

كن جاهزاً عندما يُفسح برنامج التسهيلات الكمية للتشديد الكمي

ترجمة: د. سامر مظهر قنطقجي

تشوهات السوق التي سببها التسهيل الكمي شكلت أرضية خصبة للمستثمرين عندما تتحول البنوك المركزية نحو التشديد الكمي. فقد ضخت البنوك المركزية كميات ضخمة من السيولة في الأسواق المالية خلال العقد الماضي؛ فخفض برنامج التسهيلات الكمية حدة الكساد، لكنه أضاف تشوهات لأسواق المال. وسيكون للتشديد الكمي تأثيراً مختلفاً على مختلف قطاعات سوق الأسهم. وقد يستفيد المستثمرون من البيئة الجديدة.

كان التيسير الكمي تجربة نقدية قامت بها البنوك المركزية في جميع أنحاء العالم، لم يسبق لها مثيل في نطاقها ومدتها. حتى أن محافظي البنوك المركزية الصادقين سيقولون إنه من غير المؤكد ما ستكون عليه نتائج هذه التجربة. لكن، كما يقول أندرو ميليجان²: تم التخلص من خطر الركود بعد الأزمة المالية العالمية (٢٠٠٧) التي كانت أسوأ أزمة مالية عالمية منذ عام ١٩٧٣ حيث ارتفع أسعار النفط، وتحطم وول ستريت في عام ١٩٢٩.

يجادل مؤيدو برنامج التسهيلات الكمية؛ بأن استخدامه كان مبرراً لضمان عدم تعرض الاقتصاد العالمي للانحيار. لكن ما من شك في أن التسهيلات الكمية قد أدت إلى تشوهات في أسواق المال على خلفية تريليون ونصف دولار استثمرته البنوك المركزية سنوياً في الأصول المالية. فقد شهدت أسواق الأسهم العالمية طفرة بسبب أسعار الفائدة المنخفضة الناجمة عن التسهيل الكمي. لكن مع وصول البنوك المركزية التي يقودها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي إلى نهاية الحاجة إلى التسهيل الكمي، فإن اتباع التشديد الكمي قد يكون له تداعيات مهمة. يقول فينسن رينهارت³: إنه عندما يتدخل البنك المركزي في الأسواق في وقت الأزمات، فهو أشبه بلعبة كبير ضد سياسة الباب المفتوح.

¹ JOSEPH MARIATHASAN, Be ready when QE makes way for QT, OCTOBER 2017: <https://www.ipe.com/investment/asset-class-reports/global-equities/be-ready-when-qe-makes-way-for-qt/10020904.article>

² رئيس الاستراتيجية العالمية في أبردين ستاندر إنفستمننتس
³ كبير الاقتصاديين في شركة Standish Mellon

ومع تحسن الأسواق وعوائد رأس المال، هناك مزيد من التداول الناشئ عبر الأسواق، مما يخفض من أثر أنشطة التسهيلات الكمية في البنوك المركزية. فمن المفترض أن البنوك المركزية لن تبدأ في فك التيسير الكمي حتى يتم التأكد من أن الأسواق قد شفيت تماماً وبالتالي لا ينبغي أن يكون لذلك تأثير أقل. وقد أعلن مسؤولو البنوك المركزية أن التشديد الكمي QT في وقت مبكر، سيكون بطيئاً في تفعيل المبالغ الإضافية، حيث ستم الاستجابة للأوضاع الاقتصادية والمالية حسب الضرورة، برأي راينهارت. وهم يأملون أنه، على عكس عام ٢٠١٣، سيكون تأثير انخفاض التيسير الكمي وتنفيذ QT غير مهم. يتساءل إيوين ماهر¹: إذا كان ينبغي على المستثمرين أن يشعروا بالارتياح اعتماداً على استمرار انخفاض أسعار الفائدة لا من الاستثمار خاصة في الوقت الذي شرع الاحتياطي الفيدرالي في سلسلة زيادات في سعر الفائدة، كما دخلت البنوك المركزية الأخرى في وضع تشديد أيضاً. يقول أدريان بيشود²: إن البيئة الاقتصادية هي أفضل ما كانت عليه منذ الأزمة المالية العالمية. حيث لم تكن هناك فترة شهدت فيها الولايات المتحدة وأوروبا واليابان والأسواق الناشئة نمواً متزامناً. وأشار بيشود: إذا كان النمو إيجابياً، فمن المنطقي أن تسأل البنوك المركزية ما إذا كان الإجراء غير المتشدد والمقصود للتيسير الكمي لا يزال مبرراً. ويقول: "لا أحد يدافع عن التشديد لتهدئة النمو، ولكن تم القيام بالكثير عندما كانت مخاطر الانكماش والركود مرتفعين لدرجة أنه قد حان الوقت الآن لسحب جزء من هذا الحافز".

ويجادل بيتشوود بأن مفتاح البنوك المركزية في صنع السياسة هنا هو التضخم. جميع المؤسسات الكبيرة لديها هدف واضح لاستهداف التضخم، على الرغم من أن بنك الاحتياطي الفيدرالي لديه أيضاً هدف التوظيف. ويرى بأن تصرفات البنك المركزي الأوروبي لم تكن تهدف إلى زيادة النمو أو الحد من البطالة. بل استهدفت تحقيق تفويض البنك المركزي الأوروبي بتحقيق هدف تضخم يبلغ حوالي ٢٪. في الواقع، كان أحد الآثار الجانبية للتيسير الكمي هو سوء تخصيص المال. وكما يجادل ماهر، فإن تأثير الثروات ومفهوم الاقتصاد المتداعي لم يؤدي إلى انتعاش في النمو الاقتصادي. بل بدلا من ذلك، أدى إلى تضخم الأصول الخطرة.

¹ ، محلل الأسهم في Unigestion

² كبير الاقتصاديين في شركة SYZ Asset Management

في حين أن البنوك المركزية الأخرى تود أن تتبع بنك الاحتياطي الفيدرالي في تطبيع أسعار الفائدة، يرى بيشود أن مساحة المناورة محدودة حيث أن أيا من البنوك المركزية، بما في ذلك بنك الاحتياطي الفيدرالي، تحقق أهدافها للتضخم. ويبدو أن مقاربتها لعكس التيسير الكمي والانتقال إلى التشديد الكمي QT تكون تدريجية. لذلك لا ينبغي أن يؤدي إلى تغيير هيكل كبير في سلوك السوق، على الرغم من أنه قد يكون سبباً لبعض التقلبات.

ميليجان يوافق بأن للتيسير الكمي تأثير كبير على هيكل أسعار الفائدة، وبالتالي تغير معدل الخصم للأسهم. ويعود ذلك جزئياً إلى انخفاض أسعار الفائدة قصيرة الأجل وجزئياً بسبب التسهيلات الكمية. لذلك، هناك تأثير على تقييمات الأسهم. لكنه يجادل بأن تقييمات الأسهم تخفض التدفقات النقدية المستقبلية وما شهدناه على مدى السنوات القليلة الماضية هو ارتفاع محتمل يأتي من التحسينات في الهوامش والإنتاجية والنمو، إذا استفادت الشركات وليس الأسر.

لقد كانت هناك مجموعة كاملة من العوامل التي تمكن من تحقيق زيادة في ربحية الشركات في الولايات المتحدة وأوروبا واليابان. يقول ميليجان: "لا يجب أن ننسى هذا الجانب". السؤال هو ما إذا كان ذلك سيتغير في المستقبل. من المحتمل، على حد قول ميليجان، ولكن ليس بالضرورة بسبب انعكاس التيسير الكمي، حيث أن هناك سلسلة من العوامل الأخرى التي ستقود ربحية الشركات. سوف تؤثر عدة عوامل على تأثير التيسير الكمي.

يقول ميليجان: إن البيانات المالية سوف تتفوق إذا كان منحنى العائد ينمو بمقدار ٥٠ نقطة أساس؛ فالعلاقة بين أداء الأسهم المصرفية والتغيرات في منحنى العائد واضحة؛ إذا:

- تم تنفيذ QT ببطء وحذر، مع احتفاظ المستثمرين بالثقة في دعم النشاط الاقتصادي والبنوك المركزية لا تحاول تهدئة النمو الاقتصادي، فسوف تتفوق الدرجات الدورية.
- كان منحنى العائد شديد الانحدار، فقد تشتري مخزونات السندات التي يتم شراؤها من أجل عوائد توزيعات الأرباح قد يقل الطلب عليها.

هناك قطاعان مهمان لا يتأثران بالتيسير والتشديد؛ قطاع التكنولوجيا الذي يتزايد كما هو الحال في ظل تغير هيكل في بيئة الراجح. يمثل ربع مؤشر ستاندرد آند بورز ٥٠٠ والأسواق الآسيوية تكنولوجياً (أقل من ذلك في أوروبا). وقطاع المواد الخام والطاقة والسلع وتمثل ٢٠٪ من المملكة المتحدة ونسبة كبيرة من

الأسواق الناشئة. يعتمد أداء تلك القطاعات بشكل أكبر على قصة النمو والطلب في الصين أكثر من .QE

لذا، سيتم دعم البيانات المالية والدورات الاقتصادية بدرجة متوسطة من التيسير الكمي للتقليص خلال العامين المقبلين. ومع ذلك، فإن جزءاً كبيراً من أسواق الأسهم لا يتأثر كثيراً بالتيسير الكمي. يجادل بيلتون أنه في حين يشار إلى التيسير الكمي و التشديد الكمي باسم "السياسة النقدية غير العادية"، يجب على الناس التخلص من "الزيادة". إن قدرة بنك الاحتياطي الفيدرالي على التأثير على خلفية منحنيات العائد من خلال التيسير والتشديد الكمي، وكذلك من خلال تحديد أسعار الفائدة، ليست جزءاً من مجموعة أدواته التي تريد التخلي عنها عن طيب خاطر. أصبح استخدام الميزانية العمومية آلية طبيعية لتنفيذ السياسة من خلالها.

يقول ماهر إنه إذا بقيت أسعار الفائدة منخفضة لعدة سنوات أخرى، فمن المرجح أن يكون ذلك نتيجة قلة النشاط في الاقتصاد، والتي من المرجح أن تؤدي إلى تباطؤ نمو الأرباح على أي حال، الأمر الذي ينفي الحجة حول التقييمات المرتفعة. ويضيف أنه إذا تم تخفيض تكلفة المال بشكل مصطنع من خلال التسهيلات الكمية لفترة زمنية طويلة، فمن المنطقي توقع حدوث تشوهات في تسعير أساسيات الأسهم. يمكن أن يتم تقييم قيمة الشركتين في المجال نفسه مع مقاييس مختلفة في الميزانية العمومية بشكل مماثل.

مثل هذه التناقضات تجعل الحياة أكثر صعوبة بالنسبة لجامعي الأسهم. لكن إذا كان التاريخ هو دليل، فإن استمرت أسعار الفائدة في التراجع المطرد، وإذا وصل التسهيل الكمي إلى ذروته، فقد تكون هناك فترة متعددة من الارتداد في المستقبل. ينبغي أن يوفر ذلك بيئة غنية لجامعي الأسهم النشطة.