

تعليق على الفصل 1

بغض النظر عن مدى خطورة أو غباء تكتيكاتهم ، تفاخر الناس بأنهم "على حق" . لكن المستثمر الذكي ليس لديه أي مصلحة في أن يكون على حق مؤقتًا. للوصول إلى أهدافك المالية طويلة الأجل ، يجب أن تكون على صواب بشكل مستدام وموثوق. يبدو أن الأساليب التي أصبحت عصرية للغاية في التسعينيات -التداول اليومي ، وتجاهل التنوع ، وتقلب الصناديق المشتركة الساخنة ، واتباع "أنظمة" انتقاء الأسهم -تعمل. لكن لم تكن لديهم فرصة للفوز على المدى الطويل ، لأنهم فشلوا في تلبية معايير جراهام الثلاثة للاستثمار.

لمعرفة سبب عدم إثبات العوائد المرتفعة مؤقتًا أي شيء ، تخيل أن مكانين يفصل بينهما 130 ميلًا. إذا لاحظت الحد الأقصى للسرعة البالغ 65 ميلًا في الساعة ، فيمكنني قيادة تلك المسافة في غضون ساعتين. ولكن إذا كنت أقود السيارة بسرعة 130 ميلًا في الساعة ، فيمكنني الوصول إلى هناك في غضون ساعة واحدة. إذا حاولت هذا ونجحت ، فهل أنا "على حق"؟ هل يجب أن تميل إلى تجربتها أيضًا ، لأنك تسمعي أنفاسها بأنها "نجحت"؟ الحيل البراقة للتغلب على السوق هي نفسها إلى حد كبير: في فترات قصيرة ، طالما بقي حظك قائمًا ، فإنها تعمل. بمرور الوقت ، سوف يقتلونك.

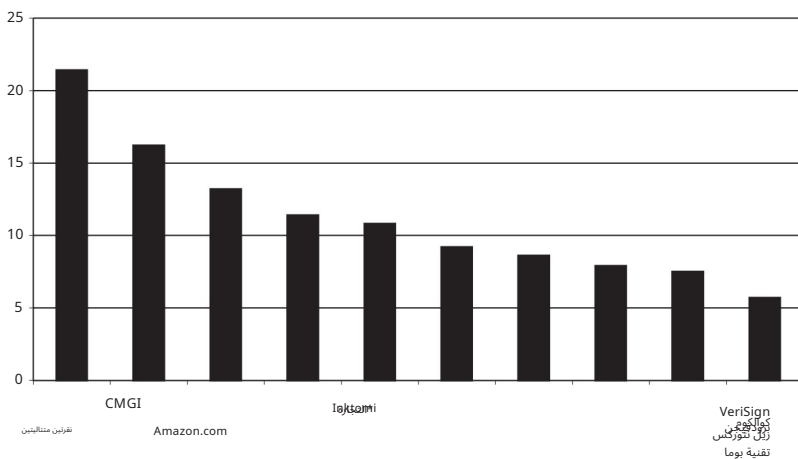
في عام ، 1973 عندما قام جراهام بمراجعة كتاب "المستثمر الذكي" ، كان معدل الدوران السنوي في بورصة نيويورك ، 20% مما يعني أن المساهم العادي كان يحتفظ بسهم لمدة خمس سنوات قبل بيعه. بحلول عام ، 2002 وصل معدل الدوران إلى - 105% وهي فترة احتفاظ تبلغ 11.4 شهرًا فقط. بالعودة إلى عام ، 1973 كان متوسط الصناديق المشتركة المحتفظ بها في سهم ما يقرب من ثلاث سنوات ؛ بحلول عام ، 2002 تقلصت فترة الملكية هذه إلى 10.9 شهرًا فقط. يبدو الأمر كما لو أن مديري الصناديق المشتركة كانوا يدرسون أسهمهم لفترة طويلة بما يكفي ليعرفوا أنه ما كان ينبغي عليهم شرائها في المقام الأول ، ثم التخلص منها على الفور والبدء في كل شيء.

حتى أكثر شركات إدارة الأموال احترامًا شعرت بالضيق. في أوائل عام ، 1995 كان جيفري فينيك ، مدير Fidelity Magellan (أكبر صندوق استثمار مشترك في العالم) ، يمتلك 42.5% من أصوله في أسهم التكنولوجيا. أعلن فينيك أن معظم مساهميه "استثمروا في الصندوق لأهداف تفصلنا عنها سنوات. . . أعتقد أن أهدافهم هي نفس أهدافي ، وأنهم يعتقدون ، كما أفعل ، أن النهج طويل الأجل هو الأفضل. "ولكن بعد ستة أشهر من كتابته لتلك الكلمات السامية ، باع فينيك جميع أسهمه التكنولوجية تقريبًا ، وأفرغ ما يقرب من 19 مليار دولار في ثمانية أسابيع محمومة. الكثير من أجل "المدى الطويل!"

وبحلول عام ، 1999 كان قسم وساطة الخصم في Fidelity يبحث عملائه على التداول في أي مكان وفي أي وقت باستخدام جهاز كمبيوتر محمول من Palm والذي كان متوافقًا تمامًا مع شعار الشركة الجديد ، "كل ثانية مهمة".

الشكل 1-1

الأسهم على السرعة



وفي بورصة ناسداك ، وصل حجم التداول إلى سرعة الالتفاف ، كما يوضح الشكل 1-1

في عام ، 1999 تم تداول أسهم ، Puma Technology على سبيل المثال ، بمعدل مرة واحدة كل 5.7 يوم. على الرغم من شعار ناسداك الكبير - "سوق الأوراق المالية للمائة عام القادمة" - فإن العديد من عملائها بالكاد يمكن أن يحتفظوا بهم ما لمدة مائة ساعة.

لعبة الفيديو المالية

جعلت وول ستريت التداول عبر الإنترنت يبدو وكأنه وسيلة فورية لصرف الأموال: Brokerage ، Discover الذراع عبر الإنترنت لشركة Google الموقرة

المصدر: تقرير بحثي ، Steve Galbraith ، Sanford C. 2001 و 44.5% في - 2002 دمر كل مكاسب 1999 ، بعضها.

مورجان ستانلي ، أدار إعلانًا تلفزيونيًا حيث يقوم سائق الشاحنة الغذر بالتقاط مدير تنفيذي ثري المظهر. عند اكتشاف صورة لواجهة شاطئ استوائية منشورة على لوحة القيادة ، يسأل المدير التنفيذي ، "عطلة؟" أجاب السائق: "في الواقع ، هذا هو بيتي". بدهشة ، البدلة تقول ، "تبدو كجزيرة". بانتصار هادئ ، يجيب السائق ، "من الناحية الفنية ، إنها دولة."

ذهبت الدعاية إلى أبعد من ذلك. لن يستغرق التداول عبر الإنترنت أي عمل ولن يتطلب أي تفكير. أظهر إعلان تلفزيوني من Ameritrade الوسيط عبر الإنترنت ، ريتين منزل عادت للتو من الرقص ؛ يسجل أحدهم الدخول إلى جهاز الكمبيوتر الخاص به ، وينقر على الماوس عدة مرات ، ويتبتهج ، "أعتقد أنني ربحت للتو حوالي 1700 دولارًا" في إعلان تلفزيوني لشركة سمسة ووترهاوس العمرية ، سأل شخص ما مدرب كرة السلة فيل جاكسون ، "هل تعرف أي شيء عن التجارة؟" إجابته: "سأفعل ذلك الآن." (كم عدد المباريات التي كان من الممكن أن يفوز بها فريق جاكسون في الدوري الأميركي للمحترفين إذا كان قد أحضر تلك الفلسفة إلى الملعب؟ بطريقة ما ، لا يعرف شيئًا عن الفريق الآخر ، ولكن القول ، "أنا مستعد للعبها الآن" ، لا يبدو الأمر وكأنه صيغة البطولة.)

بحلول عام ، 1999 كان ما لا يقل عن ستة ملايين شخص يتداولون عبر الإنترنت -وكان عُشرهم تقريبًا يتداولون يوميًا ، باستخدام الإنترنت لشراء وبيع الأسهم بسرعة البرق. كان الجميع من مغنية شوبيز باربرا سترابند إلى نيكولاس بيرباس ، وهو نادل سابق يبلغ من العمر 25 عامًا في كوينز ، نيويورك ، يقذفون الأسهم مثل الفحم الحي. سخر بيرباس "من قبل" ، "كنت أستثمر على المدى الطويل واكتشفت أنه لم يكن ذكيًا." الآن ، يتم تداول أسهم Birbas حتى 10 مرات في اليوم ويتوقع أن تكسب 100000 دولار في السنة. "لا أستطيع أن أنحمل رؤية اللون الأحمر في عمود الربح أو الخسارة" ، ارتجف سترابساند في مقابلة مع مجلة Fortune. "أنا الثور الثور ، لذلك أنفعل مع اللون الأحمر. إذا رأيت اللون الأحمر ، فأنا أبيع أسهمي بسرعة 5".

من خلال ضخ البيانات المستمرة حول الأسهم في الحانات ومحلات الحلالة والمطابخ والمقاهي وسيارات الأجرة ومحطات الشاحنات ومواقع الويب المالية والتلفزيون المالي حولت سوق الأسهم إلى لعبة فيديو وطنية لا تتوقف. شعر الجمهور بمعرفة أكبر بالأسواق أكثر من أي وقت مضى. لسوء الحظ ، بينما كان الناس يغرقون في البيانات ، لم يتم العثور على المعرفة في أي مكان. أصبحت الأسهم ديكو بالكامل

5 بدلاً من مراقبة النجوم ، كان يجب على سترابند أن يوجه غراهام.

لا يتخلص المستثمر الذكي من أي سهم لمجرد أن سعر سهمه قد انخفض ؛ تسأل دائمًا أولاً عما إذا كانت قيمة الأعمال الأساسية للشركة قد تغيرت.

تعهد من الشركات التي أصدرتها -مجرد أفكار مجردة ، مجرد إشارات ضوئية تتحرك عبر شاشة التلفزيون أو الكمبيوتر. إذا كانت الومضات الضوئية تتحرك لأعلى ، فلا شيء آخر مهم.

في 20 ديسمبر ، 1999 كشفت Juno Online Services عن خطة عمل رائدة: خسارة أكبر قدر ممكن من المال ، عن قصد. أعلنت جونو أنها ستقدم من الآن فصاعدًا جميع خدمات التجزئة الخاصة بها مجانًا -بدون رسوم على البريد الإلكتروني ، وبدون رسوم للوصول إلى الإنترنت -وأنها ستنفق ملايين الدولارات أكثر على الإعلان خلال العام المقبل. في هذا الإعلان عن شركة ، hara-kiri ارتفع سعر سهم uno من 16.375 دولارًا إلى 66.75 دولارًا في يومين.

لماذا يكلف نفسه عناء معرفة ما إذا كان العمل التجاري مربحًا ، أو ما هي السلع أو الخدمات التي تنتجها الشركة ، أو من هي إدارتها ، أو حتى ما هو اسم الشركة؟ كل ما تحتاج لمعرفته حول الأسهم هو الرمز الجذاب لرموزها: 7. WBVN ، VRSN ، TGLO ، PCLN ، INKT ، CBLT وبهذه الطريقة يمكنك شرائها بشكل أسرع ، دون تأخير مزعج لمدة ثانيتين للبحث عنها. محرك بحث على الإنترنت. في أواخر عام ، 1998 تضاعف مخزون شركة Temco Services الصغيرة ، التي نادرًا ما يتم تداولها في مجال صيانة المباني ، ثلاث مرات تقريبًا في غضون دقائق في حجم قياسي مرتفع. لماذا ؟ في شكل غريب من عسر القراءة المالي ، اشترى الآلاف من المتداولين Temco بعد أن ظنوا خطأ رمزها ، ، TMCO مقابل رمز ، (TMCS) Ticketmaster Online محبوب الإنترنت الذي بدأ تداول أسهمه علنًا لأول مرة في ذلك اليوم. المتشائم "يعرف ثمن كل شيء وقيمة لا شيء". بموجب هذا التعريف ، فإن سوق الأسهم دائمًا ما يكون ساخرًا ، ولكن بحلول أواخر التسعينيات من القرن الماضي ، كان من الممكن أن يصدم أوسكار نفسه. يمكن لرأي واحد نصف مخبوز بشأن السعر أن يضاعف سهم الشركة حتى مع عدم فحص قيمتها تمامًا. في أواخر عام ، 1998 حذر هنري بلود ، المحلل في CIBC أوبنهايمر ، من أنه "كما هو الحال مع جميع أسهم ، Internet من الواضح أن التقييم هو فن أكثر منه علم". ثم ، مستشهدًا فقط بإمكانية النمو في المستقبل ، قام برفع "هدف السعر" الخاص به

6 بعد 12 شهرًا فقط ، تراجعت أسهم جونو إلى 1.093 دولارًا.

7 رمز المؤشر هو اختصار ، عادة ما يكون طوله من حرف إلى أربعة أحرف ، لاسم الشركة يستخدم كاختصار لتحديد الأسهم لأغراض التداول.

8 لم تكن هذه حادثة منفردة. في ثلاث مناسبات أخرى على الأقل في أواخر التسعينيات ، أرسل المتداولون النهاريون السهم الخطأ للارتفاع عندما ظنوا خطأ أن رمز المؤشر الخاص به هو رمز شركة الإنترنت التي تم سكها حديثًا.

Amazon.com من 150 دولارًا إلى 400 دولار في ضربة واحدة. ارتفع موقع Amazon.com بنسبة 19% في ذلك اليوم - وعلى الرغم من احتجاج بلودجيت على أن السعر المستهدف كان متوقعًا لمدة عام واحد - فقد تجاوز 400 دولار في ثلاثة أسابيع فقط. بعد مرور عام ، توقع المحلل في PaineWebber Walter Bczyk أن يصل سهم Qualcomm إلى 1000 دولار للسهم خلال الـ 12 شهرًا القادمة. ارتفع السهم بالفعل بنسبة 1.842% في ذلك العام - بنسبة 31% أخرى في ذلك اليوم ، حيث وصل إلى 659 دولارًا للسهم

من FORMULA إلى FIASCO

لكن التداول كما لو كان ملابسك الداخلية مشتعلة ليس هو الشكل الوحيد للمضاربة. خلال العقد الماضي أو نحو ذلك ، تم الترويج لمضاربة المولا تلو الأخرى ، ونشرها ، ثم طرحها جانبًا.

كل منهم تشترك في بعض السمات - هذا سريع! هذا سهل! وهذا لن يضر قليلًا - وقد انتهكوا جميعًا واحدًا على الأقل من تمييزات جراهام بين الاستثمار والمضاربة. فيما يلي بعض الصيغ العصرية التي فشلت:

• النقدية في التقويم. "تأثير يناير" - ميل الأسهم الصغيرة إلى تحقيق مكاسب كبيرة في نهاية العام - تم الترويج له على نطاق واسع في المقالات العلمية وحاتات الكتب الشعبية في الثمانينيات. أظهرت هذه الدراسات أنه إذا تراكمت في الأسهم الصغيرة في النصف الثاني من شهر ديسمبر واحتفظت بها حتى يناير ، فستفوز على السوق بخمس إلى 10 نقاط مئوية. أذهل العديد من الخبراء. بعد كل شيء ، إذا كان الأمر بهذه السهولة ، فمن المؤكد أن الجميع سيسمعون عنه ، وكثير من الناس سيفعلونه ، وستتلاشى الفرصة.

ما الذي تسبب في هزة يناير؟ بادئ ذي بدء ، يبيع العديد من المستثمرين أسهمهم الأكثر ربحًا في أواخر العام لجني الخسائر التي يمكن أن تخفض فواتيرهم الضريبية. ثانيًا ، يصبح مدير الأموال المحترفون أكثر حذرًا مع اقتراب العام من نهايته ، في محاولة للحفاظ على أداؤهم المتفوق (أو تقليل ضعف أداؤهم). هذا يجعلهم يترددون في شراء (أو حتى التمسك) بسهم هابط.

وإذا كان السهم ضعيف الأداء صغيرًا وغامضًا أيضًا ، فسيكون مدير الأموال أقل حرصًا على إظهاره في نهاية العام.

9 في عامي 2000 و 2001 خسر موقع Amazon.com و Qualcomm إجماليًا تراكميًا بلغ 85.8% و 71.3% من قيمتهما ، على التوالي.

قائمة المقتنيات. كل هذه العوامل تحول الأسهم الصغيرة إلى صفقات مؤقتة. عندما يتوقف البيع المدفوع بالضرائب في كانون الثاني (يناير) ، فإنهم يرددون عادة مرة أخرى ، مما ينتج عنه مكاسب قوية وسريعة.

لم يتلاشى تأثير كانون الثاني (يناير) ، لكنه ضعيف.

وفقًا لأستاذ المالية ويليام شويرت من جامعة روتشستر ، إذا كنت قد اشترت أسهمًا صغيرة في أواخر ديسمبر وقمت ببيعها في أوائل يناير ، فستفوز على السوق بنسبة 8.5 نقطة مئوية من عام 1962 حتى عام ، 1979 بمقدار 4.4 نقطة من عام 1980 حتى عام ، 1989 وبنسبة 5.8 نقطة من عام 1990 حتى عام 2001.10 مع معرفة المزيد من الناس بتأثير يناير ، اشترى المزيد من المتداولين الأسهم الصغيرة في ديسمبر ، مما جعلها أقل صفقة وبالتالي خفض عوائدها. كما أن تأثير شهر يناير هو الأكبر بين الأسهم الأصغر -ولكن وفقًا لمجموعة Plexus السلطة الرائدة في نفقات السمسرة ، فإن التكلفة الإجمالية لشراء وبيع هذه الأسهم الصغيرة يمكن أن تصل إلى 8% من استثمارك 11. للأسف ، من خلال في الوقت الذي تنتهي فيه من الدفع للوسيط الخاص بك ، ستختفي جميع مكاسبك من تأثير يناير. فقط افعل "ما يصلح". في عام ، 1996 نشر مدير أموال غامض اسمه جيمس أوشونيسي كتابًا بعنوان What Works on Wall Street. في ذلك ، قال إن "المستثمرين يمكنهم أن يفعلوا أفضل بكثير من السوق". قدم O'Shaughnessy ادعاءً مذهلاً: من عام 1954 حتى عام ، 1994 كان بإمكانك تحويل 10000 دولار إلى 8074504 دولارًا ، متغلبًا على السوق بأكثر من 10 أضعاف -وهو متوسط عائد سنوي يبلغ 18.2%. كيف؟ من خلال شراء سلة من 50 سهمًا بأعلى عوائد في عام واحد ، وخمس سنوات متتالية من ارتفاع الأرباح ، وأسعار أسهم أقل من 1.5 مرة من عائدات أسعار الشركة. براءة الاختراع رقم 5,978,778 عن "استراتيجيات التزاوج التلقائي" الخاصة به وأطلق مجموعة من أربعة صناديق استثمار مشتركة بناءً على النتائج التي توصل إليها. بحلول أواخر عام ، 1999 كانت الأموال قد امتصت أكثر من 175 مليون دولار من الجمهور -وفي رسالته السنوية إلى المساهمين ، صرح O'Shaughnessy بشكل رائع: "كما هو الحال دائمًا ، أمل

10 يناقش شويرت هذه النتائج في ورقة بحثية رائعة ، "الشذوذ وكفاءة السوق" ، المتاحة على

<http://schwert.ssb.rochester.edu/papers.htm>.

11 انظر تعليق مجموعة Plexus رقم ، 54 "الجمال الجليدية الرسمية لتكاليف المعاملات" ، يناير

1998 ، على www.plexusgroup.com/fs_research.html.

O'Shaughnessy, What Works on Wall Street (McGraw-Hill, 1996), pp. xvi, 273-295.

12 James

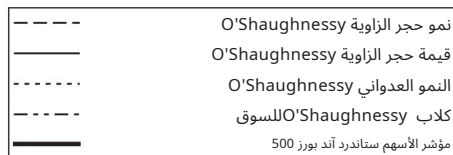
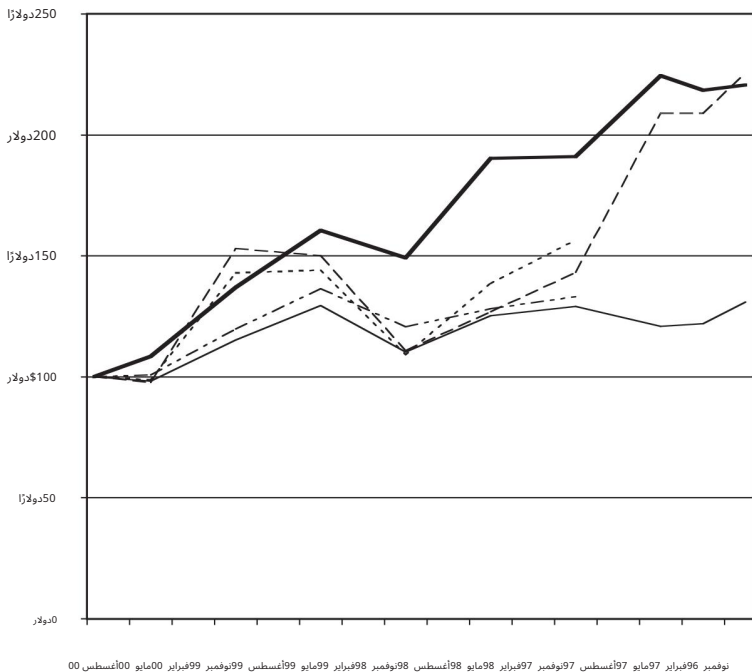
أنه يمكننا معًا الوصول إلى أهدافنا طويلة المدى من خلال الاستمرار في المسار والالتزام باستراتيجيات الاستثمار التي تم اختبارها عبر الزمن ."

لكن "ما ينجح في وول ستريت" توقف عن العمل مباشرة بعد أن نشره O'Shaughnessy. كما يوضح الشكل ، 1-2 فإن اثنين من أمواله كانت كريهة الرائحة لدرجة أنهما أغلقتا في أوائل عام ، 2000

9

الشكل 1-2

ما كان يعمل في وول ستريت. . .



المصدر: Morningstar, Inc.

سوق الأوراق المالية الإجمالي (كما تم قياسه بواسطة مؤشر (S & P 500 ظل كل صندوق O'Shaughnessy بدون توقف تقريبًا لما يقرب من أربع سنوات متتالية.

في يونيو ، 2000 اقترح O'Shaughnessy من "أهدافه طويلة المدى" من خلال تحويل الأموال إلى مدير جديد ، تاركًا لعملائه تدبير أمورهم بأنفسهم باستخدام "استراتيجيات الاستثمار التي تم اختبارها بمرور الوقت". 13 ربما كان مساهمو O'Shaughnessy أقل انزعاجًا إذا أعطى كتابه عنوانًا أكثر دقة - على سبيل المثال ، ما الذي كان يعمل في وول ستريت. . . حتى كتبت هذا الكتاب. • اتبع "الأربعة الحمقى". في منتصف التسعينيات ، قام موقع Motley Fool (والعديد من الكتب) بإبراز ضوء النهار من خلال تقنية جديدة تسمى "The Foolish Four" وفقًا لـ ، Motley Fool كان من الممكن "التخلص من متوسطات السوق على مدار الـ 25 عامًا الماضية" ويمكن "سحق الأموال المشتركة" من خلال إنفاق "15 دقيقة فقط في السنة" على التخطيط لاستثماراتك. والأفضل من ذلك كله ، أن هذه التقنية الرائعة تنطوي على "مخاطر قليلة". كل ما عليك فعله هو:

1. خذ الأسهم الخمسة في مؤشر داو جونز الصناعي مع أدنى أسعار للأسهم وأعلى عائد توزيعات.

2. تجاهل واحد بأقل سعر.

3. ضع 40% من أموالك في السهم الذي يحتل المرتبة الثانية من حيث الأدنى

سعر.

4. طرح 20% في كل من الأسهم الثلاثة المتبقية.

5. بعد مرور عام ، قم بفرز مؤشر Dow بنفس الطريقة وأعد تعيين المحفظة وفقًا للخطوات من 1

إلى 4.

6. كرر حتى الثراء.

على مدار 25 عامًا ، زعم ، Motley Fool أن هذه التقنية كانت ستفوز على السوق بنسبة 10.1 بالمائة

13 في مقابلة ملحوظة ، بدأ صندوق O'Shaughnessy (المعروفين الآن باسم صناديق (Hennessy) أداء جيدًا تمامًا كما أعلن O'Shaughnessy أنه كان يسلم الإدارة إلى شركة أخرى. كان مساهمو الصناديق غاضبين. في غرفة محادثة على ، www.morningstar.com قال أحدهم: "أعتقد أن" المدى الطويل "بالنسبة لـ O'S هو 3 سنوات.

... أشعر بالملك. أنا أيضًا كنت مؤمنًا بطريقة ... O'S. لقد أخبرت العديد من الأصدقاء والأقارب عن هذا الصندوق ، ويسعدني الآن أنهم لم يتصرفوا بناءً على نصيحتي."

نقاط سنويا. واقتروا أنه على مدى العقدين المقبلين ، يجب أن يزداد استثمار 20000 دولار في Four The Foolish إلى 1,791,000 دولار. (وزعموا أنه لا يزال بإمكانك القيام بعمل أفضل من خلال اختيار أسهم Dow الخمسة ذات أعلى نسبة من عائد الأرباح إلى الجذر التربيعي لسعر السهم ، وإسقاط السهم الذي سجل أعلى نقطة ، وشراء الأسهم الأربعة التالية.)

دعونا نفكر فيما إذا كانت هذه "الإستراتيجية" يمكن أن تلبي إستراتيجية جراهام تعريفات الاستثمار:

• ما هو نوع "التحليل الشامل" الذي يمكن أن يبرر التخلص من السهم بالسعر الوحيد والأرباح الأكثر جدية -مع الإبقاء على الأربعة درجات أقل لتلك الصفات المرغوبة؟ • كيف يمكن أن يكون وضع 40% من أموالك في سهم واحد "أقل مخاطرة"؟ • وكيف يمكن تنويع محفظة من أربعة أسهم فقط بما يكفي لتوفير "سلامة رأس المال"؟

باختصار ، كانت The Foolish Four واحدة من أكثر صيغ اختيار الأسهم التي تم إنشاؤها على الإطلاق. ارتكب الحمقى نفس الخطأ الذي ارتكبه O'Shaughnessy: إذا نظرت إلى كمية كبيرة من البيانات لفترة كافية ، فسوف يظهر عدد كبير من الأنماط -ولو عن طريق الصدفة. من خلال الحظ العشوائي وحده ، سيكون لدى الشركات التي تنتج عوائد أعلى من المتوسط للأسهم الكثير من الأشياء المشتركة.

ولكن ما لم تتسبب هذه العوامل في تفوق أداء الأسهم ، فلا يمكن استخدامها للتنبؤ بالعائدات المستقبلية.

لا أحد من العوامل التي "اكتشفها" Motley Fools مع هذه الضجة -إسقاط السهم الذي حصل على أفضل نتيجة ، ومضاعفة العامل الذي حصل على ثاني أعلى درجة ، وتقسيم عائد الأرباح على الجذر التربيعي لسعر السهم -يمكن أن يتسبب في أو شرح الأداء المستقبلي للسهم. وجدت مجلة Magazine Money أن المحفظة المكونة من أسهم لا تحتوي أسماؤها على أحرف متكررة كان من الممكن أن يكون أداءها تقريبا مثل - The Foolish Four وللسبب نفسه: الحظ وحده . المستقبل لأن الشركات التي تقف وراءها تعمل بشكل جيد أو ضعيف -لا أكثر ولا أقل.

من المؤكد أنه بدلاً من سحق السوق ، قام The Foolish Four بسحق الآلاف من الأشخاص الذين تم خداعهم للاعتقاد بأنه كان شكلاً من أشكال الاستثمار. في عام 2000 وحده ، خسرت الأسهم الأربعة الحمقاء Caterpillar و Eastman Kodak و SBC و 14% General Motors بينما انخفض مؤشر Dow بنسبة 4.7% فقط.

كما تظهر هذه الأمثلة ، هناك شيء واحد فقط لا يعاني من أي سوق هابطة في وول ستريت: الأفكار الغبية. وقع كل من هذه الأساليب الاستثمارية المزعومة فريسة لقانون جراهام. جميع الصيغ الميكانيكية لكسب أداء أعلى للمخزون هي "نوع من عملية التدمير الذاتي - تشبه قانون تناقص الغلة." هناك سببان لتلاشي العوائد. إذا كانت الصيغة تعتمد فقط على حظوظ عشوائية ثابتة (مثل ، The Foolish Four) فإن مجرد مرور الوقت سيكشف أنها لا معنى لها في المقام الأول. من ناحية أخرى ، إذا كانت الصيغة قد نجحت بالفعل في الماضي (مثل تأثير يناير) ، فعند الإعلان عنها ، فإن خبراء السوق دائماً ما يقوضون -وعادة ما يقضون على -قدرتها على القيام بذلك في المستقبل.

كل هذا يعزز تحذير جراهام بضرورة التعامل مع المضاربة بينما يتعامل المقامرون المخضرمون مع رحلاتهم إلى الكازينو:

* يجب ألا تخدع نفسك أبداً بالاعتقاد أنك تستثمر أثناء المضاربة. * تصبح المضاربة خطيرة للغاية في اللحظة التي تبدأ فيها في التعامل معها بجدية. * يجب وضع قيود صارمة على المبلغ الذي ترغب في المراهنة به.

تماماً كما يأخذ المقامرون العقلاء ، على سبيل المثال ، 100 دولار إلى أرضية الكازينو ويتكون بقية أموالهم في الخزانة في غرفتهم بالفندق ، فإن المستثمر الذكي يخصص جزءاً صغيراً من محفظتها الإجمالية كحساب "أموال مجنونة". بالنسبة لمعظمنا ، 10% من إجمالي ثروتنا هي الحد الأقصى للمبلغ المسموح به لوضعه في خطر المضاربة. لا تقم أبداً بضخ الأموال في حساب المضاربة الخاص بك مع ما هو موجود في حسابات الاستثمار الخاصة بك ؛ لا تسمح أبداً لتفكيرك التخميني بالتغلغل في أنشطة الاستثمار الخاصة بك ؛ ولا تضع أبداً أكثر من 10% من أصولك في حساب أموالك المجنون ، بغض النظر عما يحدث.

في السراء والضراء ، غريزة المقامرة هي جزء من الطبيعة البشرية -لذلك من غير المجدي لمعظم الناس حتى محاولة قمعها. لكن يجب أن تحصرها وتكبجها. هذه هي أفضل طريقة للتأكد من أنك لن تخدع نفسك أبداً في الخلط بين المضاربة والاستثمار.

الفصل 2

المستثمر والتضخم

كان التضخم ومحاربه في أذهان الجمهور إلى حد كبير في السنوات الأخيرة. إن الانكماش في القوة الشرائية للدولار في الماضي ، وخاصة الخوف (أو الأمل من قبل المضاربين) من حدوث مزيد من الانخفاض الخطير في المستقبل ، قد أثر بشكل كبير على تفكير وول ستريت. من الواضح أن أولئك الذين لديهم دخل ثابت بالدولار سيعانون عندما تتقدم تكلفة المعيشة ، وينطبق الشيء نفسه على مبلغ ثابت من الدولار. من ناحية أخرى ، فإن حاملي الأسهم لديهم احتمال أن خسارة القوة الشرائية للدولار قد يتم تعويضها عن طريق التقدم في توزيعات أرباحهم وأسعار أسهمهم.

على أساس هذه الحقائق التي لا يمكن إنكارها ، خلصت العديد من السلطات المالية إلى أن (1) السندات هي شكل غير مرغوب فيه بطبيعتها للاستثمار ، و (2) وبالتالي ، فإن الأسهم العادية بطبيعتها هي استثمارات مرغوبة أكثر من السندات. لقد سمعنا عن إخطار المؤسسات الخيرية بأن محافظها يجب أن تتكون من 100% من الأسهم وصفر في المائة من السندات.

*بحلول أواخر التسعينيات ، انتشرت هذه النصيحة -التي يمكن أن تكون مناسبة لمؤسسة أو هيئة ذات أفق استثماري طويل بلا حدود -إلى المستثمرين الفرديين ، الذين تعد فترات حياتهم محدودة. في طبعة 1994 من كتابه المؤثر ، الأسهم للأجل الطويل ، أوصى أستاذ المالية جيريمي سيجل من مدرسة هارفارد بضرورة شراء المستثمرين "المغامرين" على الهامش ، واقتراض أكثر من ثلث صافي ثروتهم ليغرقوا . 135% من أصولهم إلى أسهم. حتى أن المسؤولين الحكوميين دخلوا في هذا الفعل: في فبراير ، 1999 أخبر السيد ريتشارد ديكسون ، أمين صندوق ولاية ماريلاند ، الحضور في مؤتمر استثمار: "ليس من المنطقي أن يمتلك أي شخص أي أموال في صندوق السندات ."

مقيدة بموجب القانون بالسندات عالية الجودة (وعدد قليل من الأسهم الممتازة المختارة).

يجب أن يكون لدى قرائنا ما يكفي من الذكاء لإدراك أنه حتى الأسهم عالية الجودة لا يمكن أن تكون شراء أفضل من السندات في ظل جميع الظروف - أي بغض النظر عن مدى ارتفاع سوق الأسهم ومدى انخفاض عائد الأرباح الحالية مقارنة بالمعدلات المتاحة على السندات. إن بياناً من هذا النوع سيكون سخيفاً كما كان العكس - كثيرًا ما سمعنا منذ سنوات - بأن أي سند أكثر أماناً من أي سهم. سنحاول في هذا الفصل تطبيق قياسات مختلفة على عامل التضخم، من أجل الوصول إلى بعض الاستنتاجات حول المدى الذي قد يتأثر فيه المستثمر بحكمة بالتوقعات المتعلقة بالارتفاعات المستقبلية في مستوى الأسعار.

في هذه المسألة، كما هو الحال في العديد من الأمور الأخرى في مجال التمويل، يجب أن نبني وجهات نظرنا حول السياسة المستقبلية على معرفة الخبرة السابقة. هل التضخم شيء جديد على هذا البلد، على الأقل في الشكل الخطير الذي اتخذه منذ عام 1965؟ إذا رأينا تضخمًا مشابهًا (أو أسوأ) في التجربة الحية، فما الدروس التي يمكن تعلمها منها في مواجهة التضخم الحالي؟ لنبدأ بالجدول 2-1 وهو جدول تاريخي مكثف يحتوي على الكثير من المعلومات حول التغيرات في مستوى السعر العام والتغيرات المصاحبة في الأرباح والقيمة السوقية للأسهم العادية. ستبدأ أرقامنا بعام 1915 وبالتالي تغطي 55 عامًا، وتقدم كل خمس سنوات. (نستخدم عام 1946 بدلاً من عام 1945 لتجنب العام الأخير من تحديد الأسعار في زمن الحرب).

أول شيء نلاحظه هو أنه كان لدينا تضخم في الماضي - الكثير منه. كانت أكبر جرعة مدتها خمس سنوات بين عامي 1915 و 1920 عندما تضاعفت تكلفة المعيشة تقريبًا. ويقارن هذا مع زيادة بنسبة 15% بين عامي 1965 و 1970. وبين ذلك، مررنا بثلاث فترات من انخفاض الأسعار ثم ستة فترات من السلف بمعدلات متفاوتة، بعضها صغير نوعًا ما. في هذا العرض، يجب على المستثمر السماح بوضوح باحتمالية حدوث تضخم مستمر أو متكرر.

هل يمكننا تحديد معدل التضخم المحتمل؟ لا توجد إجابة واضحة تقترحها طاولتنا؛ يظهر اختلافات من جميع الأنواع. ومع ذلك، قد يبدو من المعقول أن نأخذ حذونا من السجل الثابت إلى حد ما خلال العشرين عامًا الماضية. بلغ متوسط الارتفاع السنوي في مستوى أسعار المستهلك لهذه الفترة: 2.5% في الفترة 1965-1970 كانت 4.5%؛ أن لعام 1970 وحده كان 5.4% الحكم الرسمي

[illegible]

كانت سياسة منة قوية ضد التضخم واسع النطاق ، وهناك بعض الأسباب للاعتقاد بأن السياسات الفيدرالية ستكون أكثر فعالية في المستقبل مما كانت عليه في السنوات الأخيرة. * نعتقد أنه سيكون من المعقول للمستثمر في هذه المرحلة أن يبني تفكيره والقرارات بشأن معدل محتمل (بعيد عن أن يكون مؤكدًا) للتضخم المستقبلي يبلغ 3% سنويًا على سبيل المثال. (يمكن مقارنة ذلك بمعدل سنوي يبلغ حوالي 2½% لكامل الفترة 1915-1970)

ماذا ستكون الآثار المترتبة على مثل هذا التقدم؟ سوف يلتهم ، في تكاليف المعيشة المرتفعة ، حوالي نصف الدخل الذي يمكن الحصول عليه الآن من سندات جيدة معفاة من الضرائب متوسطة الأجل (أو معادلنا المفترض بعد الضريبة من سندات الشركات عالية الجودة). سيكون هذا انكماشًا خطيرًا ، لكن لا ينبغي المبالغة فيه. هذا لا يعني أن القيمة الحقيقية ، أو القوة الشرائية ، لثروة المستثمر يجب أن تنخفض على مر السنين. إذا أنفق نصف دخله من الفوائد بعد الضرائب ، فسيحافظ على هذه القوة الشرائية سليمة ، حتى مقابل 3% تضخم سنوي.

لكن السؤال التالي ، بطبيعة الحال ، هو ، "هل يمكن للمستثمر أن يكون متأكدًا باقتدار من أنه يقوم بعمل أفضل من خلال شراء والاحتفاظ بأشياء أخرى غير السندات عالية الجودة ، حتى مع معدل العائد غير المسبوق الذي تم تقديمه في "1970-1971؟" أليس يكون ، على سبيل المثال ، برنامج جميع الأسهم أفضل من برنامج السندات الجزئية ، وبرنامج الأسهم الجزئية؟ ألا تتمتع الأسهم العادية بحماية مضمنة ضد التضخم ، وهل من شبه المؤكد أنها ستعطي عائداً أفضل على مر السنين من السندات؟ ألم تعامل الأسهم في الواقع مع المستثمر بشكل أفضل بكثير من السندات على مدى فترة دراستنا البالغة 55 عامًا؟

الإجابة على هذه الأسئلة معقدة إلى حد ما. لقد كان أداء الأسهم العادية بالفعل أفضل من السندات على مدى فترة طويلة من الزمن في الماضي. إن صعود DJIA من متوسط 77 في عام 1915 إلى متوسط 753 في عام 1970 يعمل بمعدل سنوي كومتاوند يبلغ حوالي 4% فقط ، والذي قد نضيف إليه 4% أخرى لمتوسط عائد الأرباح. (الأرقام المقابلة لمركب S & P هي نفسها تقريبًا). هذه الأرقام مجتمعة 8%

* هذه واحدة من أخطاء جراهام النادرة. في عام 1973 ، بعد عامين فقط من فرض الرئيس ريتشارد نيكسون ضوابط للأجور والأسعار ، بلغ التضخم ، 8.7% وهو أعلى مستوى له منذ نهاية الحرب العالمية الثانية. كان العقد من عام 1973 حتى عام 1982 هو العقد الأكثر تضخمًا في التاريخ الأمريكي الحديث ، حيث تضاعفت تكلفة المعيشة أكثر من الضعف.

المستثمر والتضخم

في السنة هي بالطبع أفضل بكثير من العائد الذي تتمتع به السندات خلال نفس فترة 55 عامًا. لكنهم لا يتجاوزون ذلك الذي تقدمه السندات عالية الجودة الآن. يقودنا هذا إلى السؤال المنطقي التالي: هل هناك سبب مقنع للاعتقاد بأن الأسهم العادية من المرجح أن تحقق أداءً أفضل بكثير في السنوات المقبلة مما كانت عليه في العقود الخمسة والنصف الماضية؟

يجب أن تكون إجابتنا على هذا السؤال الحاسم بالرفض القاطع. قد يكون أداء الأسهم العادية أفضل في المستقبل مما كانت عليه في الماضي، لكنها أبعد ما تكون عن التأكد من القيام بذلك. يجب أن نتعامل هنا مع عنصرين زمنيين مختلفين في نتائج الاستثمار. يغطي الأول ما يحتمل أن يحدث على المدى الطويل - لنقل، السنوات الخمس والعشرين القادمة. والثاني ينطبق على ما يحتمل أن يحدث للمستثمر - من الناحيتين المالية والنفسية - على مدى فترات قصيرة أو متوسطة، على سبيل المثال خمس سنوات أو أقل. إن إبطاء ذهني، وآماله ومخاوفه، ورضاه أو عدم رضاه عما فعله، وقبل كل شيء قراراته بشأن ما يجب فعله بعد ذلك، كلها مصممة ليس في استرجاع الماضي لحياة الاستثمار بل بالأحرى من خلال تجربته من عام إلى آخر. عام.

في هذه النقطة يمكننا أن نكون قاطعين. لا يوجد ارتباط زمني وثيق بين الظروف التضخمية (أو الانكماشية) وحركة أرباح وأسعار الأسهم العادية. المثال الواضح هو الفترة الأخيرة، 1966-1970، بلغت الزيادة في تكلفة المعيشة 22% وهي الأكبر في فترة خمس سنوات منذ 1950-1946 لكن كلا من أرباح الأسهم وأسعار الأسهم ككل قد انخفضا منذ عام 1965 وهناك تناقضات مماثلة في كلا الاتجاهين في سجل فترات الخمس سنوات السابقة.

التضخم وأرباح الشركات

نهج آخر مهم للغاية للموضوع من خلال دراسة معدل الأرباح على رأس المال الذي تظهره الأعمال الأمريكية.

وقد تذبذب هذا بالطبع مع المعدل العام للنشاط الاقتصادي، لكنه لم يظهر أي اتجاه عام للتقدم مع أسعار الجمل أو تكلفة المعيشة. في الواقع، انخفض هذا المعدل بشكل ملحوظ في العشرين سنة الماضية على الرغم من التضخم في تلك الفترة. (إلى حد ما، كان الانخفاض بسبب فرض معدلات إهلاك أكثر ليبرالية. انظر الجدول 2-2 أدت دراساتها الموسعة إلى استنتاج مفاده أن المستثمر لا يمكنه الاعتماد على سعر أعلى بكثير من معدل الخمس سنوات الأخير المكتسب على مجموعة DJIA -

حوالي 10% من صافي الأصول الملموسة (القيمة الدفترية) خلف الأسهم 2. نظرًا لأن القيمة السوقية لهذه الإصدارات أعلى بكثير من قيمتها الدفترية - على سبيل المثال ، 900 سوق مقابل 560 ككتابًا في منتصف عام - 1971 فإن الأرباح على سعر السوق الحالي تعمل فقط عند حوالي 4.61% (يتم التعبير عن هذه العلاقة عمومًا بطريقة عكسية أو "أضعاف الأرباح" - على سبيل المثال ، أن سعر DJIA البالغ 900 يساوي 18 ضعف الأرباح الفعلية لمدة 12 شهرًا المنتهية في يونيو (1971).

تتماشى أرقامنا بشكل مباشر مع الاقتراح الوارد في الفصل السابق * بأن المستثمر قد يفترض متوسط عائد توزيعات أرباح يبلغ حوالي 3.5% من القيمة السوقية لأسهمه ، بالإضافة إلى تقدير ، على سبيل المثال ، 4% سنويًا ناتج عن الأرباح المعاد استثمارها. (لاحظ أن كل دولار يُضاف إلى القيمة الدفترية يُفترض هنا أنه يزيد سعر السوق بنحو 1.60 دولار).

سيعترض القارئ على أنه في النهاية لا تسمح حساباتنا بزيادة أرباح الأسهم العادية والقيم الناتجة عن التضخم السنوي المتوقع بنسبة 3% مبررنا هو عدم وجود أي علامة على أن تضخم مبلغ مماثل في الماضي كان له أي تأثير مباشر على أرباح السهم المسجلة.

توضح الأرقام الباردة أن جميع المكاسب الكبيرة في أرباح وحدة DJIA في العشرين عامًا الماضية كانت بسبب النمو الكبير نسبيًا في رأس المال المستثمر القادم من الأرباح المعاد استثمارها. إذا كان التضخم قد عمل كعامل مفضل منفصل ، لكان تأثيره هو زيادة "قيمة" رأس المال الموجود سابقًا ؛ وينبغي أن يؤدي هذا بدوره إلى زيادة معدل الأرباح على رأس المال القديم ، وبالتالي على رأس المال القديم والجديد مجتمعين. ولكن لم يحدث شيء من هذا القبيل في الواقع خلال العشرين عامًا الماضية ، والتي ارتفع خلالها مستوى أسعار الجملة بنسبة 40% تقريبًا. (يجب أن تتأثر أرباح الشركات بأسعار الجملة أكثر من "أسعار المستهلك"). الطريقة الوحيدة التي يمكن للتضخم أن يضيفها إلى قيم الأسهم العادية هي عن طريق رفع معدل الأرباح على استثمار رأس المال المائل. على أساس السجل الماضي لم يكن هذا هو الحال.

في الدورات الاقتصادية في الماضي ، كان العمل الجيد مصحوبًا بارتفاع مستوى الأسعار وضعف الأعمال بسبب انخفاض الأسعار. كان هناك شعور عام بأن "تضخم طفيف" كان مفيدًا لأرباح الأعمال. هذا الرأي لا يتناقض مع تاريخ ، 1950-1970

والذي يكشف عن مزيج من الازدهار المستمر عمومًا وارتفاع الأسعار بشكل عام. لكن الأرقام تشير إلى أن تأثير كل هذا على القدرة على كسب رأس المال المشترك ("رأس المال السهمي") كان محدودًا للغاية ؛ في الواقع ، لم يساعد حتى في الحفاظ على معدل أرباح الاستثمار. من الواضح أنه كانت هناك تأثيرات موازنة هامشية حالت دون أي زيادة في الربحية الحقيقية للشركات الأمريكية ككل. ولعل أهمها (1) ارتفاع معدلات الأجور بما يتجاوز مكاسب الإنتاجية ، و (2) الحاجة إلى كميات ضخمة من رأس المال الجديد ، وبالتالي خفض نسبة المبيعات إلى رأس المال المستخدم.

تشير الأرقام الواردة في الجدول 2-2 إلى أنه حتى الآن ، بعد أن أفاد التضخم شركاتنا ومساهميهم ، كان تأثيره عكس ذلك تمامًا. أكثر الأرقام لفتًا للانتباه في جدولنا هي تلك المتعلقة بنمو ديون الشركات بين عامي 1950 و 1969. ومن المدهش أن الاقتصاديين وول ستريت أولوا القليل من الاهتمام لهذا التطور. توسع ديون الشركات بمقدار خمسة أضعاف تقريبًا بينما زادت أرباحها قبل الضرائب إلى أكثر من الضعف بقليل. مع الارتفاع الكبير في أسعار الفائدة خلال هذه الفترة ، من الواضح أن إجمالي ديون الشركات أصبح الآن

الجدول 2-2 ديون الشركات والأرباح والأرباح على رأس المال ، 1950-1969

سنة	أرباح الشركات			
	أرباح قبل الضرائب (بالملايين)	أرباح بعد الضرائب (بالملايين)	أرباح قبل الضرائب على رأس المال (بالملايين)	أرباح بعد الضرائب على رأس المال (بالملايين)
1950	15.0	10.2	17.8	42.6
1955	12.2	12.1	27.0	48.6
1960	9.3	10.8	26.7	49.7
1965	11.8	13.3	46.5	77.8
1969	11.6	12.9	48.5	91.2

(أ) أرباح مؤشر ستاندرد آند بورز الصناعي مقسومة على متوسط القيمة الدفترية لـ

عام.

أرقام عامي 1950 و 1955 من كوتل وويتمان ؛ تلك للفترة 1960-1969 من

خط.

عامل اقتصادي سلبي إلى حد ما ويشكل مشكلة حقيقية للعديد من الشركات الفردية. (لاحظ أنه في عام 1950 كان صافي الأرباح بعد الفوائد ولكن قبل ضريبة الدخل حوالي 30% من ديون الشركات ، بينما كان في عام 1969 13.2% فقط من الديون. ولا بد أن نسبة 1970 كانت أقل إرضاءً.) باختصار ، يبدو أن هناك دلالة لا يمكن تحقيق جزء من نسبة 11% المكتسبة على أسهم الشركات ككل عن طريق استخدام مبلغ كبير من الديون الجديدة التي تبلغ تكلفتها 4% أو أقل بعد الائتمان الضريبي. إذا كانت شركاتنا قد حافظت على نسبة الدين لعام 1950 لكان معدل أرباحها على رأس مال الأسهم قد انخفض بشكل مستمر ، على الرغم من التضخم.

اعتبر سوق الأوراق المالية أن أسعار دخول المرافق العامة كانت الضحية الرئيسية للتضخم ، حيث وقع بين ارتفاع كبير في تكلفة الأموال المقترضة وصعوبة رفع الأسعار المفروضة بموجب العملية التنظيمية. ولكن قد يكون هذا هو المكان المناسب للإشارة إلى أن حقيقة أن تكاليف الوحدة لخدمات الكهرباء والغاز والهاتف قد تقدمت أقل بكثير من مؤشر الأسعار العام تضع هذه الشركات في موقع استراتيجي قوي للمستقبل ، بموجب القانون لفرض معدلات كافية للحصول على عائد مناسب على رأس مالهم المستثمر ، وهذا من المحتمل أن يحمي مساهمهم في المستقبل كما حدث في تضخم الماضي.

كل ما سبق يعيدنا إلى استنتاجنا بأن المستثمر ليس لديه أساس سليم لتوقع أكثر من متوسط عائد إجمالي ، على سبيل المثال ، 8% على محفظة من الأسهم العادية من نوع DJIA المشتراة في أواخر عام 1971 مستوى السعر. ولكن حتى لو ثبت أن هذه التوقعات قد تم التقليل من شأنها بمقدار كبير ، فلن يتم تقديم القضية لبرنامج استثمار جميع الأسهم. إذا كان هناك شيء واحد مضمون للمستقبل ، فهو أن الأرباح ومتوسط القيمة السوقية السنوية لمحفظة الأسهم لن تنمو بمعدل موحد قدره 4% أو أي رقم آخر. وكما قال جيه بي مورغان الأكبر سناً ، "سوف يتقلبون".* هذا يعني ، أولاً ، أن مشتري الأسهم العادية بأسعار اليوم -

*كان جون بيريونت مورغان أقوى ممول في أواخر القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين. بسبب نفوذه الواسع ، سئل باستمرار عما سيفعله سوق الأسهم بعد ذلك. طوّر مورغان إجابة موجزة ودقيقة بلا كلل: "ستقلب". انظر جان ستروس ، مورغان: الممول الأمريكي (راندوم هاوس ، 1999 ص. 11).

أو الغد - سيتعرضون لخطر حقيقي يتمثل في الحصول على نتائج غير مرضية على مدى سنوات. استغرق الأمر 25 عامًا لشركة Gen eral Electric (و DJIA نفسها) لاستعادة الأرض التي فقدتها في كارثة 1929-1932 بالإضافة إلى ذلك ، إذا ركز المستثمر محافظته على الأسهم العادية ، فمن المحتمل جدًا أن يضل طريقه إما عن طريق الارتفاعات المبهجة أو عن طريق الانخفاضات المؤلمة. هذا صحيح بشكل خاص إذا كان منطق موجهًا بشكل وثيق لتوقعات التضخم هناك. لذلك ، إذا ظهرت سوق صاعدة أخرى ، فسوف يأخذ الارتفاع الكبير ليس كإشارة خطر لانخفاض حتمي ، وليس كفرصة للاستفادة من أرباحه الكبيرة ، ولكن بدلاً من ذلك كدليل على فرضية التضخم و سبب للاستمرار في شراء الأسهم العادية بغض النظر عن مدى ارتفاع مستوى السوق أو انخفاض عائد الأرباح. بهذه الطريقة يكمن الحزن.

بدائل الأسهم العادية كتحوط من التضخم

كانت السياسة المعيارية للأشخاص في جميع أنحاء العالم الذين لا يتقنون في عملتهم هي شراء الذهب وحيازته. لقد كان هذا مخالفًا للقانون بالنسبة للمواطنين الأمريكيين منذ عام 1935 لحسن الحظ بالنسبة لهم. في السنوات الخمس والثلاثين الماضية ، ارتفع سعر الذهب في السوق المفتوحة من 35 دولارًا للأونصة إلى 48 دولارًا في أوائل عام 1972 بزيادة قدرها 35% فقط. لكن خلال كل هذا الوقت ، لم يتلق حامل الذهب أي عائد على رأس ماله ، وبدلاً من ذلك تكبد بعض النفقات السنوية للتخزين. من الواضح أنه كان سيحقق أداءً أفضل بكثير بأمواله بفائدة في بنك ادخار ، على الرغم من ارتفاع مستوى السعر العام.

إن الفشل شبه الكامل للذهب في الحماية من خسارة القوة الشرائية للدولار لابد أن يلقي بظلال من الشك الشديد على قدرة المستثمر العادي على حماية نفسه من التضخم عن طريق وضع أمواله في "الأشياء". * عدد قليل جدًا من الفئات. ذات قيمة

* يرى الفيلسوف الاستثماري بيتر ل. بيرنشتاين أن جراهام كان "مخطئًا" بشأن المعادن الثمينة ، وخاصة الذهب ، والذي أظهر (على الأقل في السنوات التي تلت كتابة جراهام هذا الفصل) قدرة قوية على تجاوز معدل التضخم. يوافق المستشار المالي ويليام بيرنشتاين ، مشيرًا إلى أن تخصيصًا ضئيلاً لصندوق المعادن الثمينة (على سبيل المثال ، 2 % من إجمالي أصولك) صغير جدًا بحيث لا يضر بعائداتك الإجمالية عندما يكون الذهب ضعيفًا. ولكن عندما يكون أداء الذهب جيدًا ، فإن عوائده غالبًا ما تكون مذهلة - تتجاوز أحيانًا 100%

حققت الأشياء تقدماً مذهلاً في القيمة السوقية على مر السنين -مثل الماس ، واللوحات الفنية للسادسة ، والطبعات الأولى من الكتب ، والطوايع النادرة والعملات المعدنية ، وما إلى ذلك. ولكن في العديد من هذه الحالات ، وربما معظمها ، يبدو أن هناك عنصرًا من مصطنعة أو مسبقة التسوس أو حتى غير واقعية بشأن الأسعار المعروضة. بطريقة ما يصعب التفكير في دفع 67,500 دولارًا أمريكيًا مقابل دولار أمريكي فضي مؤرخ عام 1804 (ولكن لم يتم سكه في ذلك العام) على أنه "عملية استثمار". نحن ندرك أننا بعيدون عن عمقنا في هذا المجال. سيجد قلة قليلة من قرائنا السباحة آمنة وسهلة هناك.

لطالما اعتبرت الملكية الكاملة للعقار استثمارًا سليمًا طويل الأجل ، يحمل معه قدرًا جيدًا من الحماية ضد التضخم. لسوء الحظ ، تخضع قيم العقارات أيضًا لتقلبات واسعة ؛ يمكن ارتكاب أخطاء جسيمة في الموقع ، والسعر المدفوع ، وما إلى ذلك ؛ هناك مزلق في حيل الباعة.

أخيرًا ، التنوع ليس عمليًا بالنسبة للمستثمر ذي الوسائل المعتدلة ، إلا من خلال أنواع مختلفة من المشاركات مع الآخرين ومع المخاطر الخاصة المرتبطة بالتعويم الجديد -لا تختلف كثيرًا عن ملكية الأسهم العادية. هذا أيضًا ليس مجالنا. كل ما يجب أن نقوله للمستثمر هو ، "تأكد من أنه ملكك قبل الدخول فيه."

استنتاج

بطبيعة الحال ، نعود إلى السياسة التي أوصى بها الفصل السابق. فقط بسبب عدم اليقين في المستقبل ، لا يستطيع المستثمر تحمل وضع كل أمواله في سلة واحدة -لا في سلة السندات ، على الرغم من العوائد المرتفعة غير المسبوقة التي قدمتها السندات مؤخرًا ؛ ولا في سلة الأسهم رغم احتمالية استمرار التضخم.

وكما زاد اعتماد المستثمر على محفظته والدخل الناتج عنها ، كان من الضروري بالنسبة له الاحتراس من

في غضون عام -يمكن ، بمفرده ، تعيين محفظة متألقة باهتة بخلاف ذلك. ومع ذلك ، يتجنب المستثمر الذكي الاستثمار في الذهب مباشرة ، مع ارتفاع تكاليف التخزين والتأمين ؛ بدلاً من ذلك ، ابحث عن صندوق استثمار متنوع جيدًا مخصص في أسهم شركات المعادن الثمينة ويتقاضى أقل من 1% من النفقات السنوية. حدد حصتك بنسبة 2% من إجمالي أصولك المالية (أو ربما 5% إذا كان عمرك يزيد عن 65 عامًا).

غير متوقع ومربك في هذا الجزء من حياته. من البديهي أن يسعى المستثمر المحافظ إلى تقليل مخاطره. نعتقد بقوة أن المخاطر التي ينطوي عليها شراء ، على سبيل المثال ، سندات شركة الهاتف بعوائد تقارب 2% أقل بكثير من تلك المشاركة في شراء DJIA بسعر 900 (أو أي قائمة أسهم معادلة لها). لكن احتمال حدوث تضخم واسع النطاق لا يزال قائما ، ويجب على المستثمر أن يحمل بعض التأمين ضده.

ليس هناك يقين من أن مكون الأسهم سيؤمن بشكل كاف ضد هذا التضخم ، ولكن يجب أن يحمل حماية أكثر من مكون السندات.

هذا ما قلناه عن الموضوع في طبعة عام 1965 (ص ، 97) وكنا نكتب نفس الشيء اليوم:

يجب أن يكون واضحًا للقارئ أننا لا نتحمس له الأسهم العادية عند هذه المستويات (892). (DJIA) لأسباب مُعطاة بالفعل ، نشعر أن المستثمر الدفاعي لا يمكنه تحمل أن يكون بدون نسبة ملحوظة من الأسهم العادية في محفظته ، حتى لو اعتبرناها أهون الشرين - وكلما زادت المخاطر في حيازة السندات بالكامل.

تعليق على الفصل 2

الأمريكيون يزدادون قوة، قبل عشرين عامًا ، كان الأمر يتطلب شخصين لنقل ما قيمته عشرة دولارات من البقالة. اليوم ، يمكن لطفل في الخامسة من عمره أن يفعل ذلك.

-هيني يونغمان

التضخم؟ من يهتم بذلك؟

بعد كل شيء ، بلغ متوسط الارتفاع السنوي في تكلفة السلع والخدمات أقل من 2.2٪ بين عامي 1997 و 2002 ويعتقد الاقتصاديون أنه حتى هذا المعدل الأدنى قد يكون مبالغًا فيه . (فكر ، على سبيل المثال ، في كيفية أسعار أجهزة الكمبيوتر) والإلكترونيات المنزلية -وكيف ارتفعت جودة العديد من السلع ، مما يعني أن المستهلكين يحصلون على قيمة أفضل مقابل أموالهم.) في السنوات الأخيرة ، من المحتمل أن معدل التضخم الحقيقي في الولايات المتحدة قد بلغ حوالي 1٪ سنويًا -زيادة متناهية الصغر لدرجة أن العديد من النقاد أعلنوا أن "التضخم قد مات". 2.

1 مكتب الولايات المتحدة لإحصائيات العمل ، الذي يحسب مؤشر أسعار المستهلك الذي يقيس التضخم ، يحتفظ بموقع ويب شامل ومفيد على www.bls.gov/cpi/home.htm.

2 للاطلاع على مناقشة حية لسيناريو "التضخم ميت" ، راجع org/newshour/bb/Economy/july-dec97 .
 www.pbs.التضخم_21-61.lmth. في عام ، 1996 قدرت لجنة بوسكين ، وهي مجموعة من الاقتصاديين طلبت من الحكومة التحقيق فيما إذا كان المعدل الرسمي للتضخم دقيقًا ، أنه قد تم المبالغة فيه ، غالبًا بنحو نقطتين مؤويتين في السنة. لتقرير اللجنة ، انظر www.ssa.gov/history/reports/boskinrpt.html . يشعر العديد من خبراء الاستثمار الآن أن الانكماش ، أو انخفاض الأسعار ، يشكلان تهديدًا أكبر من التضخم. أفضل طريقة للتخوط من هذه المخاطر هي تضمين السندات كعنصر دائم في محفظتك. (انظر كومنثري في الفصل 4.)

الوهم المالي

هناك سبب آخر لتجاهل المستثمرين أهمية التضخم: ما يسميه علماء النفس "وهم المال". إذا تلقيت زيادة بنسبة 2% في عام كان معدل التضخم فيه ، 4% فمن المؤكد أنك ستشعر بتحسن أكثر مما ستحصل عليه إذا قمت بتخفيض راتبك بنسبة 2% خلال عام كان التضخم فيه صفراً. ومع ذلك ، فإن كلا التغيريين في راتبك يتركك في وضع مماثل تقريباً -أسوأ بنسبة 2% بعد التضخم. طالما أن التغيير الاسمي (أو المطلق) إيجابي ، فإننا نعتبره شيئاً جيداً -حتى لو كانت النتيجة الحقيقية (أو بعد التضخم) سلبية. وأي تغيير في راتبك يكون أكثر وضوحاً وتحديدًا من التغيير العام للأسعار في الاقتصاد ككل 3. وبالمثل ، كان المستثمرون سعداء بكسب 11% على شهادات الإيداع المصرفية (CD) في عام 1980 وشعروا بخيبة أمل شديدة بسبب كانوا يكسبون حوالي 2% فقط في عام - 2003 على الرغم من أنهم كانوا يخسرون المال بعد التضخم في ذلك الوقت ولكنهم يواكبون التضخم الآن. يتم طباعة السعر الاسمي الذي نحققه في إعلانات البنك ونشره في نافذته ، حيث يجعلنا العدد الكبير نشعر بالرضا. لكن التضخم يقضي على هذا الرقم المرتفع في الخفاء. فبدلاً من إخراج الإعلانات ، يسلب التضخم ثروتنا فقط. هذا هو السبب في أنه من السهل التفاوض عن التضخم -ولماذا من المهم جداً قياس نجاحك الاستثماري ليس فقط بما تحققة ، ولكن من خلال مقدار ما تحتفظ به بعد التضخم.

والأهم من ذلك ، يجب أن يكون المستثمر الذكي دائماً على حذر من كل ما هو غير متوقع ومقلل من شأنه. هناك ثلاثة أسباب وجيهة للاعتقاد بأن التضخم لم يمت:

• في الفترة بين عامي 1973 و 1982 مرت الولايات المتحدة بواحدة من أشد موجات التضخم المؤلمة في تاريخنا. وفقاً لمؤشر أسعار المستهلك ، تضاعفت الأسعار خلال تلك الفترة ، حيث ارتفعت بمعدل سنوي يقارب 9% في عام 1979 وحده ، ارتفع التضخم بنسبة ، 13.3% مما أدى إلى شل الاقتصاد فيما أصبح يُعرف باسم "الركود التضخمي" -ودفع العديد من المعلقين إلى التساؤل عما إذا كانت أمريكا قادرة على المنافسة في السوق العالمية

3 المزيد من الأفكار حول هذا المأزق السلوكي ، انظر ، and Frames (Cambridge University Press, 2000). Tversky, "Money Illusion," in Daniel Kahneman and Amos Tversky, eds., Choices, Values, Eldar Shafir, Peter Dia mond, and Amos 335 - 355.

4.place السلع والخدمات التي كان سعرها 100 دولار في بداية عام 1973 تكلف 230 دولارًا بنهاية عام 1982 مما أدى إلى تقلص قيمة الدولار إلى أقل من 45 سنتًا. لن يسخر أي شخص عاشها من هذا التدمير للثروة ؛ لا يمكن لأي شخص حكيم أن يفشل في الحماية من المخاطر التي قد تتكرر. • منذ عام 1960 ، عانى 69% من دول العالم ذات التوجه السوقي على الأقل سنة واحدة كان التضخم فيها بمعدل سنوي 25% أو أكثر. في المتوسط ، دمرت تلك الفترات التضخمية 53% من القوة الشرائية للمستثمر 5. سيكون من الجنون ألا نأمل أن تكون أمريكا مستثناة بطريقة ما من مثل هذه الكارثة. لكننا سنكون أكثر جنونًا إذا استنتجنا أنه لا يمكن أن يحدث هذا أبدًا . القضاء التام على التضخم يتعارض مع المصلحة الذاتية الاقتصادية لأي حكومة تقتصر المال بانتظام

4 في ذلك العام ، ألقى الرئيس جيمي كارتر خطابه الشهير "بالضيق" ، الذي حذر فيه من "أزمة في الثقة" التي "تضرب قلب وروح وإرادتنا الوطنية" و "تهدد بتدمير المجتمع والروحانية". النسيج السياسي لأمريكا ."

5 انظر ستانلي فيشر ، راتنا ساهي ، وكارلوس أ فيج ، "تضخم مفرط ومرتفع حديثًا" ، المكتب الوطني للبحوث الاقتصادية ، ورقة عمل ، 8930 على www.nber.org/papers/w8930.

6 في الواقع ، شهدت الولايات المتحدة فترتين من التضخم المفرط. خلال الثورة الأمريكية ، تضاعفت الأسعار ثلاث مرات تقريبًا كل عام من عام 1777 إلى عام 1779 حيث كان رطل الزبدة يكلف 12 دولارًا وبرميل الدقيق ما يقرب من 1600 دولار في ماساتشوستس الثوري. خلال الحرب الأهلية ، اندلع التضخم بمعدلات سنوية بلغت 29% (في الشمال) وما يقرب من 200% (في الكونفدرالية). في عام 1946 بلغ معدل التضخم 18.1% في الولايات المتحدة.

7 إنني مدين للورانس سيجل من مؤسسة فورد على هذه البصيرة الساخرة ، ولكن الدقيقة. على العكس من ذلك ، في وقت الانكماش (أو انخفاض الأسعار بشكل مطرد) يكون من الأفضل أن تكون مقرصًا أكثر من مقترض -ولهذا السبب يجب على معظم المستثمرين الاحتفاظ بجزء صغير على الأقل من أصولهم في السندات ، كشكل من أشكال التأمين ضد الأسعار الانكماشية .

نصف التحوط

إذن ما الذي يمكن للمستثمر الذكي فعله للوقاية من التضخم؟
الجواب القياسي هو "شراء الأسهم" - ولكن ، كما هو الحال في كثير من الأحيان ، فإن هذا ليس صحيحًا تمامًا.

يوضح الشكل ، 1- لكل عام من عام 1926 حتى عام 2002 ، rela ،
الشراكة بين التضخم وأسعار الأسهم.

كما ترى ، في السنوات التي انخفضت فيها أسعار السلع والخدمات الاستهلاكية ، كما هو الحال على الجانب الأيسر من الرسم البياني ، كانت عوائد الأسهم شديدة - حيث خسر السوق ما يصل إلى 43% من قيمته 8. عندما ارتفع التضخم إلى ما فوق ، 6% ، كما في السنوات على الطرف الأيمن من الرسم البياني ، تتعفن الأسهم أيضًا. خسر سوق الأسهم المال في ثماني سنوات من أصل 14 سنة تجاوز فيها التضخم 6%. كان متوسط العائد لتلك السنوات الـ 14 نافيهاً 2.6%.

في حين أن التضخم المعتدل يسمح للشركات بنقل التكاليف المتزايدة لموادها الخام إلى العملاء ، فإن التضخم المرتفع يعيث الفوضى - مما يجبر العملاء على خفض مشترياتهم ويؤدي إلى انخفاض النشاط في جميع أنحاء الاقتصاد.

الدليل التاريخي واضح: منذ ظهور بيانات سوق الأوراق المالية الدقيقة في عام ، 1926 كان هناك 64 فترة خمسية (أي ، 1928-1932 ، 1927-1931 ، 1926-1930 وهكذا خلال (2002-1998 في 50 من فترات الخمس سنوات الـ 64) أو 78% من الوقت) ، فاقت الأسهم التضخم 9. هذا يعني أن الأسهم فشلت في مواكبة التضخم حوالي خمس الوقت.

8 عندما يكون التضخم سلبيًا ، فإنه من الناحية الفنية يسمى "الانكماش". قد تبدو الأسعار المنخفضة بشكل منتظم جذابة للوهلة الأولى ، حتى تفكر في المثال الياباني. بدأت الأسعار في الانكماش في اليابان منذ عام ، 1989 مع انخفاض قيمة العقارات وسوق الأسهم عامًا بعد عام - وهو أمر لا هوادة فيه في تعذيب المياه لثاني أكبر اقتصاد في العالم.

Bonds, Bills, and Inflation. 2003 Handbook (Ibbotson Associates, Chicago, 2003), Table 2-8.
Ibbotson Associates, Stocks. 9 يوضح نفس النمط خارج الولايات المتحدة: في بلجيكا وإيطاليا وألمانيا ، حيث كان التضخم مرتفعًا بشكل خاص في القرن العشرين ، يبدو أن التضخم كان له تأثير سلبي على كل من أسواق الأسهم والسندات" ، لاحظ إلروي ديمسون وبول مارش ومايك ستونتون في كتاب انتصار المتفائلين: 101 عام من عوائد الاستثمار العالمي (مطبعة جامعة برينستون ، ، 2002 ص. 53.