

الذهب والثقة

وتصدع النظام المالي العالمي

تقرير استراتيجي لصناديق الثروة السيادية
وقيادات الدول ومديري الأصول السيادية

ديسمبر ٢٠٢٥

الملخص التنفيذي

أدى تجميد الاتحاد الأوروبي للأصول السيادية الروسية بقيمة تتجاوز ٣٠٠ مليار يورو إلى أكبر إعادة تقييم لمفهوم حفظ الأصول الاحتياطية منذ اتفاقية بريتون وودز. اشترت البنوك المركزية أكثر من ٣,١٦٣ طناً من الذهب خلال ثلاث سنوات من التجميد - أي أكثر من ضعف الفترة السابقة - بينما بدأت الدول الناشئة بهدوء في استرداد ذهبها من الخزائن الغربية.

بالنسبة لمديري صناديق الثروة السيادية الذين يشرفون على تريليونات من الأصول، برز سؤال جوهري: عندما يستطيع الطرف المقابل تجميد احتياطياتك بناءً على التوافق السياسي، فما معنى "الحفظ الآمن" فعلياً؟

٣,١٦٣ طن مشتريات الذهب (٣ سنوات)	١٢٩ مليار \$ حجم تجارة الذهب الإمارات ٢٠٢٤	١٩٣ مليار € أصول مجمدة يوروكلير
--	--	---------------------------------------

الإمداد العالمي للذهب: حقائق وأرقام

يبلغ إجمالي الذهب المستخرج عبر التاريخ البشري ٢١٦,٢٦٥ طناً حتى نهاية ٢٠٢٤ وفقاً لمجلس الذهب العالمي. هذه الكمية تشكل مكعباً بضلع ٢٢.٣ متراً فقط. بأسعار اليوم التي تتجاوز ٢,٦٠٠ دولار للأونصة، تمثل قيمة تقارب ٢٩ تريليون دولار.

توزيع الذهب فوق سطح الأرض

- ◆ البنوك المركزية: ٣٧,٧٥٥ طن (١٧٪)
- ◆ المجوهرات: ٩٧,١٤٩ طن (٤٥٪) - تتركز في جنوب آسيا والشرق الأوسط
- ◆ الاستثمار (سبائك و عملات وصناديق): ٤٨,٦٣٤ طن (٢٢٪)
- ◆ الصناعة والتكنولوجيا: ٣٢,٧٢٧ طن
- ◆ الاحتياطات تحت الأرض: ٤,٧٧٠-٦٤,٠٠٠ طن

أكبر حائزي الذهب السيادي

الترتيب	الدولة	الكمية (طن)	نسبة الاحتياطي
١	الولايات المتحدة	٨,١٣٣	٧١.٣٪
٢	ألمانيا	٣,٣٥٢	٧١.٥٪
٥	روسيا	٢,٣٣٣	٣١.٥٪
٦	الصين	+٢,٢٨٠	٥.٥٪*
١٧	السعودية	٣٢٣	٦.٣٪

* التقديرات تشير إلى أن حيازات الصين الفعلية تتراوح بين ٤,٠٠٠-٥,٠٠٠ طن

أزمة يوروكليبر: سابقة خطيرة

تُعالج يوروكليبر ١,١٦٢ تريليون يورو من المعاملات سنوياً وتحتفظ بـ ٤٠.٧ تريليون يورو من الأصول تحت الحفظ. تعتمد عليها ١٠٣ بنوك مركزية لحفظ احتياطياتها الأجنبية.

عندما جمّدت دول مجموعة السبع أصول البنك المركزي الروسي في فبراير ٢٠٢٢، استقر نحو ١٩٣-١٩٥ مليار يورو في يوروكليبر - ما يمثل ٨٥٪ من ميزانيتها العمومية. تُدر هذه الأصول نحو ٦ مليارات يورو سنوياً من دخل الفوائد.

تصريحات الرئيسة التنفيذية فاليري أوربان

"نواجه تدقيقاً مكثفاً من العملاء في آسيا والشرق الأوسط... والحفاظ على ثقتهم مصدر قلق... نُجري هذه المناقشات تقريباً كل أسبوع"

في ١٢ ديسمبر ٢٠٢٥، صوّت الاتحاد الأوروبي على تجميد الأصول الروسية إلى أجل غير مسمى. في نفس اليوم، رفع البنك المركزي الروسي دعوى قضائية ضد يوروكليبر. وصف رئيس وزراء بلجيكا الاقتراح بأنه "مصادرة مُقنّعة" وحذّر من أنه يُشكّل "عملاً حربياً".

حذّر البنك المركزي الأوروبي من أن تدابير مصادرة الأصول "قد تُفوّض استقرار النظام المالي الدولي". صرّحت أوربان لصحيفة لوموند بأن مقاضاة الاتحاد الأوروبي نفسه "ليست مستبعدة".

صعود الخليج كمركز عالمي للذهب

تجاوزت الإمارات المملكة المتحدة في ٢٠٢٣ لتصبح ثاني أكبر مركز لتجارة الذهب عالمياً

بلغ حجم تجارة الذهب في الإمارات ١٢٩ مليار دولار - بزيادة ٣٦٪ على أساس سنوي. صرّح أحمد بن سليم، الرئيس التنفيذي لمركز دبي للسلع المتعددة، في نوفمبر ٢٠٢٤:

"شهدنا تحولات تاريخية في سوق المعادن الثمينة، مدفوعة بالعقوبات الغربية التي أجبرت البنوك المركزية على شراء الذهب بمستويات قياسية وإعادة التفكير في اعتمادها على الدولار الأمريكي"

المؤشرات الرئيسية

- ◆ ارتفاع قيمة تداول عقود الذهب الفورية في بورصة دبي للذهب والسلع بنسبة ٢٠٠٪ سنوياً في النصف الأول من ٢٠٢٥
- ◆ تقرير "مستقبل التجارة" ٢٠٢٤ من مركز دبي للسلع يتوقع "قرناً أسبويًا" للذهب
- ◆ انضمام الإمارات لمجموعة بريكس+ في ٢٠٢٤ يفتح فرصاً مع الصين والهند وروسيا وجنوب أفريقيا
- ◆ ممر اقتصادي جديد للذهب بين دول بريكس يتشكّل مع الإمارات في موقع محوري

سنغافورة وهونغ كونغ: منافسة الحياض

افتتح مرفق خزائن "ذا ريزيرف" في سنغافورة عام ٢٠٢٤ بسعة ٥٠٠ طن ذهب و ١٠,٠٠٠ طن فضة - ربما أكبر خزينة خاصة في العالم. ارتفعت الطلبات ٨٨٪ بين يناير-أبريل ٢٠٢٥، مع ٩٠٪ من الطلبات الجديدة من خارج سنغافورة.

افتتحت بورصة شنغهاي للذهب أول خزينة خارجية لها في هونغ كونغ عام ٢٠٢٥، تديرها بنك الصين (هونغ كونغ). تعمل الصين بنشاط على استقطاب البنوك المركزية الأجنبية لتخزين احتياطات الذهب السيادية في خزائن مرتبطة بالصين.

استجابة البنوك المركزية: التصويت بالخرائن

تحكي مشتريات البنوك المركزية من الذهب قصة الاستجابة المؤسسية. في ٢٠٢٢، بلغ صافي المشتريات ١,٠٨٢ طناً - الأعلى منذ ١٩٦٧. في ٢٠٢٣ بلغت ١,٠٣٧ طناً. في ٢٠٢٤ بلغت ١,٠٤٤ طناً. ثلاث سنوات متتالية فوق ١,٠٠٠ طن لم تحدث منذ أكثر من نصف قرن.

أبرز المشتريين في ٢٠٢٤

الدولة	الكمية (طن)	ملاحظات
بولندا	٩٠	تستهدف ٢٠٪ من الاحتياطيات
تركيا	٧٥	١٤ شهراً متتالياً من الشراء
الهند	٦٤	٤ أضعاف مشتريات ٢٠٢٣
الصين	٤٤ (رسمي)	التقديرات أعلى بكثير

الهند تستعيد ذهبها من لندن

استعاد البنك المركزي الهندي ٢٧٤ طناً من الذهب من المملكة المتحدة منذ سبتمبر ٢٠٢٢. عملية مايو ٢٠٢٤ نقلت ١٠٠ طن عبر مهمة سرية على طائرات خاصة. تلاها ١٠٢ طن في أكتوبر ٢٠٢٤.

"تخزين الذهب دولياً ينطوي على مخاطر، خاصة أثناء التوترات الجيوسياسية. تجميد الأصول الروسية من قبل الدول الغربية أثار مخاوف بشأن سلامة الأصول المحفوظة في الخارج"

— بنك الاحتياطي الهندي

التداعيات الاستراتيجية لصناديق الثروة السيادية

انخفضت حصة الدولار من الاحتياطيات العالمية من ٧٢٪ في ٢٠٠١ إلى ٥٧.٨٪ في الربع الرابع من ٢٠٢٤. ارتفعت حصة الذهب من أقل من ١٠٪ في ٢٠١٥ إلى نحو ١٨-٢١٪ - وإن كان ذلك يعكس بشكل كبير ارتفاع الأسعار وليس زيادة الأطنان فقط.

إجراءات التحوط من المخاطر

- ◆ التنوع الجغرافي للحفاظ عبر ولايات قضائية متعددة
- ◆ زيادة التخصيص للذهب المادي بدلاً من الورقي
- ◆ إنشاء علاقات مقاصدة مباشرة خارج البنية التحتية الغربية
- ◆ اختبار الضغط لسيناريوهات عدم توفر أي طرف مقابل رئيسي
- ◆ تقييم الخزائن المحايدة في دبي وسنغافورة وهونغ كونغ

توجيهات المنتدى الدولي لصناديق الثروة السيادية

"يجب على الصناديق تبني مناهج أكثر نشاطاً ودقة في بناء المحافظ باستخدام تحليل السيناريوهات واختبارات الضغط، مع البقاء بقطعة لضمان بقاء الأجزاء الحيوية من النظام المالي عاملة عند الحاجة"

الخلاصة: إعادة تسعير علاوة الثقة

أرست عملية تجميد الأصول الروسية سابقة جديدة: الأصول السيادية المحفوظة في الخارج مشروطة بالتوافق السياسي. سواء كان ذلك قابلاً للدفاع عنه قانونياً - ولا يزال العلماء منقسمين - فإن الأثر العملي لا لبس فيه.

اشترت البنوك المركزية ذهباً في السنوات الثلاث الماضية أكثر من أي فترة مماثلة منذ عصر معيار الذهب. الهند تستعيد مئات الأطنان من لندن. دبي وسنغافورة تبنيان بنية تحتية للخزائن على المستوى المؤسسي. هونغ كونغ وشنغهاي تتموضعان كبدايل لبروكسل ولندن.

تلقتي الرئيسة التنفيذية ليوروكليبر أسبوعياً مع عملاء آسيويين وشرق أوسطيين قلقين. ١٠٣ بنوك مركزية تراقب ما سيحدث لـ ١٩٣ مليار يورو من الأصول المجمدة.

موقع الحفظ أصبح الآن مصدر قلق جيوسياسي من الدرجة الأولى

من أدرك ذلك مبكراً أعاد تموضعه منذ ثلاث سنوات. من لم يفعل قد يجد خياراته تنقلص.

مكعب الذهب الذي يبلغ ٢٢ متراً للبشرية يظل محدوداً. السؤال حول من يتحكم فيه، وأين يوجد، وبأي شروط يمكن الوصول إليه، أصبح القضية المحورية لإدارة الأصول الاحتياطية.

تم إعداد هذا التقرير لأغراض إعلامية فقط ولا يشكل نصيحة استثمارية