أثناء التقييد المالي

نعتقد أن عصر التقييد المالي القادم سوف يخلف عواقب كبرى على محافظتك الأساسية. ذلك أن سندات الخزانة الأمريكية، والعديد من الأصول الأخرى ذات الدخل الثابت العالية الجودة، والأموال النقدية، معرضة جميعها لخطر المعاناة من عوائد حقيقية سلبية. ومن المحتمل بكل تأكيد أن يتسبب التضخم، سواء كان خفيفاً أو شديداً، في تكييد أصحاب السندات طويلة الأجل بعض الخسائر حتى لو انحرف صناع القرار السياسي عن مسارهم قبل تكرار ارتفاع التضخم بصورة مضاعفة في سبعينيات القرن العشرين.

المصدر: تحليلات Haver اعتباراً من 23 أكتوبر 2020. ملاحظة: تم استخدام مقاييس لوغاريتمية في كل شكل. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبينة لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضماناً لوقوع أحداث مستقبلية.

الشكل 3: عوائد الدرجة الاستثمارية في الولايات المتحدة أثناء سنوات انحدار قيمة الأسهم

مؤشر إس أند بي 500 مؤشر إجمالي العوائد	مدة المؤشر: 7.2 سنوات مؤشر بلومبيرج باركلينز لأسهم الخزائنة الأمريكية	مدة المؤشر: 8.3 سنة مؤشر بلومبيرج باركلينز لسندات الشركات الأمريكية
1974	9.2	2.2
1977	9.4	3.1
1981	5.3	2.8
1990	5.7	3.7
2000	10.7	1.7
2001	11.2	1.5
2002	6.5	2.0
2008	12.2	3.1
2018	10.9	1.3
الارتباط بالأسهم في سنوات الانحدار		
	-0.51	0.45

المصدر: FactSet كما في 18 نوفمبر 2020. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبيّنة لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

جيدة. فقد سجلت مردودات السندات الأعلى جودة في هذه البلدان أدنى مستوياتها القياسية في الفترة التي أعقبت الأزمة المالية العالمية، ولكن العلاقات المتبادلة بينها وبين الأسهم انخفضت أيضاً. أو بعبارة أخرى، تعززت خاصية التنوع في هذه السندات بالفعل. ومع انخفاض الأسهم وغيرها من الأصول الخطرة في خضم الاضطرابات المرتبطة بكوفيد في أوائل عام 2020، صمدت السندات الأعلى جودة بشكل جيد. ولذلك فإننا نؤكد من جديد أنه لا تزال لها دور تّوْديه في المحافظ، وإن كان دوراً صغيراً. ولكن يتعين علينا أيضاً أن نوسع نطاق بحثنا عن مصادر الدخل.

ومع مرور الوقت، ظلت السندات الحكومية طويلة الأجل تعمل كحشوات للمحافظ في سنوات عندما انخفضت الأسهم - الشكل 3. ومن الجدير بالملاحظة أن هذا الأمر تحقّق حتى أثناء فترة السبعينيات من التقيد المالي، عندما كان التضخم غالباً عند مستويات مرتفعة إلى حد غير مريح. ومن ناحية أخرى، قدمت سندات الشركات الأمريكية ذات الدرجة الاستثمارية عوائد إيجابية في جميع حالات تراجع سوق الأسهم باستثناء الحالات الأكثر حدة.

بطبيعة الحال، كانت المردودات الاسمية على مثل هذه السندات في سبعينيات القرن العشرين أعلى كثيراً مما هي عليه اليوم. وإذا كنا نفكر إلى أي وسيلة "لدمج" المردود، فقد نسال أنفسنا ما إذا كانت هذه السندات قادرة على تقديم إمكانات مماثلة للتنوع. والواقع أن التجربة الأكثر حداثة للدخل الثابت في اليابان وألمانيا تشير إلى أنها قد تكون

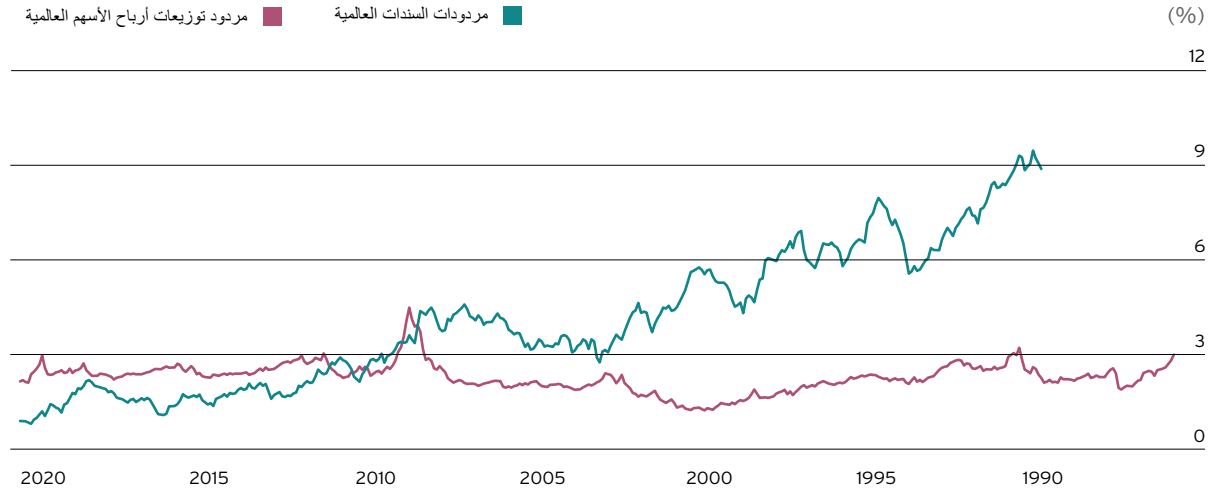
وعلى الرغم من احتمال حدوث عوائد حقيقية سلبية، فإننا نرى العديد من المستثمرين يحتفظون بمبالغ نقدية ضخمة في محافظهم الأساسية. ويخبروننا في أغلب الأحيان أنهم يعتزمون استثمارها، ولكنهم ينتظرون نقطة دخول أكثر جاذبية. إن مثل هذه المحاولات في توقيت السوق تكاد لا تنجح أبداً - انظر [الأهمية الحاسمة للبقاء مستثمرًا](#). ومع ذلك، فإن الاحتفاظ بالنقد وترك الاستثمار أكثر خطورة أثناء فترة من التقيد المالي. فانت لا تفوت فرصة تحقيق الجانب الإيجابي المحتمل من الأسهم وغيرها من الأصول الخطرة فحسب، بل إن ثروائك تتراجع فعلياً بالقيمة الحقيقية مع تآكل التضخم عند مستويات قوتك الشرائية.

التغلب على التقيد المالي: من الضروري أن يحدث تحول كبير في مخصصات الأصول

لكن حتى لو تم استثمار محفظتك الأساسية بالكامل، فإن التقيد المالي لا يزال يشكل تحدياً كبيراً. والواقع أن تخصيص الأصول أصعب كثيراً في ظل هذه الظروف. فتقليدياً، لم يعد من الممكن الاعتماد على السندات الأكثر أماناً لتوفير عائد حقيقي. ويتطلب هذا الأمر في اعتقادنا تحولاً كبيراً في مخصصات الأصول.

ولكن لكي نكون واضحين، فإننا لا ندعو إلى التصفية الكاملة للاستثمارات في جميع السندات من الدرجة الاستثمارية ذات المردود المنخفض. فبداية من ديسمبر 2020 على سبيل المثال، تحتفظ لجنة الاستثمار العالمية بتخصيص كامل أو محايد لسندات الخزائنة الأمريكية المتوسطة وسندات الشركات ذات الدرجة الاستثمارية - انظر [مراكزنا](#). وبالنظر إلى توقعاتنا للتقيد المالي، فقد يبدو هذا غريباً. ومع ذلك، نود أن نؤكد أن هذه السندات قد تستمر في توفير مزايا التنوع، حتى في مردوداتها المنخفضة جداً في الوقت الحاضر.

الشكل 4. أصبحت الآن مردودات توزيعات الأرباح العالمية أعلى من مردودات السندات



المؤشرات المبينة هي مؤشر FTSE All World ومؤشر Bloomberg Barclays Global-Aggregate Bond. المصدر: Citi Private Bank وBloomberg. كما في 10 نوفمبر 2020. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

بصفة عامة، أصبحت الأسهم الآن أقرب إلى فئة الأصول المدرة للدخل من فئة الأدوات ذات العائد الثابت العالي الجودة. والآن أصبح مردود الأرباح على الأسهم العالمية ضعف المردود الكلي للسندات العالمية – الشكل 4. ولذلك، نعتقد أن توزيعات الأرباح قد تحل محل بعض دخل المحافظ الذي لم تعد العديد من السندات قادرة على توفيره. لقد قمنا بتحديد استراتيجياتنا المفضلة في [كيف تعمل الأسهم ذات توزيعات الأرباح بجد أكبر في محافظتك](#).

أصبحت الآن مردودات توزيعات الأرباح العالمية أعلى من مردودات السندات

هناك احتمال آخر للبحث عن الدخل تستخدم استراتيجيات معينة لأسواق رأس المال يمكنها الحصول على مردود من السعر الذي يدفعه المستثمرون للتحوط. ومع كون تقلب أسعار الأسهم عند ضعف معدل المستوى التاريخي وأسعار الفائدة دون المعدل بكثير، فإن هذه استراتيجية جذابة لتوليد المردود – انظر [توليد مردود في ظل التقلبات: عندما تكون الأمور مواتية](#).

ورغم أن التقييد المالي يستهدف الدخل الثابت بشكل مباشر، إلا أننا لا نزال نرى إمكانية السعي إلى تحقيق عوائد حقيقية إيجابية وفوائد التنويع ضمن هذه الفئة من الأصول. وبالإضافة إلى الأسهم ذات توزيعات الأرباح، هناك بعض الأسهم التي تولد الدخل ومن المرجح أن تستفيد من إحدى فترات استمرار انخفاض المردودات الحقيقية. ويوسع صناديق الاستثمار في الرهون العقارية، وبعض أنواع شركات تنمية الأعمال والأسهم الممتازة من الشركات الجيدة، أن تضيف دخلاً حقيقياً وأن تحل محل السندات. ولكن هذه أيضاً أكثر تقلباً في بعض الأحيان وتشكل بديلاً غير مثالي. كما نعمل على تحديد الأصول والأسواق الجذابة في حدود المردود المرتفع فضلاً عن الدخل الثابت من الدرجة الاستثمارية – انظر [تحقيق مردود في عالم تكبله القيود](#).

لا نقتصر في سعينا على التغلب على التقييد المالي في الأسواق العامة. وبالنسبة للمستثمرين المؤهلين الراغبين في التضحية بالسيولة وتحمل المزيد من المخاطر، فإن بعض الاستراتيجيات البديلة قد توفر الفرص لتلقي التوزيعات المتواترة، فضلاً عن المساعدة في تنويع المحافظ – انظر [اتخاذ مسارات بديلة لتحقيق الدخل من المحافظ](#).

قد يبدو التقييد المالي تحدياً غير مألوف ومثبطاً لمحفظتك الأساسية، ولكن كما رأينا، هناك العديد من الخطوات الإيجابية التي يمكنك اتخاذها تأهباً له. ومن خلال وضع الفائض النقدي اللازم موضع العمل وتحويل مخصصات أصولك، يصبح بوسعك أن تسعى إلى الحصول على الدخل الحيوي والتنويع حيثما تكون الحاجة ماسة إلى ذلك. لا تقع في القيود، فبوسعنا أن نساعدك في تعزيز المحافظ للتغلب على التقييد المالي.

3.2

كيف تعمل الأسهم ذات توزيعات الأرباح بمرور الوقت في محفظتك

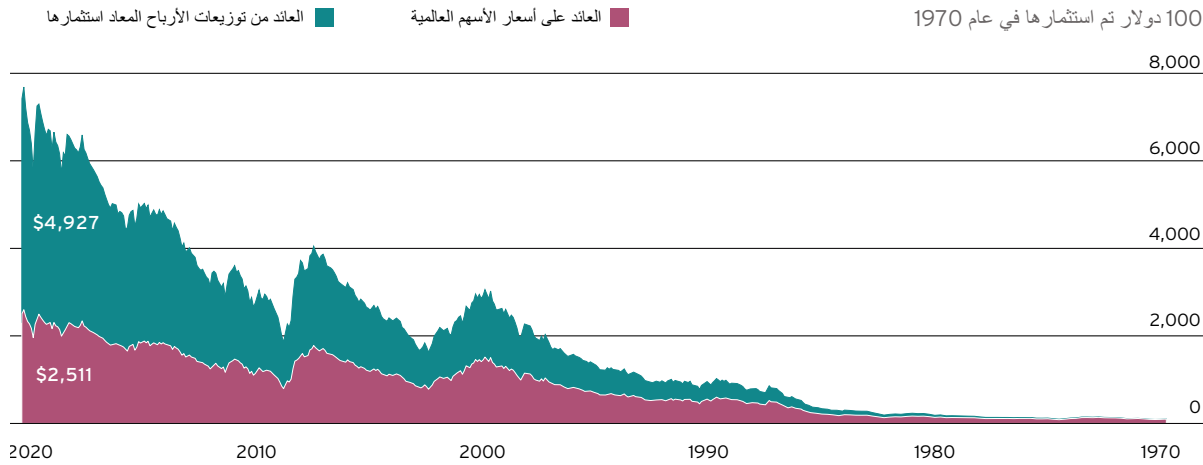
جو فيوريكا - رئيس استراتيجية الأسهم العالمية

في خضم التقييد المالي، نعتقد أن بعض الأسهم ذات توزيعات الأرباح قد تلعب دوراً قيماً في توليد الدخل في المحافظ.

- ونعتقد أن توزيعات الأرباح قد تحل محل جزء من دخل المحافظ الذي لم تعد العديد من السندات قادرة على توفيره.
- ومع رسوخ التعافي الاقتصادي العالمي، نتوقع أن تستأنف الأسهم التي تنمي الأرباح الأداء المتفوق الطويل الأجل والأقل تقلباً.
- ولذلك، فإننا نحيد الجمع بين الأسهم صانعة النمو في الأرباح والأسهم المختارة ذات المردود المرتفع.
- ندعو إلى التعرض لأرباح الأسهم على مستوى العالم، فضلاً عن مزيج من التعرض للقطاعات الدورية والدفاعية.



الشكل 1. إعادة استثمار توزيعات أرباح الأسهم: المحرك الرئيسي للعوائد طويلة الأجل



يوضح المخطط أداء مؤشر MSCI World Total Return Index، مقسماً إلى عائد سعره وعناصر توزيعات الأرباح المعاد استثمارها. المصدر: Bloomberg. كما في 24 نوفمبر 2020، الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبيّنة لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. انظر مسرد المصطلحات للاطلاع على التعريفات.

أثار عام 2020 صعوبات شديدة لبعض الشركات والقطاعات التي كانت في العادة من بين أكثر دافعي الأرباح ثباتاً، ومنها شركات تعمل في مجالي التمويل والطاقة. ولقد وجدت الكثير منها أنها بحاجة إلى خفض المدفوعات أو تعليقها للمرة الأولى منذ سنوات مع تسبب عمليات الإغلاق في تقلص أرباحهم، وتحديدًا أولئك الذين لديهم مديونية أكبر وأعمال أكثر دورية. وعلى هذا فقد عانت أسعار أسهمها. وأثناء أزمة السيولة الحادة التي نشأت في شهري مارس وأبريل، سعى المستثمرون إلى الحصول على أسهم في شركات تتمتع بمستويات عالية من النقد. وتجنبوا في نفس الوقت الأسهم التي أعادت تاريخياً بعض أموالها النقدية إلى حاملي الأسهم.

يمكن أن تعمل الأسهم ذات توزيعات الأرباح بجد أكبر لك

كانت المحافظ الاستثمارية المتنوعة تعتمد تقليدياً على الأسهم لتوفير النمو طويل الأجل وعلى السندات للحصول على دخل ثابت وتنويع مخاطر الأسهم. ولكن مع انخفاض مردودات السندات إلى هذا الحد، أصبحت الأسهم تضطر إلى "العمل بجد أكبر" لأداء كل من هذين الدورين في المحافظ. ونعتقد أنها على مستوى هذه المهمة. وكما يبين الشكل 1، فإن إعادة استثمار أرباح الأسهم أسهمت بشكل أكبر في العوائد طويلة الأجل مقارنة بمجرد ارتفاع الأسعار منذ عام 1970. وتميل توزيعات الأرباح أيضاً إلى أن تكون العنصر الأكثر استقراراً في تقييم الأسهم، حيث تميل الأرباح والمضاعفات إلى التقلب بشكل أكبر كثيراً من عام إلى آخر.

نادراً ما كان تحقيق مردود معقول على أصول الدخل الثابت العالية الجودة أصعب من هذا الوقت. ففي خضم التقييد المالي اليوم، لا يتجاوز متوسط المردود على الدخل الثابت من الدرجة الاستثمارية المتطورة 0.88% بعد التضخم. ويبدو أن هذا الموقف من غير المرجح أن يتحسن في المستقبل القريب، في حين يعني أي تحرك أعلى في أسعار الفائدة انخفاض أسعار السندات في هذه العملية. وعلى النقيض من ذلك، فإننا نعتقد أن الأسهم من الممكن أن تلعب دوراً مزدوجاً وحيوياً في بناء محافظ متنوعة موجهة نحو الدخل.

والأمر ببساطة أن حجتنا هي أن الأرباح من الممكن أن تحل محل بعض الدخل من المحافظ الاستثمارية التي لم تعد العديد من السندات قادرة على توفيره. ولكننا لا ندعو إلى شراء أي أسهم معروفة توزع الأرباح، بل إننا نوصي بدلاً من ذلك بالسعي إلى الحصول على دخل من الأسهم عالية الجودة. ما الذي يتألف منه دخل الأسهم عالية الجودة إذن؟

"صناعات النمو في الأرباح" هي عبارة عن شركات دأبت على زيادة مدفوعات أرباحها بمرور الوقت. فالشركات التي تؤكد على نمو الأرباح باعتباره هدفاً لها تسعى إلى اجتذاب المستثمرين الراغبين في عائد إجمالي استناداً إلى المدفوعات النقدية ونمو الأرباح الذي يدفع أسعار أسهمها إلى الارتفاع بمرور الوقت. وبما أن مدفوعات أرباح هذه الشركات تمثل نسبة مستدامة من أرباحها، فإنها لا تعمل على تعظيم المدفوعات أو تحمل مستويات غير مستدامة من الديون لتمكينها. ومن الواضح أن نمو الأرباح الثابت يشكل سمة جذابة في نظر المستثمرين الباحثين عن الدخل. ومن المرجح أن تكون الشركات التي تدفعها أكثر قدرة على تحقيق النمو في قطاع الأعمال وأن تكون قوية مالياً.

ومن خلال التخصيص لصناعات النمو في الأرباح – إلى جانب بعض الأسهم الأخرى ذات توزيعات الأرباح – فإننا نعتقد أنك تستطيع تخفيف بعض المخاطر الكامنة في الاستعاضة عن السندات بالتعرض الواسع النطاق للأسهم.

موازنة نمو الأرباح والمردود الحالي

في السنوات المقبلة، نتوقع أن تستأنف أسهم نمو الأرباح اتجاهها الطويل الأجل المتمثل في الأداء الاقتصادي المتفوق مع تراجع التقلبات. ولكن نظراً لحاجتنا إلى تكميل فرص المردودات المتضائلة على جانب السندات من المحافظ، فإن النهج الذي نوصي به الآن يتركز في الجمع بين نمو الأرباح واستراتيجية توزيعات أرباح أكثر تقليدية تستهدف الشركات التي تدفع مردودات أعلى ولكنها لا تزال مستدامة. ومن المرجح أن تعمل هذه الاستراتيجية على زيادة الانكشاف لدافعي الأرباح الدورية ممن يهدفون إلى الحفاظ على أرباح مرتفعة في المستقبل. كما أنها تسعى إلى تجنب المستفيدين من الأرباح الموثوق بهم تاريخياً في الصناعات الخاضعة لضغوط طويلة الأمد، مثل الطاقة التقليدية. انظر [اتجاهات استثمارية لا يمكن إغفالها: تحول العالم نحو الاستثمارات المراعية للبيئة](#).

الاعتبار الأول هنا هو عوائد الأرباح النسبية المرتفعة. ففي الولايات المتحدة، تدر مؤشرات الأرباح المرتفعة ما نسبته 4.3%. يأتي هذا مقارنة بـ 2.6% بالنسبة للأسهم صانعات النمو في الأرباح ونحو 1.6% فقط بالنسبة للأسهم ككل. فضلاً عن ذلك، فإن الأسهم ذات المردود المرتفع تتداول بنسبة تقل 25% عن الأسهم صانعات النمو في الأرباح. وفي الأخير، أصبحت هذه الأسهم أكثر توجهاً نحو القطاعات التي نتوقع أن تستفيد من التعافي الاقتصادي في عام 2021.

والواقع أن بعض أفضل الأسهم أداءً في 2020 – وتلك التي دفعت المؤشرات الأوسع إلى التعافي بعد عمليات التخلص منها بشكل حاد – كانت في قطاعات مثل التكنولوجيا ووسائل الإعلام على شبكة الإنترنت. فالشركات في هذه القطاعات كانت إما معزولة عن التأثيرات المترتبة على الجائحة أو استفادت منها. وباعتبارها شركات نمو، فإنها كثيراً ما تدفع أرباحاً ضئيلة أو لا تقدم مدفوعات من الأساس.

لكن في عام 2021، نعتقد أن العوائد قد تأتي من مصادر وشركات مختلفة. يذكرنا التاريخ بأن فترات ضعف أداء الأسهم ذات توزيعات الأرباح نادرة وقصيرة الأجل في العادة. فقد تفوقت أسهم نمو الأرباح – قياساً على مؤشر S&P Dividend Aristocrats Index – في الأداء في أربعة وعشرين عاماً على مدار الإحدى وثلاثين عاماً الماضية. ومن بين الأعوام السبعة التي شهدت الأداء الضعيف، جاء عامان وسط نوبة من نوبات الهيجان التي شهدتها فقاعة "دوت كوم" في أواخر تسعينيات القرن العشرين، والثالثة أثناء التسابق التكنولوجي استجابة لفيروس كوفيد في 2020. وبعبارة أخرى، فإن الفترة المقبلة قد تكون مواتية لهذه الأسهم.

ومع تداول العديد من أسهم التكنولوجيا والإنترنت ضمن تقييمات مجهدة وسط الجائحة المستمرة، فهناك إمكانية لتفوق استراتيجيات توزيعات الأرباح فيما نتطلع إليه في المستقبل. ونعتقد أن التوزيع الشامل المحتمل للفاك كوفيد من شأنه أن يمكن من إعادة فتح جزء أكبر من الاقتصاد العالمي في عام 2021. ومن بين الأسهم التي تدفع توزيعات الأرباح، نعتقد أن تلك الأسهم التي كانت قادرة على الحفاظ على أرباح الأسهم من دون الاضطرار إلى التضحية بنفقات رأس المال سوف تخرج من هذه الأزمة في وضع أقوى من العديد من منافسيها.



استراتيجياتنا المفضلة للحصول عن الأرباح

إن السعي إلى تحقيق أرباح أسهم مستدامة ومحاولة الحد من المخاطر في الوقت نفسه يتطلب النظر إلى ما هو أبعد من تلك المناطق والقطاعات التي شهدت تفوقاً في الأداء في عام 2020، مثل الولايات المتحدة والتكنولوجيا. وبالنظر إلى مدفوعات أرباح الأسهم حسب المنطقة، فإن هذا يؤكد على أهمية السعي إلى الحصول على دخل من الأسهم على مستوى العالم - الشكل 2. ويبلغ مردود الأرباح المحتمل على توزيعات الأرباح للأسهم الأوروبية والآسيوية المتقدمة في المتوسط ضعف عائد أرباح نظرائها في الولايات المتحدة.

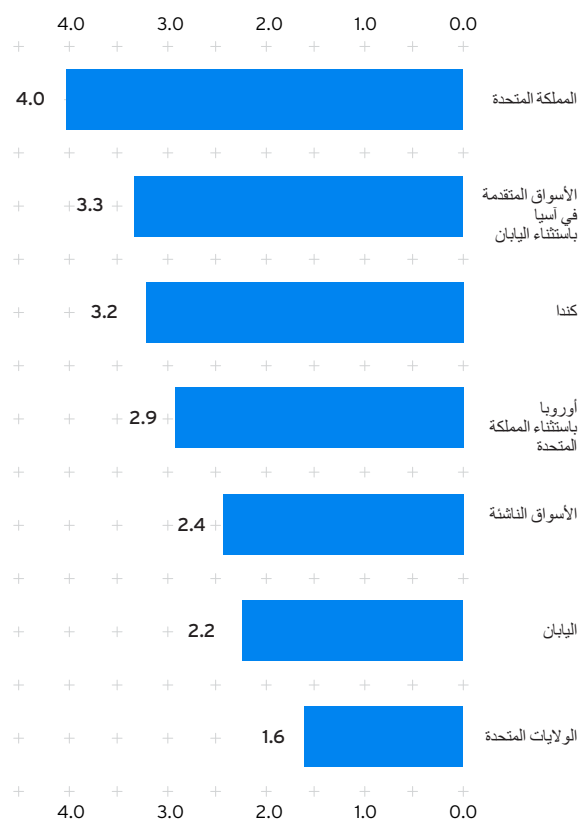
ونعتقد كذلك أن الجمع بين الانكشاف للقطاعات الدورية والقطاعات الدفاعية من الممكن أن يساعد في تحقيق الارتفاع في كل من العوائد والأسعار، مع العمل على في ذات الوقت على تخفيف مخاطر الهبوط. والواقع أننا نرى من بين أعلى مجموعات الصناعة العالمية مردوداً مجموعة من الفائزين والخاسرين في فترة جائحة كوفيد. وامتلاك مزيج من الجانبين يشكل المفتاح لبناء محافظ الدخل، لأن هدف هذه الأصول الأساسية يتلخص في تعزيز المردود الإجمالي على المحافظ، بدلاً من محاولة توقيت حدوث تحولات في السوق في المستقبل.

وبشكل خاص، نرى أن العقارات تجسد أهمية هذا التنوع. فقبل بضعة عقود من الزمان كان القطاع خاضعاً لهيمنة صناديق الاستثمار العقاري في قطاع التجزئة والمكاتب والمباني المخصصة للعائلات المتعددة. ولكن الآن أصبح عالم العقارات العام الحالي أكثر تنوعاً، مع وجود مزيج متزايد من مجالات "الاقتصاد الجديد"، بما في ذلك أبراج الاتصالات، والمجمعات الصناعية، ومراكز البحوث، وإسكان الطلاب، ومراكز البيانات. إن صناديق الاستثمار العقاري مصممة بشكل فريد بحيث تصبح أصولاً موجهة نحو الدخل، وذلك لأنها لا بد وأن تدفع الغالبية العظمى من أرباحها المحاسبية من أجل الحفاظ على وضعها المستفيد من الضرائب. وباعتباره المالك في الاقتصاد، فنحن نعتقد أن القطاع العقاري من المرجح أن يستمر في التعافي إلى جانب الاقتصاد العالمي في عام 2021، مع مواصلة تحقيق أرباح أعلى من السوق على طول الطريق.

الشكل 2.

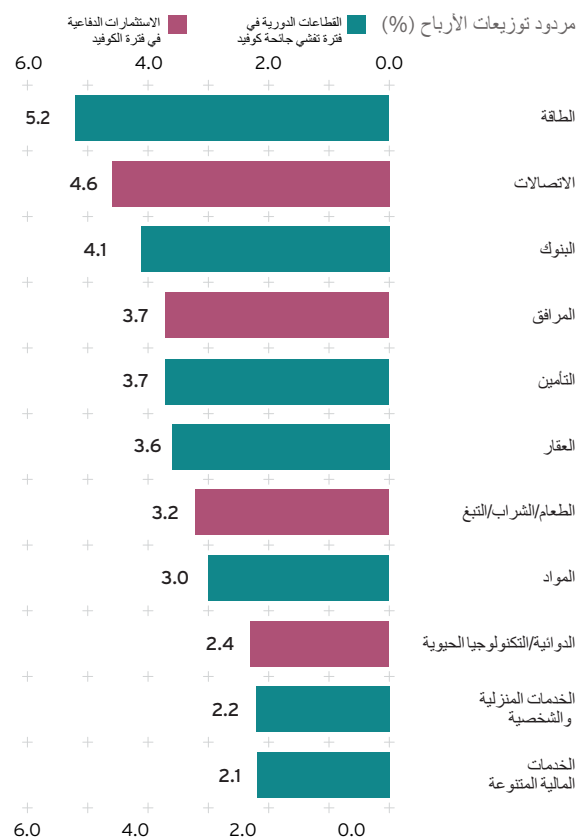
عائدات الأرباح بحسب المنطقة

مردود توزيعات الأرباح (%)



يعرض المخطط عائدات توزيعات الأرباح المقدرة لعام 2021 لمؤشرات MSCI. المصدر: Bloomberg كما في 24 نوفمبر 2020. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. انظر مسرد المصطلحات للاطلاع على التعريفات.

الشكل 3. القطاعات الدورية والدفاعية: من بين أعلى محفلي العوائد



يعرض المخطط عائدات توزيعات الأرباح المقدرة لعام 2021 لمؤشرات القطاعات العالمية حسب مؤشر MSCI All Country World. المصدر: Bloomberg كما في 24 نوفمبر 2020. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. انظر مسرد المصطلحات للاطلاع على التعريفات.

توزيعات لأرباح تساعد في التغلب على التقهيد المالي

يشكل الوضع الحالي المحروم من الفائدة تحديًا خاصًا للمستثمرين ومع ذلك، نعتقد أن نوع أسهم الأرباح التي تمت مناقشتها هنا في وضع جيد لمواجهة هذا التحدي. ولكن ما أفضل طريقة لعكس هذا النهج في محفظتك؟ بالنظر إلى الآثار غير العادية القصيرة والطويلة الأجل للجائحة على العديد من الشركات والصناعات، نعتقد أن الانتقائية ضرورية. ولهذا السبب، فإننا نحيد المديرين الناشطين الذين يركزون على الأسهم صانعات النمو في الأرباح والأسهم ذات المردود المرتفع. كما نعتقد أن استراتيجيات أسواق رأس المال يمكن أن تساعدك على استهداف نتائج دخل محددة في ما يتعلق بالأسهم صانعات النمو في الأرباح والأسهم ذات المردود المرتفع وغيرها.

ومع تسارع وتيرة التعافي الاقتصادي العالمي في عام 2021 وما بعده، فإننا نوصي بالأسهم ذات توزيعات الأرباح لأنها تعمل بجد أكبر في محفظتك. وسوف يكون ارتفاع الدخل والأسعار ممكنًا في نفس الوقت.



3.3

تحقيق مردود في ظل
القيود التي تكبل العالم

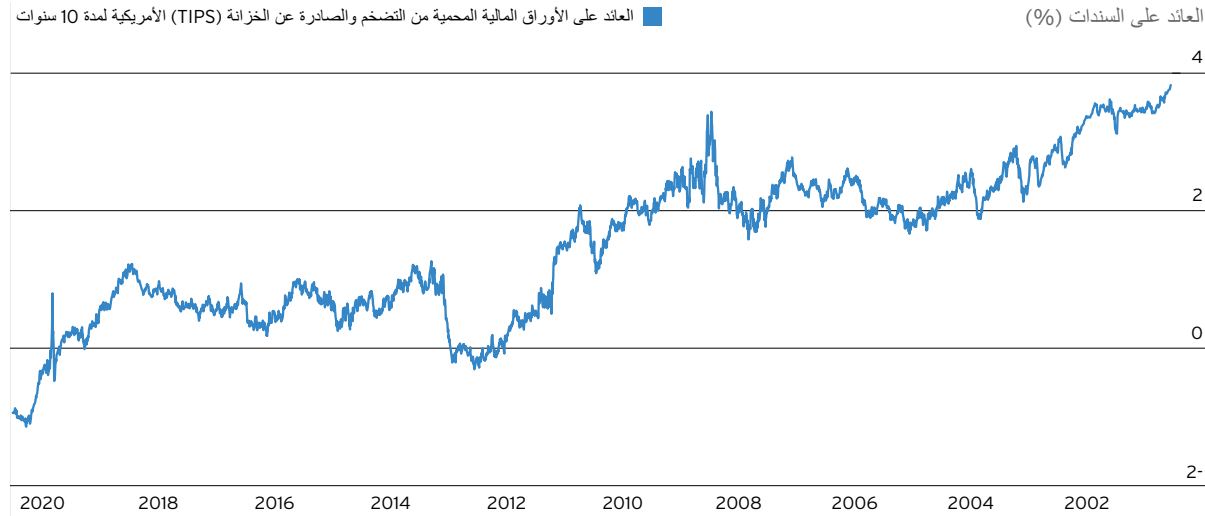
كريس زيبوليتوس - رئيس استراتيجية الدخل الثابت العالمية

يضع التقييد المالي العديد من أصول الدخل الثابت في مواجهة المخاطر مباشرة. ولكننا لا نزال نرى إمكانية تحقيق مردود حقيقي إيجابي ومزايا ترتبط بالتنوع في إطار هذه الفئة من الأصول.

- تزيد أسعار الفائدة الحقيقية السلبية من صعوبة السعي إلى تحقيق مردود من العديد من السندات.
- وعلى الرغم من هذه البيئة، إلا أننا لا نزال نرى إمكانية السعي إلى تحقيق المردود في أجزاء محددة من سوق الدخل الثابت.
- وهذا يشمل الفرص في الأسهم ذات الدرجات الاستثمارية، والأسهم ذات المردود المرتفع، والأوراق المالية الممتازة، وغير ذلك من الأصول



الشكل 1. أصبحت مردودات سندات الخزانة الأمريكية سلبية بعد التضخم



يعرض المخطط مردود سندات الخزانة الأمريكية المحمية ضد التضخم لمدة 10 سنوات. المصدر: Bloomberg كما في 1 نوفمبر 2020. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

بالنظر إلى احتمالية اشتداد التقييد المالي، ما هي المجالات التي تدرج ضمن سوق الدخل الثابت والتي نفضلها في المحافظ؟

نرى أن مخاطر أسعار الفائدة مرتفعة. ومع اكتشاف لقاحات فعالة، فإن أسعار الفائدة تتجه بالفعل نحو الارتفاع وقد تتضاعف عن المستويات الحالية. وإذا كان الأمر كذلك، فقد يكون له تأثيرات سلبية شديدة على الأسعار داخل المحافظ. والقوائم المنخفضة تقدم القليل لحماية إجمالي العوائد. وفي الوقت نفسه، نعرض وجهة نظر بقاء حول التعافي الاقتصادي في مرحلة ما بعد كوفيد. من المرجح في أجزاء معينة من سوق الائتمان العالمية أن تتحسن العوامل الأساسية بتحسين الأحوال الاقتصادية، وإذا ما وضعنا في اعتبارنا أن أسواق الائتمان تقدم علاوات عائد أعلى، فإننا نراها في وضع أفضل لتحقيق النمو في العائدات الخالية من المخاطر.

يلحق التقييد المالي الضرر أضراراً بالدخل الثابت أكثر من أي فئة أخرى من الأصول. ومع انخفاض عوائد الدخل الثابت، تتراجع التدفقات النقدية المستقبلية لحملة السندات. وإذا تسبب التضخم في تحول المردود الحقيقي إلى السالب، فإن القيمة الإجمالية لرؤوس الأموال المقترضة تنخفض أيضاً.

وبالنسبة لمقترضين مثل الحكومات المثقلة بالديون، فإن الفوائد واضحة. فهم يدفعون تكاليف خدمة أقل على ديونهم وقد يسددون أقل بكثير مما اقترضوه بالقيمة الحقيقية عند الاستحقاق. ومع ذلك، فإن مكاسبهم على حساب حاملي السندات مباشرة.

يتعرض المستثمرون للمزيد من المخاطر عندما ترتفع أسعار الفائدة، فضلاً عن رؤية أداء محافظهم الاستثمارية المحتملة تعاني. وعلى هذا، من الممكن أن تظل تفاعلات السندات ذات المردود المنخفض للغاية أو السلبية إيجابية في فترات "تجنب المخاطر"، ولذا فقد تظل قادرة على توفير قيمة التنويع. ولهذا السبب، فإننا لا ندعو إلى سحب الاستثمارات بأكملها من هذه السندات.

خسائر مدمجة؟

إن المردودات المنخفضة على الدخل الثابت اليوم هي أدنى كثيراً من المعدل الحالي للتضخم. وباستخدام سندات الخزانة المحمية من التضخم كمقياس لتوقعات التضخم الحالية، فإن عوائد سندات الخزانة الأمريكية الحقيقية – المعدلة تبعاً للتضخم – تتجه بعمق إلى المنطقة السلبية – الشكل 1. وهذا من شأنه أن يخلق مشاكل كبرى للمستثمرين الذين يسعون إلى توليد عوائد أكبر من ارتفاع قيمة المال. فإما أن يفكر المستثمرون في تمديد المدة للحصول على مردودات حقيقية إيجابية، أو إضافة المخاطر، أو الأمرين معاً.

قد لا تتجاوز المردودات المكافئة للضريبة على سندات البلدية المعفاة من الضرائب عالية الجودة سندات الشركات ذات الدرجة الاستثمارية والخاضعة للضريبة - الشكل 2. ومن غير المرجح أن تتغير هذه الديناميكية، حيث نتوقع أن يظل الطلب على الديون المعفاة من الضرائب مرتفعاً. إن النتائج السياسية والتأثير على معدلات ضريبة الدخل في المستقبل هي من الاعتبارات التي ينبغي لنا أن ننظر فيها. وفي الواقع، إذا ارتفعت معدلات ضريبة الدخل، فقد يؤدي ذلك إلى زيادة الطلب على السندات البلدية.

المردود المرتفع

كان البنك الفيدرالي مشترياً لبعض السندات ذات المردود المرتفع، على عكس البنك المركزي الأوروبي. ولقد ساعد هذا أسواق السندات ذات المردود المرتفع في التعافي الكامل من موجة البيع المدفوعة بالجائحة في أوائل عام 2020. ورغم هذا التحول المبهر، فإن الفوارق لا تزال جذابة نسبياً، مع اقتراب متوسط المردود من 4.8%. ولا شك أن هذه التقييمات تشير إلى الانكشاف لبعض الأجزاء الأكثر خطورة في سوق السندات ذات المردود المرتفع. ورغم ترحيبنا بالتعرض غير المنظم ذي الجودة المنخفضة في قطاعات داخل استراتيجيات سوق السندات ذات المردود المرتفع الأوسع نطاقاً، فإننا نفضل استكمال الفرص المتاحة في سوق السندات الهابطة.

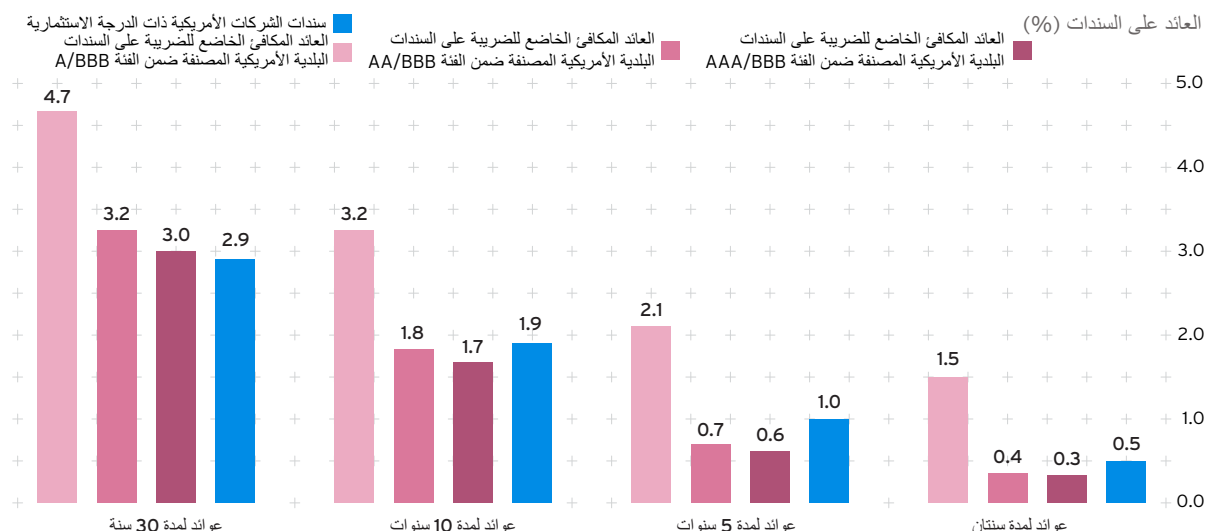
يمكن لسوق السندات الهابطة - أو السندات ذات الدرجة الاستثمارية التي تم تخفيضها إلى تصنيف السندات ذات المردود المرتفع (أي السندات غير المرغوب فيها) - أن تعرض فرصاً مقنعة لتحقيق العائد الإجمالي، حيث تميل أسعارها إلى الانخفاض قبل خفض التصنيف. وهذا من شأنه أن يخلق تقييمات جذابة لمديري السندات ذات المردود المرتفع. في العديد من الحالات، تحاول السندات الهابطة تحسين قوائمها المالية من أجل التحول إلى "سندات في طريقها للحصول على درجة استثمارية" في المستقبل. وقد سمحت هذه الديناميكية للسندات الهابطة بالتفوق على سوق السندات ذات المردود المرتفع الأوسع نطاقاً في 17 عاماً على مدار الثلاثة وعشرين عاماً الماضية، بما في ذلك عام 2020.

ونحبذ الفرص المختارة بين المصدرين المصنفين عند BBB المقومة إصدارتهم بالدولار الأمريكي، والتي تحقق عائداً يبلغ 2.1% وحيث تتمتع الفوارق بمجال ما لتشديد إضافي لسياساتها. ورغم أن تسهيلات الائتمان لدى الاحتياطي الفيدرالي من المقرر أن تنتهي في العام الجديد، فمن المرجح أن يظل موقفه المرن بشأن السياسة النقدية الأوسع نطاقاً داعماً للسوق. وفي أوروبا، لا تحقق السندات المقومة باليورو المصنفة ضمن فئة BBB سوى 0.75% في المتوسط. ولكن هذا جذاب نسبياً لأن الأسعار السلبية تهيمن على منطقة اليورو. وبالنسبة للمستثمرين في الولايات المتحدة، فإننا نحبذ أيضاً السندات "مخفضة الجودة" داخل السندات البلدية. وفي بعض الحالات، يكون هذا بدافع الضرورة، حيث

سندات الدرجة الاستثمارية

كانت سندات الشركات ذات الدرجة الاستثمارية جزءاً من برنامج البنك المركزي الأوروبي للتيسير الكمي لسنوات عديدة. وبداية من مايو 2020، انضم الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى العملية، حيث جمع 13 مليار دولار أمريكي في هيئة صناديق استثمار متداولة وسندات الشركات الفردية من خلال تسهيلات ائتمان الشركات في السوق الثانوية. ونتيجة لهذا، تقلصت الفوارق بين مردودات الشركات والمردودات الحكومية بشكل كبير وانخفضت العوائد المطلقة إلى أدنى مستوياتها التاريخية.

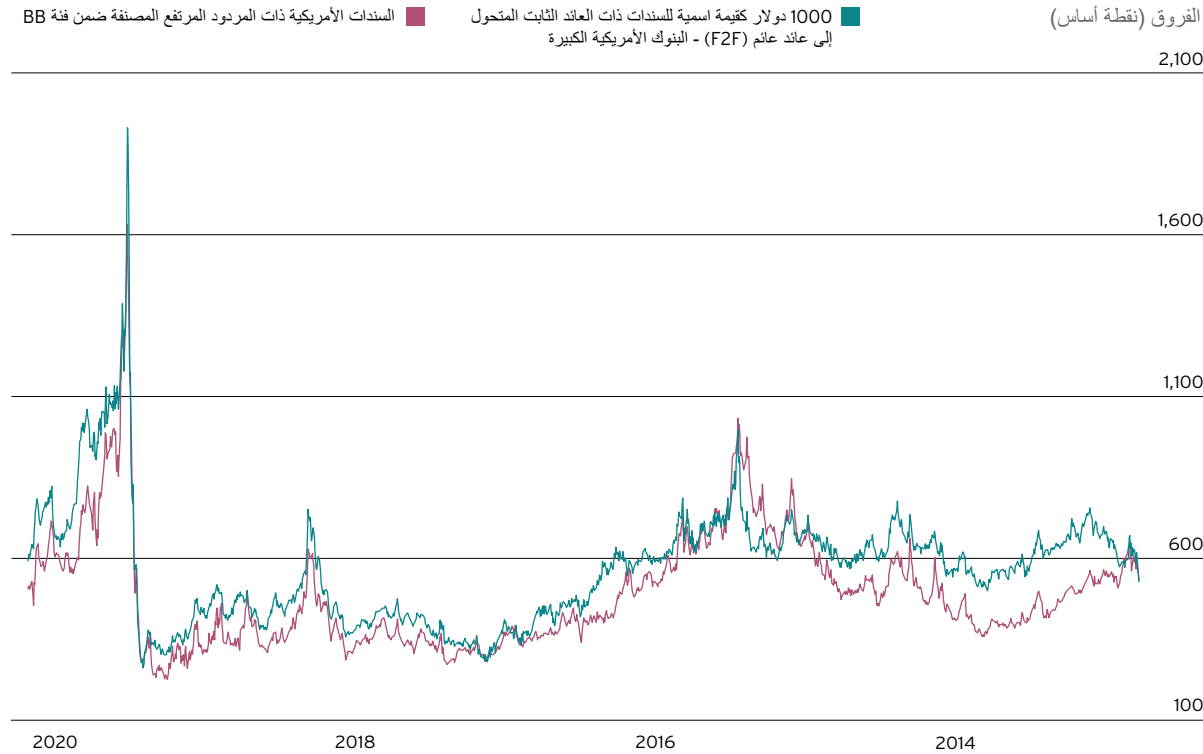
الشكل 2. المردودات المكافئة للضريبة على سندات البلدية مقابل سندات الشركات ذات الدرجة الاستثمارية في الولايات المتحدة



المصدر: Bloomberg. كما في 30 أكتوبر 2020. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

الأوراق المالية الممتازة

الشكل 3. مردودات الأسهم الممتازة الأمريكية تحقق قيمة



كانت الأسهم الممتازة تاريخياً مصدرراً جيداً للمردود الحالي المرتفع. وفي بنية رأس المال - وحسب الترتيب الذي يحصل به المستثمرون على أموالهم في حالة الإفلاس - كانت الأسهم الممتازة أعلى من الأسهم ولكنها أقل من السندات. وبسبب الافتقار إلى الإصدارات الجديدة والطلب على مردودات أعلى، فقد ارتفعت تقييمات الأسهم الممتازة على مر السنين، أي أن عائداتها انخفضت. ولكن مع كون متوسط مردودات الأسهم الممتازة في الولايات المتحدة عند 4% وفي أوروبا عند 5%، فإننا نعتقد أن القيمة لا تزال قائمة. في العديد من الحالات، يمكن مقارنة تقييمات الأسهم الممتازة مع السندات ذات التصنيف المماثل مرتفعة المردود - الشكل 3. ولأغراض التأكيد، فإنه في حين أن العديد من تصنيفات الائتمان التي يفضلها البنك هي دون تصنيفات الدرجة الاستثمارية، فإن التصنيفات الرئيسية راسخة في منطقة الدرجات الاستثمارية.

الائتمان العقاري

تقدم الأوراق المالية المدعومة بقروض استهلاكية، أو قروض تجارية، أو قروض رهن عقاري سكنية عروض بمردودات مثيرة للاهتمام بدرجات متفاوتة من المخاطر. وتعتمد جودة كل فرصة على أولوية السندات في تلقي رأس المال والفائدة من القروض الأساسية. ومن بين المجالات الأقل تأثراً بعمليات الإغلاق بسبب كوفيد-19 هو سوق الإسكان في الولايات المتحدة. ونتيجة لهذا، فإن سوق الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري السكنية خارج الوكالات سوف تستفيد إلى حد ما. ومرة أخرى، من الممكن أن تختلف مخاطر الائتمان، ولكن يمكن أن تقدم سوق الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري السكنية خارج الوكالات مردودات تقترب من 4%.

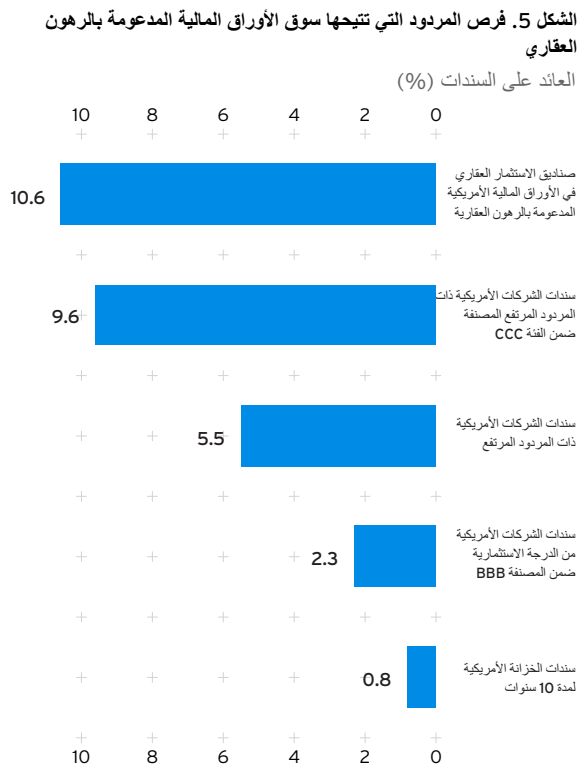
المصدر: Bloomberg ومؤشرات Bloomberg Barclays Indices كما في 10 نوفمبر 2020. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

داخل المحافظ الأساسية إلى خفض علاقات الترابط، وهو ما من شأنه أن يقلل من التقلبات الإجمالية للمحفظة وأن يساعد المستثمرين في دخول غمار البيئة الحالية المنخفضة المردود.

وفي حين أن الفرص المذكورة أعلاه يمكن أن تثبت على مزاياها، فإننا نعتقد أن هذه الأسواق تعمل على أفضل وجه عندما تجتمع معاً في محفظة متنوعة. ومن الممكن أن توفر الأفكار الأخرى المولدة للدخل، مثل ديون الأسواق الناشئة، وصناديق الاستثمار في الرهن العقاري والعقارات، وأسهم نمو الأرباح، مستوى من التفرّد للمستثمرين الذين يركزون على الدخل. ومن الممكن أن يؤدي الجمع بين هذه الفرص

أن تظل عند هذا الحد على مدى الأعوام القليلة المقبلة، فإن التمويل بالاستدانة سوف يظل رخيصاً. ومن الممكن أيضاً أن تعمل توقعاتنا للحصول على منحى مردود أمريكي أكثر حدة على زيادة القيمة المقترحة للمتاجرات بفرق العوائد، والتي من الممكن أن تدعم أرباح قطاع صناديق الاستثمار العقاري في الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقاري.

ساهم جوزيف كابلان في هذا المقال كذلك.



المصدر: Bloomberg Barclays Indices ومؤشرات Bloomberg. كما في 10 نوفمبر 2020. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

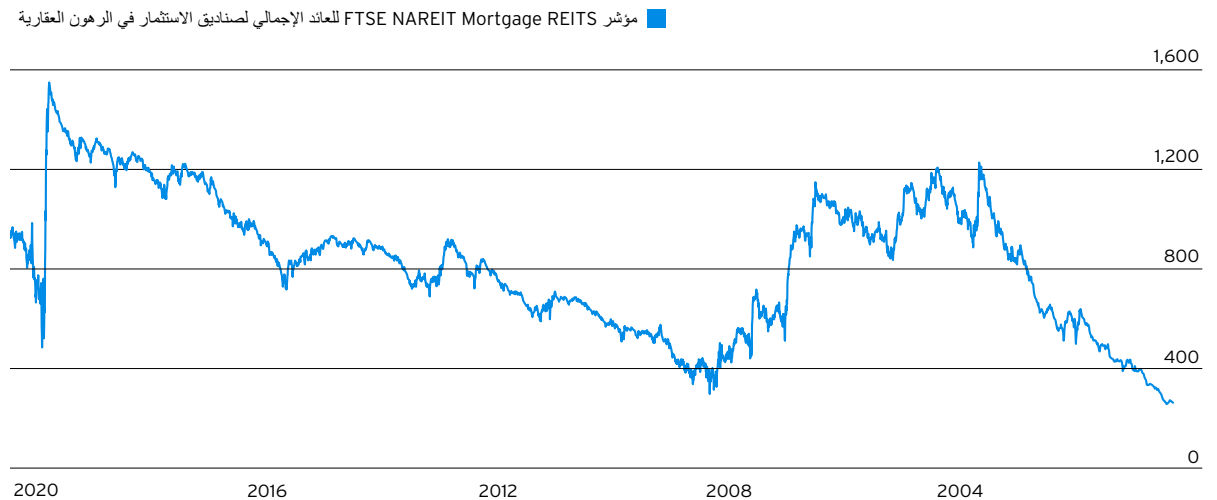
ولا ينبغي لنا أن نندهش حين نعلم أن هذه السوق قد تضررت بشدة في شهر مارس الماضي، مع هبوط سوق صناديق الاستثمار العقاري في الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية بشكل عام بنسبة 70%. ولكن وعلى الرغم من التعافي الكامل لأسواق الأسهم في الولايات المتحدة، فإن قطاع صناديق الاستثمار العقاري في الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقاري ظل كاسداً إلى حد كبير - الرقم 4. ومن المؤكد أن هذا الضعف يمكن إرجاعه إلى تأثير الجائحة على قطاعات الفنادق والعقارات بالتجزئة.

ومن المتوقع أن يشتري الاحتياطي الفيدرالي ما لا يقل عن 40 مليار دولار من سوق الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقاري عبر الوكالات كل شهر في عام 2021. كما تم تنسيق تسهيلات أخرى للبنك الفيدرالي من أجل الحفاظ على تيسر واستقرار الأوضاع المالية في الأسواق. ومع تحديد أسعار الفائدة عند مستوى الصفر، واحتمالية

البدايل الشبيهة بالسندات

صناديق الاستثمار في الرهون العقارية هي شركات تركز استثماراتها في سوق الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية. وتتخصص بعض هذه الشركات في سوق الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقاري عبر الوكالات الأمريكية مثل Freddie Mac و Fannie Mae، في حين تستثمر شركات أخرى في سوق الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية السكنية خارج الوكالات أو الأوراق المالية التجارية المدعومة بالرهون العقارية التجارية والتي تشمل على تصنيفات وهياكل مختلفة. ونظراً لارتفاع نسبة الروافع المالية المستخدمة لتمويل هذه الاستثمارات، تميل مردودات الأرباح والتقلبات المرتبطة بها إلى الارتفاع.

الشكل 4. لا تزال صناديق الاستثمار العقاري المدعومة بالرهون العقارية كاسدة



المصدر: Bloomberg Barclays Indices ومؤشرات Bloomberg. كما في 10 نوفمبر 2020. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وهي مبنية لأغراض الشرح لا أكثر، لكنها لا تمثل أداء أي استثمار بعينه. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

3.4

اتخاذ مسارات بديلة لتحقيق الدخل من المحافظ

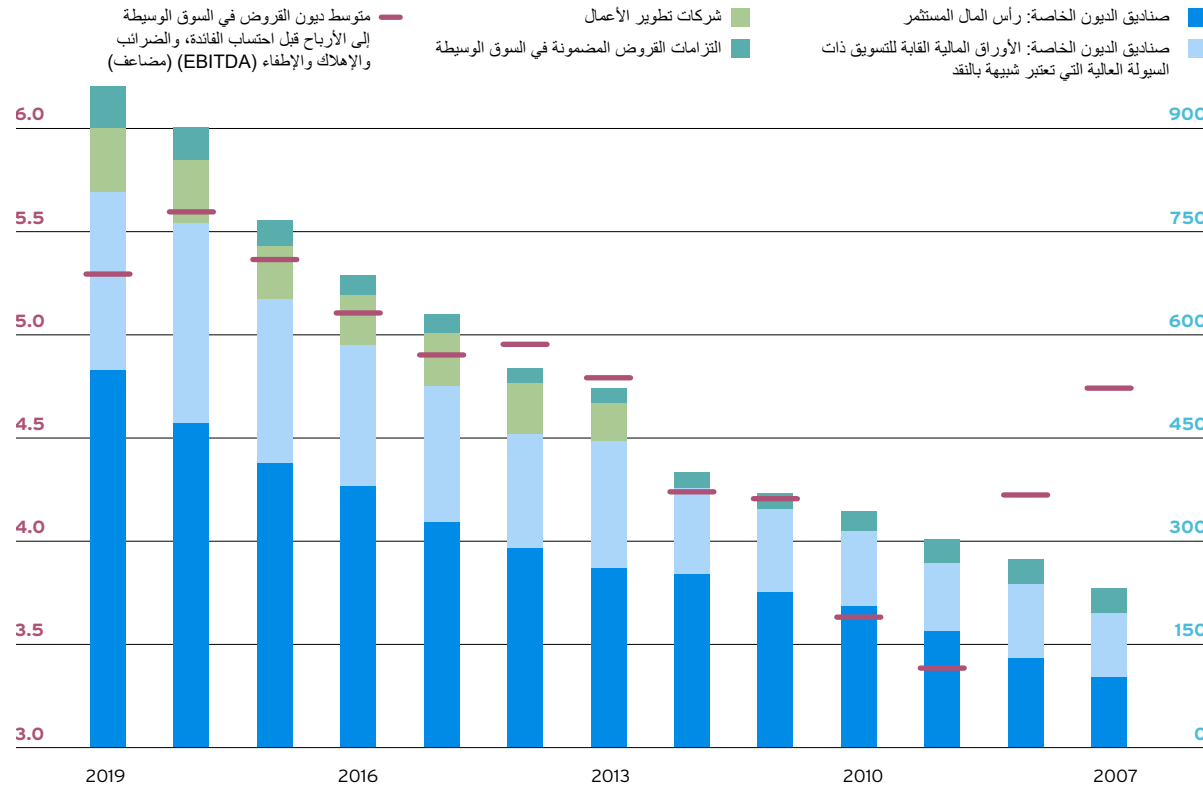
دانييل أودونل - الرئيس العالمي لبدائل إدارة الاستثمارات في Citi
 أليكس ريزيا - مدير أبحاث الأسهم الخاصة والعقارات
 مايكل يانيل - مدير أبحاث صناديق التحوط

توفر بعض استراتيجيات الأسهم الخاصة والعقارات وصناديق التحوط توزيعات وفرصاً للتنويع، فضلاً عن إمكانية الربح. يتعين على المستثمرين المؤهلين أن يفكروا في اتباع مثل هذه المسارات البديلة للتغلب على التقييد المالي.

- نوصي المستثمرين المؤهلين الراغبين في التضحية بالسيولة وتحمل المزيد من المخاطر بتبني استراتيجيات بديلة معينة.
- وقد توفر هذه الاستراتيجيات فرصاً لتلقي توزيعات متواترة، فضلاً عن المساعدة في تنويع المحافظ.
- التوزيعات ليست دخلاً بالمعنى التقليدي، حيث يمكن دفعها بشكل متقطع، ولكن تأثيرها يمكن أن يكون مماثلاً.
- نبرز الاحتمالات المرتبطة بالإقراض المباشر للشركات، والانتماء المنظم، والقيمة النسبية للدخل الثابت.
- في الأسواق العامة، نحيد اختيار استراتيجيات صناديق التحوط، بما في ذلك مديري الانتماء المنظم ومدراء القيمة النسبية للدخل الثابت.



الشكل 1. نمو سوق الديون الخاصة العالمية



إن التقييد المالي يفرض علينا أن نفكر في الاستعاضة عن سندات معينة عالية الجودة في محافظنا الاستثمارية ولكن لا يوجد بديل واحد لهذه السندات من الجمع بين الدخل والتنوع اللذين كانت تقدمهما فيما مضى. وبدلاً من ذلك، ندعو إلى محاولة الاستعاضة عنها باستثمارات من فئات متنوعة من الأصول. وبالنسبة للمستثمرين المؤهلين الراغبين في التضحية بالسيولة وتحمل المزيد من المخاطر، فإن بعض الاستراتيجيات البديلة قد توفر الفرص لتلقي التوزيعات المتواترة، فضلاً عن المساعدة في تنويع المحافظ. والتوزيعات ليست دخلاً بالمعنى التقليدي، حيث يمكن دفعها بشكل متقطع، ولكن تأثيرها يمكن أن يكون مماثلاً. وهنا، وضعنا بعض المسارات البديلة التي حددناها للتغلب على التقييد المالي.

الاتجاهات السائدة في سوق الديون الخاصة

في أعقاب الأزمة المالية العالمية في الفترة ما بين عامي 2008 و2009، أرغمت الأنظمة الجديدة البنوك على تعزيز مستويات رأس المال والسيولة لديها. ولقد أدى هذا إلى الحد من قدرتهم على الاحتفاظ بقروضهم التي صدرت حديثاً في ميزانياتها العمومية. فقد أصبحت تعتمد على نحو متزايد بدلاً من ذلك على نموذج الإنشاء والتوزيع، حيث تتم كتابة القروض ثم بيعها إلى أطراف ثالثة. ومن ناحية أخرى، ارتفع حجم سوق الوساطة المالية غير المصرفية بنسبة 75% إلى 51 تريليون دولار على مستوى العالم منذ عام 2010.¹ وقد سمح هذا للمؤسسات المالية غير المصرفية مثل مدراء ديون الشركات الخاصة ومدراء التزامات القروض المضمونة بأن يصبحوا جهات فاعلة بصورة متزايدة الأهمية في السوق.

يبين المحور الأيسر مليارات الدولارات الأمريكية. ويبين المحور الأيمن مضاعف متوسط الدين إلى الأرباح قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء. المصدر: صندوق النقد الدولي، وS&P LCD، وPrequin كما في أبريل 2020. انظر مسرد المصطلحات للاطلاع على التعريفات.

بلغت سوق الديون الخاصة العالمية الآن ما يقرب من تريليون دولار، أي أكثر من أربعة أمثال حجمها في عام 2007، مستفيدة من التحول الطويل الأمد نحو الأسواق الخاصة² - الشكل 1. فقد حل الإقراض

¹ مجلس الاستقرار المالي، تقرير الرصد العالمي بشأن الوساطة المالية غير المصرفية 2019، يناير 2020

² صندوق النقد الدولي، تقرير الاستقرار المالي العالمي، أبريل/نيسان 2020

المباشر غير المصرفي محل الإقراض المصرفي بشكل خاص بالنسبة للشركات المتوسطة الحجم، ولكنه خلق أيضاً الفرص في الإقراض العقاري. ونعتقد أن هذه الاتجاهات من المرجح أن تتسارع بعد جائحة كوفيد-19.

الإقراض المباشر للشركات

ارتفعت مبالغ رؤوس الأموال التي تم جمعها بشكل كبير، إلى جانب دخول أعداد متزايدة من المقرضين من القطاع الخاص في السنوات الأخيرة. ونتيجة لهذا، فإن العديد منهم يحتفظون بكميات كبيرة من "الأوراق المالية القابلة للتسويق ذات السيولة العالية التي تعتبر شبيهة بالنقد"، أو رأس المال الذي لم يتم إقراضه بعد، كما هو ما مبين الشكل 1 أيضاً. ومع توفر المزيد من المقرضين للمزيد من رأس المال للإقراض، أصبحت المعاملات أكثر من حيث الروافع المالية. فقد ارتفع متوسط الروافع المالية لدى الشركات المقرضة في السوق المتوسطة على مستوى العالم - قياساً على نسبة الدين إلى أرباحها قبل الفوائد والضرائب والإهلاك والإطفاء - من أدنى مستوى له عند 3,41 في عام 2009 إلى 5,31 في عام 2019. ورغم أن هذا يعني بوضوح زيادة المخاطر، فقد ارتفع أيضاً حجم الأسهم التي تدعم هذه القروض، وذلك بفضل ارتفاع تقييمات الأسهم في الولايات المتحدة وأوروبا.

ووسط البيئة الأكثر تنافسية، انخفضت الهوامش - الفارق بين متوسط أسعار الفائدة على القروض ومردودات السندات الحكومية - بعض الشيء. ومنذ عام 2010، انخفضت هوامش التمويل بإصدار أوراق مالية ممتازة للإقراض المباشر في السوق المتوسطة في الولايات المتحدة بنحو 150 نقطة أساس إلى ما بين 550 و650 نقطة أساس. واستغرقت سوق القروض المباشرة الأوروبية وقتاً أطول من السوق الأمريكية لكي تبدأ في النمو بعد الأزمة المالية العالمية. ولكن منذ أن أدركت هذه الغاية في عام 2013، تقلصت الهوامش أيضاً بنحو 100 نقطة أساس لتصل إلى ما بين 600 إلى 700 نقطة أساس. وقد ظلت الرسوم ثابتة نسبياً عند ما بين 250 إلى 300 نقطة أساس.³ ولكن

رغم أن الفوارق قد تكون قد تقلصت على مدى العقد الماضي، فإننا لا نزال ننظر إليها باعتبارها جذابة، وخاصة في ضوء العلاوة الكبيرة على الفوارق في السوق العامة.

تسببت صدمة جائحة كوفيد-19 في عكس اتجاه هذه الاتجاهات جزئياً، فقد شددت العهود، وانخفضت مضاعفات الروافع المالية، وارتفعت الفوارق بشكل هامشي. ومع ذلك، لم يتحقق الاتساع الكبير في الفوارق. ويرجع هذا إلى تركيز مديري الديون الخاصة على الشركات الأكثر قدرة على الصمود، حيث تكافح الشركات في القطاعات الأكثر تضرراً من الجائحة لجمع رأس المال. وقد تتمثل إحدى النتائج في إتاحة الفرص لصناديق الديون الخاصة لتمويل الشركات التي لم تعد قادرة على الوصول إلى الأسواق العامة، على الرغم من أصولها القوية. وقد تتجسد أحد النتائج الأخرى في توفير الفرص للأموال التي تسعى إلى توفير رأس المال الداعم للميزانيات العمومية التي تواجه تحديات.

الانتماء المنظم

تطورت أسواق الانتماء المنظم منذ اندلاع الأزمة المالية. وهذا يتضمن التحسينات التنظيمية مثل قبول بالمخاطر، والتي تتطلب من الجهات الراعية للتوزيع قبول جزء من مخاطر الانتماء. ومن خلال إرغام الجهات الراعية على قبول بعض "المخاطر"، يصبح هناك قدر أفضل من المواءمة بين المصالح والمستثمرين. ورغم انحدار عالم الأوراق المالية الصادرة قبل عام 2009، فإن هذا يقابله نمواً في الإصدارات الجديدة. والآن تمثل أسواق الانتماء المنظم ما يقرب من 4 تريليون دولار أمريكي في الأوراق المالية غير المسددة.⁴ وعلى الرغم من هذا التوسع، أدت التغيرات التنظيمية في رأس المال إلى انخفاض صافي مراكز المتعاملين بنسبة تتجاوز 60% منذ بداية عام 2014. وأدى انخفاض قدرة المتعاملين إلى زيادة العجز والفجوات غير السائلة في السوق، والتي يمكن لصناديق التحوط الانتهازية الاستفادة منها.

تحسنت كذلك أوضاع أعمال المقرضين، فضلاً عن ديناميكيات السوق. فعلى سبيل المثال، وبعد انفجار فقاعة الإسكان، عمل المستهلكون في الولايات المتحدة بشكل كبير على خفض مستويات الاستدانة، مع انحدار نسبة ديون الأسر إلى الناتج المحلي الإجمالي بما يزيد على 20% منذ عام 2008.⁶ وعلى مدى نفس الفترة، تحسنت أيضاً نسب الدين إلى الدخل ونتائج الانتماء الاستهلاكي للقروض العقارية السكنية. فعلى سبيل المثال، كان أصحاب المساكن الذين حصلوا على رهون عقارية تبلغ نسبة القرض إلى قيمة الشيء المرهون فيها ما بين 60% إلى 80% بين عامي 2009 و2018 قد رجحوا متوسط درجاتهم الائتمانية على مقياس شركة (Fair Isaac Corporation (FICO ونسب الدين إلى الدخل عند 752 و34% على التوالي، في مقابل 726 و39% في الفترة ما بين عامي 2005 و2008.⁷

وعلى الرغم من هذه العوامل الأساسية المحسنة، إلا أن أزمة كوفيد-19 تسببت في إحداث اضطراب في الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقاري السكنية خارج الوكالات. فقد وجد المستثمرون أنفسهم مضطرين إلى البيع، في حين لم يتدخل الاحتياطي الفيدرالي، كما فعل في أسواق أخرى بما في ذلك السندات ذات الدرجات الاستثمارية وسندات الشركات ذات المردود المرتفع. ورغم تعافي الأسعار بعض الشيء، فإن المردودات غير مشوهة بسبب شراء البنوك المركزية وتظل مرتفعة مقارنة بمستويات ما قبل انتشار الجائحة. ونرى هذا باعتباره فرصة محتملة.

³مراجعة إقراض الأسواق المتوسطة المتطورة لمؤسسة LCD - الربع الثالث من عام 2020 تقرير الربع الثاني من 2020 لشركة Cliffwater حول الإقراض المباشر في الولايات المتحدة، ملاحظات فريق أبحاث CPB PERE Research حول السوق.

ملاحظات السوق من فريق CPB PERE Research

⁴ SIFMA، البيانات باستثناء الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقاري عبر الوكالات، كما في ديسمبر 2019.

⁵ بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك، البيانات كما في سبتمبر 2020

⁶ المصدر: Bloomberg، كما في أكتوبر 2020

⁷ Fannie Mae، العرض التقديمي للمستثمرين لدى Connecticut

Avenue Securities، يوليو 2020

التعرض للبدائل

بالنسبة للعملاء المؤهلين الراغبين في التضحية بالسيولة، نحيد مديري الديون الخاصة الانتهازيين الذين تتوفر لديهم تفويضات مرنة تتيح لهم الاستثمار في كافة هياكل رأس المال. فمثل هؤلاء المديرين لديهم القدرة على تحقيق عوائد ومردودات نسبية ومطلقة جذابة. وفي الأسواق العامة، من الممكن أن تساعد استراتيجيات صناديق التحوط في متابعة أهداف مردود المحفظة. ومن بين هذه الاستراتيجيات مديرو الائتمان المنظم الذين يمكنهم الجمع بين التجارة وتحليل الائتمان للاستفادة من ارتفاع المردودات وعدم كفاءة السوق، ومدراء الدخل الثابت الذي يتمتعون بقدرات تجارية قوية تمكنهم من الاستفادة من فرص القيمة النسبية داخل أسواق السندات الحكومية.

القيمة النسبية للدخل الثابت

على صعيد أسواق السندات الحكومية، شهدت سندات الخزنة الأمريكية نمواً كبيراً في الإصدارات للمساعدة في تمويل التحفيز المالي للتصدي لهذه الجائحة. وقد استوعب البنك الاحتياطي الفيدرالي قسماً كبيراً من هذا المعروض، وارتفعت حيازاته من سندات الخزنة الأمريكية إلى أكثر من 4 تريليون دولار كجزء من التيسير الكمي.⁸ وأدى نمو الإصدارات إلى جانب وجود مشاركة كبيرة غير حساسة للأسعار إلى خلق فرص تجارية متزايدة في أدوات الدخل الثابت السائل. ومن الممكن أن تعمل الصفقات ذات القيمة النسبية والمراجعة التي تحددها صناديق التحوط في هذه الأسواق على إنتاج تدفقات ثابتة من العائد لا ترتبط بأصول ذات مخاطر، مع إمكانية توليد عوائد مرتفعة أثناء فترات تحركات الأسعار والتقلبات.

⁸ بنك الاحتياطي الفيدرالي في نيويورك، البيانات كما في سبتمبر 2020

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

3.5

توليد مردود في ظل التقلبات: ما يجب فعله عندما تكون الأمور مواتية

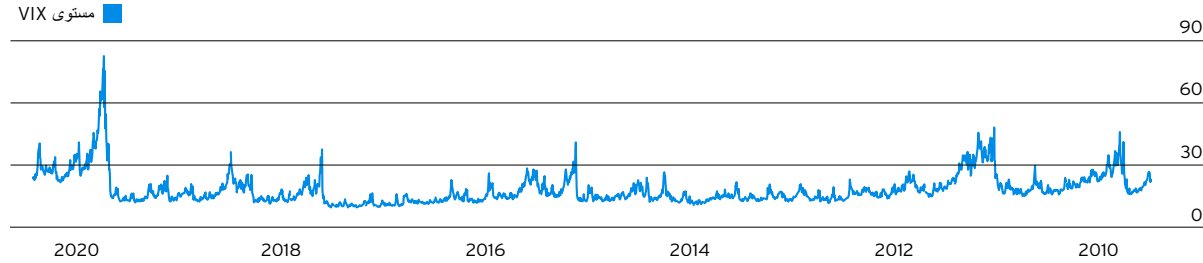
إيان آرمتج - الرئيس العالمي لأسواق رأس المال

نتوقع أن تظل تقلبات الأسهم مرتفعة. ولذا حري بنا أن نحول هذا التقلب إلى مصدر قيم للدخل.

- ما انفك خوف المستثمرين الذي ينعكس في ارتفاع معدلات التقلب الضمني يخطى المستويات المتوسطة الطويلة الأجل.
- ننصح العملاء الراغبين في زيادة مستوى المخاطر باستخدام الاستراتيجيات التي تحقق الدخل من هذا التقلب.
- لا تقتصر مزايا هذه الإستراتيجيات عند تحقيق الدخل، بل قد تتيح شراء الأسهم بمستويات أدنى.



الشكل 1. ارتفاع معدلات التقلب



المصدر: Bloomberg كما في 7 نوفمبر 2020. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

وعلى هذا، فإن القيمة النسبية للسعي إلى الحصول على الدخل من التقلبات، و"الدفع مقابل الانتظار"، قبل أن يصبح من الممكن الشراء في سوق الأسهم عند مستويات أدنى، تصبح مقنعة بشكل خاص في الوقت الحالي. أما المستثمرون المحتفظون بالنقد في انتظار الفرصة لشراء الأسهم إذا حدث انخفاض، فقد يكون من الأفضل أن يحصلوا على دخل من السوق في الوقت نفسه، بدلاً من الاحتفاظ بأموال نقدية ذات عائد صفري.

وفي أوقات نادرة، تتواءم الأحداث المواتية بحيث لا يضطر المستثمرون الذين يأملون في الحصول على مردود السند في عام 2021 إلى تغيير مسار تعاملاتهم.

ولكن ما يجعل الفرصة مقنعة بشكل خاص في هذا الوقت هو أن وقائع مواتية أخرى في السوق المالية انتقلت إلى التوائم: أسعار الفائدة. وقد دفع التيسير النقدي للبنوك المركزية العالمية أسعار الفائدة عبر منحني المردود إلى الانخفاض. وهناك توقعات واسعة النطاق بأنهم سوف يفعلون المزيد من أجل الإبقاء على أسعار الفائدة عند مستويات أدنى لفترة أطول.

وهذا من شأنه أن يخلق تحدياً للمستثمرين الذين يعتمدون على أصول الدخل الثابت التقليدية في الدخل. وكما قال أحد المازحين مؤخراً: "إن أصول الدخل الثابت رائعة. وهذا هو الحال في الوقت الحالي فقط، فهي ليست ثابتة بشكل خاص ولا تعطي أي دخل".

تتواءم الأوضاع بين الحين والآخر على نحو جميل وغير عادي. وعلى ذات المنوال، تأخذ أوضاع السوق المالية في بعض الأحيان نسفاً متوالياً يبدو إما مواتياً أو ضاراً بشكل خاص للمستثمرين. يُعد التقييد المالي مثلاً للتوائم السلبي للأمور للمستثمرين في السندات - انظر [هنا](#). ومع ذلك، بالنسبة لبعض الاستراتيجيات الساعية إلى تحقيق مردود، فإننا نرى إمكانية التوصل إلى نتيجة أكثر إيجابية. والفرصة التي نحددها واضحة وملموسة.

ما برحنا على مدى الأشهر الاثني عشر الماضية نقول بأن التقلبات المتزايدة في أسواق الأسهم قد اتاحت فرصة جذابة. (انظر على سبيل المثال ماذا تفعل الأسر الذكية في أسواق رأس المال في **النظرة المستقبلية لمنتصف العام 2020**). ولقد نصحناء العملاء الراغبين في زيادة مستوى المخاطر باستخدام استراتيجيات تولد الدخل من هذا التقلب، في حين كونها تقدم لهم إمكانية شراء الأسهم بمستويات أدنى.

واليوم، لا نزال نرى دافعاً قوياً لتسخير خوف المستثمرين الذي يتجلى من خلال التقلبات العالية لتوليد الدخل من المحافظ. والأفضل من ذلك هو أن ليس بالضرورة للمرء أن يكون حاد الذكاء ليفعل هذا.

فقد ظلت تقلبات سوق الأسهم مرتفعة بشكل مستحكم في عام 2020، نتيجة لجائحة كوفيد-19 والجغرافيا السياسية من بين عوامل أخرى، كما يتضح من مؤشر VIX، وهو تقدير قائم على خيارات السوق للتقلبات المتوقعة في مؤشر إس أند بي 500. لا شك أن قراءاته الأخيرة كانت أقل بكثير من الرقم القياسي الأعلى الذي سجله في مارس والذي بلغ 81% والذروة الثانوية في يونيو التي بلغت 41%. ولكن يبدو الآن وكأنه ثابت في منتصف العشرينيات ويتطلع إلى العودة إلى تلك المستويات، أي ضعف متوسط ما قبل كوفيد للأمد البعيد بنحو 13% - الشكل 1. لذا، يتعين علينا أن ندرك أن بيئة التقلب المرتفعة هذه انتقال ضخم من المتوسط بعيد الأمد.

4 اتجاهات استثمارية لا يمكن إيقافها

المحتويات

- 4.1 الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها تقود العالم نحو التغيير
- 4.2 تحول العالم إلى مصادر الطاقة النظيفة
- 4.3 الرقمنة: عصر الربط الإلكتروني الفائق بات على الأبواب
- 4.4 نهوض آسيا: النهضة الآسيوية في "عالم ثنائي القطبية"
- 4.5 زيادة الأعمار: فرصة الرعاية الصحية

4.1

الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها تقود العالم نحو التغيير

ستيفين ويتنغ - خبير إستراتيجي أول لشؤون الاستثمار وخبير اقتصادي أول

إن الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها تعيد تشكيل العالم من حولنا، كما تغير طرق حياتنا وعملنا، فضلاً عن أنها تخلق فرصاً ومخاطر طويلة الأجل للمحافظ.

- إن الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها هي بمثابة ظاهرة قوية ممتدة لسنوات عديدة تعمل على تغيير أطر الأعمال والحياة اليومية.
- وباعتبارها قوى مزعجة للنظام القائم، فإنها تخلق كلاً من المخاطر والفرص لمحافظك الأساسية والانتهازية.
- تركز أحدث اتجاهاتنا على هذا العصر الجديد من "الاتصال الرقمي الفائق" المدعوم بتقنية الجيل الخامس والتحول إلى عالم أكثر استدامة
- وما زلنا نؤيد الاتجاهات الحالية لنهضة آسيا وإطالة الأعمار



وهذه الاتجاهات بطبيعتها متعددة السنوات وقوية. وعلى هذا فإنها تستمر في التطور طيلة الدورات الاقتصادية. وبالتالي فإن تعرض المحافظ للمستفيدين المحتملين من هذه الاتجاهات من الممكن أن يوفر إمكانات نمو مرنة. وعلى نفس المنوال، فإننا ننصح أيضاً بالحد من التعرض للشركات والقطاعات التي من المرجح أن تعاني مع ترسخ هذه القوى المزعزة بالنظام القائم زمام الأمور وتسارعها.

ولا شك أن أحداث عام 2020 قد عززت دعوتنا للاستثمار في اتجاهات استثمارية لا يمكن إيقافها. وأظهرت العديد من الأصول المرتبطة مباشرة بمجالاتنا الاستثمارية القائمة أداءً قوياً في خضم الجائحة. والواقع أن التكنولوجيات التي تطورت على مدى السنوات العشر الماضية كانت بمثابة بدائل للمنظومات الاقتصادية بالكامل عندما دمرت الجائحة جزءاً من الاقتصاد العالمي. وفي معظم الحالات، تمتعت شركات الرقمنة، مثل تجار التجزئة على الإنترنت، ومقدمي خدمات التطبيب عن بعد، ومقدمي خدمات عقد المؤتمرات عن بعد، ووسائل التواصل الاجتماعي، ومقدمي خدمات الترفيه الرقمي، بزيادة الطلب بسبب تدابير التباعد الاجتماعي وعمليات الإغلاق.

ومن ناحية أخرى، أظهرت بعض الأسواق والقطاعات الرئيسية المرتبطة بـ **نهضة آسيا** قدراً ملحوظاً من المرونة في عام 2020. ويصدق هذا بشكل خاص على الصين، التي سجل إجمالي رأسمالها في سوق الأسهم رقماً قياسياً جديداً في أكتوبر 2020. وعلى نحو مماثل، واصلت مصادر الطاقة المتجددة تفوقها في الأداء على الأسهم العالمية بشكل عام والطاقة التقليدية بشكل خاص، بما يتماشى مع اتجاه **مستقبل الطاقة**.

ومن المسلم به أن الأداء القوي للعديد من الأصول المتصلة باتجاهاتنا الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها خلال الجائحة قد جعل العديد منها يتمتع بقيمة عالية جداً. وحين يتراجع كوفيد-19، فمن المرجح أن تتلاشى العديد من التشوّهات الاقتصادية والسوقية التي أحدثها. وقد تستمر بعض الشركات والقطاعات التي أثبتت كونها أكثر غرضة للإغلاقات والتباعد

في خضم أسوأ جائحة منذ أكثر من قرن من الزمان، قد يبدو من غير المعقول أن نركز على أي شيء غير مرض كوفيد-19 وتداعياته، حيث الفيروس والتدابير التي اتخذت في الاستجابة له أثرت على كل جانب من جوانب الحياة تقريباً في عام 2020. ففي الأسواق المالية، كان نقشي كوفيد سبباً في تحريك أسعار جميع الأصول على مستوى العالم، ومن المرجح أن يؤدي رحيله إلى نفس النتيجة. ولكن على الرغم من التأثير الحالي للجائحة، إلا أن هناك العديد من القوى التي سوف يكون لها تأثير أكبر بكثير على المحافظ بمرور الوقت. ونطلق على الاتجاهات لفظ "الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها".

إن الاتجاه الاستثماري الذي لا يمكن إيقافه يشكل ظاهرة رئيسية تمتد لسنوات عديدة ومن المرجح أن يؤدي إلى تغيير العالم من حولنا. وتتخذ هذه الاتجاهات أشكالاً عديدة، بما في ذلك التقدم التكنولوجي، والتطورات الديموغرافية، والسلوكيات الجديدة. وهي تبدو غالباً بطيئة نسبياً في التحرك، ولكنها تميل إلى حشد القوة والنفوذ بمرور الوقت. وفي هذه الأثناء، فإنها تمثل بشكل متزايد تحدياً أو تهديداً أساسياً للوضع الراهن، وتؤثر في نهاية المطاف على كل قطاع وكل محفظة استثمارية.

على مدى العامين الماضيين، أوصينا بإنشاء محفظة للتعرض لمجموعة من الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها:

اتجاه نهضة آسيا يعالج الانتقال الثابت في القوة الاقتصادية العالمية من الغرب إلى الشرق، والذي كان مدفوعاً بالتحضر في المنطقة، ونمو الطبقة المتوسطة، والتقدم في التكنولوجيات المحلية.

اتجاه إطالة الأعمار يستكشف كيف قد تؤثر شيخوخة سكان العالم على النمو وأنماط الاستهلاك في المستقبل، مع التركيز على الرعاية الصحية.

اتجاه الرقمنة يبين كيف يعمل الإبداع الرقمي على تطور الشركات والصناعات، وبالتالي تغيير الأساليب الراسخة في ممارسة الأعمال. ومن بين العناصر التي أبرزناها الذكاء الاصطناعي، والأتمتة، والروبوتات، والأمن السيبراني، والتكنولوجيا المالية.

اتجاه مستقبل الطاقة يسلط الضوء على الكيفية التي نتوقع بها أن تؤدي التكنولوجيات المتقدمة العالم إلى تبني الطاقة البديلة مع تلاشي الوقود الأحفوري تدريجياً.



الاجتماعي في التفوق في الأداء في عام 2021 وما بعده، ولكن شركات أخرى قد تشهد نمواً بطيئاً في الإيرادات أو حتى تراجعها. وننصحك بتحديد مراكز محافظك وفقاً لذلك، انظر [استغلال الارتداد إلى المتوسط](#).

ولكن لكي نكون واضحين، فإننا نوصي بالحفاظ على تعرض المحافظ الأساسية للاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن وقفها لفترة تتراوح بين خمس إلى عشر سنوات أو أكثر. ونتوقع كثيراً أن تستمر هذه الاتجاهات، سواء في المدى القريب أو على المدى الطويل. والواقع أن هذا الوباء ربما أدى إلى التعجيل ببعض منها. ومع ذلك، فإننا نحذر أيضاً من التعرض المفرط في هذه المرحلة. فقد أسفرت مكاسب أسعار التكنولوجيات في عام 2020 عن العديد من المخصصات الكاملة لمحدثي الاضطراب الرقمي وبذلك تحولت إلى مراكز ذات تقييم زائد للغاية. وهذا الأمر يتطلب إعادة التوازن، وليس تصفية كاملة للاستثمارات.

في عام 2021 وما بعده، نقدم اتجاهي استثمار جديدين لا يمكن إيقافهما:

في إطار اتجاه الرقمنة، نسلط الضوء على إطلاق تقنية البيانات اللاسلكية من الجيل الخامس. ونعتقد أن هذا التطور سوف يشكل مرحلة جديدة من الثورة الرقمية، وهو ما من شأنه أن يحقق زيادة هائلة في عدد الأجهزة المتصلة بالإنترنت. في [الرقمنة: يداهدنا عصر الاتصال الرقمي الفائق](#)، ندعم الاستثمار في كل من جهات التمكين والمستفيدين من تكنولوجيا الجيل الخامس.

إن [تحول العالم نحو الاستثمارات المراعية للبيئة](#) يتعلق بانتقال العالم إلى وجود أكثر استدامة. في عام 2020، أصبحت الكهرباء المتولدة من الطاقة المتجددة أرخص من تلك الناتجة عن الوقود الأحفوري الأساسي للمرة الأولى على الإطلاق. ومن المرجح أن يؤدي هذا إلى التعجيل بتحويل استخدامات الطاقة لتكون مراعية للبيئة على مدى الأعوام المقبلة. ونرى إمكانات ناشئة عن المزيد من التقدم التكنولوجي، والتحول الكهربائي، والعوامل المؤثرة في كفاءة الطاقة.

وكما كانت الحال من قبل، فإن أحدث اتجاهاتنا تقدم باعتبارها إضافات إلى اتجاهاتنا القائمة - وليس بدائل لها. ولذلك فإننا نغتنم الفرصة لتحديث العناصر الرئيسية المتمثلة في [نهضة آسيا وإطالة الأعمار](#) والتأكيد عليها.



4.2

تحول العالم إلى مصادر الطاقة النظيفة

مالكولم سبينلار - خبير استراتيجي في الاستثمار
جوزيف فيوريكا - رئيس استراتيجية الأسهم العالمية

باتت الآن قوى السوق - وليست التوجيهات الحكومية وحدها - تدعم التحول من الوقود الأحفوري إلى مصادر الطاقة المتجددة. وأصبحت مسألة الاستثمار في مصادر الطاقة المتجددة أكثر إقناعاً.

- أصبح الآن "التحول إلى النمط المراعي للبيئة" في إمدادات الطاقة مدفوعاً بقوى السوق أكثر من التشريعات
- نتوقع تحقيق المزيد من المكاسب في الابتكار التكنولوجي والتحول إلى الطاقة الكهربائية والكفاءة في استخدام الطاقة على مدى السنوات المقبلة.
- نحدد العديد من المستفيدين المحتملين مثل شركات صناعة السيارات الكهربائية، وشركات تصنيع البطاريات، وموردي وناصبي البنية التحتية، وصانعي الأجهزة الذكية.
- وعلى النقيض من هذا، من المرجح أن تتعرض شركات الطاقة العاملة في مجال الوقود الأحفوري لضغوط متزايدة على مدى العقود المقبلة.



واليوم نشهد في واقع الأمر ثلاثة تحولات تكاملية في مجال الطاقة في نفس الوقت. فبالإضافة إلى الابتكار التكنولوجي وإطلاق مصادر جديدة للطاقة، يجري العمل حالياً على التحول إلى الطاقة الكهربائية وتحقيق كفاءة كبيرة في استخدام الطاقة. ونعتقد معاً أن هذه القوى الثلاث تشكل جزءاً من اتجاه استثماري أكبر كثيراً لا يمكن إيقافه. ونطلق على هذا الاتجاه "تحول العالم نحو الاستثمارات المراعية للبيئة"، وهو تحول متعدد الأوجه إلى عالم أكثر استدامة.

وفي عام 2021 وما بعده، نعتقد أن هذه الاتجاهات سوف تتسارع، مدفوعة بقوى السوق وأطر تخصيص الأموال للاستثمار. والواقع أن الحاجة إلى إعادة البناء نتيجة الأضرار الاقتصادية الناجمة عن كوفيد-19 كانت سبباً في قيام أوروبا والصين وبعض صناعات القرار السياسي في الولايات المتحدة بوضع خطط ملموسة للحد من الانبعاثات وتحويل شبكات الطاقة "إلى النمط المراعي للبيئة".

تسارع مصادر الطاقة المتجددة

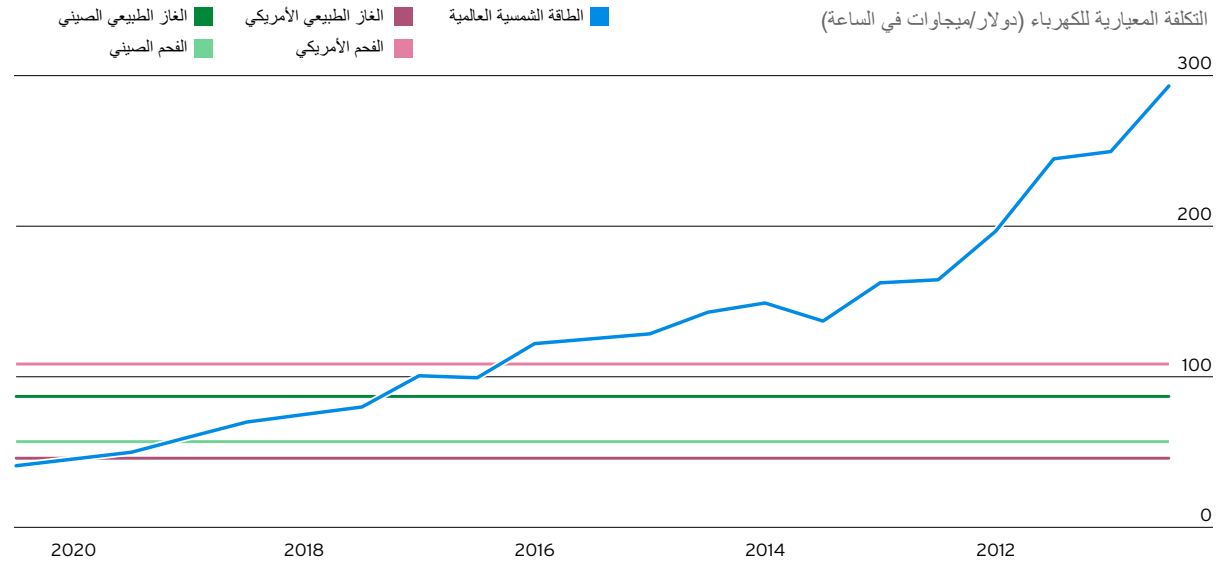
تعتبر الطاقة المتجددة الآن أرخص مصدر جديد للطاقة في أغلب بلدان العالم الرئيسية. فعلى سبيل المثال، تعتبر الطاقة الشمسية المصدر الجديد الأقل تكلفة في الولايات المتحدة والصين والهند. وفي الدول التي لا تتمتع بقدر وافر من ضوء الشمس مثل المملكة المتحدة وألمانيا، فإن الرياح تشكل المصدر الجديد الأقل تكلفة. وتُعد اليابان استثناء ملحوظاً، حيث يظل الفحم المصدر الأقل تكلفة لتوليد الطاقة الكهربائية الجديدة. وهنا تكمن نقطة مهمة فيما يتصل بتوليد الطاقة: فلن يكون أي مصدر منفرد هو المصدر الأكثر اقتصادية في كل مكان، حيث تتفاوت الثروات الطبيعية من الشمس والرياح والطاقة الحرارية الأرضية والطاقة المائية على نطاق واسع حسب الموقع.

وبالنسبة للمستثمرين الذين يسعون إلى التعرض للتكنولوجيا المتجددة، فإن هذه الديناميكية المتعددة المصادر ليست قضية رئيسية.

لا شك أن تكاليف الطاقة الشمسية وغير ذلك من أشكال الطاقة المتجددة سوف تكون ضئيلة في يوم ما. ومع هذا فإن ثورات الطاقة السابقة، مثل التحول من زيت الحوت إلى النفط، قد أسفرت عن تحولات نموذجية في إنتاج الطاقة واستخدامها، وهو ما لم يكن بوسع المراقبين المعاصرين آنذاك أن يتوقعوه قط. ونعتقد أنه من المرجح أن يصدق نفس الشيء مع ثورة الطاقة الحديثة هذه. فبمجرد أن يدفع الاقتصاد تبني مصادر الطاقة المتجددة، فإن نموذج تسليم هذه المصادر وتمويلها أيضاً سيتغير، الأمر الذي سيؤدي إلى تسريع إحلال أشكال أفضل وأنظف من الطاقة محل التكنولوجيات الأكثر قذارة.

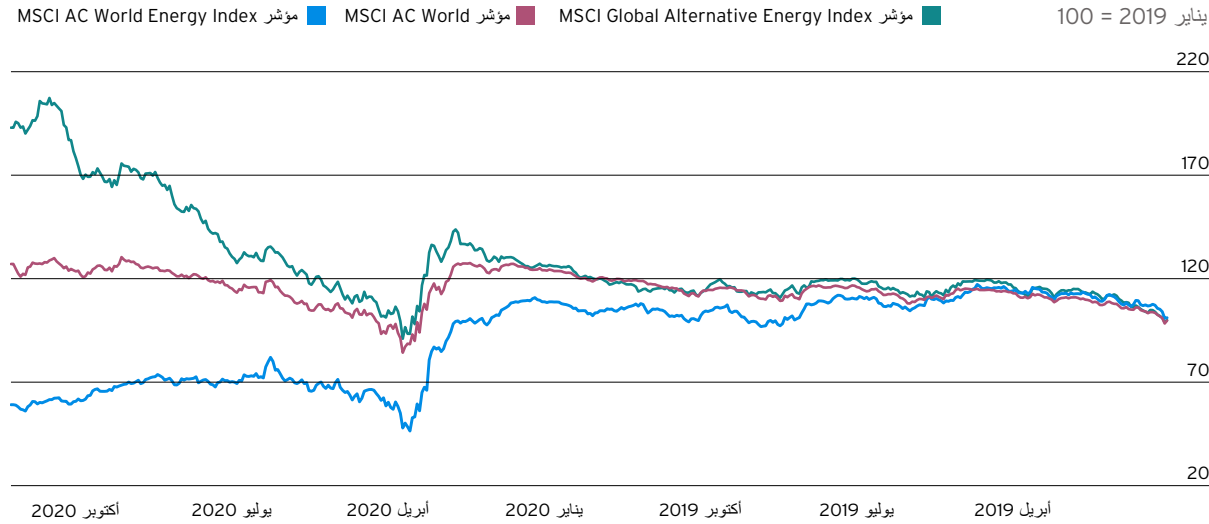
ورغم انشغال العالم بأسوأ جائحة منذ أكثر من قرن من الزمان، فإن تجارة الطاقة المتجددة مرت بنقطة تحول كبرى. كان تبني مصادر الطاقة المتجددة واستخدامها على مدى تاريخها بالكامل مدعوماً بالحوافز، والنوايا الحسنة، والتشريعات، وليس قوى السوق. ولكن في عام 2020، أصبحت الطاقة النظيفة أرخص مصدر جديد للطاقة الكهربائية في أغلب أنحاء العالم – الشكل 1. فقد حققت ذلك التقدم على الرغم من الهبوط الهائل في أسعار النفط، التي انهار الطلب عليها وسط الانكماش الاقتصادي.

الشكل 1. أصبحت الآن الطاقة الأكثر نظافة أرخص أيضاً



ملاحظة: تُعرض أسعار طاقة الوقود الأحفوري بتكلفتها القياسية لعام 2020 لأغراض التوضيح. المصدر: Bloomberg كما في 28 أكتوبر 2020.

الشكل 2. الأداء المشرق لمصادر الطاقة المتجددة



المصدر: Bloomberg كما في 4 نوفمبر 2020. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

وفي مجال النقل، يكون المثال شديد الوضوح. حيث تشهد مبيعات السيارات الكهربائية التي تعمل بالبطارية زيادة سريعة. فقد نشأت صناعات جديدة، مثل بائعي محطات الشحن. وقد انتهت الأسواق إلى ذلك، مع ارتفاع قيمة أسهم منتجي السيارات الكهربائية العالمية ومورديها إلى عنان السماء في عام 2020. ومن بين الأمثلة الأكثر بروزاً شركة تسلا، التي تمثل رسمتها السوقية أكثر من ثلث مؤشر MSCI Global Auto Sector Index، على الرغم من بيعها لما يزيد قليلاً على 0.5% من جميع السيارات في مختلف أنحاء العالم في عام 2019.

النفط أو الغاز الطبيعي يجنبك هذه الرحلة الدورية المكلفة. وعلى نحو مماثل، ففي العديد من البيئات الصناعية – مثل تصنيع المواد الكيميائية – تستخدم الطاقة إما كحرارة أو حركة من دون المرور عبر الأسلاك على الإطلاق. تعتبر الحرارة والحركة والكهرباء أشكالاً من الطاقة، ولكن من المكلف من حيث النفائات تحويل نوع إلى آخر، لذا فقد كان لدى المصانع الحافز لاستخدام مصادر الطاقة لديها بحكمة. فعلى سبيل المثال، استخدام الوقود لتدوير توربين بخار ثم استخدام حرارة نزع الفتيل لزيادة سرعة التفاعل الكيميائي. لقد بنيت هذه الحلول على مدى أجيال، وسوف تتطلب تكنولوجيات جديدة مبدعة للاستفادة من الطاقة الكهربائية النظيفة الوفيرة.

ويمكن لجهات تصنيع كل من التكنولوجيا الشمسية وتوربينات الرياح أن تزدهر مع تحديد قوى السوق التكنولوجية المناسبة لكل موقع. ولكن يتعين على المستثمرين أن يتوخوا الحذر من المشاريع التي لا تتناسب مع موقع بعينه.

ومن المرجح أن يكون الفائزون الرئيسيون من التحول إلى مصادر الطاقة المتجددة هم مستهلكو الطاقة، سواء المنازل أو الشركات. وسوف يكون الخاسر الأكبر داخل صناعات الوقود الأحفوري التقليدية. كما نرى فائزين محتملين بين منتجي الطاقة. ومنذ 2020 وحتى الآن، تفوق مؤشر MSCI Global Alternative Energy Index على أداء الأسهم العالمية. كما تفوق على قطاع الطاقة التقليدي إلى حد أكبر - الشكل 2.

اتجاه التحول إلى الطاقة الكهربائية

مع انخفاض أسعار الكهرباء، فإن المستخدمين النهائيين للطاقة سوف يجدون أن استخدام الكهرباء بدلاً من استخدام الوقود التقليدي أقل تكلفة. وسوف يتطلب هذا التحول تكنولوجيات جديدة في مجالات متنوعة مثل المركبات، والتدفئة، والتصنيع على نطاق واسع. ومن المرجح أن يزدهر مبتكرو هذه التقنيات الجديدة في مستقبل الطاقة الأكثر مراعاة للبيئة، فحين تجد الشركات التي تنسحب بالأساليب التقليدية نفسها في مواجهة سوق منكمشة ومنحنى تكلفة غير مستدام.

يولد حرق الوقود الطاقة في شكل حرارة. ومن الممكن بعد ذلك استخدام هذه الحرارة وتحويلها إلى كهرباء. ولكن بالنسبة للعديد من التطبيقات، تنتهي العملية في وقت مبكر. فعندما تدفئة المباني مثلاً، لا توجد حاجة إلى المرور عبر المتاعب المتمثلة في تحويل الوقود إلى حرارة، والحرارة إلى كهرباء، ثم العودة أخيراً إلى الحرارة. واستخدام غلايات



الكفاءة البطاريات مضمّنة الآن

ومع تحول المزيد من الأجهزة والمركبات للكهرباء، فإن كفاءة الطاقة سوف تصبح متزايدة الأهمية. وهذا يعني الاستفادة إلى أقصى حد من البطاريات ومساعدة المرافق في إدارة الاستخدام الأعلى بشكل كبير.

توضح إحدى الحالات السابقة كيف يمكن تحسين الكفاءة من خلال التحول المباشر إلى إضاءة LED. كانت عمليات التحسين المتكرر المبكرة لهذه التكنولوجيا أقل منها للمصابيح التقليدية، حيث تجمع بين الظلال الغريبة للضوء، والمحولات المصدرة للهمهمة، والأسعار المرتفعة في البداية. بيد أن قوى السوق والتحسينات التكنولوجية قد حلت منذ ذلك الحين مشاكل الانطلاق هذه.

وحتى في الوقت الذي تدفع فيه ثورة الطاقة المراعية للبيئة الناشئة أسعار الكهرباء إلى الانخفاض، فمن المرجح أن تستمر مكاسب الكفاءة بسرعة. ويرجع جزء من هذا إلى مدى الكفاءة الناتجة عن التحسينات التي طرأت على الحوسبة النقلة، حيث تتطلب أجهزة الكمبيوتر طاقة أقل للعمل بشكل جيد. وعلى نحو مماثل، يتمثل أحد العوامل الرئيسية وراء الجاذبية للسيارات التي تتمتع بها السيارات الكهربائية في قدرتها على تحقيق أداء مماثل أو أفضل بالاستعانة بقدر أقل كثيراً من الطاقة.

ولا تزال تكنولوجيا البطاريات تشكل حلقة مكالمة نسبياً داخل سلسلة التحول إلى الطاقة الكهربائية. وسوف يستمر الحصول على أقصى استفادة من أقل قدر من الطاقة الكهربائية في خفض استهلاك الطاقة حتى في ظل انخفاض أسعار الكهرباء. إن مكاسب الكفاءة تأتي غالباً مصحوبة بمجموعة من التحسينات الأخرى، مستفيدة من الحوسبة الرخيصة لإنشاء "شبكات ذكية" قادرة على تبديل الطاقة بكفاءة من أجل خفض إجمالي الاستخدام، أو الحد من هدر الحرارة والحاجة إلى تبريد إضافي في المساحات الصناعية ومراكز البيانات على حد سواء.

ومن بين تقنيات التدفئة الجديدة، تعمل مضخات الحرارة المحسنة أيضاً على تغيير النظام القائم. فبدلاً من العملية غير الفعالة المتمثلة في توليد حرارة جديدة من الكهرباء، فإن هذه المضخات تنقل الحرارة إلى كل مكان بدلاً من ذلك، وتعمل بفعالية كمكيفات هواء تعمل في الاتجاه المعاكس. والآن نقترب مضخات الحرارة الجديدة التي تعمل بالهواء والطاقة الحرارية الأرضية من مضاهاة تكاليف استخدام الوقود الأحفوري في التدفئة، وهي بالفعل أقل تكلفة من مكيفات الهواء التقليدية القائمة على الضغط.

وبالنسبة للتطبيقات الصناعية، فمن المرجح أن يجد التحول الكهربائي مزيداً من الحلول مع مضخات الحرارة، والمحركات الكهربائية، وتوربينات الهيدروجين القائمة التي تعمل من خلال مصادر الهيدروجين المراعية للبيئة. وفي حين قد تتجح الحكومات في مختلف أنحاء العالم في اعتماد القوانين والمستهدفات المرتبطة بالطاقة المراعية للبيئة، فإن انخفاض الأسعار من شأنه أن يدفع في نهاية المطاف إلى تحول الصناعة على نطاق واسع إلى الطاقة الكهربائية، حيث يستطيع المنتجون التحول لتجنب الضرائب المرتفعة والتنظيمات الأكثر صرامة.

ومن بين المستفيدين المرجحين من إلى الطاقة الكهربائية شركات صناعة السيارات الكهربائية، وشركات تصنيع البطاريات، وفي نهاية المطاف الشركات المبتكرة في مجال الصناعات الثقيلة.

مكنت التكنولوجيات الناشئة في المباني السكنية والتجارية من التواصل ثنائي الاتجاه بين الشبكات الكهربائية والأجهزة، الأمر الذي مكن بعض الأجهزة من "إيقاف تشغيلها" عندما لا تكون هناك حاجة إليها. بالإضافة إلى ذلك، ستعمل مضخات الحرارة المنظمة بإحكام وأنظمة التدفئة والتهوية وتكييف الهواء الأخرى على توفير مساحات سكنية وتجارية وصناعية أكثر راحة وجاذبية. وفي مواجهة فرصة إدخال تحسينات هيكليّة في الوقت الذي تظل فيه المكاتب خالية خلال الجائحة الحالية، سعى عدد من صناديق الاستثمار العقاري التجاري إلى إجراء تحسينات كبيرة في الكفاءة. وهدفهم هو خفض التكاليف وزيادة جاذبية ممتلكاتهم.

ومن بين المستفيدين المحتملين موردو وناصبو البنية التحتية السكنية والتجارية، فضلاً عن صانعي البطاريات، ومصنعي الأجهزة "الذكية"، ومجموعة مختارة من صناديق الاستثمار العقاري.

اجعل محافظتك تميل في استثماراتها إلى الجوانب المراعية للبيئة أيضاً

هناك العديد من الطرق الحكيمة التي يمكنك من خلالها تعزيز التعرض للاستثمارات المراعية للبيئة حول العالم في المحافظ. يمكن أن يوفر استهداف الشركات التي تحتل مكان الصدارة في تطوير الطاقة الجديدة، أو التحول إلى الطاقة الكهربائية، أو الكفاءة في استخدام الطاقة التعرض للاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها.

ومن ناحية أخرى، يمكن أن يؤدي التحول عن أصول الوقود الأحفوري إلى تجنب التأثير السلبي الناجم عن أكثر الخاسرين وضوحاً في إطار عملية التحول. ومع هذا، فإن الفوائد المترتبة على تصفية الاستثمارات في الوقود الأحفوري تضاعلت مع انخفاض الطاقة التقليدية إلى ما دون 3% من رأسمال سوق الأسهم العالمية. وحتى يومنا هذا، تميل أغلب المؤسسات الابتكارية العامة في مجال التكنولوجيا المراعية للبيئة إلى الانحراف نحو الشركات الأوروبية والصينية، في حين توجد فرص كثيرة في الولايات المتحدة في النطاق الخاص أو على مستوى المشروع.

وأخيراً، ورغم أننا نرى العديد من المجالات التي بدأت ثورة التحول نحو المجالات المراعية للبيئة في تلسمها، فإننا نقترح التركيز بقوة على التكاليف والجودة. فلم تتحول الطاقة المراعية للبيئة ووسائل النقل إلى اتجاهات استثمارية لا يمكن إيقافها إلى أن أصبحت قادرة على المنافسة من حيث الأسعار والجودة. ومع المواءمة بين السياسات العالمية وتحسين الاقتصاد، نرى الرياح العالمية تهب نحو عقد أو أكثر من الاستثمار المكثف والإبداع في التكنولوجيات المتجددة.

مستقبل أكثر مراعاة للبيئة بعد كوفيد

هناك إجماع متزايد على أن العالم يحتاج إلى إيجاد سبل جديدة وأفضل لتنفيذ الأعمال بمجرد القضاء على الجائحة. إن التحول إلى مصادر أكثر نظافة واستدامة للطاقة مثال واضح للكيفية التي نستطيع بها أن نفعل هذا. ومن ناحية أخرى، هناك اعتقاد بأن العديد من الحكومات ربما تقترض وتنفق المزيد من الأموال من أجل تحفيز النمو في السنوات المقبلة. ومن المرجح أن يلعب الاستثمار الرأسمالي في الطاقة المتجددة والبنية الأساسية المرتبطة بها دوراً بارزاً في مثل هذه المبادرات.

سوف يسلط صندوق التعافي لدى الاتحاد الأوروبي الذي تبلغ قيمته 750 مليار يورو الضوء على الاستثمارات المراعية للبيئة، سواء من حيث التركيز أو جمع الأموال. فقد وعد الاتحاد الأوروبي بجمع 30% من الدين المطلوب بإصدار سندات دعم البيئة (السندات الخضراء). فضلاً عن ذلك، فقد تعهد بأن كل الإنفاق لا بد وأن يساهم في تحقيق أهدافه فيما يتصل بالحد من الانبعاثات. وعلاوة على ذلك، يجري النظر في عدد من الضرائب على الاستثمارات المراعية للبيئة على مستوى الاتحاد الأوروبي بالكامل لدعم سداد الصندوق في نهاية المطاف.

وفي إطار خطة التعافي من كوفيد، أعلنت الصين في إبريل عن تمديد إعانات دعم السيارات الكهربائية والإعفاءات الضريبية حتى نهاية عام 2022. وفي وقت سابق، كان من المقرر أن تنتهي صلاحية هذه التدابير في عام 2020. والأكثر من ذلك هو أن الصين بدأت في إنفاق 1,5 مليار دولار أمريكي على تطوير شبكة شحن السيارات الكهربائية لديها بنسبة 50% في عام 2020. وفي الآونة الأخيرة، أعلن الرئيس شي جينبينج عن هدف الصين المتمثل في تحقيق الحياد الكربوني بحلول عام 2060، بوضع خطط لاستثمارات تتجاوز خمسة تريليونات دولار في توليد الطاقة المتجددة، مع إغلاق محطات توليد الطاقة التي تعمل بإحراق الفحم أو تحديثها بتكنولوجيا احتجاز الكربون.



التحول نحو الاستثمارات المراعية للبيئة في محفظتك في إطار تحول العالم صوب هذا الاتجاه

هارلين سينغ أروفسكي

الرئيس العالمي للاستثمارات المستدامة في CITI

ضريبة مقترحة على الواردات القادمة إلى الاتحاد الأوروبي استناداً إلى الانبعاثات الكربونية أثناء الإنتاج. كما يطالب المستهلكون الذين يتزايد إدراكهم بالتغيير من خلال أنماط الشراء الخاصة بهم، الأمر الذي يرغم الشركات على إعادة النظر في كيفية عملها. ومن الأهمية بمكان أن ندرك أن الحالة الاقتصادية الأساسية أصبحت تزداد قوة. وكما هي الحال في نطاق الطاقة المتجددة، فإن تبني الاستدامة لم يعد مجرد التصرف السليم الذي ينبغي القيام به، بل إنه الأفضل أيضاً بالنسبة في ممارسة الأعمال.

كما أن الطريقة التي تستثمر بها قد تجعل العالم أكثر مراعاة للبيئة من خلال التأثير على قيمة الشركات العاملة في مجالات دعم البيئة نسبة إلى الشركات الأخرى. وسيعمل تحول محفظتك إلى الاستثمار في المجالات المراعية للبيئة على دعم الاستثمار والنتائج الاجتماعية، فضلاً عن المساعدة في إحداث التغيير المجتمعي الإيجابي. ونرى المزيد من الفرص هنا أكثر من أي وقت مضى. فعلى سبيل المثال، من الممكن أن تعمل سندات دعم البيئة (السندات الخضراء) - التي تمول البنية التحتية المستدامة والتكنولوجيات الجديدة - كجزء من مخصصات الدخل الثابت للمحفظة الأساسية. ويمكن أن توفر الأسهم المتعلقة بالطاقة المتجددة والاقتصاد الدوري تعرض المحفظة الأساسية للمجالات الاستثمارية المستهدفة أو الإمكانات الساعية إلى الأفضل ضمن محفظتك الانتهازية. وتمتد هذه الاحتمالات إلى ما هو أبعد من الأسواق العامة، حيث تسعى العديد من شركات الابتكار الخاصة إلى الحصول على التمويل من المستثمرين المخضرمين الذين يسعون إلى تحقيق العوائد والتنويع، في حين تخدم أيضاً الصالح العام.

فريق العلاقات المكلف بالتعامل معك على أهبة الاستعداد لمساعدتك في استكشاف احتمالات تحول محفظتك إلى الاستثمار في المجالات المراعية للبيئة.

إن التحول من الوقود الأحفوري إلى الطاقة المتجددة يشكل جزءاً لا يتجزأ من عملية "تحول العالم نحو الاستثمارات المراعية للبيئة". ومع ذلك، فهو أيضاً وجه واحد فقط من أوجه انتقالنا إلى وجود أكثر استدامة. ويصدق هذا على المستثمرين بقدر ما يصدق على المجتمع بالكامل. إن نشوء عالم أكثر مراعاة للبيئة ينطوي على عواقب فيما يتصل بالطرق التي نتعامل بها مع كل استثمار. ومع تحرك الشركات بقوة أكبر نحو تبني معايير جديدة أكثر مراعاة للبيئة، فإننا قادرون على تحديد الاحتمالات الجذابة في مختلف فئات الأصول. وبوسع هذه الشركات الرائدة أن تمكننا من بناء مخصصات أساسية وانتهازية كاملة تعكس مبادئ مستدامة. وقد نصف العملية بعبارة "التحول نحو الاستثمارات المراعية للبيئة في محفظتك".

ومع تحول العالم إلى مجالات أكثر مراعاة للبيئة، فمن المرجح أن تتضاعف فرص المستثمرين على مدى السنوات المقبلة. وتمتد الفرص إلى ما هو أبعد من الشركات التي تعمل على تطوير البنية التحتية لثورة الحفاظ على البيئة أو تنفيذ أعمالها. وهي تشمل الشركات التي تتعهد بخفض انبعاثاتها، ورفع المعايير البيئية والأخلاقية عبر سلاسل التوريد، واستكشاف أشكال جديدة من التمويل، مثل سندات دعم البيئة (السندات الخضراء)، من أجل اجتذاب قاعدة مستثمرين مختلفة.

نرى العديد من القوى المحركة لاتجاه التحول إلى المجالات المراعية للبيئة. وتظل التشريعات تشكل تأثيراً مهماً، حيث تتخذ مبادرات مثل "ضريبة حدود الكربون" التي أقرها الاتحاد الأوروبي، وهي عبارة عن



4.3

الرقمنة: عصر الربط الإلكتروني الفائق بات على الأبواب

جو فيوريكا - رئيس استراتيجية الأسهم العالمية

مالكولم سبيتلار - خبير استراتيجي في الاستثمار

ستساعد البيانات اللاسلكية من الجيل الخامس في تأسيس عصر يقوم على الاتصال الرقمي الفائق. ولذا نوصيك بكشف محفظتك لجهات التمكين والمستفيدين الآخرين.

- سيبدأ التشغيل الكامل النطاق لشبكات البيانات اللاسلكية من الجيل الخامس في عام 2021.
- ستُحدث التقنيات اللاسلكية الجديدة من زيادة كبيرة في الأجهزة المتصلة، مع تسارع هائل في البيانات التي يتم إنتاجها.
- نسعى إلى الحصول على فرص استثمارية بين المستفيدين في الأمد القريب، بما في ذلك المشاركين في إطلاق تقنية الجيل الخامس.
- كما نحبذ المستفيدين على المدى الطويل في مجالات مثل القيادة الذاتية، والتطبيب عن بعد، و"المدن الذكية".



الشكل 1. التكنولوجيات الناشئة في الاتصال الرقمي الفائق والمستفيدين منها

التكنولوجيات	المستفيدون
الاتصال اللاسلكي فائق السرعة (الجيل الخامس عالي النطاق)	السيارات ذاتية القيادة، والأجهزة القابلة للارتداء، و"المدن الذكية"، والواقع المعزز
التغطية الأوسع نطاقاً (نطاق تردد متوسط ومنخفض للجيل الخامس، والقمر الصناعي)	التكنولوجيا المالية، والتجارة الإلكترونية، وتكنولوجيا التعليم، والأمن السيبراني

المصدر: مكتب المسؤول الأول لاستراتيجيات الاستثمار لدى Citi Private Bank، كما في 31 أكتوبر 2020

لقد أصبح العالم في خضم ثورة رقمية توشك أن تدخل مرحلتها الجديدة. على مدى العقود الأخيرة، أحدثت الابتكارات الرقمية المزعزة للأنظمة الحالية تحولاً في طريقة عيشنا وعملنا. وبشكل خاص، أدى الاتصال بالإنترنت إلى تحولات عميقة في الكيفية التي يتبع بها الشركات السلع والخدمات، وتنظيم نفسها والقوى العاملة لديها، وجمع المعلومات. وعلى نحو مماثل، أصبحت الطرق التي يتواصل بها الأفراد ويستهلكون ويستمتعون بالترفيه بل وحتى يجدون الحب مختلفة الآن إلى حد كبير. وبقدر ما كانت هذه التغيرات بعيدة المدى، فإن الثورة الرقمية لا بد أن تذهب إلى ما هو أبعد من ذلك. ونعتقد أنها على وشك أن تقفز إلى الأمام مرة أخرى، حيث تتيح التكنولوجيات الناشئة تغطية أسرع وأوسع نطاقاً في مختلف أنحاء العالم.

الاتصال الرقمي الفائق: سرعات عالية مع نطاق أوسع للوصول

الجيل الخامس – أو 5G – تقنية الشبكات اللاسلكية هي أحدث معيار لشبكات المحمول ذات النطاق الترددي العريض. في المراكز الحضرية الكثيفة والمواقع الحيوية مثل المستشفيات، قد تتيح تقنية الجيل الخامس سرعات تنزيل تصل إلى 100 مرة أسرع من تلك المتوفرة على شبكات الجيل الرابع الحالية. والأكثر من ذلك أن زمن تأخر الاتصال في هذه المواقع – التأخير بين إدخال أو طلب البيانات واستجابة الشبكة – لا يتجاوز عُشر مستويات الهوائيات الخلوية الحالية. بالنسبة للمحاور الحضرية الكثيفة، تتمتع تقنية الجيل الخامس بإمكانية تعزيز الأداء بشكل كبير، مع توفر المزيد من الاتصالات وتسريع وتيرة التطور. وبالنسبة لمعظم المستخدمين، ستكون التقنية أكثر تطوراً، مع تعزيز بسيط للسرعة وتحسين زمن التأخر.

ورغم أن تكنولوجيا الجيل الخامس سوف تحدث ثورة في سرعة النطاق العريض في المناطق الحضرية الكثيفة، فإن هناك تكنولوجيا أخرى ناشئة لديها القدرة على توفير تغطية يمكن الاعتماد عليها للمناطق التي لم يصل إليها بعد مقدمي خدمات الإنترنت عالي السرعة. وقد تصبح مجموعات الإنترنت عبر الأقمار الصناعية مثل Starlink بمثابة المتسبب في حدوث اختلالات كبيرة، مع إطلاق أعداد كبيرة من الأقمار الصناعية ذات المدار المنخفض لتوفير الوصول إلى النطاق العريض. وقد يؤدي هذا إلى توافر إنترنت عالي السرعة في أجزاء بعيدة من العالمين المتقدم والنامي للمرة الأولى.

الفائز الأكبر من اتجاه الاتصال الرقمي الفائق: جعل البيانات أكثر قيمة

قد تكون الفوائد المترتبة على الاتصال الرقمي الفائق هذا شاملة. وبوسع المزيد من الآلات داخل المصانع أن تبدأ في التواصل فيما بينها، فتساعد في تعظيم الناتج، والحد من وقت التوقف عن العمل والحد من

على الرغم من أن تقنية الجيل الخامس قد أصبحت متوفرة منذ عامين، إلا أننا نعتقد أن عام 2021 سيكون البداية الحقيقية لنشر البيانات اللاسلكية من الجيل الخامس أو "5G". فقد أطلقت أبل وأندرويد هواتف رائدة يمكنها الاستفادة بشكل كامل من تقنية الجيل الخامس، في حين يتزايد عدد أبراج الهوائيات الخلوية التي يمكنها دعم معايير الجيل الخامس في أهم الأسواق في الولايات المتحدة والصين وأوروبا. ولكن رغم أن تكنولوجيا الجيل الخامس تبدو وكأنها تكنولوجيا جديدة موحدة، فإنها في واقع الأمر مجرد معيار شمولي، يشمل سلة من التكنولوجيات التي تحمل تكاليف وفوائد مختلفة جذرياً. وفي حين سيركز العديد من المعلقين والحملات التسويقية على فوائد الاتصال اللاسلكي فائق السرعة والنطاق، فإن بروتوكولات تكنولوجيا الجيل الخامس الأكثر استقراراً والأقل سرعة كذلك سوف تمكن الملايين من المستخدمين من الوصول لأول مرة إلى اتصال موثوق به بالإنترنت، وهو ما من شأنه أن يفيد في نهاية المطاف المبتكرين الذين يركزون على التكنولوجيا الرقمية في مجموعة من الصناعات.

الاستثمار في تغطية أسرع وأوسع نطاقاً لشبكة الإنترنت

مع انتشار الأبراج وأجهزة التوجيه والشرائح التي تدعم تقنية الجيل الخامس على نحو متزايد، فإننا نعتقد أن المستفيدين الأطول أجلاً سوف يكونون تلك الصناعات الناشئة القادرة على الاستفادة من الاتصال اللاسلكي السريع، وخاصة في المناطق الحضرية الكثيفة. ولا بد أن تتقدم السيارات ذاتية القيادة والواقع المعزز والأجهزة القابلة للارتداء إلى الأمام في التطور بمجرد أن تتمكن من نقل الإشارات الواردة إلى مراكز البيانات البعيدة بسرعة، وهو ما من شأنه أن يمكن أجهزة الكمبيوتر الفائقة الصغيرة من العمل "داخل" الأجهزة اليومية. وأنداك يصبح بوسع الذكاء الاصطناعي أن ينمي هذه البيانات، فيساعد في تحسين أوقات التنقل، أو إدارة شبكات الطاقة المتشعبة بكفاءة أكبر، أو تحديد العلامات المبكرة لازمة صحية حادة وشبكة.

ومع ذلك، فإن إطلاق تقنية الجيل الخامس، والتقدم التنافسي في الإنترنت عن طريق الأقمار الصناعية، سيكون متعلقاً بتغطية الإنترنت بقدر ما سيكون متعلقاً بالسرعة. فقد اقترحت إدارة بايدن الجديدة في الولايات المتحدة الاستثمار في تكنولوجيا النطاق العريض في المناطق الريفية في محاولة لتمكين الأمريكيين الذين يعيشون في المناطق النائية. إن الاستثمار في تكنولوجيا الجيل الخامس والقنوات الفضائية في الأسواق الناشئة مثل الصين والهند من شأنه أن يجلب الملايين من الناس على شبكة الإنترنت، مما يزيد من تدفق البيانات والطلب على الخدمات الرقمية مثل التكنولوجيا المالية والتجارة الإلكترونية وتكنولوجيا التعليم. ومن المرجح أن تستمر الحكومات والشركات الخاصة في الإنفاق على الأمن السيبراني، لأن النمو الهائل في البيانات الخاصة سوف يتطلب الحماية.

وبالتالي فإننا ننظر إلى دورة الاستثمار في إطار إطلاق تقنية الجيل الخامس باعتبارها فرصة قريبة الأمد نسبياً، وفي إطار ذلك سيصبح المستفيدون من الدرجة الثانية مثل القيادة الذاتية، والطب عن بعد،

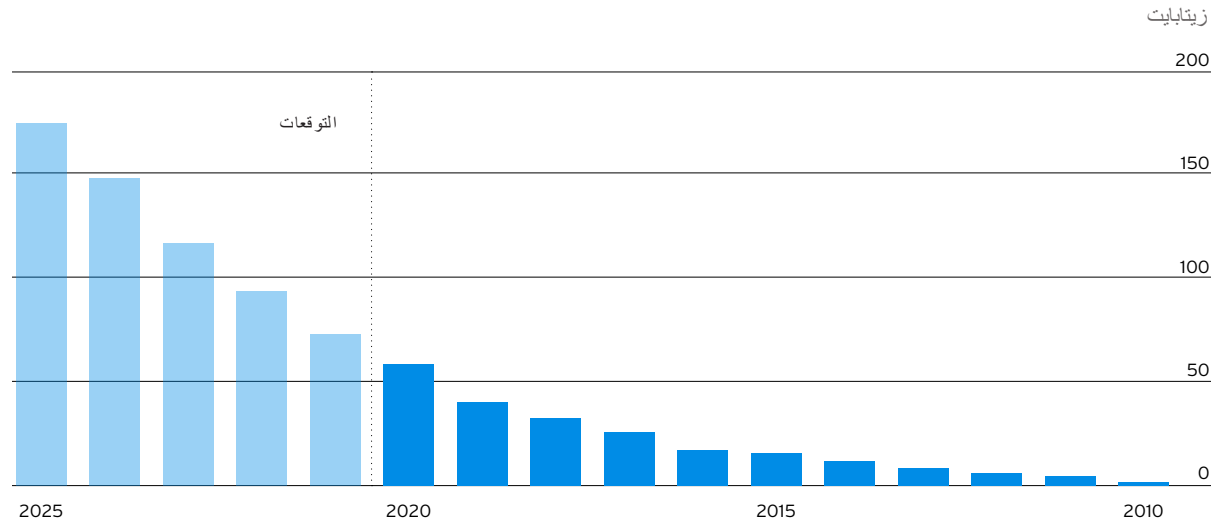
ومن الممكن أن يصل حجم البيانات التي تم إنشاؤها على مستوى العالم إلى 175 زيتابايت بحلول عام 2025 – أي ثمانية وثمانين ضعف الكمية التي كانت قبل عقد واحد فقط – الشكل 2. وسوف تكون هذه البيانات مذهلة من حيث النطاق والتفاصيل، حيث تسجل كل شيء بداية من دورات إنتاج الآلات، والبحث على شبكة الإنترنت، وإشارات السيارات التي بدون سائق، إلى دقات قلوب لابس الساعات الذكية. وبمجرد تحليلها، فإن هذه البيانات سوف تساعد المنتجين والمستهلكين في اتخاذ قرارات أفضل. ومن الممكن أن يتبع ذلك نمواً أسرع وسكان أكثر إنتاجية وصحة، ومتعلمين أفضل تعليمًا، وقدراً أعظم من الراحة الشخصية، وبيئة أكثر نظافة.

النفايات. وسوف يكون المزارعون قادرين على مراقبة حالة محاصيلهم من دون بذل أي جهد، وسوف يهتمون بها من بعيد. وسوف تعمل المباني على معايرة استخدام الطاقة لديها تلقائياً استناداً إلى الإشغال في الوقت الحقيقي، في حين سوف يدير موردو الطاقة المعروض والطلب بشكل أكثر كفاءة – انظر

.. وسوف يتمكن مقدمو الرعاية الصحية من تتبع رفاهة مئات الملايين من البشر في نفس الوقت، حيث يتلقون تحذيرات مبكرة من الأزمات القلبية والسكتات الدماغية قبل أن تضربهم.

إن شريان الحياة لكل هذا الجهد هو البيانات. وسوف يتضمن الاتصال الرقمي الفائق توليد البيانات وجمعها وتحليلها على نطاق غير مسبوق.

الشكل 2. انتشار البيانات



المصدر: دراسة عمر البيانات لعام 2025 (Data Age 2025)، برعاية شركة Seagate، إلى جانب بيانات من دراسة عالم البيانات العالمي (Global DataSphere) لشركة IDC، مايو 2020. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضمانات لوقوع أحداث مستقبلية.

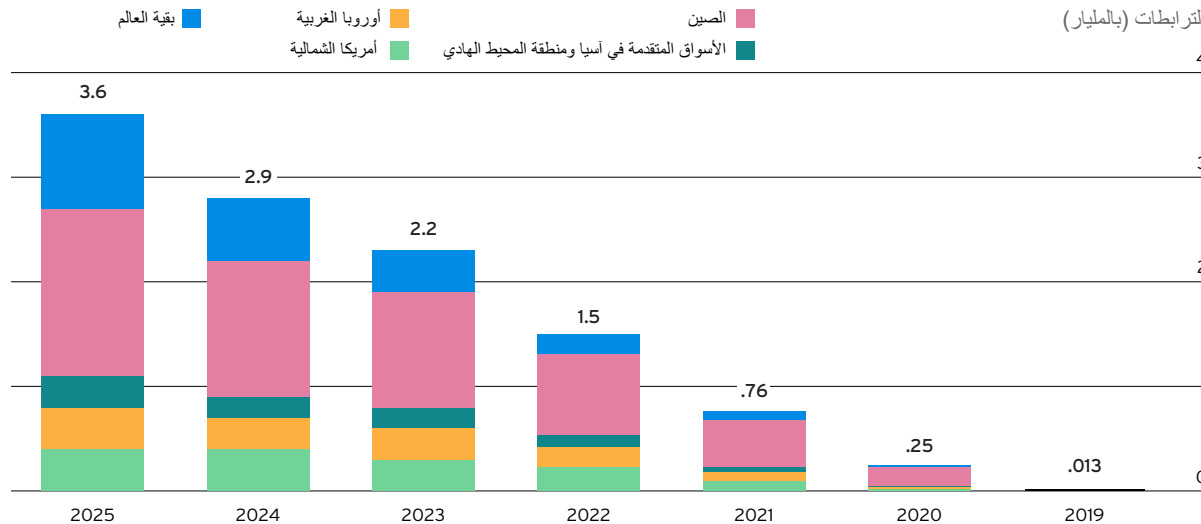
و"المدن الذكية" فائزين في الأمد الأبعد. وتقنية الجيل الخامس شأنها شأن التلغراف والهاتف والإنترنت، فهي ببساطة الخطوة التالية في عملية دامت قروناً من الزمان وحسّنت الاتصالات عبر الحدود والمناطق الجغرافية بشكل كبير. ومع وضع هذا الإطار في الاعتبار، نتطلع إلى فوائد بدء استخدام تكنولوجيا الجيل الخامس في المستقبل، ولكننا نرى أن الاتجاه الاستثماري الأوسع الذي لا يمكن إيقافه المتمثل في الرقمنة من المرجح أن يستمر لفترة طويلة بعد الجيل التالي من خدمات الإنترنت.

الرقمنة من العوامل المؤثرة في الاتجاهات الاستثمارية الأخرى التي لا يمكن إيقافها

نتوقع من الاتصال الرقمي الفائق أن يعمل على التعجيل ببعض اتجاهاتنا الأخرى التي لا يمكن وقفها. ومن الواضح جداً أن هذا الأمر يشمل عناصر أخرى ترتبط بالاضطراب الرقمي. على سبيل المثال، لا بد من تخزين الزيادة الهائلة في البيانات التي نتوقعها بشكل آمن بعيداً عن متناول المجرمين الإلكترونيين وغيرهم، وهذا من شأنه أن يفيد أخصائيي الأمن السيبراني – انظر الأمن السيبراني: حماية ثورة البيانات. وعلى نحو مماثل، نتوقع من تقنية الجيل الخامس أن تعمل على تمكين الاعتماد المتزايد للذكاء الاصطناعي والروبوتات، بما في ذلك السيارات ذاتية القيادة – انظر الاضطراب الرقمي: الذكاء الاصطناعي.

ومن ناحية أخرى، يشكل الاتصال الرقمي الفائق أهمية بالغة في [نهضة آسيا](#). إن الاستثمار في تقنية الجيل الخامس في الأسواق الناشئة مثل الصين والهند من شأنه أن يجلب الملايين من الناس على شبكة الإنترنت، مما يزيد من تدفق البيانات والطلب على الخدمات الرقمية. إن اعتماد الهاتف الذكي الذي يدعم تقنية الجيل الخامس من المقرر أن يسجل نمواً سريعاً في المنطقة على مدى السنوات القليلة المقبلة – الشكل 3. وسيساعد تطوير المدن الذكية – المناطق الحضرية التي تستخدم البيانات وأجهزة الاستشعار لاتخاذ قرارات أفضل بشأن الموارد

الشكل 3. اتصالات الجيل الخامس حول العالم

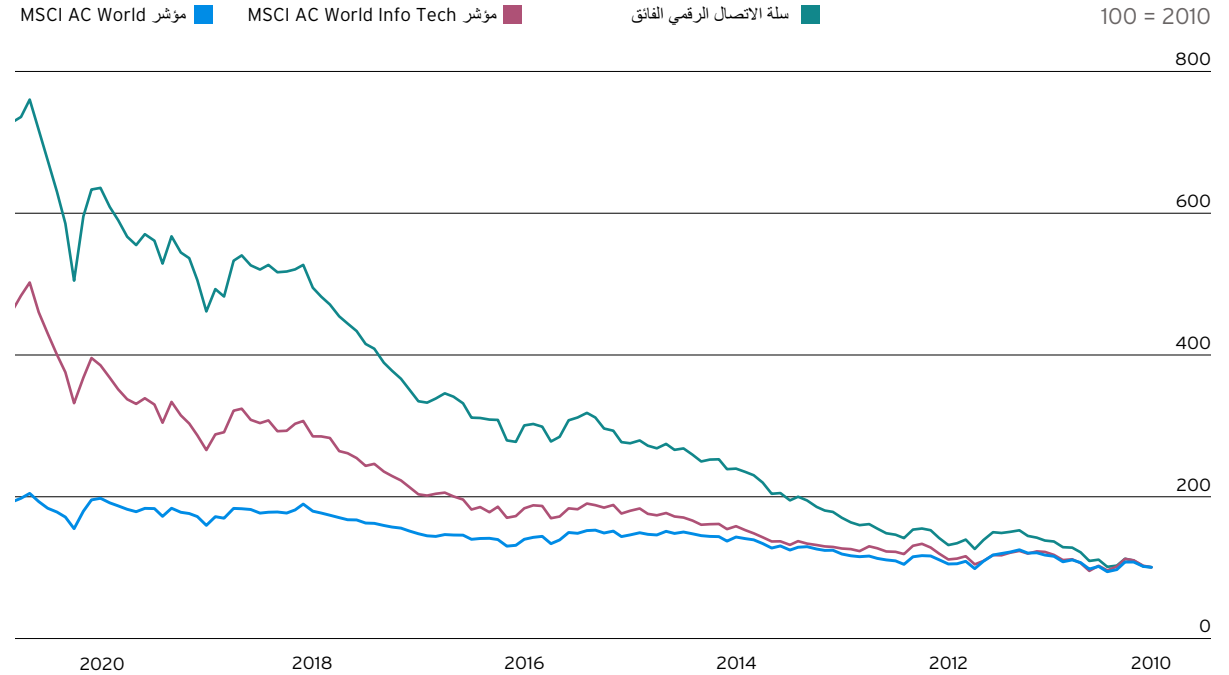


المصدر: CCS Insight، كما في 25 نوفمبر 2020.

تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضمانات لوقوع أحداث مستقبلية.

وتحسين حياة السكان - في دفع عجلة التوسع الحضري الجاري في المنطقة. وعلى ذات النحو، تشكل التطبيقات التي تدعم تقنية الجيل الخامس في الطب عن بعد، والجراحة عن بعد، ورعاية كبار السن أهمية مركزية لعالم اليوم الذي يشهد [إطالة الأعمار](#). فضلاً عن ذلك، فإن الازدهار الذي تشهده عملية الاتصال ومعالجة البيانات بفضل ثورة تقنية الجيل الخامس من المرجح أن يساعد شبكة الطاقة الأكثر ذكاءً وكفاءة والتي نراها تتبثق عن [تحول العالم نحو الاستثمارات المراعية للبيئة](#).

الشكل 4. الاتصال الرقمي الفائق تفوق في الأداء



ملاحظة: تعمل سلة الاتصال المفرط على زيادة فعالية جهاز بحث Citi Research Theme Machine وتشمل الشركات التي تتميز بالتعرض العالي للفئات التالية: انتقال شبكة الهاتف المحمول، وتخزين البيانات، والحوسبة السحابية، وإنترنت الأشياء، والتجارة الإلكترونية، والذكاء الاصطناعي، والتكنولوجيا المالية، والأمن الإلكتروني، والتكنولوجيا القابلة للارتداء، والطلب على الأجهزة المحمولة الذكية، والواقع الافتراضي، والأتمتة/الروبوتات. المصدر: Bloomberg وCiti Private Bank (OCIS) كما في 6 نوفمبر 2020. والأداء السابق لا يمثل ضماناً للنتائج المستقبلية. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لأكثر. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

4.4

نهوض آسيا: النهضة الآسيوية في "عالم ثنائي القطبية"

ديفيد بيلين، مسؤول أول شؤون الاستثمار

كن بينغ - رئيس استراتيجية الاستثمار في آسيا

في إطار بروز أهمية القارة الآسيوية في الاقتصاد العالمي، فإننا نتوقع أيضاً استمرار المنافسة الاستراتيجية بين الولايات المتحدة والصين. وسيتخض عن التطورات المشهودة على مستوى هذان البلدان فرصاً استثمارية محتملة مقنعة.

- ونتوقع استمرار التحول في القوة الاقتصادية نحو آسيا على مدى العقود المقبلة
- من المرجح أن تتلاشى العولمة التي يقودها الانفصال ما بين الولايات المتحدة والصين - "القوى ثنائية الأقطاب"
- قد يتيح "العالم ثنائي الأقطاب" - الذي تتنافس فيه القوتان العظيمتان على العملاء عبر نظامين بينيين متباعدين - للمستثمرين العالميين بناء محافظ أكثر تنوعاً
- نرى مجموعة واسعة من الفرص المرتبطة بظهور معايير تكنولوجية منفصلة، وتسارع استهلاك الطبقة المتوسطة في آسيا، وتنويع سلاسل التوريد بعيداً عن الصين



ومن المرجح أن ترد الولايات المتحدة على الصين بشكل مختلف في ظل إدارة بايدن. والواقع أنه على النقيض من استراتيجية "تدبر الأمر وحذك" التي وظفها الرئيس ترامب، فمن المحتمل أن يحشد الرئيس المنتخب بايدن الدول ذات التفكير المماثل للضغط على الصين بشأن قضايا مثل حماية الملكية الفكرية، والعدالة من حيث الشروط والأحكام التجارية، والقدرة على الوصول إلى الأسواق بين قضايا أخرى. وبالتالي، ففي حين قد تؤدي المفاوضات إلى شراكة أفضل في بعض القضايا، مثل تغير المناخ، فمن المرجح أن تتسبب المنافسة والمعايير المختلفة لمجالي النفوذ في دفع المستثمرين إلى التفكير في المكان الذي ينبغي لهم أن يضعوا فيه رؤوس أموالهم.

ونعتقد أن الاستقطاب المستمر ثنائي الأقطاب، والنهضة المستمرة في آسيا، والتفاعل بين الاثنين، كل هذا يخلق تأثيرات مهمة بالنسبة للمستثمرين العالميين. ولذلك، فإننا ننظر في السيناريوهات المحتملة المختلفة والفرص والمخاطر التي نراها لمحففثك.

إن آسيا في نهضة مستمرة. والواقع أن نجاحها النسبي في إدارة الجائحة ليس أكثر من مثال أخير لبراعتها الفائقة. فباستخدام اختبارات مكثفة، وتعقب الاتصالات، ورصد درجات الحرارة، وإنفاذ أنظمتها من خلال التكنولوجيا، انخفض معدل الإصابة بهذا المرض في بلدان كثيرة في المنطقة، كما تعافت أجزاء كبيرة من اقتصاداتها بسرعة أكبر.

يعتبر العام الماضي أيضًا معلمًا رئيسيًا من الإنجازات الاقتصادية التي حققتها منطقة آسيا والباسيفيكي. ففي عام 2020، سوف يتجاوز الناتج المحلي الإجمالي في المنطقة من حيث تعادل القوة الشرائية نظيره في بقية بلدان العالم مجتمعة للمرة الأولى منذ القرن التاسع عشر. ونتوقع منها أن تمضي قدمًا في العقود المقبلة. ومن المقرر أن تمثل آسيا الغالبية العظمى من نمو الطبقة المتوسطة على مستوى العالم بحلول عام 2030، أو نحو 1.5 مليار نسمة في الإجمال. ومن المرجح أن تضيق مائة مدينة يتجاوز عدد سكانها المليون نسمة. كما أنها موطن لأكبر منطقة تجارة حرة على مستوى العالم تم إعدادها مؤخراً في إطار الشراكة الاقتصادية الإقليمية الشاملة (RCEP).

ولهذه الأسباب وغيرها، نعتقد أن [نهضة آسيا](#) تمثل اتجاهًا استثماريًا لا يمكن إيقافه – انظر [النظرة المستقبلية 2019](#).

ومع استمرار الأهمية الاقتصادية والسياسية العالمية لآسيا في النمو، نرى توترًا متزايدًا بين القوتين العظميين على مستوى العالم، الولايات المتحدة والصين. وما الحروب التجارية الأخيرة بين البلدين إلا مظهر واضح من مظاهر هذا الصراع. تسعى الصين إلى منافسة الولايات المتحدة في الصناعات التي ما فتأت الأخيرة على الهيمنة عليها لعقود. وتشكل القوة العسكرية الصينية المتنامية والجرة داخل آسيا، فضلاً عن روابطها الاقتصادية المتنامية مع دول أخرى، المزيد من التحديات التي تواجه الولايات المتحدة.



الاستقطاب ثنائي الأقطاب: هل من الممكن أن تؤدي إعادة تنظيم المصالح الاقتصادية إلى الحد من المخاطر؟

لقد تصاعد الصراع ثنائي الأقطاب منذ تناولنا الأمر في تقرير النظرية المستقبلية منتصف العام 2019. وبشكل خاص، طبقت الولايات المتحدة مجموعة متنوعة من التدابير لاستبعاد بعض شركات التكنولوجيا الصينية من الولايات المتحدة وتقييد قدرة الصين على الوصول إلى الإمدادات من التكنولوجيات الاستراتيجية التي تهيمن عليها الولايات المتحدة. وقد ازدادت حدة الخلافات الإيديولوجية حول قضايا مثل حقوق الإنسان. والواقع أن فكرة أصل كوفيد 19 من الصين زادت من حدة الأزمة، وأقنعت بعض البلدان بالتعاون مع الولايات المتحدة.

ونتوقع أن تعيد الولايات المتحدة بنشاط مشاركتها مع الحلفاء الأوروبيين واليابان وأستراليا وغيرهم من أجل وضع أهداف ومعايير مشتركة لسياسات التجارة والتكنولوجيا والمناخ والصحة. ومن ناحية أخرى، ستعمل الصين أيضاً على تطوير معاييرها وممارساتها الخاصة.

تستند حجتنا الأساسية في العلاقات ثنائية الأقطاب إلى زيادة في المنافسة الاستراتيجية – الشكل 1. ونعتقد أن هذا الأمر سوف يتسم بالتصعيد المعتدل في القيود التجارية والقيود المفروضة على الشركات، من دون مواجهة عسكرية بين الولايات المتحدة والصين أو بين وكلائها. بطبيعة الحال، هناك سيناريوهات أخرى محتملة، ولكننا نعتقد أن الفصل الكامل للعلاقات الاقتصادية بين البلدين سوف يكون مكلفاً للغاية، وبالتالي فهو أمر غير مرجح.

ولا يزال من الممكن تعزيز العلاقات الاقتصادية بين الصين وبعض البلدان، حتى مع استمرار الاستقطاب مع الولايات المتحدة. ويعد التوقيع على بروتوكول الشراكة الاقتصادية الإقليمية الشاملة (RCEP) مع 14 دولة أخرى من بينها اليابان وأستراليا مثلاً على هذه الروابط. وهناك

الشكل 1. ماذا بعد العلاقات ثنائية الأقطاب؟

السيناريو	الميزات	آثار السوق
المنافسة الاستراتيجية (الحالة الأساسية)	<ul style="list-style-type: none"> المنافسة الاستراتيجية في مجال التكنولوجيا والأمن تفاقم بسيط في القيود التجارية والمؤسسية انتقاء النزاعات العسكرية 	<ul style="list-style-type: none"> الاستثمار في الطلب المحلي والإقليمي، ومعايير التكنولوجيا المزدوجة، والبنية التحتية الإضافية، ونقل سلاسل الإمداد
تخفيف حدة التوتر (السيناريو المتفائل)	<ul style="list-style-type: none"> المزيد من المشاركة الدبلوماسية تبنى الصين سياسات خارجية أكثر ودأ عودة الصفقات التجارية المتعددة الأطراف عدم تفاقم القيود الاقتصادية 	<ul style="list-style-type: none"> النمو العالمي الإيجابي واستقرار التجارة الدولية
التفكك الشديد (السيناريو المتشائم)	<ul style="list-style-type: none"> الاشتباك العسكري غير المباشر، وعلى الأرجح في بحر الصين الجنوبي اضطرابات شديدة في سلاسل التوريد والنشاط التجاري 	<ul style="list-style-type: none"> الاستثمار في الصناعات الدفاعية والذهب، وتجنب الأنشطة في بحر الصين الجنوبي

المصدر: مكتب المسؤول الأول لاستراتيجيات الاستثمار لدى Citi Private Bank، كما في 8 نوفمبر 2020.

إن تعزيز العلاقات الاقتصادية الصينية مع بقية العالم من شأنه أن يسمح للمزيد من المستثمرين بالمشاركة في نمو البلاد. ونعتقد أن هذا من المرجح حتى مع المزيد من الانفصال بين الولايات المتحدة والصين. وما زال من غير الواضح ما إذا كانت الجهود التي تبذلها الصين لفتح أبوابها ستثبت أنها كافية. ومع ذلك نجحت القيادة الصينية في الماضي في تعديل سياساتها في أوقات التوتر الدولي. والواقع أن المزيد من الانفتاح لتقاسم إمكانات نموها مع المزيد من الدول الأجنبية من الخارج هو المكان المناسب لكي تبدأ الصين هذه المرة.

اعتقاد واسع النطاق بأن الصين سوف تعيد تركيزها الآن على الداخل لدفع تنميتها. ورغم أن هذا صحيح، فإنه ليس القصة الكاملة. فقد أكد الرئيس شي على أن الصين "منفتحة على التجارة" وسوف تصبح أكثر انفتاحاً. تدبر الدولة مخططات رائدة في منطقة الخليج الكبرى لتسهيل سياسات تأثيرات العمل، وزيادة الملكية الأجنبية وتوسيع الصناعات المفتوحة للاستثمار الأجنبي. ومن الأهمية بمكان أن يتم اختبار قابلية تحويل حسابات رأس المال، وهو ما يشكل خطوة حاسمة نحو تحويل اليوان الصيني إلى عملة احتياطية أكثر قبولاً.

الطاقة. لقد أحرزت الصين والولايات المتحدة تقدماً مبكراً في مجال تكنولوجيا الحوسبة الكمية، والتي أصبحت تشكل أولوية في خطة الصين للاستثمار في التكنولوجيا والتي تبلغ قيمتها 2 تريليون دولار أمريكي في عام 2025. ولا تزال هذه التكنولوجيات في مهبها، في غياب أي قيادة واضحة في وضع المعايير، وهو ما قد يؤدي إلى تمهيد أرض الملعب بين القوى ثنائية الأقطاب في المستقبل.

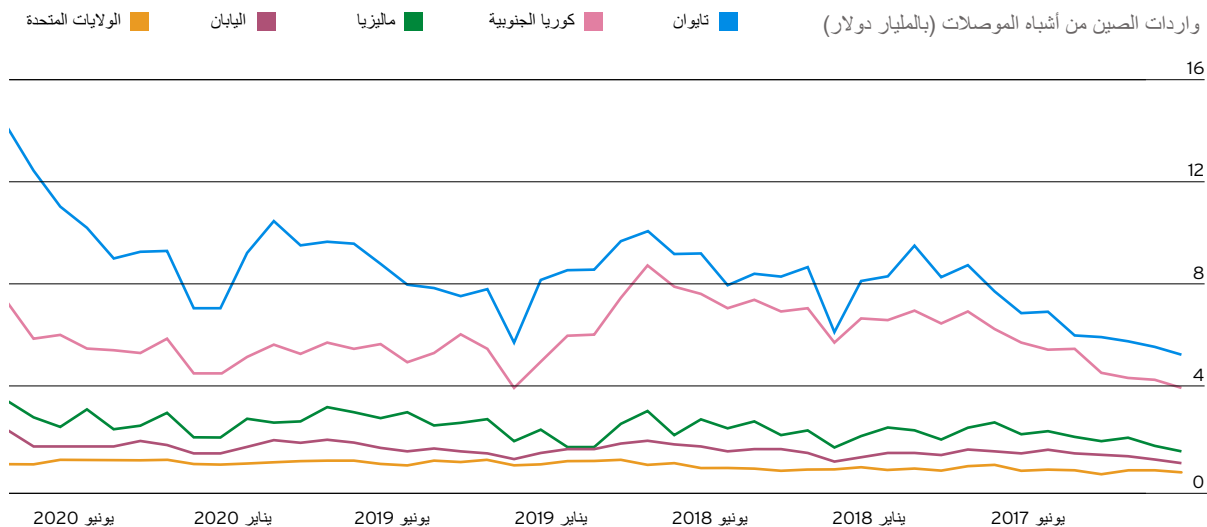
تحديد المراكز لنهضة آسيا والعالم ثنائي الأقطاب

مع نهضة آسيا وتوقع دوام الاستقطاب ثنائي الأقطاب، فنحن نعتقد أنك لا بد أن تضع مراكز للمحافظ الاستثمارية الأساسية لكل من الاتجاهين. فمن الممكن أن تساعد المخصصات ذات المغزى للصين وآسيا على نطاق أوسع في جعل المحافظ الاستثمارية المتنوعة على مستوى العالم أكثر مرونة. ومنذ أن سلطنا الضوء على نهضة آسيا باعتباره اتجاهًا استثماريًا لا يمكن إيقافه في عام 2018، حقق مؤشر MSCI الآسيوي باستثناء اليابان عوائد بنسبة 36%، في حين سجل مؤشر MSCI China و CSI 300 نسبة 58% و 78% على التوالي، مقارنة بنسبة 47% لمؤشر إس أند بي 500.

ومن الأهمية بمكان بالنسبة للمستثمرين أن يشكل الاستقطاب المستمر ثنائي الأقطاب تطورًا موائيًا. ومع انفصال الولايات المتحدة والصين، ومع ظهور سلاسل إمداد منفصلة عبر مركزين مختلفين للجاذبية الاقتصادية، فإن العلاقات المتبادلة بين الأصول على كل جانب قد تتناقص. وهذا من شأنه أن يفيد من منظور بناء محافظ استثمارية متنوعة.

سوف يتطلب الحفاظ على معيارين منفصلين في مجال التكنولوجيا قدرًا أعظم من الاستثمار الرأسمالي في البنية التحتية والبحوث من كل جانب. ومن بين المستفيدين من هذا البرنامج شركات تصنيع أشباه الموصلات التي لا تأتي لا من الولايات المتحدة ولا من الصين. ومن بين هذه الشركات شركات تصنيع معدات أشباه الموصلات من تايوان

الشكل 2. مصادر واردات الصين من أشباه الموصلات



ملاحظة: تبين النسبة المئوية (%) إجمالي واردات أشباه الموصلات في الصين، وواردات أشباه الموصلات تتضمن تلك الواردة في النظام المنسق (HS) الخاص بالأقطاب ثنائية الباعث للضوء 8541 والدوائر المتكاملة 8542. المصدر: Haver Analytics و Bloomberg كما في 12 نوفمبر 2020.

في عصر تقنية الجيل الخامس، وسوف يخلق قضايا مهمة بالنسبة للتقدم الذي حققته الصين في مجالات من الهوائيات الذكية المتطورة إلى برنامجها لاستكشاف الفضاء.

ولكن في العقد المقبل، قد تتلاشى ميزة الولايات المتحدة في هذا الصدد. كان التطورات في مجال الحوسبة الحديثة سبباً في تقليص حجم الترانزستورات القائمة على السليكون بحيث يصبح بوسع المزيد من الترانزستورات أن تتناسب مع رقاقات متناقص الحجم، كما هي الحال في "قانون مور". ولكن الزيادات الأخرى في الكثافة سوف تكون لها حدود قصوى في العقد المقبل. وبالتالي فإن تحقيق المزيد من المكاسب في القدرة الحاسوبية سوف يتطلب بدائل، مثل الحوسبة الكمية، أو الجرافين القوي والرقيق للغاية، أو شبكات النانو التي تحافظ على

الفجوة التكنولوجية ثنائية الأقطاب

لقد تحولت التكنولوجيا إلى ساحة معركة رئيسية في العالم ثنائي الأقطاب. وقد نشهد على نحو متزايد نشوء شبكتي إنترنت متنافستين منفصلتين ومنصات تكنولوجية مختلفة تتداخل في أسواق مختارة على مستوى العالم. وعلى الرغم من الجهود التي تبذلها الولايات المتحدة لقطع الصين عن التكنولوجيا الأمريكية، فإننا نعتقد أن الصين قادرة بمرور الوقت على إيجاد مصادر بديلة – الشكل 2 – وتطوير بدائل محلية بشكل متزايد.

إن القبيضة الخائفة الحالية للولايات المتحدة تتمثل في تصميم رقاقة أشباه الموصلات ومعدات التصنيع. وسوف يظل هذا يشكل ميزة ضخمة

أما عن التحدي العالمي المتمثل في تغير المناخ، فإن البلدان والشركات الآسيوية تلعب بالفعل دورًا رئيسيًا، والعديد منها تعمل على تطوير وتنصيب البنية التحتية التي تغير الكيفية التي يتم بها إنتاج الطاقة واستهلاكها. وقد تحظى الاستثمارات في الشركات ذات المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة العالية باهتمام إضافي. ويمكن أن يساعد تعزيز المعايير البيئية والاجتماعية والحوكمة المستثمرين الأجانب في التغلب على افتقارهم إلى المعرفة في بيئة الأعمال المحلية. ومن المرجح أن يصب هذا في مصلحة الطاقة البديلة، والسيارات الكهربائية، والشركات التي تتمتع بحوكمة قوية - انظر أيضًا [الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها: تحول العالم نحو الاستثمارات المراعية للبيئة](#).

وكوريا وأوروبا. وبالمثل، قد يشهد مقدمو خدمات البنية التحتية والأمن السيبراني من الجيل الخامس على مستوى العالم زيادة في الطلب. ومن المرجح أن يكون جنوب شرق آسيا من بين المستفيدين الرئيسيين من الاستثمار الرأسمالي من جانب الولايات المتحدة والصين.

والواقع أن منطقة جنوب شرق آسيا استفادت بالفعل من الشركات التي تعمل على تنويع سلاسل التوريد لديها بعيداً عن الصين، سواء في مجال التكنولوجيا وخارجها. وقد ارتفع هذا النشاط في عام 2018 وسط الحرب التجارية المتصاعدة. وبطبيعة الحال، ترغب منطقة جنوب شرق آسيا في الاستمرار في خدمة الأسواق الصينية والأمريكية. ولكي تتمكن المنطقة من تحقيق هذه الغاية، فإنه يتعين عليها أن تزيد من استثماراتها في البنية التحتية التقليدية. ومن بين المستفيدين المرجحين الشركات العاملة في البناء، والأتمتة الصناعية، وشحن السلع، والعقارات.

وفي الصين، نرى العديد من الفرص المرتبطة بذلك تستمر في التنمية، كما ورد في الخطة الخمسية الرابعة عشرة. وعلى الصعيد المحلي، تتمثل الأهداف في الاكتفاء الذاتي في التكنولوجيات الأساسية وتطوير الطلب المحلي من خلال التوسع الحضري الجديد. وهناك قطاعات على موعد مع الازدهار مثل العلامات التجارية الاستهلاكية، والتجارة الإلكترونية، واللوجستيات، والسفر والترفيه، والرعاية الصحية، والتأمين، وإدارة الثروة.

ومن ناحية أخرى، نوصي بالتعرض "للافتتاح" المستمر في الصين. إن زيادة أنشطة سوق رأس المال تشكل ضرورة أساسية لاعتماد اليوان الصيني كعملة احتياطية دولية حقيقية، فضلاً عن إضافة الأسباب لجذب رأس المال الأجنبي. ومن المرجح أن تشهد قطاعات مثل إدارة الثروة، والسمسرة، والعقارات، والرعاية الصحية والتعليم أكثر الآثار إيجابية من هذا المسعى.





4.5

زيادة الأعمار: فرصة الرعاية الصحية

جو كوردي - محلل أسهم، إدارة الاستثمارات في Citi

آرتشي فوستر - الرئيس المشارك لإدارة الاستثمار في الأسهم العالمية في Citi

وايتس نيجينهاوس - كبير مديري المحافظ، إدارة الاستثمار في الأسهم العالمية في Citi

إن الشيخوخة السريعة التي يعاني منها سكان العالم تفرض العديد من التحديات على المجتمع، لا سيما فيما يتصل بالرعاية الصحية. ونعتقد أن هذا الأمر يمثل فرصة سانحة لمجموعة متنوعة من الشركات المبتكرة.

- يشهد تعداد سكان العالم من كبار السن نمواً سريعاً.
- تفرض معالجة احتياجات الرعاية الصحية تحديات عديدة، أبرزها جائحة كوفيد-19.
- بالنسبة لمقدمي الحلول المبتكرة ذات الصلة بالرعاية الصحية، فإننا نرى أن إطالة الأعمار أحد الفرص المطروحة على الساحة
- نوصي بتعرض المحفظة الأساسية للطب الشخصي وعلاج السرطان، والبنية التحتية للرعاية الصحية والتأهب للجائحة، والمراقبة عن بعد والأجهزة

ومن المرجح أن يساعد الطب المخصص في التصدي لهذا التحدي الذي يلوح في الأفق. وعلى مر التاريخ، ركزت الرعاية الصحية عادة على علاج الأشخاص بعلاجات موحدة تصلح للجميع بمجرد سقوطهم فريسة للمرض. ولكن التطورات العلمية في فهمنا للحمض النووي سوف تعمل على نحو متزايد على تمكين نهج أكثر وقائية يستند إلى المكون الجيني للفرد. ويسعى الطب المخصص إلى تحديد مدى إمكانية تعرض الفرد للإصابة بالمرض، والوقاية منه إن أمكن، فضلاً عن اكتشاف المشاكل في وقت مبكر، ومن ثم العمل على تصميم الخطط العلاجية التي تناسب كل فرد على حدة. ونشهد بالفعل الفوائد المترتبة على الطب الشخصي في العديد من المجالات العلاجية، وخاصة علاج السرطان.

ومن بين الأدوات التشخيصية المهمة والمبتكرة داخل الطب الشخصي الخزعة السائلة. في حين تستخرج الخزعات التقليدية الأنسجة، تعتمد الخزعة السائلة على فحص سوائل الجسم للحصول على حمض نووي للأورام. كما يمكن هذا الاختبار غير الباضع من تقييم مباشر أفضل عقب التشخيص، فضلاً عن إمكانية الكشف المبكر للمرض. تمثل الخزعة السائلة واحدة من أهم التطورات السريرية في اكتشاف السرطان. وفي الولايات المتحدة وحدها، قد تصل فرصة السوق المتاحة إلى ما بين 30 مليار دولار و130 مليار دولار في السنوات المقبلة.²

¹ المعهد الوطني للسرطان، حقائق وأرقام عن علاج السرطان والبقاء على قيد الحياة، 2017
² Citi GPS، الابتكارات المزعة للأنظمة الحالية VI، أغسطس 2018

الطب الشخصي وعلاج السرطان

إن السرطان هو بالفعل ثاني الأسباب الرئيسية للوفاة في مختلف أنحاء العالم. ويزيد انتشاره مع التقدم في السن: ذلك أن أربعة أخماس أنواع السرطان الجديدة تحدث بعد سن الخامسة والخمسين، مع تشخيص أكثر من ربع أنواع السرطان الجديدة بين أولئك الذين تتراوح أعمارهم بين 65 إلى 74 عاماً¹ ونتيجة لهذا، فإن أرقام الحالات قد تتزايد بشكل كبير على مدى العقود المقبلة.

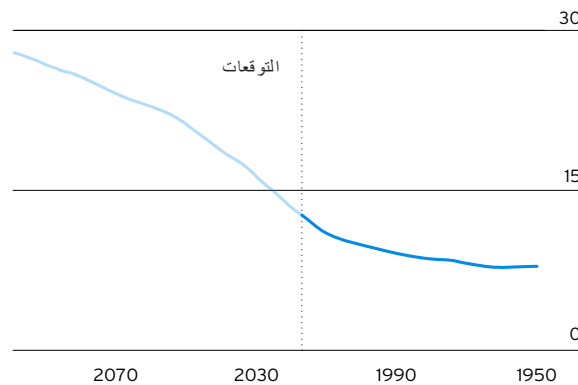
يواجه العالم تحولاً ديموغرافياً غير مسبوق. فحتى عام 2019، بلغ عدد سكان العالم الذين تتجاوز أعمارهم 65 عاماً 703 مليون نسمة، أو واحد من كل أحد عشر شخصاً. ومن المتوقع بحلول عام 2050 أن يتجاوز عدد سكان هذه الشريحة 1.5 مليار نسمة، أو واحد من كل ستة أشخاص. ومن المرجح أن تزداد الفئة "الأكثر سناً" - أولئك الذين تتجاوز أعمارهم ثمانين عاماً - بسرعة أكبر، من 143 مليون إلى 426 مليون. وهذا النمط هو نتيجة عقود عديدة من تحسين متوسط العمر المتوقع وانخفاض معدل الخصوبة. وكما أوضحنا في النظرة المستقبلية لعام 2019، فإننا نرى أن إطالة أعمار البشر تمثل فرصة واتجاهاً استثمارياً لا يمكن إيقافه.

إن مثل هذه الشيخوخة الهائلة التي يعاني منها سكان العالم لها آثار بعيدة المدى على الاقتصاد والأعمال والعلاقات الاجتماعية وأنماط التصويت وغير ذلك الكثير. وسوف تشكل تلبية احتياجات الرعاية الصحية للعديد من كبار السن أولوية ملحة بشكل خاص في مختلف أنحاء العالم. وفي الوقت الحالي يعاني أكثر من ثلاثة أرباع هؤلاء الذين بلغوا سن الخامسة والستين وما فوق من حالتين مزمنتين على الأقل. إن إنفاق الفرد على الرعاية الصحية في الدول المتقدمة لشخص يتجاوز عمره 85 عاماً قد يصل إلى أكثر من ستة أمثال إنفاق الفرد الذي عمره 59. لكن وعلى الرغم من أن الزيادة في احتياجات الرعاية الصحية في المستقبل تمثل تحدياً للمجتمع، إلا أننا نعتقد أنها تعمل على خلق فرصاً لمجموعة واسعة من الشركات المبتكرة.

لقد وضعت جائحة كوفيد-19 تركيزاً متجدداً على كل من الشيخوخة والرعاية الصحية. وقد أثر الفيروس بشكل غير متناسب على كبار السن في كل بلد، مع تسليط الضوء على ضعف أنظمة الرعاية الصحية القائمة. وفي الوقت نفسه، عجلت الظروف الاستثنائية باعتماد التكنولوجيات والعلاجات المبتكرة. ونعتقد أن تبني التكنولوجيا سوف يدوم إلى ما بعد الجائحة، وهو ما من شأنه أن يفيد المرضى والمبتكرين في مجال الرعاية الصحية على حد سواء. ونرى على وجه الخصوص فرصاً مختلفة في ثلاثة مجالات تتعلق بهذا الاتجاه الاستثماري الذي لا يمكن إيقافه.

الشكل 1. شيخوخة العالم

حصة الأشخاص الذين تزيد أعمارهم عن 60 عاماً (%)



المصدر: الأمم المتحدة، تنقيح عام 2019 للتوقعات السكانية العالمية. اعتباراً من شهر أغسطس 2019. تم تصفحها في ديسمبر 2019. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضمانات لوقوع أحداث مستقبلية.

البنية التحتية للرعاية الصحية والتأهب للجائحة

ازداد الإنفاق على الرعاية الصحية العامة والخاصة والأعمال الصيدلانية الحيوية على مدى السنوات القليلة الماضية. ومع ذلك، فقد سلّطت جائحة كوفيد-19 الضوء على نقص موارد أنظمة الرعاية الصحية في جميع أنحاء العالم، لا سيما في مجال قدرة الاختبارات التشخيصية. واستجابة لذلك، نعتقد أن الإنفاق الرأسمالي على التشخيص والاختبار سوف يرتفع بشكل كبير في السنوات المقبلة.

كما نتوقع دعماً حكومياً أكبر لتطوير اللقاحات وضغوطاً إضافية لتحسين معدلات التطعيم. ونعتقد أن معدلات التطعيم وقوة التسعير سوف ترتفع إلى مستويات أعلى على نطاق واسع في الأعوام المقبلة. وبدلاً من الاستثمار في شركات تصنيع اللقاحات الصيدلانية الحيوية ذاتها، فإن الانكشاف الذي نفضله هنا هو من خلال شركات العلوم الحياتية التي توفر الأدوات اللازمة لتطوير اللقاحات وإنتاجها، فضلاً عن صانعي عبوات اللقاحات ومقدمي خدمات النقل.

مكنت الرعاية عن بُعد المرضى من الحصول على العلاج اللازم أثناء انتشار الجائحة، في حين عززت سرعة الإنترنت والبرامج تجربة الاستشارة عن بُعد. فوفر المرضى وقت السفر والانتظار، فضلاً عن التكاليف. وقد وافق المزيد والمزيد من شركات التأمين على تعويض حاملي وثائق التأمين عن الزيارات الطبية الافتراضية. ونتوقع استمرار النمو القوي في السنوات المقبلة.

كما نرى فرصة في الجانب العلاجي. وتسعى شركات الأدوية على نحو متزايد إلى تطوير علاجات جديدة تسعى إلى تغيير الطريقة التي نتعامل بها مع حالات معينة. فعلاج الأورام المناعي، على سبيل المثال، يستفيد من جهاز المناعة لدى الجسم لمكافحة السرطان. كما أن العلاج باستخدام المستقلبات الخيمرية للخلايا التائية يعمل على إعادة تنظيم خلايا الجهاز المناعي لدى مريض بعينه لمقاومة السرطان، وهو ما قد يعمل بفعالية حتى في بعض الحالات المتقدمة.



المراقبة عن بُعد والأجهزة

خلال عمليات الإغلاق التي شهدتها العالم في 2020، زادت الحاجة إلى المراقبة عن بُعد واستخدامها عبر الأجهزة المبتكرة. تساعد التقنيات القابلة للارتداء، مثل الساعات الذكية، في إعطاء تحذيرات مبكرة حول مشاكل الصحة واللياقة البدنية، فضلاً عن مراقبة الظروف والأحداث الحالية. وتشمل هذه الأمراض أمراض القلب والأوعية الدموية، والسكري، نوبات الصرع، والسقوط الذي يعاني منه كبار السن في المنزل.

بالنسبة للمستخدمين المسنين والمجتمع ككل، هناك العديد من الفوائد المحتملة للتقنيات القابلة للارتداء، فهي قادرة على مساعدة المستخدمين، ومساعدتي الرعاية المنزلية، ومقدمي الرعاية الصحية في مراقبة تناول الأدوية بشكل صحيح وفي الوقت المناسب، والتعرف المبكر على صحة الطوارئ الصامتة، ولكن القاتلة المحتملة، بما في ذلك عدم انتظام النبض والنشاط الدماغي قبل السكتة الدماغية. وبالتالي، يمكن للتقنيات القابلة للارتداء أن تساعد المستخدمين المسنين على البقاء مستقلين، مما يخفف الضغط على أنظمة الرعاية الاجتماعية التي غالباً ما تكون مرهقة وكذلك العائلات. لقد ظللنا لفترة طويلة نعتبر سوق السلع القابلة للارتداء باعتبارها تتمتع بإمكانيات نمو كبيرة، ولم تسفر الجائحة إلا عن تعزيز وجهة نظرنا.

قد تكون هناك أيضاً إمكانات كبيرة في التقنيات غير القابلة للارتداء. وقد تم إحراز تقدم كبير في تطوير المنتجات التي تحسن نتائج المرضى وكذلك معدلات التشخيص. وبعض المنتجات قيد التطوير – بما في ذلك بعض منتجات "الأقراص" الذكية الاصطناعية الصغيرة – لديها القدرة على اكتشاف بعض الاضطرابات والسرطانات. إن نشر أدوات تشخيص أقل عدوانية من شأنه أن يزيد من الفحص الجماعي وينقذ العديد من الأرواح.

إطالة الأعمار:

إن فرص الاستثمار الناشئة عن الاتجاه الاستثماري الذي لا يمكن إيقافه والذي يتمثل في زيادة طول العمر تمتد إلى ما هو أبعد كثيراً من الشركات الصيدلانية الكبرى، فهي تشمل العديد من المبتكرين الأذكى الذين يرتبطون أيضاً باتجاهاتنا الاستثمارية الأخرى التي لا يمكن إيقافها، مثل **الرقمنة ونهضة آسيا**. ونظراً للطبيعة المتخصصة لمجموعة الفرص، فإن الاستراتيجيات المدارة بنشاط قد توفر طريقة مستهدفة لتكوين التعرض، بدلاً من التعرض السلبي الواسع النطاق. وعلى مدى دورة اقتصادية كاملة، نعتقد أن مثل هذا التعرض من الممكن أن يساعد في تحسين عوائد محفظتك الأساسية المعدلة وفقاً للمخاطر، مما يعزز مرونتها الإجمالية.



5 معاينات لفئات الأصول الإقليمية

المحتويات

- | | |
|-----|---|
| 5.1 | آسيا: ترسخ التعافي في فترة ما بعد كوفيد |
| 5.2 | أوروبا: تحديد المراكز للانتعاش المحتمل في فترة ما بعد كوفيد |
| 5.3 | أمريكا اللاتينية: ارتدادة متواضعة وسط التعافي العالمي |
| 5.4 | أمريكا الشمالية: تسارع وتيرة الاقتصاد المرن |



5.1

آسيا: ترسخ التعافي في فترة ما بعد كوفيد

كين بينغ - رئيس استراتيجية الاستثمار في آسيا
كريس زيبوليتوس - الرئيس العام لاستراتيجية الدخل الثابت

أدت الجائحة إلى تباينات حادة في الأداء الاقتصادي والسوقي في عام 2020. ونسلط الضوء على الأسواق التي قد تعود إلى الارتفاع من جديد

- سوف يستأنف النمو في آسيا بقوة. ونتوقع نمواً أعلى من الاتجاه بنسبة 6.2% في مختلف أنحاء آسيا في عام 2021
- وفي مجال الأسهم، نؤكد على البحث عن القيمة في ظل التعافي الدوري
- نحدد الفرص في الدخل الثابت الآسيوي حيث قد تضيق هوامش الائتمان
- البن الياباني واليوان الصيني هما العملتان الإقليميتان المفضلتان لدينا

أسواق آسيا المفضلة لدينا

الأسهم توقعات نمو عوائد الأسهم

اليابان	30.7%
منطقة دول جنوب شرق آسيا	35.1%
هونغ كونغ	33.0%

القطاعات توقعات نمو عوائد الأسهم

القطاع الصناعي	40.1%
قطاع السلع والخدمات غير الضرورية	66.1%

الدخل الثابت العائد 2

السندات المقومة بالدولار الأمريكي من الدرجة الاستثمارية في آسيا	3.31%
السندات المقومة بالدولار الأمريكي عالية العوائد في آسيا	7.86%
السندات السيادية الصينية	3.26%
إندونيسيا	6.17%

المصدر: 1- تقديرات FactSet المجمع عليها، كما في 26 نوفمبر 2020؛ 2- The Yield Book، كما في 26 نوفمبر 2020. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضماناً لوقوع أحداث مستقبلية.

نظرة عامة

بعد أن سجل النمو في الناتج المحلي الإجمالي في آسيا بما في ذلك اليابان 4,1% في عام 2019، فإنه قد يتقلص بنسبة 1,5% في عام 2020 بسبب جائحة كوفيد-19. بيد أن هذا الرقم القياسي المرتفع يخفي اختلافات صارخة بين مختلف الاقتصادات، مدفوعة بطريقة تعاملهم مع الفيروس. فمن المرجح أن تشهد البلدان التي أدارت المسألة على نحو أكثر فعالية - بما في ذلك الصين وتايوان - نمواً يبلغ في المتوسط 2% بحلول عام 2020. وقد يرى هؤلاء الذين ثبت أنهم أكثر عرضة للخطر - مثل الهند - انكماشاً بنسبة 5% إلى 9%، وهو ما يتفق بشكل أكبر مع تجربة كوفيد في الغرب.

وفي عام 2021، نتوقع نمواً أعلى من الاتجاه السائد في مختلف أنحاء آسيا، مع انتعاش النمو الإقليمي ليصل إلى 6,2%، ثم العودة إلى النمو على غرار الاتجاه السائد في عام 2022 من 4% إلى 4,5%. وبمجرد دحر كوفيد، فمن المرجح أن تستمر الصين في قيادة التعافي في آسيا، ومن المحتمل أن تسجل نمواً يبلغ 8% في العام الكامل الذي يليه. ورغم أن هذا يمثل زيادة ملحوظة من 2,1% في عام 2020، فإنه أيضاً أقل وضوحاً من التآرجح المحتمل ما بين 5,4%- إلى 2,3% بالنسبة لليابان، أو القفزة الكبيرة من 6,5%- إلى 7% والمتوقعة للمجموعة "العرضة للخطر" في أسواق آسيا الناشئة.

نتوقع أن تصبح اللقاحات الفعالة والعلاجات متاحة على نطاق واسع في النصف الأول من عام 2021. ومع ذلك، فحتى لو حدثت تأخيرات، فإننا لا نزال نتوقع إحراز تقدم مستمر نحو إعادة الانفتاح الاقتصادي الكامل. وهذا لا ينطبق على الاقتصادات التي تمكنت من التعامل مع الجائحة بأكبر قدر من الفعالية فحسب، بل وأيضاً على المجموعة "العرضة للخطر"، حيث ظلت الاقتصادات مفتوحة على الرغم من معدلات الإصابة المرتفعة. ومن المرجح أن ينعكس التعافي الأكثر وضوحاً في جنوب شرق آسيا واليابان في أداء أسعار الأصول.

الأسهم

أظهر أداء سوق الأسهم الآسيوية تباينات كبرى في عام 2020، ونعتقد أن بعض الانتكاسات من المرجح أن تظهر في عام 2021.

ففي عام 2020، تولت الصين (بزيادة 27%)، وكوريا (11%)، وتايوان (13%) قيادة أداء الأسهم ليس فقط في المنطقة، بل وأيضاً على مستوى العالم، مقارنة بالمكاسب بنسبة 12% في الأسهم الأمريكية. ولقد كانت الإدارة الفعالة للجائحة والمساهمة المحلية الكبيرة لمجال التكنولوجيا من الأسباب التي دفعت إلى تحقيق هذه النتائج. وقد تتلاشى هذه المزايا في ظل التعافي الأوسع في عام 2021.

من ناحية أخرى، تخلف كل من جنوب شرق آسيا الذي انخفض بنسبة تتراوح بين 15% إلى 30% منذ بداية العام حتى الآن، واليابان التي انخفضت بنسبة 2%. وقد يمنحهم هذا مجالاً أكبر للمفاجآت الصعودية في عام 2021. فقد انتعشت الصادرات الإقليمية بالفعل بنسبة 9% على أساس سنوي في الربع الثالث من عام 2020، ومن المرجح أن تحقق المزيد من المكاسب. ونعتقد أن هذا يشير إلى نمو أرباح الشركات بنسبة 20% إلى 30% في هذه الأسواق في عام 2021.

تعود اليابان بشكل متزايد إلى رادارات المستثمرين العالميين. ورغم أن الجائحة كانت أخف ضرراً فيها، إلا أنها أحد المستفيدين بشكل واضح من التعافي، لا سيما بالنظر إلى تقييماتها المنخفضة. فقد تسببت الإصلاحات في السنوات الأخيرة في توسيع قوة العمل من خلال زيادة مشاركة النساء، كما أدت إلى تحسين حوكمة الشركات، الأمر الذي جعل اليابان أكثر جاذبية بالنسبة لكل من المستثمرين في الشركات والمحافظ.

الشكل 1. تقييمات آسيا وقطاعاتنا المفضلة في آسيا باستثناء اليابان

القيمة السوقية الحرة	نسبة السعر إلى الأرباح	عوائد الأسهم على أساس سنوي %	نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	عوائد الأسهم على أساس سنوي %	نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	مردود توزيعات الأرباح (%)	نسبة السعر إلى الأرباح المعدلة دوريًا
مليار دولار أمريكي	تقديرات (الأرباح) لعام 2021	تقديرات (الأرباح) لعام 2022	تقديرات (الأرباح) لعام 2021	تقديرات (الأرباح) لعام 2022	تقديرات (الأرباح) لعام 2020	تقديرات (الأرباح) لعام 2020	10 سنوات
اليابان	3762.9	17.4	14.6	30.7	19.3	1.3	20.3
آسيا والمحيط الهادئ باستثناء اليابان	7342.9	15.7	13.6	23.7	15.3	1.8	18.9
أستراليا	1001.5	18.8	17.5	16.5	6.9	2.1	18.3
هونغ كونغ	493.3	16.7	14.5	33.0	15.1	1.2	16.3
سنغافورة	156.8	13.8	11.5	32.8	19.6	1.0	11.6
نيوزيلندا	46.0	37.7	32.4	4.4	16.2	4.2	35.3
الصين	2925.3	15.1	12.9	19.3	16.7	2.0	18.9
كوريا	869.1	11.7	9.9	42.1	18.7	1.1	14.4
تايوان	879.5	16.4	14.8	13.6	10.3	2.3	23.9
الهند	567.2	22.1	18.0	28.3	23.1	3.1	29.6
تايلاند	132.9	18.7	14.8	33.0	17.7	1.6	13.8
إندونيسيا	97.5	16.3	13.5	30.6	20.3	2.3	17.9
ماليزيا	116.2	15.6	15.2	39.4	1.8	1.6	15.4
الفلبين	56.3	18.3	15.2	39.9	20.2	1.8	20.4
قطاع السلع والخدمات غير الضرورية	1339.2	25.5	20.2	66.1	26.6	3.7	23.8
القطاع الصناعي	402.7	13.8	11.3	40.2	19.2	1.2	14.5
الخدمات المالية	1460.2	10.2	9.2	13.9	11.5	1.0	12.1

المصدر: بحث Citi، وWorldscope، وMSCI، وFactSet، البيانات كما في 13 نوفمبر 2020. ملاحظة: تم تجميع البيانات الواردة أعلاه استنادًا إلى الشركات المدرجة في مؤشر MSCI AC World Index. والقيمة السوقية للمناطق والأسواق والقطاعات معدلة حسب التعويم الحر. تم تجميع نسبة السعر إلى الأرباح (P/E)، والنمو في مردودات الأسهم (EPS)، ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية (P/B)، ومردود توزيعات الأرباح والعائد على الأسهم (ROE) من تقديرات FactSet المجمع عليها (التي تمت جدولتها إلى نهاية شهر ديسمبر) مع الأسعار الحالية. يتم حساب نسبة السعر إلى الأرباح المعدلة دوريًا (CAPE) حسب السعر الحالي مقسومًا على متوسط عوائد الأسهم (EPS) لمدة 10 سنوات استنادًا إلى بيانات مستوى مؤشر MSCI. NM = غير ذات معنى؛ NA = غير متوفر.

كما أننا معجبون بسنغافورة وهونغ كونغ بسبب مردودات أرباحها وتقييماتها المعتدلة - الشكل 1. ومن المرجح أن تضيق "فجاعات السفر" في هاتين المدينتين في أواخر عام 2020 - التي أتاحت التنقل بينهما من دون الحجر الصحي وسط الجائحة - إلى أنشطتهما الاقتصادية في أوائل عام 2021. وقد ألفت الشكوك السياسية في تايلاند وماليزيا بثقلها على أسواق الأسهم، ولكن الضعف الذي اعتري العالم في عام 2020 كان سببًا في تقدير قدر كبير من هذه المخاطر.

والهند هي الدولة الأكثر تضررًا بالأزمة الاقتصادية الإقليمية بسبب كوفيد، ولكن أسهمها كانت الأفضل أداءً بين الأسواق الضعيفة، والتقييمات متفوقة طبقًا للمعايير العالمية. ونحن أكثر حذرًا في التعامل مع الهند على الرغم من توقعات التعافي الاقتصادي.

كانت القطاعات الدورية في آسيا تتخلف حتى قبل تفشي الجائحة. ومع ذلك، فإنهم على استعداد للتفوق في الأداء في العام القادم على توقعات التعافي. ونفضل السفر والترفيه والعلامات التجارية للمستهلكين والعباب مأكلو ومجموعة مختارة من الصناعات والمواد، بالإضافة إلى التأمين وإدارة الثروة. وفي حين نستمر في رؤية آفاق إيجابية طويلة الأجل للتكنولوجيا، فإن أداءها في عام 2021 قد يتخلف بسبب المقارنات الصعبة مع طفرة الأرباح في عام 2020، والتقييمات العالية، واحتمالات ارتفاع مردودات السندات طويلة الأجل، وعودة الأنشطة التي أعاقها الجائحة.

الدخل الثابت

كان الائتمان الآسيوي المقوم بالدولار الأمريكي أقل تقلبًا من نظيره في الولايات المتحدة وأوروبا في عام 2020. وكان الانخفاض الإجمالي خلال عمليات البيع المكثفة في السوق في مارس أقل وضوحًا. وعلى نفس المنوال، كان التعافي أيضًا أقل شمولاً، حيث إن آسيا لا تتمتع بإمكانية الشراء المباشر للشركات التي أقرها بنك الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي. بلغت العوائد على الدرجة الاستثمارية في معايير الائتمان بالدولار الأمريكي في آسيا 5.7% في نهاية شهر أكتوبر، أي أقل من العائد الذي بلغ 7.0% في الولايات المتحدة. ومن ناحية أخرى، كان الأداء الفعلي للائتمان ذي المردود المرتفع في آسيا متفوقاً مع مكاسب بلغت 2.9% منذ بداية العام حتى تاريخه، في مقابل 1.2% في مؤشر المردودات المرتفعة في الولايات المتحدة.

وإذا نظرنا إلى عام 2021، فسوف نستمر في رؤية قيمة نسبية أفضل في الائتمان الآسيوي بالدولار الأمريكي. في الشركات ذات الدرجة الاستثمارية، بلغ متوسط الفروق المعيارية 180 نقطة أساس، وهو أكبر بمقدار 55 نقطة أساس من الدرجة الاستثمارية الأمريكية. وترتبط التقييمات الحالية أيضاً بمخاطر أسعار الفائدة المنخفضة جداً، حيث إن متوسط مدة سوق الدرجة الاستثمارية الآسيوية أقل من نصف نظيره في الولايات المتحدة (4,0 في مقابل 8,6). وقد يؤدي هذا إلى التفوق على الشركات الأمريكية إذا ارتفعت أسعار فائدة الخزنة الطويلة الأجل في عام 2021، كما نتوقع.

في سوق المردودات المرتفعة في آسيا، يكون فارق المؤشر البالغ 780 نقطة أساس أكبر بنحو 300 نقطة أساس من نظرائه في الولايات المتحدة، وأعلى بكثير من متوسط العلاقة لمدة خمس سنوات. وترجع هذه الفجوة جزئياً إلى نقص مشتريات البنوك المركزية من الائتمان الآسيوي، ولكنها مدفوعة إلى حد كبير بتوسع الصين مؤخراً في مجال العقارات والمؤسسات المملوكة للدولة.

الشكل 2: مردودات الدخل الثابت في آسيا (%)



المصدر: Bloomberg كما في 26 نوفمبر 2020. الملاحظات: تستند كل السندات السيادية إلى سندات عامة مدتها 10 سنوات بالعملة المحلية، ما لم تتم الإشارة إلى خلاف ذلك كالسندات المقومة بالدولار الأمريكي. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

ونرى أن التخلف عن سداد ديون العديد من الشركات المملوكة للدولة مؤخراً يعكس قدراً أعظم من التسامح للسماح لبعض الشركات المملوكة للدولة بالإفلاس والحد من المخاطر الأخلاقية، وبالتالي تحسين عملية تخصيص رأس المال. وفي قطاع العقارات، كان انتشار الضغوط يمثل مشكلة خاصة بالشركات أكثر من كونه مشكلة منهجية، في حين ظلت مبيعات العقارات في حالة جيدة. ومن المرجح أن تعمل هذه التطورات على الحد من مدى إحكام السياسة النقدية. ونتوقع بالتالي تحديد سقف لأسعار الفائدة. ومن المرجح أن يستمر العجز عن سداد الديون، ولكن من غير المرجح أن يتحول إلى مشكلة نظامية.

وفي الأسواق المحلية، تحتفظ آسيا بأدنى متوسط مردود بين كل مناطق الأسواق الناشئة عند مستوى 2,8%. ولكن السندات السيادية في إندونيسيا هي من بين الأكثر جاذبية من حيث القيمة الاسمية والحقيقية، حيث تقترب مردوداتها لمدة 5 سنوات مما نسبته 5,5%. ونتوقع أن تؤدي الفترة الضعف الممتدة للدولار الأمريكي إلى دعم العملات الآسيوية – انظر قسم العملات أدناه – وهو ما من شأنه أن يعزز الأداء بالنسبة للمستثمرين غير المتحطين. تشكل السندات المحلية في الصين أيضاً مجال اهتمام خاص، نظراً لجاذبية مردودها (نحو 3%)، وانخفاض المخاطر السيادية، وتزايد إقبال المستثمرين العالميين.

العملات

تفوق أداء الين الياباني كذلك في عام 2020، حيث ارتفعت قيمته بنسبة 4% كما في 31 أكتوبر. وانهارت الفجوة بين مردودات الولايات المتحدة واليابان على مدى عشر سنوات إلى 50 نقطة أساس من 300 نقطة أساس في عام 2018. تشدد الضغوط من أجل جعل الين أكثر قوة، في ظل نطاق محدود للمزيد من التيسير من جانب بنك اليابان. وانخفض أداء الباهت التايواني، والروبية الإندونيسية، والروبية الهندية، والدولار السنغافوري على أساس المخاطر السلبية المختلفة التي تهدد تعافي كل منهما. ولكن من المرجح أن تظل كل هذه البلدان مستقرة وأن تنتعش تدريجياً وسط ضعف بيئة الدولار والانتعاش الاقتصادي من جائحة كوفيد-19.

ارتفعت العملات الآسيوية – كما يمثلها مؤشر Bloomberg JP Morgan Asia Dollar Index – بنسبة 8% منذ بلوغها أدنى مستوياتها في مارس. وهذه هي النسبة الأعلى المسجلة منذ أواخر عام 2017، على الرغم من أنها لا تزال أقل بنسبة 2% من متوسط السنوات العشر. وكان انهيار أسعار الفائدة في الولايات المتحدة في أعقاب هذا الجائحة سبباً في جلب تدفقات نقدية هائلة ودفع قيمة العملة الآسيوية إلى الارتفاع، لا سيما في اليوان الصيني الداخلي. ومن المرجح أن يؤدي ارتفاع مديونية حكومة الولايات المتحدة وما يترتب على ذلك من تقييد مالي – [انظر التغلب على التقييد المالي](#) – إلى استمرار الضغوط على الدولار الأمريكي وبالتالي دعم العملات الآسيوية في السنوات المقبلة. ونفضل اليوان الصيني والين الياباني.

يُعزى الأداء المتفوق لليوان الصيني هذا العام إلى اتساع الفجوة في عوائد السندات مع الولايات المتحدة، والقوة الاقتصادية النسبية، وإدراج السندات الصينية في معايير الدخل الثابت. وقد اتسعت الفجوة بين مردودات السندات الحكومية في الصين والولايات المتحدة على مدى خمس سنوات من أقل من 50 نقطة أساس إلى نحو 300 نقطة أساس، بما يتوافق مع مستوى 6.3 في سعر صرف الدولار/اليوان. وننظر إلى سندات العملة المحلية باعتبارها فرصة في عام 2021.



5.2

أوروبا: تحديد المراكز للانتعاش المحتمل في فترة ما بعد كوفيد

جفري ساكس - رئيس استراتيجية الاستثمار في منطقة أوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا
كريس زيوليتوس - رئيس استراتيجية الدخل الثابت العالمية

يمكن للاقتصادات الأوروبية بفضل التحفيز المنسق أن تستعيد عافيتها بشكل مقنع في العام المقبل. ولذا عمدنا إلى تحديد العديد من الفرص في الأسهم الأوروبية وأسهم المملكة المتحدة على حد سواء.

- قد يتم تجاوز توقعات النمو في أوروبا في عام 2021. نبحث عن نمو بنسبة 4% بفضل التحفيز المالي والنقدي
- تتمتع الأسهم الأوروبية بإمكانات تعافي جيدة في عام 2021 نظرًا لانحيازها الدوري القوي
- نرى قيمة أكثر جاذبية في الدين الأوروبي مقارنة بالدين منخفض المردود جدًا من الدرجة الاستثمارية
- نرى دعماً أفضل لكل من اليورو والجنيه الاسترليني نسبة إلى الدولار



أسواقنا المفضلة

نظرة عامة

الأسهم توقعات نمو عوائد الأسهم ¹	
المملكة المتحدة	34.2%
فرنسا	26.5%
إيطاليا	63.1%
سويسرا	15.5%
القطاعات توقعات نمو عوائد الأسهم	
الطاقة	308.2%
القطاع الصناعي	64.9%
الرعاية الصحية	9.4%
الخدمات المالية	23.0%
الدخل الثابت العائد ²	
العائد المرتفع في الأسواق الأوروبية	3.8%

المصدر: 1- تقديرات FactSet المجمع عليها، كما في 26 نوفمبر 2020؛ 2- The Yield Book 2020، كما في 26 نوفمبر 2020. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضماناً لوقوع أحداث مستقبلية.

تستعد أوروبا للتعافي الحقيقي في عام 2021. ونتوقع نمواً بنسبة 4% في الناتج المحلي الإجمالي في أوروبا باستثناء المملكة المتحدة في عام 2021. ومفاد افتراضنا الرئيسي هنا هو أن دعم السياسات سوف يظل متكيفاً مع تعافي الأسواق من جائحة كوفيد-19. وعلى المستوى الوطني، تعهدت البلدان المحورية في منطقة اليورو – ألمانيا وفرنسا – بالفعل بإنفاق مالي يبلغ نحو 9.5% من ناتجها المحلي الإجمالي، ومن المرجح أن تزيد هذا الإنفاق أكثر. ويرجع هذا إلى القبول الآن بأن بذل أقل القليل لمكافحة تداعيات الجائحة من شأنه أن يفرض خطراً أعظم في الأمد البعيد. ولا تستطيع الدول الواقعة على أطراف منطقة اليورو أن تتعهد بالمزيد على المستوى الوطني، وسوف تعتمد إلى حد كبير على المنح والقروض من صندوق التعافي التابع للاتحاد الأوروبي. ومن المرجح أن يتم التصديق على الصندوق بحلول نهاية العام، وهو إيجابي إلى حد كبير في العديد من النواحي. وهو يبرهن على تضامن الاتحاد الأوروبي، وسوف يتم تمويله جزئياً من خلال إصدار سندات الاتحاد الأوروبي السيادية، وهو ما من شأنه أن يدعم التدفقات إلى المنطقة.

هناك ثلاثة عوامل قد تؤدي إلى نمو مستدام في الأمد البعيد في المنطقة. ف أولاً، من المرجح أن تشهد رئاسة جو بايدن العودة إلى المشاركة الإيجابية من جانب الولايات المتحدة مع أوروبا. وبشكل خاص، من المرجح أن تهدأ التوترات المختلفة المرتبطة بالتجارة – بما في ذلك تعريفات الصلب والألومنيوم، وإعانات دعم شركات إيرباص وبوينج، والضرائب الرقمية، والتحقيق 232 الذي أجرته الولايات المتحدة في قطاع السيارات – تدريجياً وأن تدعم قطاعات التصنيع. وثانياً، من المرجح أن يؤدي المزيد من التقدم في مجال اللقاحات إلى تحسين قطاعات الخدمات بحلول منتصف عام 2021. وثالثاً، تجعل أوروبا والمملكة المتحدة الطاقة البديلة أولوية رئيسية. ومن المرجح أن يؤدي هذا إلى إعطاء دفعة إضافية للعمل مع إدارة بايدن في اتجاه المؤتمر العالمي القادم لتغير المناخ، والذي من المقرر أن يُعقد في غلاسكو في عام 2021.

نتوقع أن يكون أداء الأسهم الإقليمية جيداً من الناحيتين النسبية والمطلقة في عام 2021، مدفوعاً بالدعم المالي والنقدي المستمر. ونفضل سندات الشركات ذات المردود المرتفع، لأن التقييمات تمتد لتصل إلى السندات السيادية وسندات الشركات ذات الدرجة الاستثمارية. إن خفض المخاطر المرتبطة بخروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي والانفصال عن منطقة اليورو لا بد أن يكون مفيداً للعملاء.

الأسهم

الشكل 1 - تقييمات أوروبا وقطاعاتنا الأوروبية المفضلة

القيمة السوقية الحرّة	نسبة السعر إلى الأرباح	عوائد الأسهم على أساس سنوي %	نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	عوائد الأسهم توزيعات	نسبة السعر إلى الأرباح	مردود توزيعات الأرباح (%)	نسبة السعر إلى الأرباح المعدلة دورياً
مليار دولار أمريكي	تقديرات لعام 2021	تقديرات لعام 2022	تقديرات لعام 2021	تقديرات لعام 2022	تقديرات لعام 2021	تقديرات لعام 2022	10 سنوات
أوروبا	9,330	16.7	14.3	30.1	16.7	1.8	2.8
المملكة المتحدة	2,030	14.2	12.1	34.2	17.5	1.5	3.6
أوروبا باستثناء المملكة المتحدة	7,300	17.6	15.1	28.8	16.4	1.9	2.5
فرنسا	1,689	17.9	14.8	63.1	20.8	1.6	2.5
سويسرا	1,464	18.0	16.4	15.5	10.0	2.9	2.8
ألمانيا	1,359	15.4	13.0	26.5	18.5	1.5	2.6
هولندا	655	21.3	18.4	22.7	16.1	2.5	1.8
السويد	503	17.6	16.9	0.5	3.8	2.2	2.5
إسبانيا	372	16.1	13.0	23.3	23.4	1.2	3.5
الدنمارك	368	25.3	22.4	17.9	12.7	4.9	1.4
إيطاليا	353	13.8	11.1	63.9	23.5	1.1	3.4
فيلندا	151	19.6	17.6	11.3	11.5	2.2	3.0
بلجيكا	149	21.7	18.0	10.4	17.0	1.5	2.1
إيرلندا	103	22.7	19.9	6.8	14.2	2.2	1.3
الطاقة	396	14.4	9.2	308.2	56.4	0.9	6.0
القطاع الصناعي	1,379	21.8	18.2	64.9	19.6	3.4	1.9
الرعاية الصحية	1,391	17.0	15.3	9.4	10.8	3.8	2.7
الخدمات المالية	1,452	11.0	9.2	23.0	18.6	0.8	3.7

المصدر: بحث Citi، وWorldscope، وMSCI، وFactSet، البيانات كما في 20 نوفمبر 2020. ملاحظة: تم تجميع البيانات الواردة أعلاه استناداً إلى الشركات المدرجة في مؤشر MSCI AC World Index. والقيمة السوقية للمناطق والأسواق والقطاعات معدلة حسب التعويم الحر. تم تجميع نسبة السعر إلى الأرباح (P/E)، والنمو في عوائد الأسهم (EPS)، ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية (P/B)، ومردود توزيعات الأرباح والمردود على الأسهم (ROE) من تقديرات FactSet المجمع عليها (التي تمت جدولتها إلى نهاية شهر ديسمبر) مع الأسعار الحالية. يتم حساب نسبة السعر إلى الأرباح المعدلة دورياً (CAPE) حسب السعر الحالي مقسوماً على متوسط عوائد الأسهم (EPS) لمدة 10 سنوات استناداً إلى بيانات مستوى مؤشر MSCI. NM = غير ذي معنى؛ NA = غير متوفر.

حتى مع احتدام المعركة الرامية إلى مكافحة الجائحة العالمية، لدينا توقعات مواتية للأسهم الإقليمية لعام 2021. ومع ذلك، فإن دعم هذه التوقعات قائم على الدعم المستمر للسياسة المالية والنقدية. فالعوامل الأساسية، والتقييمات، والعوامل الفنية كلها مواتية للتعافي في المستقبل.

ينبغي أن يسهم انتعاش نمو الناتج المحلي الإجمالي في تعزيز نمو عوائد الأسهم في السوق على نطاق واسع بنسبة لا تقل عن 30%. وفي إطار هذا التقدير، سوف يكون هناك تشتت كبير لصالح الصناعات والقطاعات التي نفضلها على المستوى العالمي، فأكثر من نصف رأسمال سوق الأسهم في أوروبا يقع في قطاعات دورية مثل الطاقة، والخدمات المالية، والسلع الاستهلاكية، والقطاع الصناعي.. والواقع أن الطلب الآسيوي المتزايد على الواردات يخلف بالفعل تأثيراً إيجابياً على دفاتر النظام الصناعي. ونعتقد أن العديد من هذه القطاعات مقومة بأقل من قيمتها الحقيقية، وخاصة قطاع الخدمات المالية. كما يتعين على الشركات الأوروبية ذات رؤوس الأموال المتوسطة أن تعمل على نحو طيب، فضلاً عن اكتساب الدورة الجديدة للزخم. والآن بدأت الأرباح في الاستقرار، حيث أصبح متوسط المردود البالغ نحو 3% يبدو مواتياً في مقابل أسواق الأسهم الأخرى وفي مقابل الدخل الثابت الأوروبي.

ونظراً للمخاوف السياسية المستمرة والنمو المتباطئ الذي ظل قائماً لعدة سنوات، فإن الأسهم الأوروبية مملوكة بشكل دون المستوى من قبل المستثمرين العالميين. وقد يكون العامل المحفز لهذا التغيير هو تقوية اليورو، مما يعني تضاول الحاجة إلى التحوط من قبل المشترين الخارجيين للأسهم الأوروبية.

وبشكل خاص، فقد انخفض تقييم الأسهم في المملكة المتحدة على مدى السنوات الأربع الماضية، وصولاً إلى ما نعتقد أنه مضاعف جذاب للغاية للأرباح بنسبة 12.5. فضلاً عن ذلك، فإن متوسط مردود أرباحها بنسبة 4% تقريباً هو الأعلى بين كل الأسواق المتقدمة. وفي ضوء النظر في قرار خروج بريطانيا من الاتحاد الأوروبي، نتوقع عامًا من التعافي المحلي في عام 2021، مدفوعاً بصفقة تجارية "مصفاة" مع الاتحاد الأوروبي، والسيطرة التدريجية على الجائحة، والمزيد من التحفيز الاقتصادي بقيادة الإنفاق على البنية الأساسية. والمملكة المتحدة تلعب دوراً قيماً.

ونرى أن سياسة البنك المركزي الأوروبي سوف تبقى مردودات سندات منطقة اليورو منخفضة طيلة عام 2021. والواقع أن تفسير السوق يعني ضمناً أن أسعار الفائدة على الودائع ستظل سلبية على مدى السنوات الثلاث المقبلة. وهذا يدخل ضمن إطار موضوعنا الخاص بـ **التغلب على التقييد المالي**. ومن المرجح أيضاً أن يفرض برنامج البنك المركزي الأوروبي لشراء الطوارئ البوابة بقيمة 1.35 تريليون يورو ضغطاً هبوطية تدفع المردودات الأطول أجلاً إلى الانخفاض، حتى مع تعافي الاقتصاد الإقليمي. وسوف تستفيد الدول الواقعة على أطراف منطقة اليورو في الأغلب، وخاصة إيطاليا. فقد شهدت إيطاليا، التي كانت غارقة ذات يوم في المخاوف المالية العميقة، انخفاضاً في مردودات السندات لعشر سنوات إلى أدنى مستوياتها التاريخية وتحسناً في التوقعات الخاصة بتقييم الائتمان الوطني. والواقع أن ستاندر أند بورز رفعت تصنيفها لإيطاليا عند BBB من "سلبى" إلى "مستقر".

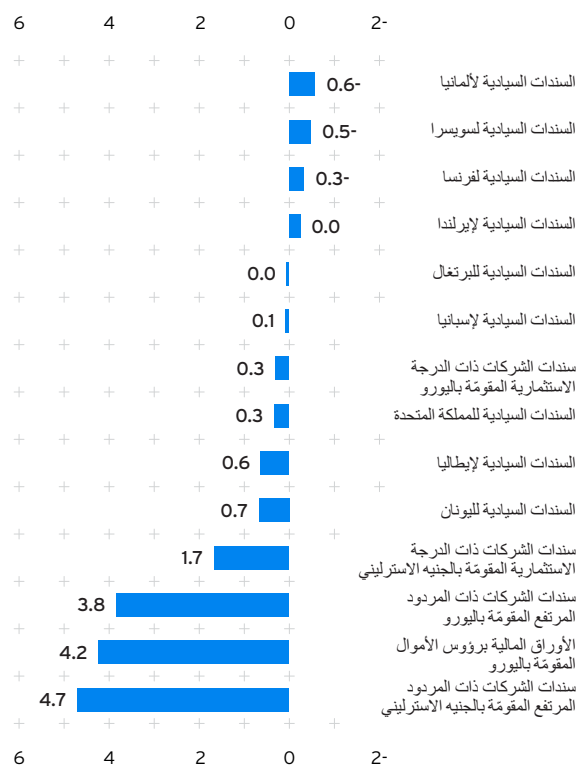
ومن المرجح أيضاً أن تظل أسعار الفائدة في المملكة المتحدة منخفضة لفترة أطول، أو ربما تتحرك حتى إلى مستويات أدنى. ومع تفكير بنك إنجلترا في تحديد أسعار فائدة سلبية، فإن السندات السيادية الأطول أجلاً في المملكة المتحدة أو العوائد "الذهبية" من الممكن أن تنخفض إلى ما دون المستويات الحالية. والواقع أن العوائد الذهبية التي يصل تاريخ استحقاقها خمسة أعوام هي أدنى من الصفر بالفعل.

وبالنسبة للمستثمرين الذين يحبذون الدخل، فإن السندات السيادية في منطقة اليورو والعوائد الذهبية في المملكة المتحدة تقدم قيمة محدودة ونحن لا نزال نعاني من التقييم المتدني. ونرى أن أسواق الائتمان تقدم قيمة أفضل، وخاصة في الشركات ذات المردود المرتفع. فالفوارق في المردودات المرتفعة على اليورو والتي بلغت 480 نقطة أساس تعادل مردوداً مطلقاً قدره 4.5%. وتأتي هذه التقييمات أيضاً مع قدر ضئيل للغاية من التعرض للطاقة، وهو ما ساعد في الحد من حالات التخلف عن سداد الديون. فقد ارتفعت معدلات التخلف عن سداد الديون الأوروبية ذات المردود المرتفع بالفعل، ولكنها تظل أدنى كثيراً من سوق الأوراق المالية ذات المردود المرتفع في الولايات المتحدة عند مستوى 4.3%.

إن توقعاتنا للانعاش الدوري لا بد أن تبشر أيضاً بخير بالنسبة للقطاع المصرفي. كما تقدم الأوراق المالية الإضافية من المستوى الأول

تتميز أسواق السندات الأوروبية الغربية بشكل مؤسف بكونها الأقل مردوداً في كل المناطق المتقدمة. والآن تحقق المعايير الإجمالية نسبة ضئيلة قدرها 0.07%. تعد منطقة اليورو مساهماً هاماً، حيث عملت أربع سنوات من سياسة أسعار الفائدة السلبية والتيسير الكمي الهائل على تضخيم أسعار السندات. وحتى شهر أكتوبر، كان متوسط المردود على جميع السندات السيادية المقومة باليورو 0.2-، مع تداول ما يقرب من 10% من تجارة سوق سندات الشركات ذات الدرجة الاستثمارية على المردود السلبى.

الشكل 2: مردودات الدخل الثابت في منطقة أوروبا والشرق الأوسط وأفريقيا (%)



المصدر: Bloomberg Barclays، Bloomberg، و The Yield Book كما في 20 نوفمبر 2020. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

(AT1) أو القابلة للتحويل المشروط - أو "CoCos" - مردودات جذابة للغاية. واعتماداً على الجهة المصدرة أو الهيكلية، فقد تتراوح المردودات على الأوراق المالية الإضافية من المستوى الأول (AT1) ما بين 5% و6%. فعلى مدى العقد الماضي، قامت البنوك بعمل جيد لإعادة بناء قاعدة رأس المال لديها من أجل الصمود في وجه الانحدار الحالي. ورغم تعليق الأرباح المشتركة مؤقتاً، فإننا نعتقد أن توزيعات الأرباح على الأسهم الممتازة من أغلب البنوك الأوروبية آمنة.

العملات

في أعقاب ضعف هذا الصيف في الدولار الأمريكي المرجح تجاريًا، فإننا نرتقب المزيد من التراجع في الدولار في عام 2021 استناداً إلى عوامل مرتبطة بالولايات المتحدة. ومع ذلك، فإننا نرى محركات دعم محلية إضافية لليورو والجنيه الإسترليني.

فلم تعد منطقة اليورو تواجه خطر التفكك المحتمل، وهو ما من شأنه أن يزيل أي عبء كبير من اليورو. ومن المرجح أن يقدم صندوق التعافي الأوروبي الدعم الاقتصادي للدول الأضعف الواقعة على أطراف منطقة اليورو، في حين يتضمن برنامج البنك المركزي الأوروبي لشراء السندات الآن المزيد من سندات البلدان الطرفية، بما في ذلك سندات اليونان. والواقع أن المخاطر المتراجعة في منطقة اليورو تنعكس بشكل أفضل في الفروق بين مردودات السندات الإيطالية السيادية لمدة عشرة أعوام ومردودات السندات الألمانية للمدة ذاتها. فقد انخفضت من 160 نقطة أساس في بداية السنة إلى 121 نقطة أساس في 13 نوفمبر.

والإسترليني أرخص من حيث أسعار الصرف الحقيقية. وقد يكمن العامل المحفز الرئيسي لتحسين الأداء في إبرام صفقة تجارية "مصفاة" محتملة مع الاتحاد الأوروبي. وهناك علامات تشير إلى الطلب المحصور على أصول المملكة المتحدة، بما في ذلك الأسهم والممتلكات، والتي لا بد أن تعمل ببطء على زيادة التدفقات الداخلة وشراء الإسترليني. وقد يتعاضد المزيد من الزخم خلال العام مع تعافي الاقتصاد ببطء من أسوأ مراحل الجائحة.

شان نانيندران ساهمت في هذه المقالة.



5.3

أمريكا اللاتينية: ارتدادة متواضعة وسط التعافي العالمي

خورخي أماتو - رئيس استراتيجية الاستثمار في أمريكا اللاتينية
كريس زيوليتوس - رئيس استراتيجية الدخل الثابت العالمية

لقد عانت أصول أمريكا اللاتينية بشدة في خضم هذه الجائحة، الأمر الذي خلق فرصًا تكتيكية في أسواق وطنية مختارة للعام المقبل.

- نبحث عن انتعاش متواضع نسبيًا في الناتج المحلي الإجمالي لأمريكا اللاتينية بنسبة 4.5% في عام 2021
- ننظر إلى الأسهم الإقليمية المتضررة باعتبارها وسيلة جذابة لإضافة التعرض للتعافي الدوري العالمي
- في الدخل الثابت، نفضل التعرضات المتنوعة لسندات الشركات في أمريكا اللاتينية
- البيزو المكسيكي والبيزو الكولومبي والريال البرازيلي مرشحون للرفع



أسواقنا المفضلة

الأسهم توقعات نمو عوائد الأسهم¹

البرازيل 17.4%

القطاعات توقعات نمو عوائد الأسهم

العقار 0%

الطاقة 56%

الخدمات المالية 19%

المصدر: 1- تقديرات FactSet المجمع عليها، كما في 22 نوفمبر 2020؛ 2- The Yield Book 2020، كما في 26 نوفمبر 2020. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يقصد منها أن تكون ضماناً لوقوع أحداث مستقبلية.

نظرة عامة

قد ينكمش الناتج المحلي الإجمالي في أمريكا اللاتينية بنسبة قد تصل إلى 8% في عام 2020، وهي النسبة الأعلى على مستوى العالم. كان لجائحة كوفيد-19 تأثير عميق فاقم من حدته المؤسسات الضعيفة في المنطقة، وارتفاع مستويات التفاوت بين الناس، وانتشار الفقر على نطاق واسع، وضعف نظام الرعاية الصحية، والافتقار إلى شبكات الأمان الاجتماعي. ولم يتجاوز متوسط معدل نمو الناتج المحلي الإجمالي في أمريكا اللاتينية من عام 2015 إلى عام 2020 0.7% سنوياً. وهذا الأداء الهزيل يقارن بما نسبته 2.5%، و 6.7% و 1.9% بالنسبة للولايات المتحدة، والصين ومنطقة اليورو على التوالي، لنفس الفترة. ولقد تجلّى الافتقار إلى فرص النمو المطلقة والنسبية في الاضطرابات الاجتماعية والمخاطر المتزايدة الناجمة عن القلاقل السياسية. وهذه القلاقل تحتاج إلى مراقبة دقيقة، نظراً للتقويم الانتخابي الإقليمي المكثف في عام 2021.

قد ينمو اقتصاد أمريكا اللاتينية بنسبة 4.5% في إطار التعافي المشهود في عام 2021. وكانت برامج الدعم المالي والنقدي قوية في أغلب بلدان المنطقة، وكان الاستثناء الوحيد الملحوظ هو المكسيك. وينبغي لهذا الدعم أن يساعد في دفع التعافي، ولكنه يعمل أيضاً على خلق ضغوط مالية وضغوط على القدرة على تحمل الديون. ومن المرجح أن يؤدي الافتقار إلى الاتجاه الواضح والمسار نحو النمو المستدام إلى وضع أمريكا اللاتينية في وضع غير موات في الأمد البعيد مقارنة بالمناطق الناشئة الأخرى مثل آسيا.

والواقع أن تباطؤ النمو، وارتفاع العجز المالي، والضغط الاجتماعي، كل ذلك يشكل خلفية إقليمية لعام 2021، في ظل التعافي العالمي القوي. ورغم أن الظروف الاقتصادية لا تحبذ بعد التعرض الجريء للأسواق المالية المتعثرة في المنطقة، فإن المراكز التكتيكية في أسواق وطنية مختارة من الممكن أن تحقق عوائد زائدة جذابة للمحافظ الاستثمارية المتنوعة والانتهازية على مدى الأشهر الاثني عشر إلى الثمانية عشر المقبلة.

كان للجائحة تأثير عميق فاقم من حدته المؤسسات الضعيفة في المنطقة، وارتفاع مستويات التفاوت بين الناس، وانتشار الفقر على نطاق واسع، وضعف نظام الرعاية الصحية، والافتقار إلى شبكات الأمان الاجتماعي.

الأسهم

الشكل 1. تقييمات أمريكا اللاتينية والقطاعات المفضلة

القيمة السوقية الحرة	نسبة السعر إلى الأرباح	عوائد الأسهم على أساس سنوي %	نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	عوائد الأسهم (الأرباح) لعام	مردود توزيعات الأرباح (%)	نسبة السعر إلى الأرباح المعدلة دورياً
مليار دولار أمريكي	نسبة السعر إلى الأرباح الأجلية لعام 2021	نسبة السعر إلى الأرباح الأجلية لعام 2022	تقديرات (الأرباح) لعام 2021	تقديرات (الأرباح) لعام 2022	تقديرات (الأرباح) لعام 2021	10 سنوات
مؤشر MSCI EM LATAM	568.2	13.2	11.8	%147	%12	18.3
الأرجنتين	8.6	106.3	29.6	%116	%210	24.6
البرازيل	364.0	12.5	11.2	%174	%9	21.1
المكسيك	127.0	14.0	12.8	%69	%11	16.2
تشيلي	38.0	16.2	13.8	%83	%19	11.9
كولومبيا	12.5	10.7	8.4	%107	%36	10.7
بيرو	18.0	15.7	13.4	%272	%21	16.1
العقار	5	8.8	10.5	%12	%0	8.2
الطاقة	53	12.8	8.2	%157	%56	18.5
الخدمات المالية	146	11.6	9.8	%31	%19	13.1

المصدر: Bloomberg و FactSet كما في 30 نوفمبر 2020

ومن ناحية أخرى، فإن أسعار الأسهم في كولومبيا وتشيلي تتداول عند مضاعفات منخفضة لعام 2022، وتتداول في بعض أدنى نسب الأسعار / القيمة الدفترية الأجلية لمدة 12 شهراً في المنطقة. والتوقعات الضمنية المواتية لأسعار الصرف الاسمية تشكل جزءاً لا يتجزأ من نظرتنا البناءة إلى أسواق الأسهم هذه.

لقد عانت أسهم أمريكا اللاتينية من أسوأ أداء لأي منطقة عالمية في عام 2020، وانخفض مؤشر MSCI Latin America Index بنسبة تقرب من 40%. وكانت البرازيل وكولومبيا من بين أسوأ البلدان أداءً هذا العام، حيث كانت قطاعات الطاقة، والخدمات المالية، والعقارات هي الأسوأ على الإطلاق. وكان أداء قطاعات السلع الاستهلاكية الأساسية، والسلع والخدمات غير الضرورية، والرعاية الصحية أفضل نسبياً.

فيعد انهيار محتمل بنسبة 60% في عام 2020، أصبحت توقعات تجمع على انتعاش أرباح الشركات في أمريكا اللاتينية عن كل سهم بنسبة 150% في عام 2021. وقد يؤدي هذا إلى عودة عوائد الأسهم في مؤشر MSCI Latin America إلى المستوى المتوسط تقريباً على مدى الأعوام الخمسة الماضية، وهو ما قد يؤدي إلى انعكاس حاد في أداء الأسهم.

وبما أن البنوك المركزية الإقليمية قد خفضت أسعار الفائدة المرجعية إلى أدنى مستوياتها التاريخية، فإن الأسهم تبدو أكثر جاذبية نسبة إلى الدخل الثابت. ومع هبوط أسهم أمريكا اللاتينية بنسبة 38%، فإننا نعتقد أنها تمثل فرصة جذابة لإضافة التنوع الجغرافي إلى دورة التعافي الدوري العالمي.

وبشكل خاص، تقدم سوق الأسهم في البرازيل تركيبة جذابة من الخصائص في ظل فرضياتنا الأولى بأن العقيدة المالية القوية سوف تظل قائمة. والواقع أن حجم البلاد ومقاييسها الضخم، وسعر الصرف المقوم بأقل من قيمته الحقيقية، وإطار الحسابات النقدية والخارجية المستقر، والافتقار إلى البدائل المحلية للمدخلات المحلية الكبيرة، والتقويم الانتخابي الهادئ، والتقييمات المعقولة، كل هذا يجعل منها هدفاً جذاباً لمستثمري المؤسسات الدولية الضخمة. وعلاوة على ذلك، فقد شرعت البلاد في تنفيذ برنامج قوي للدعم المالي، حيث بلغ نسبته نحو 8% من الناتج المحلي الإجمالي، الأمر الذي ساعد في دعم الاقتصاد وأسفر عن أقوى التعافي في المنطقة.

الدخل الثابت

لقد كان على المستثمرين في الدخل الثابت في أمريكا اللاتينية أن يتعاملوا مع ما هو أكثر من مجرد جائحة عالمية في عام 2020. ففي حين عانت المنطقة بشدة من انتشار مرض كوفيد-19، واجهت الأرجنتين والإكوادور وفنزويلا أزمات خاصة بها. ورغم أن التوترات المالية والسياسية كانت تتعاظم، فإن التخلف عن السداد وإعادة هيكلة الديون اللاحقة كان له تأثيرات كبيرة على أسعار السندات السيادية وسندات الشركات. ففي المتوسط خسرت البلدان الثلاثة 40% في عام 2020، كما في 28 أكتوبر.

إن الدخل الثابت في أمريكا اللاتينية ليس لديه مسار سهل إلى الأمام. ومن المرجح أن يكون مرض كوفيد-19، والعجز المالي، وضعف النمو، رباحاً معاكساً على مدى النصف الأول من عام 2021. ومع ذلك، فإن أسعار الصرف الجذابة، وانخفاض المردودات المحلية، والانتعاش الاقتصادي العالمي المتوقع، من شأنه أن يساعد في تثبيت استقرار الأساسيات بمرور الوقت. ومن المرجح أيضاً أن يكون للرئيس المنتخب جو بايدن علاقات دبلوماسية أكثر سلاسة مع المنطقة، وأن يعزز التعاون والشراكة. وهذا أيضاً من شأنه أن يخلف تأثيراً مهدداً نسبياً على الأسواق وأن يحسن من مشاعر المستثمرين.

وفي الأسواق الخارجية بالدولار الأمريكي، تقدم السندات السيادية قيمة نسبية في عالم منخفض المردود. ومع ذلك، لا يمكننا أن نصف السندات السيادية في أمريكا اللاتينية بأنها رخيصة. وباستثناء البلدان الأكثر اضطراباً، فإن متوسط مردود السندات السيادية بالدولار الأمريكي الإقليمي يبلغ 3%. وهذا يمثل العلاقة الأكثر تشدداً مع سندات الخزنة الأمريكية منذ عام 2012. ونفضل التعرضات المتنوعة لسندات الشركات في أمريكا اللاتينية، حيث يقترب متوسط مردودها من نسبة قدرها 4%. وقد تظل القطاعات الدورية الأقل جودة تحت ضغوط قريبة الأمد، على الرغم من أن عجز الأسواق الناشئة عن سداد ديونها بنسبة 3.1% لا يزال أقل كثيراً من النسبة البالغ قدرها 6.3% المسجلة في البلدان المتقدمة.

في الأسواق المحلية، تقدم المكسيك (5.5%) والبرازيل (5.4%) المردودات الأكثر جاذبية. ولكن مردودات السندات السيادية البرازيلية تظل أقرب إلى الانخفاض التاريخي الذي بلغته في يوليو 2020. ومن غير المرجح أن ينجح سعر الفائدة الرسمي بنسبة 2% والأسعار الحقيقية المنخفضة المتوقعة في اجتذاب تدفقات كبيرة إلى الداخل. ولا يزال هناك مجال للانخفاض في المردودات المحلية المكسيكية، مع تراجع الضغوط الاقتصادية. ولكن بالنسبة لكلا البلدين، فإن الأداء غير المتوقع له من المرجح أن يكون مبنياً على الحركة بالعملة المحلية، والتي تبدو التوقعات إيجابية بالنسبة لها.

العملات

في خضم هذا الوباء، عانت أسعار الصرف ذات التعويم الحر في أمريكا

اللاتينية من انخفاض حاد في قيمة العملة. فقد انخفض الريال البرازيلي على سبيل المثال بنسبة 50% عند أدنى مستوى له. ولكن على النقيض من كل صدمة خارجية سبقتها في المنطقة، ظلت توقعات التضخم محتواة بشكل جيد.

ونظراً للقدرة التنافسية الخارجية المحسنة، وهو ما يعادل علاوة المخاطر الضمنية الأكثر ارتفاعاً، فإن بعض العملات لديها مجال للتعافي بشكل أكبر بالقيمة الاسمية. ورغم أننا من غير المرجح أن نشهد تدفقات داخلية كبيرة من المستثمرين الأجانب إلى السندات المحلية نظراً لانخفاض مستوى أسعار الفائدة، فإن بعض الزيادة في التعرض للأسهم قد تحدث في الأشهر المقبلة، مما يدعم العملات.

الشكل 2: مردودات المردود الثابت في أمريكا اللاتينية (%)



المصدر: Bloomberg كما في 26 نوفمبر 2020. الملاحظات: تستند كل السندات السيادية إلى سندات عامة مدتها 10 سنوات بالعملة المحلية، ما لم تتم الإشارة إلى خلاف ذلك كالسندات المقومة بالدولار الأمريكي. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

ولا تبدو المستويات الإجمالية لأسعار الصرف الحقيقية متوافقة مع الافتقار إلى اختلالات التوازن الخارجية المرتبطة عادة بمثل هذه الانخفاض الحاد، وبالتالي فإننا نتوقع استقرار العملات بل وقد ترتفع بعض هذه المستويات الحالية. ففي خضم التعافي الاقتصادي العالمي في عام 2021، يُرجح أن يشهد الريال البرازيلي والبيزو الكولومبي ارتفاعاً من حيث القيمة الاسمية. وقد يشهد البيزو المكسيكي المزيد من الارتفاع. ولكن المستثمرين في الأمد المتوسط قد يفكرون في العدول عن التعرض لأقل من عشرين للدولار الأمريكي. وعلى نحو مماثل، قد لا يكون البيزو التشيلي الذي يقرب من 750 يحسب بالكامل تسعير المخاطر الكامنة في إعادة صياغة الدستور أو الانتخابات العامة في عام 2021.

5.4

أمريكا الشمالية: تسارع وتيرة الاقتصاد المرن

تشارلي راينهارد - رئيس استراتيجية الاستثمار في أمريكا الشمالية
كريس زيبوليتوس - استراتيجية العائد الثابت العالمية

في خضم إعادة الافتتاح الاقتصادي المستمر في عام 2021، نرى
فرصاً مختارة في الأسهم الإقليمية والعائد الثابت

- وفي أمريكا الشمالية، نتوقع نمواً بنسبة 3.9% في الولايات المتحدة ونحو 5.1% في كندا في 2021
- الصناعات الأمريكية، والشركات الصغيرة والمتوسطة الحجم، والقطاعات الدورية في فترة نقشي جائحة كوفيد هي من بين فرص الأسهم التي نشهدها في الأمد القريب، وسوف تقدم الولايات المتحدة فرص الاستثمار للعديد من "الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها".
- لا يزال الدخل الثابت في أمريكا الشمالية يقدم بعضاً من أكثر المردودات جاذبية في العالم
- بمرور الوقت، نبحث عن دولار أمريكي أضعف ودولار كندي أقوى



أسواقنا المفضلة

القطاعات توقعات نمو عوائد الأسهم

القطاع الصناعي	33.1%
الرعاية الصحية	11.9%
الخدمات المالية	22.3%
العقار	5.9%

الدخل الثابت العائد²

السندات الأمريكية ذات المردود المرتفع	5.0%
الأوراق المالية الممتازة ذات السعر الثابت إلى الموعود	4.0%
انتمان الرهن العقاري السكني	4.0%

المصدر: 1- تقديرات FactSet المجمع عليها، كما في 22 نوفمبر 2020؛ 2- The Yield Book، كما في 26 نوفمبر 2020. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. لا تخضع المؤشرات للإدارة. ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يقصد منها أن تكون ضماناً لوقوع أحداث مستقبلية.

نظرة عامة

على الرغم من سوء إدارة الولايات المتحدة لأزمة كوفيد، فقد أظهرت قدرتها على الصمود في وجه التغيرات الاقتصادية. والآن، ومع وصول اللقاحات الفعالة، فإننا نتطلع إلى تحقيق اقتصاد الولايات المتحدة لنمو بنسبة 3.9% في عام 2021 و3.2% في 2022. وإذا أصابت توقعاتنا، فلن يمضي وقت طويل قبل أن يتجاوز الناتج الأمريكي الحجم الذي كان قد بلغه قبيل ظهور الجائحة. ومن المرجح أن يظل التضخم تحت السيطرة، الأمر الذي يحد من الدرجة التي قد ترتفع بها مردودات سندات الخزنة لمدة عشر سنوات. ومن ناحية أخرى، فمن المقرر أن يُبقي الاحتياطي الفيدرالي على سعر الفائدة الرسمي عند مستوى الصفر حتى عام 2023.

وفي كندا، نتوقع نمو الناتج المحلي الإجمالي بنسبة 5.1% في عام 2021 خروجاً عن قاعدة الانخفاض التي سادت عام 2020، ثم يعقب ذلك نمو بنسبة 2.2% في 2022. ومن المتوقع أيضاً أن يترك بنك كندا سعر الفائدة بلا تغيير لفترة طويلة.

عقب الانتخابات الأمريكية في 2020، أصبح أمام صناع السياسات في واشنطن هدفان رئيسيان: الأول يتمثل في قيادة البلاد لتخطي الفصول الأخيرة من جائحة كوفيد-19 إلى حين تنجح اللقاحات والعلاجات وانتاع أفضل الممارسات في إعادة الحياة إلى شكل أقرب إلى الطبيعي. أما الثاني فيتمثل في خفض معدل البطالة بدرجة كبيرة. وفي حين لا تزال الشكوك تدور حول القائمة النهائية للأسماء المنتخبة في مجلس الشيوخ الأمريكي، إلا أنه يمكننا تخيل أنه سيتم التوصل إلى مستوى ما من التحفيز المالي بالنظر إلى الشتاء المقبل المتوقع أن يحل على أمريكا الشمالية في خضم الجائحة.

ومن بين المخاطر التي نراقبها بشأن جائحة كوفيد استحداث تغييرات على السياسات في أعقاب انتهاء الانتخابات، ومنها تخفيف برامج تمويل البنك المركزي الأمريكي في حقبة الجائحة، والعلاقات الأمريكية الصينية، وأسعار الطاقة لكندا.



الأسهم

الشكل 1 - تقييمات أمريكا الشمالية وقطاعاتها المفضلة في أمريكا الشمالية

القيمة السوقية الحرّة	نسبة السعر إلى الأرباح	عوائد الأسهم على أساس سنوي %		نسبة السعر إلى القيمة الدفترية	عوائد الأسهم	مردود توزيعات الأرباح (%)	نسبة السعر إلى الأرباح المعدلة دورياً	
		تقديرات لعام 2021	تقديرات لعام 2022					
مليار دولار أمريكي	تقديرات لعام 2021	تقديرات لعام 2022	تقديرات لعام 2021	تقديرات لعام 2022	تقديرات لعام 2020	تقديرات لعام 2020	10 سنوات	
أمريكا الشمالية	20.1	17.6	21.4	16.0	3.5	14.2	1.8	30.3
الولايات المتحدة الأمريكية	20.5	17.7	20.9	16.2	3.7	14.8	1.7	31.1
كندا	14.4	14.9	30.4	11.4	1.6	8.9	3.4	19.5
القطاع الصناعي	20.4	17.0	33.1	19.4	4.2	15.9	1.7	27.0
الرعاية الصحية	15.7	14.3	11.9	9.6	4.2	23.7	1.7	35.1
الخدمات المالية	12.0	10.2	22.3	17.5	1.2	7.9	2.8	17.3
المقار	44.1	37.9	5.9	16.4	2.8	6.1	3.3	43.2

المصدر: Citi Research، وWorldscope، وMSCI، وFactSet كما في 25 نوفمبر 2020 *ملاحظة: تم تجميع البيانات الواردة أعلاه استناداً إلى الشركات المدرجة في مؤشر MSCI AC World Index. والقيمة السوقية للمناطق والأسواق والقطاعات معدلة حسب التعويم الحر. تم تجميع نسبة السعر إلى الأرباح (P/E)، والنمو في عوائد الأسهم (EPS)، ونسبة السعر إلى القيمة الدفترية (P/B)، ومردود توزيعات الأرباح (DY) والمردود على الأسهم (ROE) من تقديرات FactSet المجمع عليها (التي تم توحيد تواريخها في نهاية شهر ديسمبر) مع الأسعار الحالية. يتم حساب نسبة السعر إلى الأرباح المعدلة دورياً (CAPE) حسب السعر الحالي مقسوماً على متوسط عوائد الأسهم (EPS) لمدة 10 سنوات استناداً إلى بيانات مستوى مؤشر MSCI. NM = غير ذي معنى؛ NA = غير متوفر. جميع المؤشرات مستقاة من مؤشر MSCI. لا تخضع المؤشرات للإدارة ولا يمكن للمستثمر الاستثمار بصورة مباشرة في مؤشر بعينه. وإنما تم بيان هذه المؤشرات لأغراض التوضيح لا أكثر. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية. تعكس جميع التنبؤات تعبيراً عن آراء وتخضع للتغيير من دون إشعار ولا يُقصد منها أن تكون ضماناً لوقوع أحداث مستقبلية.

إطالة الأعمار في الاتجاهات الاستثمارية التي لا يمكن إيقافها. وفي قطاع الخدمات المالية، يتعين على المقرضين أن يستفيدوا مع عودتنا إلى أسلوب حياة أقرب إلى النمط الطبيعي؛ فقطاع الخدمات المالية لم يتأثر في 2020 مثلما تأثر في الأزمة المالية العالمية، الأمر الذي يبرر بالخبر بالنسبة لأسهمه وكذلك للاقتصاد بشكل عام.

لصناديق الاستثمار العقاري أن تستمر في الاستفادة مع عودة الناس إلى المكاتب، واستخدام البيانات، وجدولة الإجراءات الصحية، والتسوق الإلكتروني، وهذا الأخير يزيد من الطلب على أماكن التخزين من أجل التسوق الإلكتروني. إن التطوير السريع للقاحات المضادة لكوفيد يُعد بمثابة تذكيرة بالابتكار التقني الذي يحدث كل يوم في مجال الرعاية الصحية، حيث تشكل الشيخوخة السكانية أيضاً عاملاً دافعاً - انظر

شهدت سوق الأسهم في الولايات المتحدة أسرع عملية تصحيح على الإطلاق بنسبة 30% أو أكثر في مارس 2020، ثم أعقب ذلك أسرع عملية تعافي على الإطلاق من مستويات الانخفاض الذي تهاوت إليه. وعلى النقيض من ذلك، نتوقع صعوداً بوتيرة أكثر تواضعاً في عام 2021 مع تراجع معدلات فقط على طول الطريق. من المتوقع لعوائد أسهم الشركات أن تنمو بنسبة تتخطى حاجز 20% في عام 2021 على أن تتجاوز نسبة 15% في عام 2022 بعد أن ظل نمو تلك العوائد محصوراً ضمن مستويات متدنية. ويتلخص السيناريو المتبع لدينا في ارتفاع الأسهم ببطء أكبر من ارتفاع الأرباح، مما يسمح بانخفاض المضاعف الأجل لنسبة السعر إلى الأرباح في الولايات المتحدة. فسوق كندا يتداول عند مضاعف أرباح مستقبلية أدنى، بالنظر إلى أوزانها المرتفعة من حيث قطاعات الخدمات المالية والمواد والطاقة ذات القيمة. ولدينا أوزان محايدة أو "مكتملة" في الأسهم كبيرة الحجم في كلا البلدين.

مع بداية نشاط التلقيح، ستُظهر القطاعات الدورية في فترة نقشي جائحة كوفيد الإمكانيات التي تتيح لها اللحاق بركب القطاعات الدفاعية في فترة نقشي جائحة كوفيد التي صمدت جيداً أو استفادت في خضم الوباء. ولطالما كانت الحكومة المنقسمة في الولايات المتحدة - عندما لا يخضع مقعد الرئيس والكونجرس بغرفتيه لسيطرة حزب واحد - مفيدة تاريخياً للأسهم. فمُنذ 1928، قدمت كبرى الشركات الأمريكية معدل مكاسب سنوية عند 9% في ظل الحكومة المنقسمة، مقارنة بنسبة 5.7% في ظل حكومة موحدة. وتبدو الحكومة المنقسمة على الأرجح السيناريو الأكثر ترجيحاً في عام 2021 وعام 2022.

ونرى فرصاً محددة في أسهم الشركات الأمريكية الصغيرة والمتوسطة الحجم والتي كان أداؤها الأفضل في الأوقات المبكرة من الدورة الجديدة. ويصدق نفس القول على قطاعات صناعية مختارة، لأن استطلاعات مديري المشتريات العالمية تشير إلى نمو صناعي متجدد. وينبغي

الدخل الثابت

لا تزال أسواق العائد الثابت في الولايات المتحدة تقدم بعض فرص المردود الأكثر جاذبية في العالم. وتبدو أسواق الائتمان والمستهلين مثيرة للاهتمام بشكل خاص، حيث توفر أسعار الفائدة المنخفضة تمويلًا رخيصًا للشركات وتسمح للأفراد بخفض تكاليف الاقتراض.

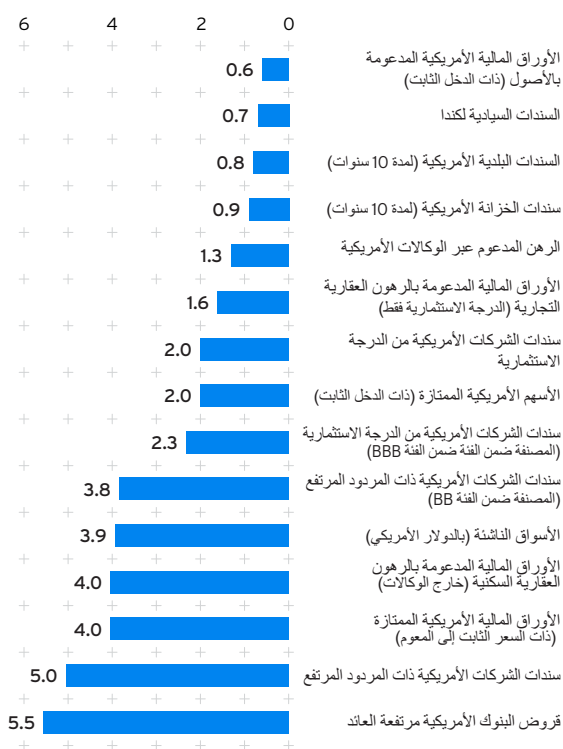
ومن الأمور الفريدة في تراجع الاقتصاد في ظل كوفيد تدخل البنك الفيدرالي في سوق سندات الشركات. فباستخدام التسهيلات الائتمانية القائمة، قام البنك الفيدرالي بشراء أكثر من 13 مليار دولار من سندات الشركات والصناديق المرتبطة بالمؤشرات. ورغم أن حجم المشتريات كان ضئيلاً نسبياً، إلا أنها بثت الثقة في السوق، وهو ما ساعد في تضيق الهوامش ودفع الطلب من جانب المستثمرين. ونتيجة لذلك، تمكنت شركات الإصدار المؤسسية من جمع كمية غير مسبوقة عن طريق طرح سندات جديدة في عام 2020.

كما عادت السياسة النقدية المواتية والاقتصاد الأمريكي المتنامي بالعوائد على الشركات ذات القيمة الأقل. فقد كان المردود على السندات ذات المردود المرتفع 5.1%، ما يمثل هامشاً عند 435 نقطة أساس فوق سندات الخزنة الأمريكية، وهو فوق معدل السنوات الثلاثة الماضية. وحيث أن التقييمات الحالية تشمل الجهات المصدرة الأكبر خطراً، فقد شجع هذا وضع نهج نشط. ومن المتوقع لتخفيضات التصنيف أن تتباطأ مع استمرار التعافي، على الرغم من أنه لا يزال بإمكان السندات الهابطة – وهي السندات التي فقدت تصنيفات الدرجة الاستثمارية – أن توفر فرصاً إضافية في المحافظ ذات المردود المرتفع.

ينبغي كذلك للقطاع المالي أن يتحسن مع الاقتصاد. لذلك، فإننا نظل مطمئنين للتوجه نحو الشرائح الأدنى من الاستثمار في هيكل رأس المال سعياً لتحقيق مردودات مرتفعة في الأوراق المالية الممتازة. وحسب الجهات المصدرة لها أو هيكلتها، فإن الأوراق المالية الممتازة قد توفر مردودات للمستثمرين بنسب تتراوح ما بين 4 و5%. تظل إصدارات الأسهم الجديدة محدودة، وهو ما من شأنه أيضاً أن يخلق بيئة قوية من

الشكل 2:

مردودات العائد الثابت في أمريكا الشمالية (%)



المصدر: Bloomberg Barclays، Bloomberg، The Yield Book، كما في 12 نوفمبر 2020. الأداء السابق لا يمثل ضماناً للعوائد المستقبلية. فقد تختلف النتائج الحقيقية.

منظور التحليل الإحصائي السابق لأداء الأسهم. ونحن نحبذ الأوراق المالية الأكثر سيولة ذات معدل الفائدة الثابت إلى الموعوم التي تبلغ قيمتها الإسمية 1000 دولار أمريكي. ومع هذا، فقد نكون مستعدين للتخلي عن بعض المردودات في مقابل تكوين هيكل لرأس المال تعتمد على هوامش أكبر للسعر الموعوم، فمن شأن الهوامش "النهائية" الأكبر أن تساعد في الأداء النسبي في حال لم تسترد الجهات المصدرة الورقة

المالية عند أول تاريخ استدعاء لها، فعندها تبدأ في إدراج دخل بسعر موعوم.

لقد أثبت قطاع الإسكان مرونته وقدرته على الصمود في اقتصاد الولايات المتحدة. بل إن الرافعة المالية للعوائل قد دخلت في دورة التراجع الحالية من مستوى منخفض نسبياً. كما تساعد الأسعار المنخفضة على تحمل تكاليف المساكن. وعلى حد رأينا، تدعم هذه البيئة سوق الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقاري السكنية خارج نطاق التعامل مع الوكالات العقارية. يمكن لمردودات السندات أن تختلف حسب العقار أو تصنيف الجدارة الائتمانية، لكن متوسطها يقارب 4%.

وبالنسبة لأكثر محققي الدخل المرتفع في أمريكا، ستظل سندات البلديات المعفية من الضرائب ضمن المحتفظ بها في المحافظ الأساسية. قد تكون المردودات المطلقة بالقرب من المستويات المنخفضة تاريخياً، لكن عرضها مقابل السندات الخاضعة للضريبة يظل جذاباً وتنتقل إلى الاستفادة من أي ضعف مادي فيها. وعلى نحو مماثل لسندات الشركات، فإن أفضل قيمة في "السندات البلدية" هي مراجعة في قيمتها. سوف نراقب جهود الإغاثة من كوفيد لما بعد الانتخابات لتقييم حكومات الولايات والحكومات المحلية وأي تغييرات في السياسة الضريبية قد تعزز من جاذبية السندات المعفاة من الضرائب.

العملات

بالنظر إلى حالات العجز التجاري والمالي الكبيرة، إلى جانب أسعار فائدة عند 0%، فمن المتوقع أن يلحق بالدولار الأمريكي مزيد من الضعف بمرور الوقت؛ فقد تراجع أداء الدولار الأمريكي على عتبة الخروج من كل فترة كساد في الفترتين السابقتين، عندما تراجع الطلب على العملات التي تعتبر ملاذاً آمناً. وفي المقابل، فإننا نتوقع للدولار الكندي أن تقوى شوكتة.

مسرد المصطلحات

تعريفات فئات الأصول

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

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

العائد الثابت من العملات الصعبة في الأسواق الناشئة (EM) يتمثل في مؤشر FTSE للسندات السيادية للأسواق الناشئة (ESBI) الذي يغطي الديون السيادية للأسواق الناشئة المقومة بالعملة الصعبة. يتألف العائد الثابت لشركات الأسواق المتقدمة العالمية من مؤشرات بلومبيرغ باركليز التي تستهدف الديون الاستثمارية من سبعة أسواق عملات محلية مختلفة. يتألف المؤشر المركب من سندات شركات مصنفة بدرجة استثمارية من جهات إصدار في أسواق متقدمة.

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

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

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

الدخل الثابت العالمي ذو المردود المرتفع هو مؤلف من مؤشرات باركليز التي تقيس سندات الشركات ذات الدرجة غير الاستثمارية وأسعار الفائدة الثابتة المقومة بالدولار الأمريكي والجنه الاسترليني واليورو. تُصنّف الأوراق المالية على أنها ذات مردود مرتفع إذا كان التصنيف المتوسط من موديز، فيتش، وإس أند بي عند Ba1/BB+/BB+ أو أدنى، باستثناء ديون الأسواق الناشئة. مؤشر إيبوتسون هاي بيلد، وهو مؤشر واسع الطيف عالي المردود يشمل سندات عبر طيف الاستحقاق، ضمن طيف الجودة الائتمانية تصنيف BB-B، والمشمول ضمن مجال الدرجة دون الاستثمارية، 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؛ انتمان HFRI: مراكز الأوراق المالية للدخل الثابت للشركات؛ مؤشر HFRI المدفوع بالأحداث: مراكز في شركات منخرطة حالياً أو مستقبلياً في صفقات متنوعة للشركات؛ مؤشر القيمة النسبية HFRI: مراكز معتمدة على التباين في التقييمات ما بين الأوراق المالية المتعددة؛ الاستراتيجية المتعددة HFRI: مراكز معتمدة على تحقيق انتشار ما بين الأدوات المالية للمردودات ذات الصلة؛ مؤشر HFRI للاقتصاد الكلي: مراكز معتمدة على التحركات في المتغيرات الاقتصادية الكامنة وأثرها على الأسواق المختلفة؛ مؤشر Barclays Trader CTA Index: الأداء المركب للبرامج المحددة (مستشارو التجارة في السلع) مع تاريخ أداء لأكثر من أربع سنوات.

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

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

تعريفات المؤشرات

مؤشر Bloomberg Barclays Global Aggregate Bond Index هو مقياس مهم للديون العالمية من الدرجة الاستثمارية من أربع وعشرين سوق عملات محلية. وهذه المنصة متعددة العملات تشمل سندات الخزائنة، والحكومات، والشركات والعائد الثابت المورقة من كل من الجهات المصدرة في الأسواق المتقدمة والناشئة.

مؤشر Bloomberg Barclays US Corporate Bond Index يقيس سوق سندات الشركات من الدرجة الاستثمارية، وثابتة السعر والخاضعة للضريبة. وهو يشمل الأوراق المالية المقومة بالدولار الأمريكي والمصدرة علنًا من قبل جهات مصدرة أمريكية وغير أمريكية في قطاعات الصناعات، والمرافق العامة والخدمات المالية.

مؤشر Bloomberg Barclays US Treasury Index يقيس الديون الاسمية المقومة بالدولار الأمريكية، ثابتة السعر، الصادرة من الخزانة الأمريكية.

مؤشر Bloomberg-JP Morgan Asia وهو مؤشر عملات فوري لأزواج العملات الأكثر تداولاً في الأسواق الناشئة في آسيا والمقيمة مقابل الدولار الأمريكي.

مؤشر FTSE All-World Index وهو مؤشر سوق أسهم يمثل أداء أسهم عالمية تغطي 3,100 شركة في 47 بلدًا منذ عام 1986.

مؤشر FTSE Nareit Mortgage REITs Index هو أحد مؤشرات القيمة السوقية المرجحة المعدلة حسب التعويم الحر لصناديق الاستثمار في الرهون العقارية الأمريكية. وتشمل صناديق الاستثمار في الرهون العقارية جميع صناديق الاستثمار العقاري المؤهلة ضريبياً التي تستثمر أكثر من 50 في المائة من إجمالي الأصول المستثمرة في قروض الرهن العقاري أو الأوراق المالية المدعومة بالرهن العقاري المضمونة بمنافع في العقارات.

مؤشر MSCI AC Asia ex-Japan Index يراقب تمثيل الشركات الكبيرة والمتوسطة الحجم في 2 من 3 أسواق متقدمة* (باستثناء اليابان) و9 أسواق ناشئة في آسيا*. وبوجود 1,187 شركة ضمنه، يغطي المؤشر المركب قرابة 85% من رؤوس أموال السوق الحر المعدل في كل بلد.

مؤشر MSCI China Index يراقب تمثيل الشركات الكبيرة والمتوسطة الحجم في الأسهم الصينية من فئة A، والأسهم من فئة H، والأسهم من فئة B، والأسهم الحمراء، والأسهم من فئة P، والقوائم الأجنبية (مثل إيصالات الإيداع الأمريكية). وبوجود 704 شركة ضمنه، يغطي المؤشر نحو 85% من مجموع الأسهم في الصين.

مؤشر MSCI Emerging Markets Index يراقب تمثيل الشركات الكبيرة والمتوسطة الحجم في أربع وعشرين سوقًا ناشئة. وبوجود 837 شركة ضمنه، يغطي المؤشر المركب قرابة 85% من رؤوس أموال السوق الحر المعدل في كل بلد.

مصطلحات أخرى:

استراتيجيات التقييم التكيفية هي منهجية مخصصات أصول استراتيجية تخضع لملكية بنك Citi Private Bank. وهي تحدد مزيج الأصول طويلة الأمد المناسبة للمحفظة الاستثمارية لكل عميل.

الترابط هو مقياس إحصائي لكيفية حركة أصلين أو فئتي أصول فيما بينهما. ويقاس الترابط على مقياس من 1 إلى -1. فالترابط عند 1 يعني الترابط الإيجابي المثالي، ويعني أن أصلين أو فئتي أصول اثنتين يتحركان في نفس الاتجاه طوال الوقت. والترابط عند -1 يعني الترابط السلبي المثالي، وهو أن أصلين أو فئتي أصول اثنتين يتحركان في الاتجاه المعاكس لبعضهما طوال الوقت. أما الترابط عند 0 فيعني عدم وجود ترابط، بحيث أنه لا علاقة بين تحركات الاثنتين بمرور الوقت.

مؤشر Russell 2000 يقيس أداء الشركات الصغيرة في سوق الأسهم الأمريكية. ومؤشر Russell 2000 هو مؤشر فرعي من Russell 3000 ويمثل نحو 10% من إجمالي القيمة السوقية لهذا المؤشر.

مؤشر إس أند بي 500 هو عبارة عن مؤشر موزون لرؤوس الأموال التي تشمل عينة من 500 شركة قيادية في الصناعات القيادية من الاقتصاد الأمريكي. ومع أن مؤشر إس أند بي 500 يركز على شريحة الشركات الكبرى في السوق، إلا أنه يغطي 80% من الأسهم الأمريكية، وهو وكيل مثالي لإجمالي السوق.

مؤشر S&P Global Dividend Aristocrats مصمم لقياس أداء أعلى الشركات مردودًا من حيث الأرباح ضمن مؤشر S&P Global Broad Market Index (BMI) والذي يتبع سياسة الأرباح المتزايدة أو المستقرة لعشر سنوات متعاقبة على الأقل.

مؤشر VIX أو مؤشر التقلب لبورصة شيكاغو للخيارات (CBOE) وهو عبارة عن مؤشر في الوقت الفعلي يمثل توقعات السوق للتقلبات المستقبلية لمدة 30 يومًا، ويستند إلى مدخلات الأسعار لخيارات مؤشر إس أند بي 500.

مؤشر MSCI Emerging Markets (EM) Latin America Index يراقب تمثيل الشركات الكبيرة والمتوسطة الحجم في خمسة أسواق ناشئة في أمريكا اللاتينية. وبوجود 113 شركة ضمنه، يغطي المؤشر المركب قرابة 85% من رؤوس أموال السوق الحر المعدل في كل بلد.

مؤشر MSCI Global Alternative Energy Index يشتمل على الشركات الكبيرة والمتوسطة والصغيرة الحجم في الأسواق المتقدمة والناشئة والتي تستند 50% أو أكثر من إيراداتها من المنتجات والخدمات في قطاع الطاقة البديلة.

مؤشر MSCI AC World Automobiles Index يتألف من أسهم شركات السيارات الكبيرة والمتوسطة الحجم في البلدان الناشئة والمتقدمة.

مؤشر MSCI World Information Technology Index يتتبع شرائح الشركات الكبيرة والمتوسطة في مجال تكنولوجيا المعلومات في 23 سوقًا متقدمة.

مؤشر MSCI World Index يغطي أسهم الشركات الكبيرة والمتوسطة في 23 سوقًا متقدمة. وبوجود 1,603 شركة ضمنه، يغطي المؤشر المركب قرابة 85% من رؤوس أموال السوق الحر المعدل في كل بلد.

مؤشر Nasdaq 100 هو مؤشر لنمو الشركات الكبيرة ويتكون من 100 من أكبر الشركات غير المالية الأمريكية والعالمية المدرجة في بورصة ناسداك بناءً على القيمة السوقية.

الإفصاحات

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

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

ويمكن للمنتجات المعقدة أن تكون محففة للسيولة بصورة كبيرة ولا تناسب جميع المستثمرين. ويمكن العثور على مزيد من المعلومات في وثائق الإفصاح لدى المصدر لكل منتج مَرَكَب ورد ذكره في هذه النشرة. والاستثمار في المنتجات المعقدة ينصرف فقط للمستثمرين المتمرسين والخبراء الذين لديهم الاستعداد والقدرة على تحمل المخاطر الاقتصادية المرتفعة لمثل هذا الاستثمار. وينبغي للمستثمرين مراجعة المخاطر المحتملة والتفكير مليًا فيها قبل الاستثمار.

صفقات المشتقات المالية للأسهم التي تتم دون إشراف تتضمن خطر وليست مناسبة لجميع المستثمرين. والمنتجات الاستثمارية غير مؤمنة، ولا يتحمل البنك أو الحكومة الضمان وقد تفقد قيمتها. وقيل الدخل في أي من هذه الصفقات، ينبغي لك: (1) التأكد على اطلاعك بعناية على المعلومات ذات الصلة بعد حصولك عليها من مصادر مستقلة موثوقة بخصوص الظروف المالية والاقتصادية والسياسية للأسواق ذات الصلة؛ (2) تحديد حصولك على المعرفة والخبرة والممارسة اللازمة في المسائل المالية والعملية والاستثمارية لكي تكون قادرًا على تقييم المخاطر الكامنة، ومن توفر القدرة المالية على تحمل هذه المخاطر؛ و(3) تحديد أن صفقات أسواق رأس المال مناسبة وملانمة لأهدافك المالية والضريبية والعملية والاستثمارية، بعد النظر في النقاط سالف الذكر.

لا تأخذ هذه النشرة في الاعتبار أهداف الاستثمار أو طبيعة المخاطر أو الموقف المالي لأي شخص بعينه. وعليه، فإن الاستثمارات الواردة في هذه الوثيقة قد لا تكون مناسبة لجميع المستثمرين، ما لم يُذكر خلاف ذلك. ولا يتصرف Citi بصفة مستشارًا استثماريًا أو غيره ولا وكيلًا أو وصيًا. ولا يُقصد بالمعلومات الواردة هنا أن تكون نقاشًا مستفيضًا للاستراتيجيات أو المفاهيم المذكورة هنا أو نصيحة ضريبية أو قانونية. نوجه السادة المتلقين لهذه النشرة إلى التماس النصائح وفقًا لظروفهم الخاصة من مستشاريهم الضريبيين والماليين والقانونيين وغيرهم بشأن المخاطر والمزايا لأية صفقة قبل اتخاذ قرار استثماري، ونهيب بهم عدم اتخاذ هذه القرارات إلا على أساس أهدافهم ومن واقع خبرتهم وطبيعة المخاطر التي يواجهونها والموارد المتاحة لديهم.

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

في أي حالة يخضع فيها توزيع هذه النشرات ("النشرات") لقواعد هيئة تداول لعقود السلع الآجلة الأمريكية ("CFTC")، تشكل هذه النشرة دعوة للنظر في الدخول في صفقة لتداول المشتقات بموجب اللوائح CFTC 1.71 §§ و23.605، حيثما ينطبق، لكنها ليست عرضًا ملزمًا لشراء أو بيع أي أدوات مالية.

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

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

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

الأشخاص الذين يحوزون هذه الوثيقة الإلمام بهذه القيود والتقييد بها. ولا تتحمل Citi أية مسؤولية كانت عن تصرفات تصدر عن أي طرف آخر في هذه الصدد. وأي استخدام لهذه الوثيقة أو نسخ لها أو كشف لمضمونها دون تصريح بذلك فإنه يجافي نص القانون وقد يفضي إلى الملاحقة القضائية.

يجوز للشركات الأخرى ضمن مجموعة Citigroup Inc. والشركات التابعة للمجموعة تقديم المشورة، وإسداء التوصيات، واتخاذ إجراءات تصب في مصلحة عملائها، أو لحساباتهم الخاصة، والتي قد تكون مختلفة عن الآراء الواردة في هذه الوثيقة. وتعتبر جميع التعبيرات عن الآراء حديثة بدءاً من تاريخ هذه الوثيقة وهي تخضع للتغيير من دون إشعار. ومجموعة Citigroup Inc. غير ملزمة بتقديم تحديثات أو تغييرات على المعلومات الواردة في هذه الوثيقة.

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

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

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

تتأثر السندات بعدد من المخاطر، منها التذبذب في أسعار الفائدة وخطر الائتمان وخطر السداد المبكر. وبصفة عامة، فإنه مع ارتفاع أسعار الفائدة السائدة، فإن أسعار الأوراق المالية للدخل الثابت سوف تهبط. وتواجه السندات خطر الائتمان إذا تسبب انهيار في التصنيف الائتماني للمصدر أو جدارته الائتمانية في هبوط سعر السند. وتخضع السندات

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

الإفصاح 230 في نشرة هيئة الضريبة الأمريكية: لا تعمل Citi ولا موظفوها في مجال تقديم نصيحة ضريبية أو قانونية لأي دافع 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. وينبغي لأي دافع ضرائب طلب المشورة وفقاً للظروف الخاصة بدافع الضريبة من مستشار ضريبي مستقل.

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

إن هذه النشرة معدة للاستخدام الحصري والوحيد للمتلقين المقصودين، وقد تحتوي على معلومات ملك لـ Citi ولا يجوز استنساخها أو تعميمها بالكامل أو جزئياً من دون موافقة مسبقة من Citi. وقد تكون طريقة التعميم والتوزيع مقيدة وفق القانون أو النظام في بلدان بعينها. ويجب على

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

theocc.com/components/docs/riskstoc.pdf و theocc.com/components/docs/about/publications/november_2012_supplement.pdf و theocc.com/components/docs/about/publications/october_2018_supplement.pdf

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

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

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

دراماتيكية. وقد يكشف الاستثمار في سلة الشراكات المرتبطة بالطاقة المستثمر على خطر مركز بسبب تركيز الصناعة، والتركيز الجغرافي والسياسي والتنظيمي.

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

إضافة إلى ذلك، قد تتخلف الضمانات السابقة التي تدعم الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية من غير الوكيل عن الأصيل وعن دفعات الفائدة. 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 ويؤدي إلى زيادة احتمالية خسارة الأصيل وزيادة تذبذب السعر. وتنطوي الاستثمارات في الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية مخفضة التصنيف على خطر انتماني بالتخلف عن السداد أكبر من الفئات الأعلى للإصدار ذاته. ويمكن الإعلان عن خطر التخلف في السداد في حالات حيث ضمانات الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية مؤمنة من قبل مجموعة صغيرة أو أقل تنوعاً لقرروض رهون عقارية ضمنية أو لها مصلحة فيها.

كما أن الأوراق المالية المدعومة بالرهون العقارية حساسة كذلك لتغيرات أسعار الفائدة والتي قد تؤثر سلباً على قيمة الورقة المالية في السوق. 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، ومخاوف الائتمان، وأداء الضمانات السابقة، والتغيرات الفنية في السوق.

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

معادلة تصنيف السندات

هي رموز حرفية و/أو رقمية تُستخدم لإعطاء مؤشرات على جودة انتمانية نسبية ما. في سوق الأسهم البلدية، تُنشر هذه التصنيفات من قبل وكالات التصنيف. والتصنيفات الداخلية تُستخدم كذلك من قبل المشاركين الآخرين في السوق للإشارة إلى جودة الائتمان.

تصنيفات جودة ائتمان السندات			وكالات التصنيف
مخاطر الائتمان	موديز ¹	ستاندرد آند بورز ²	فيتش للتصنيفات الائتمانية ²
الدرجة الاستثمارية			
الأعلى جودة	Aaa	AAA	AAA
جودة عالية (قوية جدًا)	Aa	AA	AA
درجة متوسطة عليا (قوية)	A	A	A
درجة متوسطة	Baa	BBB	BBB
درجة غير استثمارية			
درجة متوسطة دنيا (تكهنية نوعاً ما)	Ba	BB	BB
درجة دنيا (تكهنية)	B	B	B
جودة سيئة (قد تتخلف)	Caa	CCC	CCC
الأكثر تكهنية	Ca	C	CC
لا تُدفع فائدة أو تم رفع التماس بالإفلاس	C	D	C
متخلفة	C	D	D

¹ التصنيفات من Aa إلى Ca من قبل موديز قد يتم تعديلها بإضافة 1، 2 أو 3 لإبراز مكانتها النسبية ضمن الفئة.

² التصنيفات من AA إلى CC من قبل وكالتي ستاندر آند بورز وفيتش للتصنيفات الائتمانية يمكن تعديلها بإضافة علامة زائد أو ناقص لإبراز مكانتها النسبية ضمن الفئة.

غالبية على تلك الشراكات في الماضي، فإن الشراكات المرتبطة بالطاقة في بعض الأسواق قد تشوبها درجة عالية من التذبذب.

التغيرات في المعالجة التنظيمية أو الضريبية للشراكات المرتبطة بالطاقة. وإذا غيرت سلطة الضرائب الأمريكية من المعالجة الحالية للضرائب الخاصة بالشراكات المحدودة الرئيسية المشمولة في سلة الشراكات المرتبطة بالطاقة – بما يستتبع إخضاعها لمعدلات ضريبية أعلى – أو في حال سنت سلطات تنظيمية أخرى لوائح تمس بالسلب قدرة تلك الشراكات على تحقيق الدخل أو توزيع الأرباح على الأسهم على حاملي الوحدات المشتركة منها، فقد ينخفض العائد على السندات، إن وجدت، بصورة

مرتفعة المردودات لمخاطر إضافية مثل زيادة خطر التخلف عن السداد ومزيد من التذبذب بسبب جودة الائتمان المتدنية للمصدر. وأخيراً، فقد تخضع السندات لخطر السداد المبكر. فعندما تهبط أسعار الفائدة، قد يختار المصدر اقتراض المال بسعر فائدة منخفضة، أثناء سداد 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.

الشراكات المحدودة الرئيسية (MLP) – قد تواجه الشراكات المحدودة الرئيسية المرتبطة بالطاقة تذبذباً عالياً. وفي حين لم يكن التذبذب سمة

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

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

والأداء السابق لا يمثل ضمانًا 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 تنذير العملات. وتزداد هذه المخاطر في بلدان الأسواق الناشئة، حيث قد تكون حكومات هذه البلدان غير مستقرة نسبيًا وفيها أسواق واقتصادات أقل رسوخًا.

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

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

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

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

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

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

شركة Citibank, N.A. في هونغ كونغ/سنغافورة المنظمة بموجب قوانين الولايات المتحدة الأمريكية بمسؤولية محدودة. يتم توزيع هذه النشرة في هونغ كونغ من قبل بنك Citi Private Bank الذي يعمل من خلال Citibank, N.A. فرع هونغ كونغ، وهو مسجل في هونغ كونغ لدى مفوضية الأوراق المالية والمعاملات الآجلة للنوع 1 (التعامل بالأوراق المالية)، والنوع 4 (تقديم المشورة حول الأوراق المالية)، والنوع 6 (تقديم

المشورة حول التمويل) والنوع 9 (إدارة الأصول) والأنشطة المنظمة برقم (AAP937: CE) أو في سنغافورة من خلال بنك Citi Private Bank الذي يعمل من خلال Citibank, N.A. فرع سنغافورة والمنظم من جانب سلطة النقد في سنغافورة. وينبغي توجيه أية أسئلة بخصوص المحتويات في هذه النشرة إلى الممثلين المسجلين أو المرخصين لدى الهيئة ذات الصلة. لم تتم مراجعة محتويات هذه النشرة من قبل أي سلطة تنظيمية في هونغ كونغ أو أي سلطة تنظيمية في سنغافورة. تحتوي هذه النشرة على معلومات سرية ومملوكة والمقصود بها هو متلقيها فقط وفقًا 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 المنظمة، فسيتم إدخال أي تفويض فقط لدى Citibank, N.A. فرع هونغ كونغ و/أو Citibank, N.A. فرع سنغافورة، حسبما ينطبق. يجوز لـ Citibank, N.A. فرع هونغ كونغ أو Citibank, N.A. فرع سنغافورة، التفويض من الباطن لكل أو جزء من تفويضها وذلك لشركة زميلة لـ Citigroup أو فرع آخر لـ Citibank, N.A. أي إشارة إلى مدراء محافظ بالاسم هي لمعلوماتك فقط، ولا يجب تفسير هذه النشرة على أنها عرض بالدخول في أي تفويض لإدارة محافظ مع أي شركة أخرى زميلة لـ Citigroup أو فرع آخر لـ Citibank, N.A. ولن تقوم شركة زميلة لـ Citigroup أو فرع آخر لـ Citibank, N.A. أي من الشركات الزميلة الأخرى لـ Citigroup في أي وقت بالدخول في تفويض بخصوص المحفظة المشار إليها أعلاه معك. وفيما يخص تقديم هذه النشرة إلى العملاء المحجوزين و/أو الخاضعين للإدارة في هونغ كونغ: فإنه لا توجد عبارة (عبارات) أخرى في هذه النشرة تنص على إزالة أو إقصاء أو تقييد أي من حقوقك أو التزاماتك لدى Citibank بموجب القوانين والأنظمة المعمول بها. ولا تنوي Citibank, N.A. فرع هونغ كونغ، الاعتماد على أي نص من النصوص الواردة في هذه الوثيقة والتي تكون غير متسقة مع التزاماتها بموجب مدونة السلوك للأشخاص المرخصين من قبل هيئة الأوراق المالية والعقود الآجلة أو المسجلين لديها، أو التي تخطئ في بيان الخدمات الفعلية المتوفرة لك.

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، أو عند الطلب.

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

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

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

لا تحمل شركة CCIFL حاليًا العضوية في جمعية المتعاملين في الصناديق المشتركة الكندية ("MFDA") ولا تنوي التحصل عليها؛ 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.

© حقوق النشر 2020 محفوظة لمجموعة Citi، Citi و Citigroup Inc. Arc و Design والعلامات الأخرى المستخدمة هنا هي علامات خدمة تابعة لمجموعة Citigroup Inc. أو الشركات التابعة لها، المستخدمة والمسجلة في جميع أنحاء العالم.

كما أن شركة Citibank Europe plc، فرع المملكة المتحدة، حاصلة على ترخيص من قبل سلطة التنظيم الحضيف، مع إمكانية تغيير الترخيص في حال طرأ تغيير على أنشطة نطاق العمل. وتخضع شركة Citibank Europe plc، فرع المملكة المتحدة، لتنظيم سلطة العمل المالي والتنظيم المحدود من قبل سلطة التنظيم الحضيف. وتتوفر تفاصيل نظام التراخيص المؤقتة على الموقع الإلكتروني لسلطة العمل المالي، ويسمح هذا النظام للشركات المتواجدة في المنطقة الاقتصادية الأوروبية بالعمل في المملكة المتحدة لفترة محدودة مع السعي للحصول على ترخيص كامل.

وشركة Citibank Europe plc، فرع المملكة المتحدة، هي شركة مسجلة كفرع في سجل الشركات لإنكلترا وويلز تحت رقم الفرع المسجل BR017844. وعنوانها المسجل هو Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London E14 5LB. رقم ضريبة القيمة المضافة: GB 429 6256 29.

شركة Citibank Europe plc مسجلة في أيرلندا تحت رقم 132781، وعنوان مكتبها المسجل هو North Wall Quay, Dublin 1. شركة Citibank Europe plc هي شركة منظمة من قبل البنك المركزي لأيرلندا. وهي مملوكة في المحصلة من قبل مجموعة Citigroup Inc.، نيويورك، الولايات المتحدة الأمريكية.

شركة Citibank Europe plc، فرع لكسمبورغ، هو فرع من Citibank Europe plc. برقم تسجيل تجاري وشركات B. 200204. وهو مرخص في لكسمبورغ وتشرف عليه مفوضية الإشراف على القطاع المالي. وهو يظهر في مفوضية الإشراف على القطاع المالي برقم تسجيل شركات 395000000. وعنوان مكتبه هو 31, Bourmicht, Z.A. Birtanج، دوقية لوكسمبورغ الكبرى. شركة Citibank Europe plc هي شركة مسجلة في أيرلندا برقم تسجيل شركات 132781. وهي منظمة من قبل البنك المركزي الأيرلندي 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 جيرزي، وعنوانه المسجل هو PO Box 104, 38 Esplanade, St Helier, Jersey JE4 8QB. وشركة Citibank N.A.، فرع جيرزي، منظمة من قبل هيئة الخدمات المالية في جيرزي. شركة Citibank N.A. فرع جيرزي مشارك في منظومة تعويض المودعين في بنك جيرزي. وهذه المنظومة توفر حماية للودائع المؤهلة حتى قيمة 50,000 جنيه

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

في المملكة المتحدة، شركة Citibank, N.A.، فرع لندن (المسجل تحت رقم BR001018)، وعلى العنوان، Citigroup Centre, Canada Square, Canary Wharf, London, E14 5LB، هي شركة مفوضة ومنظمة من قبل مكتب مراقب العملات (الولايات المتحدة) ومفوض من قبل سلطة التنظيم الحضيف. وتخضع لتنظيم سلطة العمل المالي والتنظيم المحدود من قبل سلطة التنظيم الحضيف. ونوفر تفاصيل عن تنظيمنا لدى سلطة التنظيم الحضيف عند الطلب. رقم الاتصال بشركة Citibank, N.A.، فرع لندن، هو 8000 7508 20 (0) 44+.

شركة Citibank Europe plc هي شركة مسجلة في أيرلندا برقم تسجيل شركات 132781. وهي منظمة من قبل البنك المركزي الأيرلندي بموجب الرقم المرجعي C26553 ويشرف عليها البنك المركزي الأوروبي. عنوان مكتبها 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 لإنكلترا 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 الأيرلندي وسلطة التنظيم الحضيف. وتخضع لإشراف البنك المركزي الأيرلندي، ولتنظيم المحدود من قبل سلطة الإجراء المالي وسلطة التنظيم الحضيف. توفر عند الطلب التفاصيل المتعلقة بترخيصنا وتنظيمنا من قبل وسلطة التنظيم الحضيف، والتنظيم من قبل سلطة الإجراء المالي.

واعتباراً من 1 يناير 2021: ستكون شركة Citibank Europe plc، فرع المملكة المتحدة فرعاً لشركة Citibank Europe plc يُرخّص لها بالعمل من قبل البنك المركزي الأوروبي وتخضع لتنظيم البنك المركزي الأيرلندي والبنك المركزي الأوروبي (الرقم المرجعي هو C26553).

آسيا والمحيط الهادئ

أوروبا والشرق الأوسط

أمريكا اللاتينية

أمريكا الشمالية

هونغ كونغ	جزر القنال	البرازيل	الولايات المتحدة
هونغ كونغ 852-2868-8688	سانت هيلير، جيرزي 44-1534-608-010	ريو دي جانيرو 55-21-4009-8905	لوس أنجلوس، كاليفورنيا 213-239-1927
الهند	إسرائيل	ساو باولو 55-11-4009-5848	ميامي، فلوريدا 866-869-8464
بانغلور 91-80-4144-6389	تل أبيب 972-3-684-2522	مكاتب أمريكا اللاتينية في الولايات المتحدة	نيويورك، نيويورك 212-559-9470
مومباي 91-22-4001-5282	موناكو	هيوستن، تكساس 713-966-5102	آسيا 212-559-9155
نيودلهي 91-124-418-6695	مونتي كارلو 377-9797-5010	ميامي، فلوريدا 305-347-1800	أمريكا اللاتينية 212-559-9155
سنغافورة	إسبانيا	نيويورك، نيويورك 212-559-9155	مقاطعة أورانج، كاليفورنيا 650-329-7060
سنغافورة 65-6227-9188	مدريد 34-91-538-4400	المكسيك	بالم بيتش، فلوريدا 800-494-1499
	سويسرا	مكسيكو سيتي 52-55-22-26-8310	بالو ألتو، كاليفورنيا 415-627-6330
	جنيف 41-58-750-5000	مونتيري 52-81-1226-9401	فيلادلفيا، بنسلفانيا 267-597-3000
	زيرخ 41-58-750-5000		كندا
	الإمارات العربية المتحدة		مونتريال 514-393-7526
	أبو ظبي 971-2-494-3200		تورونتو 416-947-5300
	دبي 971-4-604-4644		فانكوفر 604-739-6222
	المملكة المتحدة		
	لندن 44-207-508-8000		