



الجمهورية الجزائرية الديمقراطية الشعبية
جامعة المجاهد عبد الحفيظ بوصوف ميلة
كلية العلوم الاقتصادية والتجارية وعلوم التسيير
قسم العلوم الاقتصادية



الميدان: العلوم الاقتصادية والتسيير والعلوم التجارية

الشعبة: علوم اقتصادية

التخصص: اقتصاد نقدي ومالي

مذكرة مكملة لنيل شهادة الماستر بعنوان:

استراتيجية الملاذات الآمنة في ظل تقلبات الأسعار العالمية

دراسة تحليلية لدور الذهب والفرنك السويسري والين اليابان (2015-2026)

المشرف	إعداد الطلبة	
مرزوقي ياسر	بلغريب أسماء	1
	زماموش عايدة	2

لجنة المناقشة:

الصفة	الجامعة	إسم ولقب الأستاذ(ة)
رئيسا	جامعة المجاهد عبد الحفيظ بوصوف ميلة	توازيت خالد
مشرفا ومقررا	جامعة المجاهد عبد الحفيظ بوصوف ميلة	مرزوقي ياسر
ممتحنا	جامعة المجاهد عبد الحفيظ بوصوف ميلة	بعلي حسني

الشكر و العرفان :

قال رسول الله ﷺ "مَنْ صَنَعَ إِلَيْكُمْ مَعْرُوفًا فَكَافِئُوهُ، فَإِنْ لَمْ تَجِدُوا مَا تُكَافِئُونَهُ فَادْعُوا لَهُ حَتَّى تَرَوْا أَنَّكُمْ قَدْ كَافَأْتُمُوهُ" رواه أبو داود

فإنه من تمام الوفاء والامتنان أن نتقدم بخالص الشكر والتقدير للأستاذ المشرف (مرزوقي ياسر)، الذي كان خير موجّه وسند طوال فترة إعداد هذا العمل، لما قدمه من نصائح قيّمة وتوجيهات سديدة، ولما بذله من جهد واهتمام ومتابعة مستمرة، ساهمت في إتمام هذا العمل وإخراجه في صورته الحالية، فله منا فائق الاحترام والتقدير.



إهداء:

بفيض من الحب والامتنان، أهدي ثمرة هذا الجهد العلمي:
إلى عائلتي الكريمة ملاذي الآمن وسندي الثابت، الذين لم ييخلوا عليّ
يوماً بدعاء أو تضحية، وكانوا النور الذي يضيء طريقي كلما تعثرت
الخطى.

إلى من رحلوا وجفت من بعدهم المآقي جدي وجدتي العزيزين، اللذين
غادرا الحياة ولم يغادرا الذاكرة، أسأل الله العليّ القدير أن يتغمدهما بواسع
رحمته، وأن يكون هذا النجاح رفعة لدرجاتهما.

إلى أصدقائي المخلصين الذين كانوا خير عون وخير رفقاء في مسيرتي
الدراسية، وزرعوا التفاؤل في طريقي دائماً.

إليكم جميعاً، أنتمي وبكم أفرح.

بلغريب أسماء





الاهداء

قُلْتُ للمستقبل: سأعبرُ إليك.. "رسمتُ على ورقِ الأيام
حلماً.. فكانَ الحلمُ يوماً في دفترتي.. بذلتُ فيه من صبري
رحيقاً.. فصارَ اليومَ شمساً في محضري.. أهدي نجاحي
إلى مَنْ كانوا لي "الأرض" حينَ ضاقتْ بي المدى، وإلى
مَنْ كانوا لي "السماء" حينَ تطلعتُ نحو الغلا.. إلى
عائلي، شمعهُ دري ومرساةُ سفينتي.. إلى كلِّ من وضعَ
في قلبي بذورَ الثقة.. أهديكم حصاد سنواتي، ممهوراً
باسمي: عايدة زماموش"



الملخص:

تسعى هذه الدراسة إلى تسليط الضوء على دور استراتيجية الملاذات الآمنة، المتمثلة في الذهب والفرنك السويسري والين الياباني، في الحد من آثار تقلبات الأسعار العالمية خلال الفترة الممتدة من 2015 إلى 2026، وذلك من خلال بحث خصائصها الهيكلية والمؤسسية ومدى تفاعلها مع الصدمات العالمية كجائحة كوفيد-19 والأزمة الأوكرانية. ولتحقيق أهدافها، اعتمدت الدراسة على المنهج الوصفي التحليلي المدعوم بالتحليل القياسي والإحصائي، مستندة إلى أدبيات اقتصادية وتقارير مالية دولية صادرة عن جهات مثل صندوق النقد الدولي ومجلس الذهب العالمي، مع توظيف مؤشرات المخاطرة كالانحراف المعياري ومعامل الاختلاف. وقد توصلت النتائج إلى إثبات كفاءة الذهب كأصل سيادي عابر للحدود، وتفوق الفرنك السويسري هيكلية على الين الياباني الذي تراجعت فاعليته نتيجة ظاهرة الأمولة وفجوة أسعار الفائدة، مما قاد الدراسة إلى التوصية باعتماد استراتيجية التحوط المزدوج التي تدمج بين الذهب والفرنك السويسري كأفضل توليفة لتقليل مخاطر المحفظة الاستثمارية وتحقيق الاستدامة في ظل بيئة مالية متقلبة.

الكلمات المفتاحية: الملاذات الآمنة، الذهب، الفرنك السويسري، الين الياباني، التقلبات السعرية، التحوط.

Abstract:

This study aimed to highlight the role of the safe haven strategy, represented by gold, the Swiss franc, and the Japanese yen, in mitigating the effects of global price fluctuations during the period from 2015 to 2026. This was achieved by examining their structural and institutional characteristics, as well as their interaction with global shocks such as the COVID-19 pandemic and the Ukrainian crisis. To achieve its objectives, the study adopted a descriptive-analytical approach supported by econometric and statistical analysis, relying on economic literature and international financial reports issued by institutions such as the International Monetary Fund (IMF) and the World Gold Council, while utilizing risk indicators such as standard deviation and the coefficient of variation. The results confirmed the efficiency of gold as a sovereign, cross-border asset, and the structural superiority of the Swiss franc over the Japanese yen, whose effectiveness declined due to the phenomenon of monetization and interest rate gaps. Consequently, the study recommends adopting a dual hedging strategy that combines gold and the Swiss franc as the optimal combination for reducing investment portfolio risks and achieving sustainability in a volatile financial environment.

Keywords: Safe Havens, Gold, Swiss Franc, Japanese Yen, Price
Fluctuations, Dual Hedgin

قائمة المحتويات

الصفحة	العنوان
أ	• شكر وتقدير
ب-ت	• إهداء
ث	• ملخص الدراسة
ج-ح-خ	• فهرس المحتويات
د	• قائمة الجداول
ذ	• قائمة الأشكال والمنحنيات البيانية
	الفصل الأول: الإطار العام والمنهج للدراسة:
2	1. مقدمة
2	2. فرضيات الدراسة
3	3. أهمية الدراسة
3	4. حدود الدراسة (الزمانية والموضوعية)
4	5. المنهج العلمي المتبع
4	6. محتويات الدراسة (خطة البحث)
10-5	8. مراجعة الأدبيات والدراسات السابقة
8	○ التعقيب على الدراسات السابقة والتعليق الشامل (الموضوع، المنهج، الأداة)
10	○ أوجه الاستفادة من الدراسات السابقة والفجوة البحثية
10	الجانب المنهجي والتحليلي
	الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة
12	تمهيد الفصل الثاني
13	• أولاً: الملاذات الأمانة

14-13	1. مفهوم الملاذات الآمنة
15-14	2. الخصائص البنوية للملاذات الآمنة
19-16	3. أنواع الملاذات الآمنة
23-19	4. النظريات الاقتصادية المفسرة لسلوك الملاذات
25-23	5. الفرق بين التحوط والملاذ الآمن
	● ثانيا: تقلبات الأسعار العالمية والبيئة الاقتصادية والجيوسياسية
29-25	1. التحليل النوعي للمتغيرات (الذهب, الفنك , الين)
37-29	2. الملاذات النقدية (الفرنك السويسري والين الياباني)
41-37	3. تكامل الملاذات الآمنة في ظل التقلبات العالمية (2015-2026)
42	● خلاصة الفصل الثاني
	الفصل الثالث: الاطار التطبيقي لدراسة
47	● تمهيد الفصل الثالث
48	أولاً: تقلبات الأسعار العالمية والبيئة الاقتصادية (2015-2026)
48	1. رصد تقلبات الأسعار العالمية ومعدلات التضخم
49-48	2. التضخم الجامح وانعكاساته على الثقة في المعاملات الورقية الكبرى
49	3. تقلبات أسواق الصرف الأجنبي في ظل الأزمات النقدية المتلاحقة
	● ثانيا: الأزمات الجيوسياسية والصحية وأثرها على الاستقرار المالي.
50	1. تداعيات جائحة كوفيد(2020) على سلاسل التوريد وتدفقات رؤوس الأموال
50	2. الأثر الاقتصادي للنزاعات الجيوسياسية الراهنة وسلاح العقوبات المالية الدولية
50	3. تحول مفهوم أمن الأصول الاحتياطي في ظل النظام العالمي متعدد الأقطاب

	• ثالثا: التحليل الكمي والإحصائي لأداء الذهب كملاذ سلعي في ظل التقلبات الاقتصادية العالمية (2015-2026):
52	1. التحليل السعري والإحصائي لأداء الذهب كملاذ آمن عبر محطات الدراسة (2015-2026)
59-53	2. التحليل الكمي لأداء الذهب خلال ثلاث محطات (2015_2026)
64-59	3. التحليل الكمي لأداء الملاذات النقدية (الفرنك والين) (2015-2026):
65	4. تكامل الملاذات وآليات التحوط المزدوج (تحليل المخرجات والاستشراف)
67	• خلاصة الفصل الثالث (استنتاجات الإطار التطبيقي)
69-68	• الخاتمة
70	1. النتائج المتوصل إليها
70	2. التوصيات العملية والآفاق المستقبلية
73-71	• قائمة المصادر والمراجع

قائمة الجداول:

الرقم:	العنوان:	الصفحة:
01	الفرق بين الملاذات الآمنة والتحوط	25
02	معايير المفاضلة الاستراتيجية بين الأصول السلعية والنقدية	38
03	متوسط الأسعار السنوية ونسبة التغير للذهب (2015-2019):	53
04	قفزات أسعار الذهب خلال الأزمات (2020-2022):	54
05	إستشراف أداء الذهب في ظل التحويلات النقدية (2023-2026):	56
06	معامل الاختلاف والانحراف المعياري للذهب:	57
07	تطور سعر صرف الفرنك السويسري مقابل الدولار (2015-2026):	60
08	تطور سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار (2015-2026)	61
09	الجدول رقم (09): المقارنة المرجعية للأداء النسبي في محطات الأزمات	63

قائمة الاشكال والمنحنيات البيانية:

الرقم	العنوان	الصفحة:
01	متوسط الأسعار السنوية ونسبة التغير للذهب (2015-2019)	53
02	منحنى بياني لقفزات أسعار الذهب خلال الازمات (2020-2022)	55
03	استشراف أداء الذهب في ظل التحولات النقدية (2023-2026)	57
04	مقارنة مخاطر الذهب (معامل الاختلاف والانحراف المعياري) 2015-2019	59
05	أعمدة بيانية لتطور سعر صرف الفرنك السويسري مقابل الدولار (2015-2026)	61
06	منحنى تطور سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار (2015-2026)	62
07	المقارنة المرجعية للأداء النسبي في محطات الازمات	64

الفصل الأول: الإطار العام والمنهجي للدراصة

1. مقدمة:

لقد شهد العالم المعاصر تحولات متسارعة فرضتها موجات العولمة المالية والأزمات المتلاحقة، مما أدى إلى حالة من عدم الاستقرار في الأسواق المالية العالمية. وقد تجلت آثار هذه التحولات بشكل واضح في التذبذبات الحادة والتقلبات المستمرة في الأسعار العالمية للأصول والسلع الأساسية، مما وضع المستثمرين وصناع القرار أمام تحديات جسيمة تتعلق بكيفية حماية القيمة الرأسمالية وضمان الاستقرار المالي.

في ظل هذه الظروف المتقلبة، برزت أهمية البحث عن بدائل استثمارية تتسم بالصلابة والقدرة على مواجهة الصدمات، وهو ما يعرف في الأدبيات الاقتصادية بالملاذات الآمنة (Safe Havens). وتعتبر هذه الملاذات من الركائز الجوهرية التي يعول عليها في إدارة المحافظ الاستثمارية، حيث تعمل كدرع واق يقلل من درجة التعرض للمخاطر ويساهم في الحفاظ على القوة الشرائية. وتكتسب هذه الأصول أهميتها الاستراتيجية من قدرتها على تعويض الخسائر الناتجة عن تراجع الأصول المخاطرة، وذلك بفضل خاصية (الارتباط السلبي) التي تجمعها مع مؤشرات السوق العامة في أوقات الأزمات.

وبالتأكيد على أدوات الحماية المالية، نجد أن استراتيجية الملاذات الآمنة لم تعد مجرد خيار ثانوي، بل أصبحت ضرورة وجودية خاصة في ظل تنامي ظاهرة (الأمولة) التي غيرت من طبيعة الارتباط بين الأصول المالية والواقع الاقتصادي. ولعل من أبرز هذه الملاذات التي أثبتت كفاءتها تاريخيا هو الذهب كملاذ عيني وعابر للحدود، بالإضافة إلى عملات دولية محددة مثل الفرنك السويسري والين الياباني، اللذين يحظيان بثقة عالمية نتيجة استقرار الأنظمة النقدية والسياسية لبلدانهما.

وتكتسب هذه الدراسة أهمية إضافية بالنظر إلى الفترة الزمنية (2015_2026) التي شهدت صدمات سعرية غير مسبوقة (بدءا من جائحة كورونا وصولا إلى النزاعات الجيوسياسية الراهنة) استوجبت إعادة تقييم فعالية هذه الأصول في ظل التحولات النقدية والرقمنة المالية المتسارعة. وعلى ضوء ما سبق، تتمحور إشكالية هذه الدراسة حول التساؤل الرئيسي التالي:

○ ما مدى مساهمة استراتيجية الملاذات الآمنة (الذهب، الفرنك السويسري، والين الياباني) في الحد

من آثار تقلبات الأسعار العالمية خلال الفترة (2015_2026)؟

وللإجابة على الإشكالية الرئيسية قمنا بتجزئتها إلى الأسئلة الفرعية التالية:

- ما هو الأصل المالي الذي يعتبر تاريخيا الملاذ الآمن الأبرز والأكثر قبولا خلال الأزمات الجيوسياسية والإقتصادية الشديدة؟
- ما الفرق بين الملاذ الآمن (Safe-Haven) وأصل تحوط (Hergé)؟
- ما هي المقومات الهيكلية والمؤسسية التي تمنح الفرنك السويسري والين الياباني خصائص (الملاذ الآمن)؟

- كيف تفاعلت هذه الملاذات مع الصدمات العالمية الكبرى (كوفيد-19 والأزمة الأوكرانية) والسياسات النقدية للبنوك المركزية الكبرى؟

2. فرضيات الدراسة:

بناء على التساؤلات السابقة، وضعت الدراسة الفرضيات التالية:

- ✓ **الفرضية الأولى:** يوجد للذهب قيمة ذاتية ومحدودية في الإمدادات، ولا يرتبط بأداء أي حكومة أو شركة، مما يجعله مخزناً للقيمة وقت الأزمات.
- ✓ **الفرضية الثانية:** الملاذ الآمن يحتفظ بقيمته أو يرتفع تحديداً في أوقات الأزمات الشاملة، بينما التحوط يرتبط بعلاقة عكسية مع أصل معين حتى في الأوقات العادية.
- ✓ **الفرضية الثالثة:** يستمد الفرنك السويسري والين الياباني قوتهما من وضعية (صافي الأصول الخارجية) لدولهما واليقين القانوني والمؤسساتي، مما يجعلهما وجهة إجبارية للسيولة وقت الأزمات. التضخم الجامح.
- ✓ **الفرضية الرابعة:** يوجد تفاوت بين كفاءة الملاذات الآمنة في مواجهة الصدمات العالمية والسياسات النقدية تبعاً لدرجة استقلاليتها الهيكلية عن تقلبات أسعار الفائدة وظاهرة الأمولة.

3. أهمية الدراسة:

- ✓ **حدثة الموضوع، وبالأخص معرفة الثمرات المترتبة على التصميم والتطبيق المحكم لاستراتيجيات الملاذ الآمن (كالذهب، الفرنك السويسري، والين الياباني) في ظل التقلبات السعرية العالمية الراهنة.**
- ✓ **التعرف على مستوى المخاطر والصدمات المالية التي تواجه المستثمرين وصناع القرار، وكونها ظاهرة تمثل أحد القضايا الأساسية الواجب دراستها ومواجهتها، نظراً لما يترتب عنها من مشاكل وأزمات تؤثر على سيروية واستقرار الأسواق المالية.**
- ✓ **إبراز أهمية تفعيل ملاذات الاستثمار الآمنة وما تقدمه من آثار إيجابية في حماية رؤوس الأموال من التآكل، وتسهيل إدارة المحافظ، وتوفير بيئة استثمارية مستقرة ومتوازنة وقت الأزمات.**
- ✓ **الدور الكبير للأدوات والآليات المالية الحديثة في تحسين كفاءة التحوط، وسهولة التكيف والتفاعل السريع مع التغيرات المفاجئة للأسعار العالمية.**

4. حدود الدراسة:

الحدود الزمانية: تم إجراء هذه الدراسة خلال الفترة الزمنية 2015 إلى 2026.

5. المنهج العلمي المتبع:

لمعالجة الإشكالية المطروحة في بحثنا واختبار الفرضيات المصاغة، تم الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي، باعتباره المنهج الذي يدرس الظاهرة كما هي في الواقع ويصفها وصفا دقيقا، حيث يعبر عنها كيفيا بتوضيح خصائصها ومفاهيمها، وكميا برصدها رقميا عبر الأرقام والجداول والرسوم التي توضح حجم الظاهرة ودرجة ارتباطها بالمتغيرات الأخرى. وتماشيا مع طبيعة موضوعنا المتعلق باستراتيجية الملاذات الآمنة في ظل تقلبات الأسعار العالمية، فقد تطلب الجانب النظري استخدام الشق الوصفي للتعريف بمفاهيم التقلبات السعرية والأزمات الدولية والخصائص الهيكلية لكل من الذهب والفرنك السويسري والين الياباني، في حين تجسد الشق التحليلي في الجانب التطبيقي من خلال دراسة وتحليل البيانات الإحصائية لأسعار هذه الأصول في الأسواق العالمية للفترة الممتدة بين سنتي 2015 و2026، وذلك بالاستعانة بالجداول والمنحنيات البيانية لتحديد مدى فاعليتها وقدرتها على حماية رؤوس الأموال وقت الأزمات، مما يسمح في الأخير بالوصول إلى جملة من النتائج واختبار صحة الفرضيات وتقديم بعض التوصيات.

6. محتويات الدراسة:

من أجل الإحاطة الشاملة بموضوع دراستنا المتعلق باستراتيجية الملاذات الآمنة في ظل تقلبات الأسعار العالمية (الذهب، الفرنك السويسري، والين الياباني) للفترة الممتدة بين سنتي 2015 و2026، قمنا بتقسيم هذا البحث إلى ثلاثة فصول متكاملة تجمع بين الجانب النظري والتطبيقي. حيث خصصنا الفصل الأول للإطار العام والمنهجي لتوضيح مقدمة البحث، وإشكاليته الأساسية وتساؤلاته الفرعية، وصياغة الفرضيات، وتحديد الأهداف والأهمية، فضلا عن مراجعة وتعميق أدبيات الدراسات السابقة المرتبطة بمتغيرات الموضوع. وفي الفصل الثاني، تناولنا الإطار النظري عبر مبحثين، ركز المبحث الأول على مفهوم الملاذات الآمنة من حيث تعريفها، خصائصها الهيكلية، وأنواعها المختلفة بين الأصول المادية والعملات والسلع الفاخرة، مع تفكيك النظريات الاقتصادية والتمويل السلوكي المفسر لها وسيكولوجية جماهير المستثمرين، بالإضافة إلى تحديد التمايز الجوهرية بينها وبين آليات التحوط المالي التقليدية، بينما عالجنا في المبحث الثاني متغير تقلبات الأسعار العالمية ومعدلات التضخم وتطور أسعار السلع الأساسية والطاقة، مع تتبع انعكاسات الأزمات الجيوسياسية والصحية وتوجهات السياسات النقدية للبنوك المركزية الكبرى على اتجاهات حركة رؤوس الأموال وسوق الصرف الأجنبي. لينتقل البحث في الفصل الثالث والأخير إلى الدراسة التحليلية والتطبيقية، والتي ركزنا فيها على التحليل الكمي والإحصائي والسعري لأداء كل من الذهب كملاذ سلمي، والفرنك السويسري والين الياباني كملاذات نقدية، عبر تتبع حركتها في البورصات الدولية خلال ثلاث محطات زمنية متباعدة بالاستعانة بالجداول والمنحنيات البيانية وحساب مؤشرات المخاطرة كالانحراف المعياري ومعامل الاختلاف، مع رصد آليات الدمج والاستشراق المستقبلي لهذه الأصول في ظل الرقمنة المالية

والعملات الرقمية للبنوك المركزية ، لنصل في الأخير من خلال خاتمة الفصل والدراسة إلى استعراض أبرز النتائج والاستنتاجات التي تبين كفاءة وتكامل هذه الملاذات، وصياغة مجموعة من التوصيات العملية والآفاق المستقبلية لحفظ القيمة وحماية المحافظ الاستثمارية.

7. الدراسات السابقة:

تعد مراجعة الأدبيات الاقتصادية والدراسات السابقة خطوة جوهرية في بناء أي بحث أكاديمي رصين، فهي تمثل القاعدة المعرفية التي يستند إليها الباحث لفهم تطور الإشكالية وتحديد أبعادها المختلفة. وفي ظل ما يشهده الاقتصاد العالمي من تقلبات سعرية حادة وعدم استقرار في الأسواق المالية، برزت أهمية الملاذات الآمنة كأدوات استراتيجية للتحوط والحفاظ على القيمة، وهو ما جعلها مادة خصبة للدراسة والتحليل من قبل الباحثين والأكاديميين

وعليه يهدف هذا الفصل إلى تسليط الضوء على أبرز ما توصلت إليه الدراسات السابقة التي تناولت موضوع الملاذات الآمنة، مع التركيز بشكل خاص على الأصول الثلاثة محل الدراسة (الذهب، الفرنك السويسري، والين الياباني). وسيتم استعراض هذه الدراسات من خلال عرض ملخص شامل لكل منها، يتضمن الأهداف المتوخاة، المنهجية المتبعة، وأهم النتائج التي خلص إليها الباحثون.

- دراسة غربي حمزة (2020) الموسومة بعنوان الملاذات الآمنة في زمن الأزمات (الذهب - جائحة كورونا) ، وهي دراسة منشورة في مجلة -المعيار- بجامعة تيسمسيلت. هدفت الدراسة إلى تبيان أهمية الذهب كملاذ آمن خلال جائحة كورونا التي أحدثت انهيارات حادة في الأسواق المالية العالمية. اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي لبيانات يومية شملت 49 مشاهدة خلال الفترة من جانفي إلى أفريل 2020، شملت أربعة مؤشرات دولية (نيكاي 225، إي جي أكس 30، كاك 40، ونازدك 100). توصلت الدراسة إلى أن الذهب أثبت كفاءته كملاذ آمن للمستثمرين في بورصات طوكيو والقاهرة وباريس بوجود ارتباط خطي عكسي ذو دلالة إحصائية بين أسعاره وهذه المؤشرات، بينما كانت العلاقة عكسية بدون دلالة إحصائية في بورصة نيويورك. وفسّر الباحث ذلك بتوجه المستثمرين الأمريكيين نحو (سندات الخزينة الأمريكية) كبديل آمن للذهب. وخلصت الدراسة إلى أن الذهب يظل مخزنا استراتيجيا للثروة في زمن الأزمات بفضل خصائصه المتمثلة في القيمة الذاتية، السيولة المرتفعة، والمخاطرة القليلة مقارنة بالأصول المالية الأخرى. التعقيب: تتشابه دراستنا مع دراسة (غربي، 2020) في استخدام المنهج الوصفي التحليلي، وفي الطرح النظري الذي يبرز الخصائص الاستراتيجية للملاذات الآمنة، وتحديد الذهب، كأداة لحفظ الثروة وقت الاضطرابات. ومع ذلك، يفتقر بحثنا عن هذه الدراسة من حيث طبيعة الصدمات والمدة الزمنية، إذ ركز الباحث في دراسته على ردة الفعل الفورية للذهب خلال بضعة أشهر من سنة 2020 نتيجة صدمة غير اقتصادية وهي جائحة كورونا، وربط ذلك بمؤشرات بورصات دولية. أما دراستنا الحالية، فتأتي لتبحث في مدى كفاءة الملاذات

الآمنة عبر دورة اقتصادية كاملة تشهد تقلبات مستمرة في الأسعار(2015-2026) ، كما أننا لم نكتف بالذهب بل أدخلنا عملي الفرنك والين كبدايل نقدية هامة تنافس المعدن الأصفر وتشاركه في تأمين المحافظ الاستثمارية الحديثة.

• دراسة غربي حمزة (2021): الموسومة بعنوان: تحليل علاقة خوف المستثمرين بانهيار الأسواق المالية والتوجه نحو الملاذات الآمنة (جائحة كورونا - مؤشر يوروستوكس 50 - الذهب)، وهي دراسة منشورة في مجلة الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية بجامعة الشلف. هدفت الدراسة إلى فحص أثر مشاعر الخوف والذعر الناجمة عن جائحة كورونا على أداء سوق الأسهم الأوروبية ممثلة في مؤشر (Euro Stoxx 50) والطلب على الذهب كملاذ آمن. اعتمد الباحث على المنهج الوصفي التحليلي لبيانات يومية شملت 586 مشاهدة خلال الفترة الممتدة من جانفي 2018 إلى غاية ماي 2020. توصلت الدراسة إلى وجود تأثير عكسي قوي (ارتباط قدره 77%-) بين مؤشر الخوف والاتجاه العام لمؤشر منطقة اليورو، مقابل تأثير طردي (ارتباط قدره 44.1%) بين الخوف والتوجه نحو الذهب، مما يفسر لجوء المستثمرين للذهب كأداة للتحوط والحفاظ على الثروة في ظل انهيار القطاعات الحيوية وأسعار النفط. ورصدت الدراسة فترات شاذة تزامنت مع ذروة الجائحة في شهري مارس وأفريل 2020، حيث سجل مؤشر الخوف (VIX) ثاني أعلى قيمة تاريخية له. وخلصت الدراسة إلى أن العولمة المالية ساهمت في سرعة انتقال عدوى الانهيارات، مما جعل المستثمرين يتجهون بكثافة نحو الأصول عالية السيولة وقليلة المخاطر لتفادي الخسائر غير الطبيعية في الأسواق المالية.

التعقيب: تلتقي دراستنا مع ما طرحه الباحث (غربي، 2021) من حيث الاهتمام بدراسة آليات التحوط والبحث عن أصول تحمي الاستثمارات وقت انهيار البورصات، بالإضافة إلى استخدام الأدوات الإحصائية والكمية في تحليل حركة الأصول. ورغم هذا التشابه، إلا أن بحثنا يختلف عن دراسته في نوعية الأصول المدروسة ونطاق التحليل، فالدراسة السابقة ركزت على قياس أثر الخوف على سوق أسهم إقليمي محدد وهو مؤشر منطقة اليورو (Euro Stoxx 50) وعلاقته بالذهب في فترة وجيزة (2018-2020). بينما في بحثنا الحالي، نحن لا نحصر التحليل في سوق أسهم معين، بل ندرسه في سياق كلي يرتبط بتقلبات الأسعار العالمية ككل، مع التركيز على المفاضلة والتنوع بين الملاذات السلعية (الذهب) والملاذات النقدية (الفرنك والين) كاستراتيجية متكاملة لإدارة المخاطر حتى عام 2026.

• دراسة بن البار أحمد، غربي حمزة، وقمان مصطفى (2021): الموسومة بعنوان: قوة التوجه الآمن في فترات الخوف نحو الملاذات الآمنة (جائحة كورونا - الذهب)، وهي دراسة منشورة في مجلة دفاتر MECAS بجامعة المسيلة. هدفت الدراسة إلى قياس قوة توجه المستثمرين نحو الذهب كملاذ آمن خلال فترة الهلع التي سببتها جائحة كورونا(COVID-19) ، مع رصد الأثر الاقتصادي للجائحة على الأسواق

المالية العالمية. اعتمد الباحثون على المنهج الوصفي التحليلي، بالإضافة إلى دراسة قياسية باستخدام نموذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين المعمم (GARCH) لتحليل 1351 مشاهدة يومية لمؤشر الخوف (VIX) وأسعار الذهب خلال الفترة (2015-2020). توصلت الدراسة إلى وجود علاقة طردية ذات دلالة إحصائية بين ارتفاع مستوى الخوف وزيادة أسعار الذهب، مما يؤكد دور الذهب كأداة تحوط وملاد آمن في أوقات الأزمات الحادة. غير أن النتائج كشفت عن وجود قوة ضعيفة نسبياً للتوجه نحو الذهب مقارنة بملاذات أخرى، حيث بلغ معامل الارتباط (36.57%)، وهو ما أرجعه الباحثون إلى منافسة بدائل استثمارية أخرى للذهب مثل العملات الصعبة (الفرنك السويسري، الين الياباني) وسندات الخزينة الأمريكية والأصول المادية الثمينة. وأوصت الدراسة بضرورة تعميق الأبحاث حول سلوك المستثمرين وارتباط المشاعر النفسية (الخوف) باختيار المحافظ الاستثمارية في ظل العولمة المالية.

التعقيب: تتقاطع دراسة (بن البار وآخرون، 2021) مع موضوع بحثنا في أنها ناقشت فكرة لجوء المستثمرين إلى أصول آمنة تحميهم وقت الأزمات عندما يسيطر الخوف على الأسواق، كما أننا نتشابه معها في الاعتماد على المنهج الوصفي التحليلي لتأصيل المفاهيم النظرية للملاذات. لكن نقطة الاختلاف الجوهرية تكمن في نطاق الدراسة؛ فالأبحاث السابقة ركزت فقط على الذهب كأصل وحيد في مواجهة مؤشر الخوف VIX، واقتصرت على فترة جائحة كورونا (2015-2020). أما في دراستنا الحالية، فنحن نهدف إلى تقديم رؤية أوسع وأشمل من خلال إدراج ثلاثة ملاذات كلاسيكية والمقارنة بينها وهي: الذهب، الفرنك السويسري، والين الياباني، عبر سلسلة زمنية أحدث ومطولة تمتد من 2015 إلى 2026، مما يسمح باختبار كفاءة هذه الأصول أمام مختلف تقلبات الأسعار العالمية وليس أزمة كورونا فحسب.

• دراسة Baur & Lucey, 2010 الموسومة بعنوان: هل الذهب أداة تحوط أم ملاذ آمن؟ تحليل للأسهم والسندات والذهب، وهي دراسة منشورة في مجلة The Financial Review. هدفت الدراسة إلى التمييز بين دور الذهب كأداة تحوط (Hedge)، ودوره كملاذ آمن (Safe Haven) في حالات انهيار الأسواق. اعتمد الباحثان على منهجية قياسية باستخدام نموذج انحدار وديناميكيات GARCH لتحليل العوائد اليومية لأسواق الأسهم والسندات في الولايات المتحدة، المملكة المتحدة، وألمانيا خلال الفترة (1995-2005) توصلت الدراسة إلى أن الذهب يعتبر أداة تحوط للأسهم في المتوسط، وملاذاً آمناً فعالاً في ظل الظروف القاسية لسوق الأسهم، حيث ترتفع أسعاره لتعويض الخسائر في تلك الفترات. ومن خلال تحليل المحفظة، كشفت النتائج أن خاصية الملاذ الآمن للذهب قصيرة المدى، حيث تستمر لمدة تقارب 15 يوماً فقط بعد الصدمة العنيفة، ليبدأ بعدها المستثمرون في بيع الذهب مع استعادة الثقة في السوق. كما خلصت الدراسة إلى أن الذهب لا يعمل كملاذ آمن للسندات في أي من الأسواق المدروسة.

التعقيب: نلتقي مع الدراسة المرجعية لـ (Baur & Lucey, 2010) في المنطلق الفلسفي والنظري الأساسي، وهو محاولة التمييز علميا بين ما يعتبر أداة تحوط وما يعتبر ملاذا آمنا في ظروف السوق الصعبة والحادة. لكن دراستنا تختلف عن هذا الطرح في البيئة الزمنية وفي توليفة الأصول، فالنموذجان السابقان اعتمدا على دراسة العلاقة بين الأسهم والسندات والذهب في أسواق غربية محددة (أمريكا، بريطانيا، ألمانيا) وخلال فترة قديمة نسبيا (1995-2005). في حين يسعى بحثنا الحالي إلى تحديث هذه الأفكار الكلاسيكية وإسقاطها على واقع حديث جدا مليء بالصدمات السعيرية غير المسبوق (2015-2026)، مع التوسع في تحليل الملاذات النقدية السيادية (الفرنك والين) إلى جانب الذهب، لمعرفة مدى صمود هذه التشكيلة مجتمعة أمام التضخم وتقلبات الأسعار العالمية الراهنة.

• دراسة Toneva & Saputra, 2025: الموسومة بعنوان العملات الرقمية والذهب كأصول ملاذ آمن: أدلة من أسواق الأسهم الإسكندنافية، وهي رسالة ماجستير مقدمة في جامعة جونكوبينج بالسويد. هدفت الدراسة إلى تقييم ومقارنة كفاءة الذهب والعملات المشفرة الرئيسية (مثل البيتكوين والإيثريوم) كأدوات تحوط وملاذات آمنة للمستثمرين في بورصات الدول الإسكندنافية (السويد، الدنمارك، والنرويج) في مواجهة صدمات السوق. اعتمد الباحثان على منهج قياسي متقدم باستخدام نماذج الانحدار الذاتي المشروط بعدم ثبات التباين المعمم (GARCH) لتحليل سلاسل البيانات المالية اليومية. وتوصلت النتائج إلى أن الذهب لا يزال يحتفظ بمكانته التاريخية كملاذ آمن مستقر وقوي يساهم في خفض مخاطر المحفظة الاستثمارية كونه لا يرتبط بحركة الأسهم وقت الأزمات، في حين أظهرت العملات الرقمية سلوكا متقلبا، حيث يمكنها العمل كملاذ آمن في فترات قصيرة ومحددة جدا، لكن مخاطرها العالية تجعلها أقل موثوقية من الذهب على المدى الطويل.

التعقيب: نلتقي مع دراسة (Toneva & Saputra, 2025) في المنطلق النظري الأساسي الذي يبحث في كفاءة الأصول الاستثمارية ومدى قدرتها على العمل كملاذات آمنة تحمي الثروة وقت صدمات الأسواق، غير أن بحثنا الحالي يختلف عن هذا الطرح من حيث توليفة الأصول المدروسة والبيئة الجغرافية، فبينما ركز النموذج السابق على المقارنة بين الذهب والعملات الرقمية المشفرة مثل البيتكوين بالتطبيق على بورصات شمال أوروبا وتحديد الدول الإسكندنافية، يتجه بحثنا الحالي نحو التركيز على الملاذات النظامية الكلاسيكية المعترف بها دوليا، حيث نقوم بإعداد دراسة مقارنة تجمع بين الملاذ السلعي الذهب والملاذات النقدية السيادية الفرنك السويسري والين الياباني، لاختبار مدى صمود هذا المزيج المشترك وقدرته التنافسية كاستراتيجية متكاملة لمواجهة تقلبات الأسعار العالمية وموجات التضخم الراهنة حتى عام 2026، بعيدا عن تقلبات سوق الكريبتو والمضاربات الحادة المحيطة به، وهو ما يمثل الفجوة البحثية التي يسعى بحثنا لتغطيتها وإعطاء عمق استشراف أحدث لها.

- دراسة (Kocaman, 2021) الموسومة بعنوان: الذهب كأداة تحوط وملاذ آمن لأسواق الأسهم الناشئة والمتقدمة في ظل جائحة كورونا، وهي رسالة ماجستير مقدمة في جامعة مرمرة بتركيا. هدفت الدراسة إلى فحص ومقارنة الخصائص التحوطية للذهب باعتباره أداة تحوط (Hedge) أو ملاذ آمن (Safe Haven) في مواجهة الانهيارات الحادة لأسواق الأسهم خلال الموجة الأولى من جائحة كورونا. واشتملت عينة الدراسة على مؤشرات بورصات دولية تمثل الأسواق المتقدمة مثل الولايات المتحدة، المملكة المتحدة، اليابان، وألمانيا وأخرى تمثل الأسواق الناشئة مثل تركيا، البرازيل، روسيا، الصين، وجنوب إفريقيا. واعتمدت الباحثة على منهجية كمية قياسية باستخدام نماذج GARCH وتحديدًا نموذج EGARCH لتحليل عوائد البيانات اليومية. وتوصلت النتائج إلى أن الذهب أثبت كفاءة قوية كملاذ آمن وقصير الأجل لحماية المحافظ الاستثمارية في فترات الذروة الحادة للأزمة، مع وجود تباين في درجة الاستجابة بين الأسواق المتقدمة والناشئة، حيث كان دور الذهب كملاذ آمن أكثر وضوحًا وثباتًا في الأسواق المتقدمة مقارنة ببعض الأسواق الناشئة التي تأثرت بعوامل محلية أخرى.
- التعقيب الشامل على الدراسات السابقة:

من خلال عرض الدراسات السابقة المتعلقة بموضوع الدراسة، تم التوصل إلى مجموعة من الفروقات والتعليقات والمتمثلة في:

✓ من حيث الموضوع: نلاحظ أن الدراسة الحالية تشابهت وتوافقت مع بعض الدراسات السابقة، مثل: دراسة (بن البار وآخرون، 2021)، ودراسة (غربي، 2021)، ودراسة (غربي، 2020)، بالإضافة إلى دراسة الباحثين الأجانب مثل (Baur & Lucey, 2010) و (Kocaman, 2021) و (Toneva & Saputra, 2025)، وذلك من خلال معالجتها لموضوع الذهب باعتباره المتغير الرئيسي والأصل المشترك الذي يمثل الملاذ الآمن والتحوط ضد الأزمات. في حين أن الاختلاف بين دراستنا الحالية وكل هذه الدراسات يكمن في الزاوية التي عالجت بها الموضوع وطبيعة الأصول المقارنة، فبينما ركزت تلك الأبحاث على الذهب وحده أو مقارنته بالعملة الرقمية، تتوسع دراستنا الحالية لتشمل أبعادًا نقدية سيادية عبر إدخال الفرنك السويسري والين الياباني كملاذات منافسة، ودراستها مجتمعة في سياق تقلبات الأسعار العالمية الممتدة من 2015 إلى 2026، وليس في ظل أزمة واحدة عابرة كجائحة كورونا.

✓ من حيث المنهج: تشابهت الدراسة الحالية مع معظم الدراسات المذكورة في اعتمادها على المنهج الوصفي التحليلي لتأصيل المفاهيم، واستعراض خصائص الملاذات الآمنة وأدوات التحوط. إلا أن دراستنا تمتاز بالجانب التطبيقي القياسي الذي يتوافق مع الدراسات الأكاديمية المتقدمة (مثل دراسة بن البار، 2021،

ودراسة (Baur & Lucey, 2010) في استخدام النماذج القياسية الكمية وتحليل السلاسل الزمنية نماذج GARCH لربط حركة الأصول المكونة للمحفظة بتقلبات الأسواق.

✓ من حيث الأداة: تشابهت هذه الدراسة مع الأبحاث المالية القياسية المذكورة في اعتمادها على جداول البيانات المالية وعوائد المؤشرات البورصية اليومية (Data-sheets) كأداة أساسية لجمع المعطيات، وهي المستخرجة من قواعد البيانات العالمية مثل Eviews وSPSS لرصد حركة الأسعار وتغيراتها الكلية. وهو ما يختلف عن الدراسات الإدارية التي تعتمد الاستبيان، لكون موضوعنا يفرض أدوات كمية لقياس تقلبات الأسعار العالمية بشكل دقيق وموضوعي حتى عام 2026.

أما أوجه الاستفادة من توظيف مختلف هذه الدراسات في الدراسة الحالية فتمثلت في:

✓ تغذية وإرساء الجانب النظري وبناء محتوى الدراسة الحالية: وذلك من خلال الاستعانة بمختلف المفاهيم والمعلومات الواردة في هذه الدراسات فيما يتعلق بموضوع الملاذات الآمنة، وأدوات التحوط، وخلفيات تقلبات الأسعار العالمية.

8. الجانب المنهجي والتحليلي:

بالإضافة إلى الاستفادة من طريقة توظيفهم لمنهج الدراسة المشترك والمتمثل في المنهج الوصفي التحليلي، وكذلك الاستفادة من كيفية إعداد وبناء النماذج القياسية الكمية، وأسلوب اختيار عينة الدراسة من السلاسل الزمنية والمؤشرات البورصية اليومية، وأيضا المساعدة في توضيح كيفية قياس وتحليل وتفسير المعطيات الكمية الناتجة عن البرامج الإحصائية مثل Eviews وGARCH.

ومن خلال ما تمت ملاحظته من مواضيع الدراسات السابقة، فإن الدراسة الحالية تعد من الدراسات الأكاديمية المحدثة – في حدود علم الباحثين – في تناولها لموضوع دور استراتيجيات الملاذات الآمنة (الذهب، الفرنك السويسري، والين الياباني) في ظل تقلبات الأسعار العالمية ممتدة حتى عام 2026، باعتبار أنه لم يتم العثور على دراسة سابقة جمعت بين هذه الأصول الثلاثة مجتمعة وغطت هذه السلسلة الزمنية المطولة والمليئة بالصدمات الهيكلية المتلاحقة، فجّل الدراسات المشابهة قد تناولت إما موضوع الذهب بمفرده، أو ركزت على أزمة واحدة عابرة ومحدودة مثل جائحة كورونا. لذا تأتي هذه الدراسة كإضافة نوعية لجهود الباحثين في هذا السياق، ولسد النقص في هذا الحقل الدراسي، إذ حاولت الربط والمفاضلة بين الملاذات السلعية والملاذات النقدية السيادية أمام موجات التضخم والتقلبات السعرية العالمية، كما يمكن أن تكون دراستنا الحالية مرجعا أساسيا لدراسات مستقبلية تعالج هذا الموضوع بأبعاد استشرافية أحد.

ملخص الدراسات السابقة:

يوضح الجدول التالي الدراسات السابقة، و يبرز أهم النتائج التي توصلت إليها كل دراسة :

اسم الباحث و عنوان الدراسة	الهدف من الدراسة	أهم النتائج
دراسة غربي حمزة (2020) الموسومة بعنوان الملاذات الآمنة في زمن الأزمات (الذهب_ جائحة كورونا).	تبيان أهمية الذهب كملاذ آمن خلال جائحة كورونا	أثبت الذهب كفاءته كملاذ آمن في بورصات طوكيو و القاهرة، و يفسر التوجه نحو سندات الخزينة الأمريكية كبديل للذهب في بورصة نيويورك.
دراسة غربي حمزة (2021) الموسومة بعنوان تحليل علاقة خوف المستثمرين بانهيار الأسواق المالية و التوجه نحو الملاذات الآمنة (جائحة كورونا _ مؤشر يورو ستوكس 50_ الذهب).	فحص أر مشاعر الخوف و الذعر الناجمة عن جائحة كورونا على أداء سوق الأسهم (مؤشر Euro Stoxx 50) و الطلب على الذهب.	وجود تأثير عكسي بين مؤشر الخوف و الاتجاه العام لمؤشر اليورو، و تأثير طردي بين الخوف و التوجه نحو الذهب كأداة للتحوط.
Baur and Lucey (2010) الموسومة بعنوان هل الذهب أداة تحوط أم ملاذ آمن؟ تحليل للأسهم و السندات و الذهب.	التمييز بين دور الذهب كأداة تحوط و دوره كملاذ آمن في حالات انهيار الأسواق.	الذهب يعتبر كأداة تحوط للأسهم في المتوسط، و ملاذا آمنا في ظل الظروف القاسية للأسواق، و لكن لفترة قصيرة فقط.
Tenova and Saputra (2025) الموسومة بعنوان العملات الرقمية و الذهب كأصول ملاذ آمن أدلة من أسواق الأسهم الإسكندنافية.	تقييم و مقارنة كفاءة الذهب و العملات المشفرة كأدوات تحوط و ملاذات آمنة للمستثمرين.	الذهب لا يزال يحتفظ بمكانته كملاذ آمن مستقر، بينما العملات المشفرة أظهرت سلوكا متقلبا يجعل مخاطرها عالية.

Kocaman الموسومة بعنوان الذهب كأداة تحوط و ملاذ آمن لأسواق الأسهم الناشئة و المتقدمة في ظل جائحة كورونا.	فحص و مقارنة الخصائص التحوطية للذهب في مواجهة الانهيارات الحادة للأسهم خلال جائحة كورونا.	أثبت الذهب كفاءة قوية كملاذ آمن في فترات الذروة للأزمة، مع تباين في درجة الاستجابة بين الأسواق المتقدمة ز الناشئة.
---	--	---

الفصل الثاني: الإطار النظري للدراسة

تمهيد:

يعد موضوع الملاذات الآمنة وآليات التحوط المالي في الوقت الحالي من المواضيع ذات الأهمية البالغة في قطاع الأدبيات الاقتصادية والنقدية، إذ يتم بحثها واستخلاص إنتاجها الفكري من قبل الباحثين كاستراتيجية جوهرية لحماية القوة الشرائية من جهة، وللمحد من آثار تقلبات الأسعار العالمية ومعدلات التضخم التي يوجهها الفاعلون الاقتصاديون من جهة أخرى. إذ تعتبر الأزمات الجيوسياسية والصحية من بين الظواهر التي تلازم النظام المالي وتغير من طبيعة الارتباط بين الأصول، مما يسبب حالة من اللايقين وضبابية الآفاق المستقبلية، وبالتالي يؤثر على استقرار استثمارات المحافظ المالية ومستوى أمانها. وهذا ما يشكل تحديا بالغاً بالنسبة لصناع القرار اليوم، إذ يحاولون تفكيك النظريات الاقتصادية والتمويل السلوكي المفسر لسيكولوجية جماهير المستثمرين لضمان البقاء المالي في ظل بيئة اقتصادية متقلبة وخاضعة للصدمات.

لذلك، سوف نتناول في هذا الفصل الإطار النظري للدراسة والذي قسمناه إلى مبحثين متكاملين، حيث سيتم التطرق في المبحث الأول إلى مفهوم الملاذات الآمنة أولاً، حيث سيتم التركيز فيه على تعريفها، أهميتها، وأبرز خصائصها الهيكلية كعمق السيولة والندرة النسبية، بالإضافة إلى تصنيف أنواعها بين الأصول المادية والعملات والسلع الفاخرة، مروراً بتفكيك المقاربات النظرية والتمويل السلوكي المفسر لها، وصولاً إلى تحديد التمايز الجوهري والفروقات الأكاديمية بين سلوك الملاذ الآمن وآليات التحوط المالي التقليدية. ثم نتطرق في المبحث الثاني إلى متغير تقلبات الأسعار العالمية من خلال رصد معدلات التضخم وتطور أسعار السلع الأساسية والطاقة، مع تتبع انعكاسات الصدمات الصحية والنزاعات الجيوسياسية الراهنة وسلاح العقوبات الدولية على إعادة صياغة خريطة اتجاهات حركة رؤوس الأموال وسوق الصرف الأجنبي.

أولاً: الملاذات الآمنة:

1. مفهوم الملاذات الآمنة:

تعرف الملاذات الآمنة على أنها تلك الاستثمارات الآمنة في حالة حدوث أزمات، وهي أصول ذات مخاطر منخفضة وسيولة مرتفعة، تحافظ على قيمتها في حالة اضطراب الأسواق، يقبل عليها المستثمرون خاصة في تزايد المخاطر الجيوسياسية والاقتصادية. حيث أن الملاذ الآمن لا يضمن الخسارة، لكنه يحمي القوة الشرائية لحامله، لأن حساسية الملاذ الآمن أقل اتجاه التقلبات الكبيرة في الأسواق. وتطلب بشكل عام عندما تكون الآفاق المستقبلية غير واضحة المعالم، وذلك بعد قدرة المستثمرين على تقدير العوائد والمخاطر من استثماراتهم. (حمزة، قوة التوجه الآمن في فترات الخوف نحو الملاذات الآمنة (جائحة كورونا-الذهب)، 2021، صفحة 4)

تعرف الملاذات الآمنة بأنها استثمارات تتميز بمستوى منخفض من المخاطر وسيولة عالية، تستخدم كوسيلة للحفاظ على رأس المال في حالات الأزمات والاضطرابات السوقية. تحظى هذه الأصول بقبول واسع بين المستثمرين، خاصة في ظل تصاعد المخاطر الجيوسياسية والاقتصادية. وعلى الرغم من أن الملاذ الآمن لا يضمن عدم حدوث خسائر، إلا أنه يساهم في حماية القوة الشرائية لحامله، نظراً لانخفاض حساسيته تجاه التقلبات الحادة في الأسواق. عادة ما يلجأ المستثمرون إلى هذه الأصول عندما تكون الآفاق المستقبلية غير واضحة، ويصعب عليهم تقييم العوائد والمخاطر المرتبطة باستثماراتهم.

يعرف الملاذ الآمن بأنه الأصل المالي القادر على تحقيق عوائد إيجابية أو الحفاظ على قيمته خلال فترات الاضطراب وضغوط السوق. وتكمن الأهمية الاستراتيجية لهذه الأصول لدى المستثمرين (أفراداً ومؤسسات) في قدرتها على تعويض الخسائر الناتجة عن تراجع الأصول المخاطرة؛ وذلك بفضل خاصية الارتباط السلبي (Negative Correlation) التي تجمعها مع مؤشرات السوق العامة في أوقات الأزمات. (محمد، 2026)

كما يمكن تعريفها على أنها الاستثمار الآمن في حالة حدوث أزمة أو كساد. (الملاذ الآمن جائحة كورونا) بناء على ما سبق، يمكننا استنتاج أن الملاذات الآمنة هي استثمارات أو أصول ذات مخاطر منخفضة، يلجأ إليها الفاعلون الاقتصاديون (الشركات، صناديق الاستثمار، المؤسسات المالية.....) من أجل التحوط ضد المخاطر في حالة التقلبات الجيوسياسية (الحروب والنزاعات العسكرية، عدم الاستقرار السياسي، الأزمات الحدودية....) لا تهدف إلى تحقيق عوائد ربحية بقدر ما تهدف إلى الحفاظ على قيمة رأس المال.

أهمية الملاذات الآمنة:

اعتمادا على التعريفات السابقة يمكننا تلخيص أهمية الملاذات الآمنة في النقاط التالية:

- حماية القوة الشرائية لرؤوس الأموال ومنع تآكلها نتيجة التقلبات الحادة في قيم العملات أو معدلات التضخم المصاحبة للأزمات
- تمثل مخزوننا للقيمة لا يتأثر بشكل مباشر بالنزاعات الحدودية أو الحروب كون بعضها (الذهب) لا يخضع لسيادة دولة معينة، مما يجعلها الضامن الوحيد لاستمرارية الملاءة المالية في ظل عدم الاستقرار السياسي.
- تعزيز مستويات السيولة لدى المؤسسات المالية والفاعلين الاقتصاديين، مما يضمن قدرتهم على الوفاء بالتزاماتهم في ظروف السوق الصعبة.
- منح صانعي القرار الاستثماري مساحة من الاستقرار النفسي والمادي، مما يحد من اتخاذ قرارات بيع اضطرارية تحت تأثير الهلع المالي
- المساهمة في تحقيق التوازن الاستراتيجي بين مبدأ تعظيم الربحية في الأوقات المستقرة ومبدأ البقاء المالي في أوقات النزاعات والاضطرابات.

2. خصائص الملاذات الآمنة:

إن تصنيف أصل مالي معين كملاذ آمن ليس مجرد تسمية عارضة، بل هو نتاج تلاقي مجموعة من المقومات الجوهرية والخصائص الهيكلية التي تمنحه القدرة على الصمود أمام الصدمات الاقتصادية. وتعد هذه الخصائص بمثابة المحددات الوظيفية التي يعتمد عليها المستثمرون في تقييم كفاءة الأصل كأداة للتحوط وحماية الثروة، حيث تتضافر هذه المقومات لضمان استقرار القيمة وتحقيق الارتباط السلبي مع أسواق الأصول المخاطرة، وتتمثل أبرز هذه الخصائص فيما يلي:

- **السيولة العالية (High Liquidity)** القدرة على تحويل الأصل إلى نقد بسرعة وكفاءة عالية دون تحمل خسائر جوهرية في قيمته السوقية. لكن السيولة هنا لا تعني فقط سهولة البيع، بل تعني عمق السوق وفي وقت الأزمات، يندفع الجميع للبيع (Panic Selling) إذا كان الأصل يتمتع بسيولة عالية، فهذا يعني وجود عدد هائل من البائعين والمشتريين، مما يضمن أن الفارق بين سعر العرض وسعر الطلب يظل ضيقا.
- **الطلب المستدام (Sustained Demand)** استمرارية الرغبة في الحيازة على المدى الطويل، مما يضمن تدفق الطلب في مختلف الظروف الاقتصادية. حيث أن الأصل يجب أن يكون مطلوبا لذاته وليس فقط للمضاربة. الذهب مثلا مطلوب في الصناعة والمجوهرات، والين الياباني مطلوب لسداد الديون الخارجية

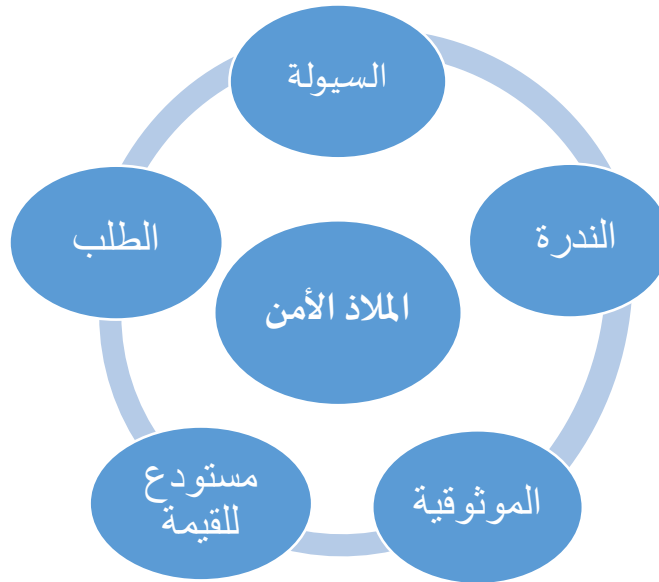
الضخمة لليابان هذا الطلب الدائم يخلق قاعا سعريا يمنع الأصل من الانهيار الحر. المستثمر يطمئن بأن هناك دائما جهة ما (بنوك مركزية، مصانع، مستثمرون طويلي الأجل) ستقوم بالشراء.

- الندرة النسبية (Relative Scarcity) محدودية العرض مقارنة بحجم الطلب العالمي، مما يعزز من تماسك القيمة ويمنحها حصانة ضد التضخم المفرط. أي أنه تعتبر الندرة النسبية الركيزة الأساسية التي يستمد منها الأصل قيمته الاقتصادية، حيث أن صعوبة إنتاج أو إصدار وحدات إضافية منه تضمن تفوقه على العملات الورقية القابلة للإصدار غير المحدود، مما يعزز من مكانته كملاذ آمن في مواجهة موجات التضخم العالمي.

- الموثوقية والقبول العام (Trust and Universality) تمتع الأصل بمصداقية عالية لدى المستثمرين وصعوبة إحلاله ببدائل أخرى في أوقات الأزمات. حيث ترتبط الموثوقية والقبول العام بقدرة الأصل على أن يكون وسيلة تحوط كونية لا تعتمد على وعود من طرف ثالث، ففي حالة الذهب مثلا، تنبع الموثوقية من انعدام مخاطر الطرف المقابل (No Counterparty Risk) أما في حالة العملات، فتستند هذه الموثوقية إلى قوة المركز المالي الدولي للدولة المصدرة، مما يضمن تدفق الطلب العالمي عليها كأداة تحصيل للثروة في مختلف الظروف الاقتصادية.

- مستودع للقيمة (Store of Value) وهي القدرة الفائقة على الحفاظ على القوة الشرائية عبر الدورات الاقتصادية المختلفة وحمايتها من التآكل. بمعنى آخر يقصد بكون الأصل مستودعا للقيمة تمتعه باستقرار نسبي في قيمته الجوهرية، مما يجعله ملاذا كفيلا بحماية رأس المال من الضياع خلال الأزمات الاقتصادية، ويضمن استرداد القيمة الحقيقية للأصل عند تسويله في المستقبل بغض النظر عن الدورات الاقتصادية.

الشكل رقم (01): خصائص الملاذات الآمنة.



المصدر: من إعداد الطالبتين

3. أنواع الملاذات الآمنة:

انطلاقاً من الخصائص البنوية للملاذات الآمنة، يمكن تصنيف هذه الأصول ضمن فئات متباينة وفقاً لطبيعتها التكوينية وآليات استجابتها لمتغيرات السوق. فالملاذات الآمنة لا تشكل كتلة استثمارية موحدة، بل تتوزع بين أصول عينية ذات قيمة ذاتية وتاريخية كالمعادن النفيسة، وبين أصول نقدية ومالية فرضتها التحولات في النظام النقدي الدولي المعاصر. ويأتي هذا التنوع ل يتيح للمستثمرين خيارات متعددة للتحوط، تتركز أساساً في الذهب والعملات الصعبة كأكثر الأدوات كفاءة في مواجهة الأزمات:

1.3 الأصول المادية (Tangible Assets) هي الموارد الاقتصادية ذات الكيان الملموس التي تملكها المؤسسة أو الفرد، وتتفرع إلى أصول ثابتة (طويلة الأجل) وأصول متداولة. تتميز بقدرتها على الحفاظ على قيمة ذاتية جوهرية تجعلها ملاذات آمنة في الأزمات المالية، حيث لا تندثر قيمتها كلياً مثماً قد يحدث للأوراق المالية في حالات الانهيار الاقتصادي. (غربي، 2020، صفحة 125)

تتعدد خيارات الاستثمار في الملاذات الآمنة ضمن الأسواق المالية لتشمل باقة متنوعة من الأصول المادية مثل الذهب، الفضة، المواد الخام، العقارات، وحتى التحف الفنية. وتكمن الميزة التنافسية لهذه الأصول في

امتلاكها لقيمة ذاتية كاملة ومستقلة عن الظروف الخارجية، بخلاف الأسهم التي قد تنهار قيمتها السوقية وتؤول إلى الصفر في حالات الإفلاس أو التضخم المفرط.

- الذهب كأصل استراتيجي دولي: يصنف الذهب كمعدن وسلعة مادية تمتاز بمرونة تداول عالمية فائقة، وهو أصل عابر للحدود لا ترتبط قيمته بالوضع الاقتصادي لدولة بعينها أو بسياساتها النقدية المحلية. وعلى الرغم من أن الذهب أصل عقيم لا يدر فوائد أو أرباحاً دورية، إلا أن قوته تكمن في تحصنه ضد تقلبات السياسات، مستويات الدين السيادي، وتدخلات البنوك المركزية.
- يعمل الذهب كدرع واق للقيمة الشرائية، فبينما تؤدي الضغوط التضخمية إلى تآكل قيمة العملات الورقية، يظل الذهب محتفظاً بقيمته التاريخية في الوعي الإنساني.
- تخضع أسعار الذهب لقانون العرض والطلب، غير أن دخول عنصر المضاربة يرفع من حدة تقلباته. ففي فترات الذروة، قد يؤدي الشراء بأسعار مرتفعة إلى مخاطرة بفقدان جزء من رأس المال عند التصحيح السعري. كما أن نقص السيولة لدى الأسر قد يدفعها للبيع الاضطراري، مما يزيد العرض ويؤدي لانخفاض الأسعار أو حتى انهيارها في حالات معينة.
- يظل الذهب تاريخياً الوسيلة المفضلة للادخار وحفظ القيمة للأفراد والدول على حد سواء، نظراً للثقة الكبيرة في استقراره النسبي مقارنة بأسواق السلع والخدمات الأخرى. (حمزة، الملاذات الآمنة في زمن الأزمات (الذهب_ جائحة كورونا)، 2020، صفحة 149)
- المواد الخام والسلع الأساسية: تمثل المواد الخام خياراً حيويًا كملاذ آمن نظراً لكونها مطلوبة بنسباً في النشاط الاقتصادي العالمي، بغض النظر عن اضطرابات الأسواق المالية.
- تعتبر ملاذاً آمناً على المدى الطويل، خاصة تلك التي تتمتع بطلب ثابت نسبياً مثل القهوة والكافو، مما يقلل من مخاطرها الاستثمارية.
- على العكس من ذلك، تظهر بعض المواد الخام مثل النحاس والنفط والفحم حساسية عالية تجاه دورات النمو الاقتصادي، مما قد يرفع من درجة مخاطرها في فترات الركود.
- السوق العقاري كملجأ استثماري: توفر العقارات عموماً ملجأً مهماً للمستثمرين في أوقات عدم اليقين لمواجهة تباطؤ الأسواق المالية، لا سيما على المدى القصير.
- قد يتأثر هذا الملاذ في حالات التباطؤ الاقتصادي الحاد الذي يؤدي إلى تشديد شروط الاقتراض البنكي وتراجع القوة الشرائية، مما قد يضغط على قيم العقارات نزولاً.
- تبرز بعض النماذج الدولية، مثل السوق البلجيكي، حيث تعتبر العقارات ملاذاً آمناً مستقرًا نظراً لثقافة الملكية الخاصة المتجذرة لدى المواطنين، مما جنب السوق أزمات حادة مقارنة بغيرها.

2.3 العملات (Safe-Haven Currencies) تعرف العملات التي تستخدم كملاذ آمن بأنها العملات الصعبة أو القوية، وهي عملات عالمية تتمتع باستقرار عال وثقة كبيرة من قبل المستثمرين. تعد هذه العملات مخزناً للقيمة في أوقات الاضطرابات الجيوسياسية أو الأزمات الاقتصادية العالمية، حيث يهرب إليها رأس المال بحثاً عن الأمان بعيداً عن تقلبات الأسواق الناشئة أو العملات الضعيفة. هي العملة التي تحظى بقبول واسع في المعاملات التجارية والمالية عبر الحدود، وتتميز بالاستقرار النسبي في قيمتها التبادلية أمام العملات الأخرى. هذا الاستقرار ينبع من قوة الاقتصاد المصدر لها وثقة الأسواق في سياساته النقدية، مما يجعلها أداة موثوقة للتبادل والادخار الدولي، ويعد الفرنك السويسري النموذج المثالي لهذه الفئة. (حمزة، الملاذات الآمنة في زمن الأزمات (الذهب_ جائحة كورونا)، 2020، صفحة 150)

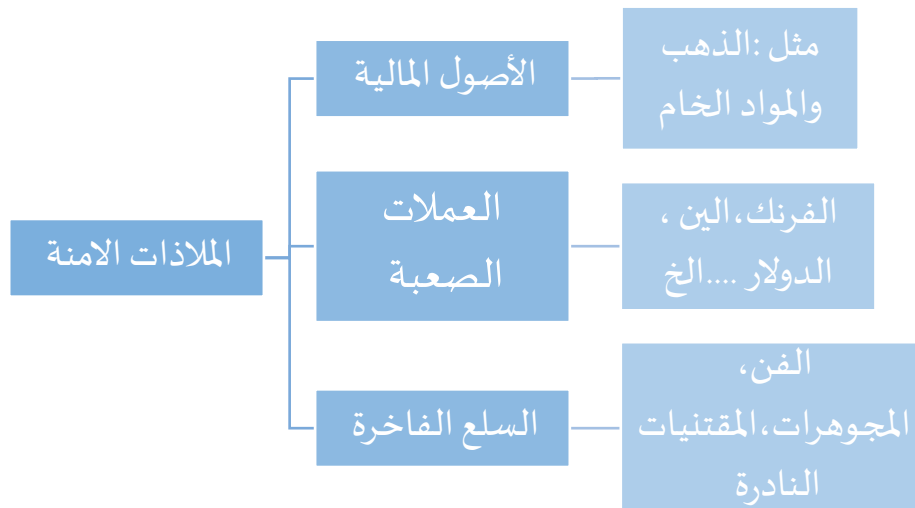
- **الفرنك السويسري (CHF) :** يعتبر الفرنك السويسري المعيار الذهبي للملاذ الآمن، حيث يستمد قيمته من سياسة الحياد الجيوسياسي التي تنتهجها سويسرا، مما يعزل اقتصادها عن الصراعات الإقليمية، بالإضافة إلى قوة القطاع المصرفي السويسري الذي يتميز بمعايير أمان وشفافية عالية. تعزز هذه العوامل ثقة المستثمرين في استقرار العملة، خاصة عند اشتداد الأزمات في القارة الأوروبية. وتاريخياً، أدى هذا الطلب المرتفع إلى ضغوط صعودية كبيرة على الفرنك، دفعت البنك الوطني السويسري في مراحل معينة إلى التدخل للحد من ارتفاعه المفرط لحماية القدرة التنافسية للصادرات السويسرية، وهو ما يبرهن على جاذبيته الاستثنائية كملاذ للسيولة العالمية. (Stracca، 2012، صفحة 55)
- **الين الياباني (JPY):** على الرغم من التحديات الهيكلية التي يواجهها الاقتصاد الياباني، يظل الين ملاذاً آمناً قوياً بفضل مكانة اليابان كأكبر دائن صافٍ في العالم، وامتلاكها أصولاً خارجية ضخمة. تكمن الآلية الجوهرية لقوة الين في تفكيك تجارة المناقل (Carry Trade)، حيث تستخدم العملة اليابانية تاريخياً كأداة تمويل رئيسية بسبب انخفاض أسعار الفائدة فيها. عند حدوث اضطرابات اقتصادية عالمية، يضطر المستثمرون إلى إغلاق مراكزهم التي اعتمدت على اقتراض الين للاستثمار في أصول عالية العائد، مما يفرض عليهم شراء الين لإعادة سداد قروضهم، وهو ما يؤدي إلى ارتفاع حاد في قيمته السوقية، كما تجلّى بوضوح أثناء الأزمة المالية العالمية عام 2008.

3.3 السلع الفاخرة: فهي أصول مادية فاخرة (سيارات كلاسيكية، لوحات فنية، ساعات) تجمع بين القيمة المالية والمنفعة المعنوية، وتتميز بكونها أصولاً ملموسة تتطلب حيازة فعلية وتكاليف صيانة، ولا تخضع للتعاملات الرقمية المجردة. وتكمن أهمية هذه الأصول في كونها مخازن للثروة تمتاز بنسبة ندرة مرتفعة، مما يجعلها أقل تأثراً بتقلبات الأسواق المالية التقليدية، بل وقد تشهد قفزات سعرية استثنائية في المزادات العالمية.

ويمكن الاستدلال على الحجم الاستثماري لهذه الأصول من خلال المؤشرات والأمثلة الواقعية التالية:

- بلغت مبيعات السلع الفاخرة الشخصية عالميا نحو 290 مليار دولار أمريكي في عام 2018، مما يعكس الثقة المتزايدة في هذا القطاع كوعاء ادخاري واستثماري.
- تبرز اللوحات الفنية النادرة كأحد أهم الملاذات العاطفية، ومن أبرز الأمثلة على ذلك بيع لوحة للفنان مونييه (Monet) بمبلغ 110.7 مليون دولار أمريكي في نيويورك عام 2019، مما يؤكد قدرة الفن على الحفاظ على قيمته الرأسمالية وتنميتها.
- تمثل الماسات والأحجار الكريمة ملاذات فيزيائية عالية الكثافة من حيث القيمة، حيث بيعت ماسة Pink Star بمبلغ 71.2 مليون دولار أمريكي، كما شهد مزاد في سنغافورة بيع بلورة زمرد بوزن 1.1 كيلوغرام مقابل 28.4 مليون دولار أمريكي.
- يتجاوز الاستثمار في الملاذات الآمنة أحيانا حدود الأصول الأرضية ليشمل مقتنيات ذات قيمة علمية وتاريخية نادرة، مثل بيع ثلاث صخور قمرية (تم جلبها في عام 1970) بمبلغ 855 ألف دولار أمريكي في مزاد بنيويورك عام 2018. (حمزة، قوة التوجه الآمن في فترات الخوف نحو الملاذات الآمنة (جائحة كورونا-الذهب)، 2021، صفحة 151)

الشكل رقم (02): أنواع الملاذات الآمنة.



المصدر: من إعداد الطلبة

4. النظريات المفسرة للملاذات الآمنة:

1.4 نظرية المحفظة الإستثمارية:

تأسست نظرية المحفظة الإستثمارية بناء على الأطروحة العلمية التي قدمها هاري ماركويتز عام 1952، حيث تقوم فكرتها الجوهرية على الدمج الاستراتيجي بين الأصول المالية والحقيقية وتخصيص أوزان نسبية

لكل منها ضمن إجمالي رأس المال. ويسعى المستثمر العقلاني من خلال هذا النهج إلى الوصول لما يعرف بالمحفظة المثلى، وهي تلك التي تضمن الاستفادة القصوى من مزايا التنوع بهدف تحقيق أعلى مستويات العائد المتوقع مع تقليص المخاطر المرجحة إلى أدنى حد ممكن.

وعليه تستند نظرية المحفظة إلى مجموعة من الافتراضات السلوكية والفنية التي تفسر كيفية اتخاذ المستثمر لقراره في ظل حالة عدم التأكد. (الحبيب، 2011)

ويمكن تلخيصها في النقاط التالية:

• الرؤية الإحصائية للعوائد (Statistical Perspective)

ينظر المستثمر إلى البدائل الاستثمارية المتاحة من منظور التوزيع الاحتمالي للعوائد المتوقعة. بمعنى أن العائد ليس رقماً ثابتاً، بل هو قيمة متوقعة يتم حسابها بناء على احتمالات حدوث سيناريوهات مختلفة خلال فترة زمنية محددة.

• تعظيم المنفعة المتوقعة (Utility Maximization)

يفترض ماركوفيتز أن الهدف النهائي للمستثمر هو تعظيم منفعته الإجمالية المتوقعة في نهاية فترة استثمارية واحدة. هذا يعني أن المستثمر لا يبحث عن أعلى عائد فحسب، بل يبحث عن العائد الذي يحقق له أعلى درجة من الإشباع النفسي والمادي بالنظر إلى المخاطر التي يتحملها.

• القياس الكمي للمخاطر (Risk as Volatility)

تعرف المخاطر في هذه النظرية على أنها درجة التشتت أو التقلب (Volatility) في العوائد الفعلية حول العائد المتوقع. إحصائياً، يتم قياس هذه المخاطر باستخدام الانحراف المعياري (σ) أو التباين (Var). فكلما زاد الانحراف، زادت درجة المخاطرة.

• إتخاذ القرار بناء على متغيرين (Mean-Variance Criterion)

يختصر المستثمر كافة المعلومات المتاحة عن الأصل الاستثماري في متغيرين أساسيين فقط:

✓ العائد المتوقع: ($E(R)$) وهو مؤشر الربحية.

✓ المخاطرة: (σ) وهي مؤشر عدم التأكد.

✓ وأي عوامل أخرى (مثل السيولة أو التسيّرات) تعتبر ثانوية أو يتم امتصاصها ضمن هذين المتغيرين.

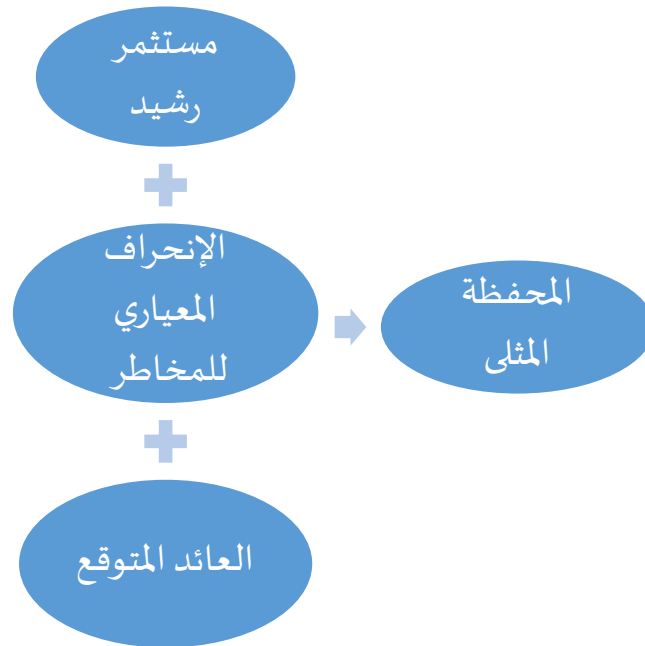
• عقلانية المستثمر وتجنب المخاطر (Investor Rationality)

يفترض أن المستثمر رشيد ويبغض المخاطر بطبعه (Risk Averse)، ويظهر ذلك من خلال سلوكين:

✓ إذا تساوى عائد بديلين، فإنه يختار الأقل مخاطرة.

✓ إذا تساوت مخاطرة بديلين، فإنه يختار الأعلى عائداً.

الشكل رقم (03): المحفظة المثلى.



المصدر: من إعداد الطلبة

2.4 سيكولوجية الجماهير والتمويل السلوكي:

لقد شكلت أطروحات لوبون في كتابه سيكولوجية الجماهير مرجعاً لفهم التحولات التي تطرأ على سلوك الأفراد عندما يتحولون إلى كتلة، ويمكن إسقاط هذه المفاهيم على سلوك المستثمرين في الأسواق المالية عبر النقاط التالية:

- الروح الجماعية وسلوك القطيع (Herd Behavior) يؤكد لوبون أنه بمجرد أن ينضوي الفرد داخل صفوف الجمهور فإنه ينزل درجات عديدة في سلم الحضارة، إشارة إلى فقدان الاستقلالية الفكرية. وفي الأسواق المالية، يتجلى ذلك بوضوح عندما يتحول المستثمر من فاعل عقلائي يبني قراراته على أرقام منطقية، إلى جزء من قطيع مالي. ففي الأزمات الجيوسياسية المفاجئة، قد يدرك المستثمر فردياً قوة مركزه المالي، لكنه بمجرد رؤية الاندفاع الجماعي نحو بيع الأسهم وشراء الذهب، ينساق وراء هذا التيار. هنا، يصبح شراء الذهب استجابة للروح الجماعية التي ترى فيه الملاذ الوحيد، مدفوعة بخوف غريزي من البقاء وحيداً خارج السرب.

- **العدوى النفسية والعدوى المالية (Financial Contagion)** يرى لوبون أن الأفكار والمشاعر والمعتقدات تمتلك في الجماهير قوة عدوى شديدة، لا تقل عن قوة عدوى الميكروبات. هذا المفهوم يفسر بدقة ما يعرف في الإقتصاد بالعدوى المالية، حيث ينتقل الذعر من سوق إلى آخر ومن أصل إلى آخر دون روابط موضوعية أحيانا. فعند وقوع انهيارات ائتمانية، تنتشر عدوى الخوف من فقدان السيولة، مما يدفع الجميع للتخلص من العملات المحلية والتوجه نحو الدولار الأمريكي كملاذ آمن. هذه الحركة لا تتبع دراسة متأنية لمعدلات الفائدة، بل هي عدوى نفسية تغذيها المشاهدات المتكررة لشاشات التداول الحمراء والتقارير الإعلامية المتسارعة.
- **قوة الصور الذهنية ورمزية الملاذ:** يذهب لوبون إلى أن (الجماهير تفكر بالصور... والصور وحدها هي التي تخيفها أو تجذبها وتصبح دوافع للعمل). وبإسقاط ذلك على الملاذات الآمنة، نجد أن الذهب في جوهره هو صورة ذهنية للأمان ترسخت عبر العصور. ففي الخيال الجمعي، يرتبط الذهب بصورة المعدن الذي لا يفنى، بينما ترتبط العملات الورقية بصورة الورق القابل للزوال. في أوقات الأزمات الكبرى (كأزمة 2008 أو جائحة كورونا)، يستحضر الجمهور صورة الذهب كدرع حام فالمستثمر لا يشتري المعدن لاستخدامه الصناعي، بل يشتري الصورة الذهنية للأمان التي يمثلها، وهو ما يفسر الارتفاعات القياسية في أسعاره رغم الركود الاقتصادي. (هاشم)
- **نظرية عدم اليقين والأزمات الدورية:** تعد نظرية باري آينبرغ حول الأزمات الدورية وعدم اليقين في النظام المالي العالمي من أكثر الأطر رصانة لتفسير سلوك المستثمرين تجاه الملاذات الآمنة. آينبرغ، بوصفه مؤرخا اقتصاديا، يركز على كيفية تأثر المؤسسات والأسواق بالصدمات المفاجئة. يمكننا توظيف أطروحاته لتفسير ظاهرة الملاذات الآمنة من خلال المحاور التالية:
✓ **سيادة عدم اليقين بدلا من المخاطر:** يفرق آينبرغ (تباعا للمدرسة الكينزية) بين المخاطر (التي يمكن قياسها احتماليا) وعدم اليقين (الذي لا يمكن التنبؤ به).
- عندما يدخل العالم في حالة عدم يقين (مثل انهيار مفاجئ لنظام الصرف أو أزمة جيوسياسية)، تفشل النماذج الرياضية في تقدير العوائد. هنا، يفسر آينبرغ اللجوء للملاذات الآمنة ليس كبحت عن الربح، بل كاستجابة غريزية للبحث عن الأصول التي تمتلك تاريخاً من الصمود (مثل الذهب أو السندات الأمريكية)، لأن قيمتها لا تعتمد على توقعات مستقبلية معقدة بقدر ما تعتمد على الثقة التاريخية.
- ✓ **الأزمات الدورية وهشاشة النظام:**
- يرى آينبرغ أن الأزمات ليست أحداثا عشوائية، بل هي نتيجة لتراكم الاختلالات في النظام المالي الدولي.

الملاذ الآمن في فكر آينبرغ يعمل كصمام أمان (Safety Valve) . عندما تظهر بوادر الأزمة الدورية، يحدث ما يسمى بالهروب إلى الجودة (Flight to Quality) . النظرية تفسر سبب اختيار أصول معينة دون غيرها (كالين الياباني أو الفرنك السويسري) بناء على قدرة هذه الدول على توفير السيولة حتى في أحلك الظروف.

✓ أزمة السيولة في وقت الذروة: من أهم أفكار آينبرغ هي أن الأزمات تؤدي إلى تبخر السيولة.

يتم تفسير الملاذ الآمن هنا بكونه الأصل الذي يحتفظ بسيولته عندما تتجمد الأصول الأخرى. المستثمر يهرب للملاذ الآمن لأنه يضمن القدرة على التسييل الفوري لمواجهة الالتزامات المالية، وهو ما يتطابق مع تعريفك الذي ذكرته سابقا حول السيولة العالية.

✓ دور التاريخ والمؤسسات:

يركز آينبرغ على أن مكانة الملاذ الآمن لا تأتي من فراغ، بل من قوة المؤسسات السياسية والقانونية للدولة المصدرة للعملة.

تفسر النظرية لماذا يظل الدولار الأمريكي ملاذا آمنا رغم الديون المرتفعة، السبب هو المؤسسات والعمق المالي الذي يؤكد عليه آينبرغ. فالملاذ ليس مجرد أصل مالي، بل هو انعكاس لاستقرار سياسي وقانوني يحمي رأس المال في أوقات الاضطراب.

5. الفرق بين التحوط والملاذات الآمنة:

تعد استراتيجيات التحصن ضد التقلبات السعرية المفاجئة حجر الزاوية في الإدارة المالية الحديثة، خاصة في ظل بيئة اقتصادية عالمية تتسم باللايقين وتوالي الأزمات. ومع تداخل المفاهيم في أدبيات الاقتصاد النقدي والبنكي، يبرز تمايز جوهري بين التحوط كآلية تقنية تعتمد على هندسة المراكز المالية لموازنة المخاطر، وبين الملاذات الآمنة كسلوك استثماري دفاعي يتجه نحو أصول تمتلك خصائص ذاتية تمكنها من الصمود حين تنهار الارتباطات التقليدية للسوق.

1.5 تعريف التحوط: هو استراتيجية لإدارة المخاطر تعتمد على اتخاذ وضعية استثمارية موازنة لتقليص أثر التقلبات السعرية المفاجئة، وهو ممارسة قياسية لحماية الأصول في مختلف الأسواق المالية. (ADSS، 2024)

2.5 تعريف الملاذات الآمنة: تعرف الملاذات الآمنة على أنها تلك الاستثمارات الآمنة في حالة حدوث أزمات، وهي أصول ذات مخاطر منخفضة وسيولة مرتفعة، تحافظ على قيمتها في حالة اضطراب الأسواق، يقبل عليها المستثمرون خاصة في تزايد المخاطر الجيوسياسية والاقتصادية. حيث أن الملاذ الآمن لا يضمن الخسارة، لكنه يحمي القوة الشرائية لحامله، لأن حساسية الملاذ الآمن أقل اتجاه التقلبات الكبيرة في الأسواق. وتطلب بشكل عام عندما تكون الافاق المستقبلية غير واضحة المعالم، وذلك بعد قدرة

المستثمرين على تقدير العوائد والمخاطر من استثماراتهم. (حمزة، قوة التوجه الآمن في فترات الخوف نحو الملاذات الآمنة (جائحة كورونا-الذهب)، 2021)

3.5 الفرق بين الملاذات الآمنة والتحوط: من خلال التعريفين السابقين للتحوط وللملاذات الآمنة يمكننا استنتاج الفرق بينهما حيث يكمن الفرق الدقيق بين المفهومين في كون التحوط يمثل هندسة مالية نشطة تعتمد على تكتيكات الموازنة الرياضية بين المراكز الاستثمارية، حيث يسعى المستثمر من خلاله إلى تحديد خطر سعري محدد (Specific Risk) عبر ربط أصلين بعلاقة عكسية، مما يجعل التحوط أداة فنية تستخدم كحماية استباقية حتى في استقرار الأسواق لضمان استمرارية المراكز المالية. أما الملاذات الآمنة، فهي تمثل سلوكاً استثمارياً دفاعياً يتجاوز مجرد الموازنة السعرية ليصبح بحثاً عن الأمان المطلق في أصول تتمتع بخصائص ذاتية مثل الندرة والسيولة العالية، حيث يكمن جوهر الملاذ الآمن في انفصاله عن تقلبات الأصول الخطرة وقت الأزمات الحادة، فبينما يهدف التحوط إلى تقليص أثر التقلبات عبر استراتيجيات معقدة قد تتضمن تكاليف إضافية مثل علاوات العقود، تعمل الملاذات الآمنة كمخزن للقيمة يحيي القوة الشرائية للحامل عندما تصبح الرؤية المستقبلية ضبابية وتفقد الأدوات المالية التقليدية فاعليتها، وبذلك ينتقل المستثمر من مرحلة إدارة المخاطر عبر التحوط إلى مرحلة الهروب من المخاطر عبر الملاذات الآمنة عند تزايد الاضطرابات الجيوسياسية والاقتصادية الكبرى.

ويمكن تعميق الفرق بينهما من منظور أكاديمي يربط بين المنطق العملياتي والطبيعة الجوهرية للأصول، فالتحوط ينظر إليه كعملية إدارة مخاطر نشطة (Active Risk Management)، حيث يقوم المستثمر بتصميم محفظته بطريقة تقنية تتضمن اتخاذ وضعيات استثمارية تعويضية، وغالباً ما يتم ذلك باستخدام المشتقات المالية مثل العقود الآجلة أو الخيارات، بهدف تثبيت السعر أو تحديد أثر حركة سعرية معينة في زمن محدد، فهي إذن عملية تعتمد على الترابط الرياضي بين الأصول. أما الملاذ الآمن، فيصنف كاستراتيجية حماية رأس المال (Capital Preservation) التي تبرز أهميتها عندما تنهار الارتباطات التقليدية بين الأصول، إذ لا يشترط الملاذ الآمن وجود علاقة عكسية دائمة مع السوق، بل يكمن سره في الانفصال عن الأصول الخطرة (Safe Haven Property) وقت الذروة، حيث تصبح خصائصه الذاتية مثل القبول العالمي، والسيولة الفائقة، والقدرة على الصمود أمام التضخم هي المحرك الأساسي للطلب عليه.

وبناء على ذلك، نجد أن التحوط هو آلية إجرائية تهدف لتقليل التقلبات السعرية المفاجئة في الأمد القصير والمتوسط، بينما الملاذ الآمن هو خيار هيكلي يلجأ إليه عندما تصبح المخاطر الجيوسياسية والاقتصادية غير قابلة للقياس (Uncertainty vs Risk)، ففي حين أن التحوط قد يضمن لك تقليل الخسارة عبر الموازنة، فإن الملاذ الآمن يضمن لك البقاء في منطقة الأمان النسبي وحماية القوة الشرائية من التآكل حين تفقد العملات أو الأسهم قيمتها الاعتبارية، وهو ما يجعل الملاذ الآمن يتفوق في حالات اللايقين المطلق

التي يعجز فيها التحوط التقليدي عن تقديم حماية كاملة بسبب انهيار القواعد التي بنيت عليها الاستراتيجيات الرياضية للموازنة.
استخلصنا هذه الفروقات في الجدول أدناه:

الجدول رقم (01) : الفرق بين الملاذات الآمنة والتحوط

الملاذات الآمنة	التحوط
- أصل استثماري ذو مخاطر منخفضة. - الحفاظ على القيمة في ظروف غير واضحة. - يعتمد على استقرار الأصل وارتفاع الطلب عليه وقت الخطر. - لا يضمن الربح لكنه يحمي القوة الشرائية.	- استراتيجية موازنة (أداة). - تقليص أثر تقلبات سعرية محددة. - يعتمد على تعويض خسارة بريح من مركز آخر. - لا يمنع الخسارة تماما بل يقلصها.

المصدر: من إعداد الطلبة بالاعتماد على المعلومات السابقة

ثانيا: تقلبات الأسعار العالمية والبيئة الاقتصادية والجيوسياسية

1. التحليل النوعي للمتغيرات (الذهب، الفرنك، الين)

يعد الانتقال من الإطار المفاهيمي والنظري للملاذات الآمنة إلى مرحلة التحليل النوعي لمتغيراتها خطوة جوهرية في بناء هذه الدراسة، فبعد أن استعرضنا الأسس الاقتصادية التي تحكم سلوك الأصول في فترات عدم اليقين، يقتضي السياق البحثي الآن تفكيك الهياكل البنوية والمؤسسية التي تمنح الذهب، والين الياباني، والفرنك السويسري تفوقا نوعيا في ظل نظام مالي عالمي يتسم بالتذبذب والارتباط الوثيق بالصدمات الجيوسياسية.

إن الغاية من هذا المبحث لا تقتصر على رصد حركة هذه المتغيرات كأرقام مجردة، بل تتجاوز ذلك إلى تشريح الأسباب البنوية التي تجعل منها ملاذات استراتيجية تتصرف بمرونة عالية عكس اتجاه أزمات السوق. فبينما يستمد الذهب جاذبيته من استقلاليته عن السياسات النقدية وندرته الفيزيائية كملاذ سلعي، تعتمد الملاذات النقدية (الين والفرنك) على متانة المراكز المالية الدولية لدولها، وعلى الثقة في النظم السياسية والمصرفية التي توفر بيئة آمنة لتدفقات رؤوس الأموال العابرة للحدود.

وعليه، سنعمل في هذا الفصل على مقارنة هذه المتغيرات من خلال ثلاثة محاور أساسية تغطي الفترة الممتدة بين 2015 و2026، وذلك وفق التقسيم التالي:

المحور الأول: يركز على الذهب بوصفه المخزن الاستراتيجي الأول للقيمة، مع تحليل دوره الوظيفي في احتياطات البنوك المركزية كحائط صد ضد التضخم وانهيار العملات.

المحور الثاني: يخصص للتحليل المؤسسي للملاذات النقدية، حيث سنفكك المقومات الاقتصادية للفرنك السويسري، ونبحث في آليات التدفقات العكسية التي تمنح الين الياباني قوته أثناء الأزمات.

المحور الثالث: يقدم قراءة نقدية لمعايير المفاضلة بين الملاذ السلعي والملاذ النقدي، لبيان كيفية استجابة كل منهما للتقلبات العالمية الراهنة.

إن هذا المسلك التحليلي سيمهد لنا الطريق في الفصول اللاحقة لإجراء الدراسة التطبيقية والقياس الكمي، مما يسمح باختبار مدى فاعلية هذه الاستراتيجية في حماية المحافظ الاستثمارية وضمان الاستقرار النقدي.

1.1 الذهب كملاذ سلعي ومخزن استراتيجي للقيمة.

- **التعريف النقدي والدور الوظيفي للذهب:**
- يعتبر الذهب الركيزة الأساسية في هرم الأصول الآمنة؛ فمنذ انهيار نظام بريتون وودز، لم يتوقف المعدن الأصفر عن لعب دور النقود العالمية التي تلجأ إليها الأسواق عند فقدان الثقة في العملات الورقية.
- ومن هذا المنطلق، يركز هذا المطلب على تشريح الدور الوظيفي للذهب، ليس كسلعة فحسب، بل كأصل نقدي نهائي يمثل الركيزة الأساسية للأمان المالي في مواجهة تقلبات الأنظمة الورقية.
- **التعريف الوظيفي (مجلس الذهب العالمي):** يركز هذا التعريف على دور الذهب كأصل سائل لا يحمل مخاطر ائتمانية. يعد الذهب أصلاً احتياطياً فريداً، فهو لا يمثل ديناً على أي حكومة أو مؤسسة، ولا يعتمد على ملء أي طرف آخر، وباعتباره أصلاً مادياً محدود العرض، فإنه يوفر حماية جوهرية ضد تآكل القوة الشرائية في فترات التضخم والأزمات المالية. (الذهب كأصل استراتيجي: الركيزة الأساسية للأمان المالي، 2024، صفحة 12)

- **التعريف الاستراتيجي (صندوق النقد الدولي -IMF):** يركز على تصنيف الذهب ضمن الأصول النقدية الدولية. حيث يصنف الذهب النقدي كأصل مالي لكونه يمثل وسيلة مقبولة دولياً لتسوية المعاملات بين السلطات النقدية، وهو الأصل الوحيد ضمن الاحتياطيات الدولية الذي لا تترتب عليه التزامات مالية تجاه أطراف خارجية. (تقرير الاستقرار المالي العالمي: الذهب و الاحتياطيات الدولية ، 2023 ، صفحة 85)
- **التعريف التحليلي (دراسة أكاديمية -McDermott & Baur)** يركز على تعريف الذهب كملاذ آمن (Safe Haven) بناء على سلوكه السعري. يعرف الذهب كملاذ آمن بأنه الأصل الذي لا يرتبط سعره بحركة الأصول الخطرة (مثل الأسهم) في فترات الاضطراب الشديد، مما يجعله وسيلة فعالة للتحوط وحفظ القيمة عندما تفقد الأصول الورقية جاذبيتها. (Baur & McDermott, 2010)

وبناء على ما تقدم من تعاريف ركزت في مجملها على الخصائص الوظيفية والاستراتيجية للمعدن من هنا يمكن تعريف الذهب إجرائياً بأنه: أصل نقدي مادي يتمتع بقيمة ذاتية عابرة للحدود، ويتميز بإنعدام

مخاطر الطرف الآخر وقدرة فائقة على تحصين الثروة من التآكل السعري، مما يجعله السيولة النهائية والملاذ الأكثر استقرارا في مواجهة صدمات النظام المالي الورقي.

2.1 الخصائص الجوهرية للذهب كملاذ آمن:

• الخصائص النوعية (البنائية):

✓ **انعدام مخاطر الطرف الآخر: (No Counterparty Risk)** يتميز الذهب بكونه الأصل المالي الوحيد الذي لا يمثل دينا على أحد، فهو لا يعتمد في قيمته على ملاءة أي حكومة أو مؤسسة مصدرة، مما يجعله بمنأى عن مخاطر الإفلاس التي قد تصيب السندات أو العملات الورقية. (الذهب كأصل استراتيجي: الركيزة الأساسية للامان المالي، 2024، صفحة 12)

✓ **السيولة والمقبولية الكونية: (Global Liquidity)** يتمتع الذهب بسيولة استثنائية وعمق سوقي كبير، مما يضمن للمؤسسات تنفيذ صفقات ضخمة دون التأثير الحاد على السعر، مع مقبولية فورية لتحويله إلى نقد في أي مكان بالعالم. (السيولة الدولية و عمق سوق الذهب ، 2025)

• الخصائص الكمية (الفنية والمحكمة للمحفظة):

✓ **خاصية الارتباط العكسي: (Correlation)** تثبت البيانات الإحصائية أن الذهب يظهر ارتباطا منخفضا أو سالبا مع عوائد الأسهم العالمية خاصة في فترات التقلبات الحادة، مما يعني أنه يرتفع عندما تنهار الأصول الخطرة. (McDermott & Baur، 2010)

✓ **خاصية الحماية من مخاطر الذيل: (Tail Risk Protection)** يوفر الذهب حماية إحصائية فريدة ضد مخاطر الذيل أو الأحداث المتطرفة غير المتوقعة، حيث يتفوق أداؤه بشكل ملحوظ في اللحظات التي تفشل فيها المحافظ التقليدية. (تقرير أسواق السلع و المعادن النفيسة، 2023)

✓ **التحوط ضد تقلبات العملة: (Currency Hedge)** يعمل الذهب كحائط صد كمي ضد انخفاض القوة الشرائية للعملات الورقية الكبرى، ففي الفترات التي تشهد تراجعا في قيمة العملة المرجعية الدولار، يحافظ الذهب على قيمته الحقيقية.

من خلال تحليلنا للخصائص السابقة، نستخلص إلى أن تفوق الذهب كملاذ آمن لا يعود لسبب واحد، بل لتركيبه ثنائية تجمع بين الحصانة البنائية والكفاءة الإحصائية، وعليه فإن جوهر الذهب كملاذ آمن يكمن في تقاطع فريد بين طبيعته المادية المستقلة وأدائه المالي المرن، فمن جهة، توفر خصائصه النوعية كالندرة وانعدام مخاطر الطرف الآخر حماية سيادية تتجاوز قيود النظام المصرفي التقليدي، ومن جهة أخرى، تمنحه خصائصه الكمية كعلاقة الارتباط العكسي والقدرة على امتصاص صدمات الذيل دورا محوريا في استقرار المحفظة الاستثمارية. وبناء عليه، يظل الذهب الأصل الوحيد الذي يجمع بين صفة المخزن الأبدي للقيمة وصفة أداة التحوط الفنية، مما يفسر تزايد الاعتماد عليه في استراتيجيات الدفاع المالي العالمية.

3.1 العوامل النوعية المحددة لجاذبية الذهب:

لا تنفصل الخصائص الجوهرية للذهب عن طبيعة المتغيرات النقدية والسياسية التي تحكم الأسواق العالمية، بل تتفاعل معها لتشكيل في النهاية مستويات الطلب عليه كملاذ آمن. ويسعى هذا المطلب إلى تحليل المحركات الثلاثة التي تمنح الذهب زخمه الاستثماري، بدءاً بمركزية الدولار الأمريكي كعملة تسعير مرجعية، ومروراً بدور معدلات الفائدة الحقيقية في تحديد تكلفة الفرصة البديلة لحيازته، وصولاً إلى أثر حالة عدم اليقين المالي والجيوسياسي التي تدفع الفاعلين الاقتصاديين للبحث عن الأمان في الأصول المادية بعيداً عن تقلبات النظام النقدي الورقي.

• أثر الدولار الأمريكي (عملة التسعير والمرجع):

يعتبر الدولار الأمريكي المحرك الأول لسعر الذهب نظراً للعلاقة العكسية المتينة بينهما، حيث يمثل الذهب البديل الاستراتيجي للعملة الورقية الأولى عالمياً. ظل العلاقة العكسية بين الذهب والدولار الأمريكي واحدة من أكثر العلاقات استقراراً في الأسواق المالية، فحينما تضعف قيمة الدولار، يميل الذهب للارتفاع لسببين: الأول هو انخفاض تكلفته بالنسبة للمستثمرين حاملي املاات الأخرى، والثاني هو لجوء المستثمرين للذهب كتحوط ضد تآكل القوة الشرائية للعملة الاحتياطية العالمية. (الذهب كأصل استراتيجي: الركيزة الأساسية للأمان المالي، 2024)

• أثر معدلات الفائدة الحقيقية (تكلفة الفرصة البديلة):

تعد الفائدة الحقيقية الفائدة الاسمية ناقص التضخم المقياس الأدق لجاذبية الذهب، لأن الذهب أصل لا يدر عائداً دورياً.

تظهر التحليلات التاريخية أن معدلات الفائدة الحقيقية هي المحرك الجوهري لأسعار الذهب على المدى المتوسط والطويل. ففي بيئة تتسم بمعدلات فائدة حقيقية منخفضة أو سالبة، تنخفض تكلفة الفرصة البديلة لحيازة الذهب، مما يجعله أكثر جاذبية مقارنة بالسندات والودائع التي تفشل في حماية القيمة الحقيقية لرؤوس الأموال من التضخم. (تقرير الاستقرار المالي العالمي: الذهب و الاحتياطات الدولية ، 2023)

• أثر عدم اليقين الجيوسياسي والمالي:

إلى جانب العوامل النقدية، يعمل الذهب كتأمين ضد المخاطر التي لا يمكن التنبؤ بها في النظام العالمي. يعمل الذهب كأداة تحوط فعالة ضد مخاطر الجيوسياسية، حيث تسجل أسعاره قفزات ملحوظة في أوقات النزاعات الدولية أو الأزمات المالية الحادة. وتكمن جاذبيته في هذه اللحظات في كونه أصلاً مادياً خارجاً عن سيطرة أي جهة سياسية، مما يوفر للمستثمرين حماية ضد العقوبات المالية أو انهيار النظام النقدي الرقعي. (تقرير أسواق السلع و المعادن النفيسة، 2023)

إذا يمكن القول أن جاذبية الذهب ليست نتاج عامل منفرد، بل هي محصلة لتوازن دقيق بين ثلاثة عوامل: الدولار الذي يحدد قيمته التنافسية، والفائدة الحقيقية التي تضبط جدواه الاستثمارية، وعدم اليقين الذي يغذي الحاجة إليه كأداة تحوط. وبناء عليه، يظل الذهب الأصل الملاذ الأكثر حساسية لاهتزازات النظام النقدي، حيث يزدهر كلما تراجعت الثقة في العملات الورقية أو تأكلت عوائدها الحقيقية، مما يجعله صمام أمان استراتيجي في مواجهة تقلبات الأسواق العالمية.

4.1 الدور الاستراتيجي للذهب في احتياطات البنوك المركزية:

لم يعد الذهب في الفكر النقدي المعاصر مجرد إرث تاريخي، بل تحول إلى أداة سيادية لإدارة الاحتياطيات الدولية وتأمين الاستقرار المالي. ويسعى هذا المطلب إلى تبيان الدور الاستراتيجي للمعدن الأصفر في موازين البنوك المركزية، من خلال تحليل وظيفته كأداة لتنويع المخاطر السيادية وتقليل التبعية للعملات الورقية، وصولاً إلى أثره في تعزيز الجدارة الائتمانية للدول في ظل التحولات الجيوسياسية الراهنة.

● **الذهب كأداة لتنويع الاحتياطيات وتقليل المخاطر السيادية:** يمثل الذهب بالنسبة للبنوك المركزية وسيلة لتنويع المحفظة السيادية بعيداً عن تقلبات العملات الكبرى، خاصة في ظل نظام نقدي متعدد الأقطاب.

تتجه البنوك المركزية لزيادة حيازاتها من الذهب لتقليل الاعتماد المفرط على الأصول المقومة بالدولار، فالذهب يوفر حماية فريدة ضد مخاطر المصادرة أو العقوبات المالية، كونه أصلاً مادياً لا يمثل التزاماً على أي جهة أجنبية. (تقرير الاستقرار المالي العالمي: الذهب و الاحتياطات الدولية ، 2023)

● **تعزيز الثقة في العملة المحلية والملاءة المالية:** يعمل الذهب كمرساة للثقة فالدول التي تمتلك احتياطيات ذهب ضخمة تتمتع بقدرة أعلى على مواجهة الأزمات النقدية والدفاع عن عملتها الوطنية.

إن حيالة الذهب في الخزائن الوطنية تمنح البنوك المركزية مصداقية إضافية في الأسواق الدولية، حيث يعمل الذهب كضمانة نهائية للسيولة، مما يرفع من مستوى الجدارة الائتمانية للدولة ويقلل من تكلفة الاقتراض الخارجي في أوقات الطوارئ. (الذهب كأصل استراتيجي: الركيزة الأساسية للامان المالي، 2024)

نخلص إلى أن عودة الذهب لمركز الصدارة في خزائن البنوك المركزية تعكس رغبة الدول في تحقيق الاستقلال النقدي فهو لم يعد مجرد احتياطي تكميلي، بل أصبح درعاً استراتيجياً يحمي الاقتصاد من الضغوط الخارجية والتقلبات المفاجئة في النظام المالي الرقمي.

2. الملاذات النقدية (الفرنك السويسري والين الياباني):

إذا كان الذهب يمثل الملاذ السلعي الذي يستمد قوته من ندرته المادية، فإن النظام النقدي الدولي أفرز نماذج لعملات ورقية نجحت في اكتساب ثقة المستثمرين كملاجئ آمنة لا تقل أهمية عن المعدن الأصفر. ولا تنبع جاذبية هذه العملات من قيمتها الذاتية، بل من مظلة الأمان التي توفرها متانة المراكز المالية

والسيادة النقدية للدول المصدرة لها. ويسعى هذا المبحث إلى تسليط الضوء على الفرنك السويسري كنموذج للاستقرار المؤسساتي والحياد، والين الياباني كنموذج لتدفقات السيولة العكسية، وذلك من خلال تحديد ماهيتهما وتفكيك المقومات الهيكلية والفنية التي تمنحهما صفة الملاذ في ظل اضطرابات الأسواق العالمية.

1.2 المقومات الهيكلية لقوة الفرنك السويسري: (CHF)

• نشأة وتعريف الفرنك السويسري:

لا يمكن فصل القوة الحالية للفرنك السويسري عن سياقها التاريخي، إذ تعود ولادة هذه العملة بشكلها الموحد إلى عام 1850، حينما وُضع حد للتشتت النقدي بين الأقاليم السويسرية بموجب قانون النقد الاتحادي. ومنذ تلك اللحظة، ربطت نشأة الفرنك بمبادئ العملة الصعبة، حيث استمد مصداقيته الأولى من ارتباطه الوثيق بالمعايير الذهبية، مما جعل الثقة في هذه الورقة النقدية تترسخ في الوعي العالمي كقسيم مواز للمعدن النفيس، وهو ما يفسر صموده أمام الهزات التي عصفت بنظام بريتون وودز لاحقاً.

• تعريف الفرنك السويسري:

✓ التعريف من منظور السيادة والاستقرار النقدي:

يعرف الفرنك السويسري بأنه العملة القانونية والوحدة النقدية الأساسية لسويسرا وليختنشتاين، وهو أداة نقدية تدار بمرجعية دستورية تهدف إلى تحقيق استقرار الأسعار. وتكمن ماهيته كملاذ آمن في استقلالية البنك المركزي السويسري، وقدرة العملة التاريخية على العمل كدرع ضد التضخم العالمي. (تقرير السياسة النقدية و استقرار الأسعار، 2024، صفحة 22)

✓ التعريف من منظور التحوط والمخاطر:

وقد عرف الدكتور جون كونولي (John Connolly) باحث في الأسواق المالية العالمية على أن: الفرنك السويسري هو الأصل النقدي الذي يتسم بظاهرة الهروب إلى الجودة (Flight to Quality)، حيث يعرف وظيفياً بأنه العملة التي تظهر ارتباطاً عكسياً قوياً مع مؤشرات الخوف العالمي. وتعود هذه الجاذبية إلى الفائض الهيكلي في الميزان التجاري السويسري، مما يجعله عملة دائنة لا تتأثر بضغط الديون التي تصيب العملات الورقية الأخرى. (Connolly, 2023)

✓ التعريف من منظور السيولة والمكانة الدولية: وعرف صندوق النقد الدولي (International Monetary Fund - IMF) حيث قال :

يصنف الفرنك السويسري كعملة صلبة (Hard Currency) ذات سيولة عالية في نظام الصرف الأجنبي. وتستند ماهيته كأصل احتياطي ثنائي إلى كونه مخزناً للقيمة مدعوماً ببيئة سياسية محايدة ونظام مصرفي يتمتع بملاءة مالية فائقة، مما يجعله الملاذ المفضل للمستثمرين المؤسساتيين لتقليل التعرض لمخاطر العملات المتقلبة. (تقرير الاستقرار المالي العالمي: الذهب و الاحتياطات الدولية ، 2023)

✓ التعريف من منظور الارتباط بالذهب: أما من حيث تعريف مجلس الذهب العالمي (World Gold Council): يشار إلى الفرنك السويسري غالبا بالذهب السائل، نظرا لكونه العملة الورقية الأخيرة التي قطعت ارتباطها الرسمي بالذهب في عام 1999. ومع ذلك، لا تزال الأسواق تعرفه بصفته القسيم النقدي للمعدن الأصفر، حيث يشترك معه في خصائص الندرة المؤسسية والقدرة على حماية القوة الشرائية في فترات الركود التضخمي. (الذهب كأصل استراتيجي: الركيزة الأساسية للأمان المالي، 2024)

من خلال استقراء التعاريف الأكاديمية والمؤسسية، يمكننا تحديد ماهية الفرنك السويسري كأصل نقدي فريد يتجاوز وظيفته التقليدية كعملة وطنية، فهو يمثل مؤسسة أمان نقدية قائمة على ثلاث ركائز أساسية:

- المرجعية الدستورية والمؤسسية: يعرف الفرنك قانونا بأنه العملة السيادية التي يديرها البنك الوطني السويسري (SNB)، ليس بهدف التوسع النقدي، بل بغرض تحقيق استقرار الأسعار كأولوية قصوى، مما منحه حصانة تاريخية ضد التضخم الذي ينهش العملات الورقية الكبرى.
- المكانة الاستثمارية (الذهب السائل): وظيفيا، ينظر إلى الفرنك كأداة تحوط استراتيجي، حيث تعرفه الأسواق العالمية بأنه الأصل الذي يتسم بظاهرة الهروب نحو الجودة. فالمستثمر لا يلجأ للفرنك طمعا في عوائد مرتفعة، بل رغبة في حماية أصوله من تقلبات مؤشرات الخوف العالمي، مستفيدا من المركز المالي الدائن لسويسرا واحتياطياتها الضخمة.
- الحصانة النقدية: يمثل الفرنك السويسري في المنظور الحديث البديل النقدي الأكثر شهرا بالذهب، فبالرغم من انفصاله الرسمي عن المعدن الأصفر، إلا أنه احتفظ بخصائص الندرة والصلابة، مما جعله يصنف كأحد أهم الملاذات الآمنة التي توفر سيولة فورية وأمانا قانونيا في ظل نظام مالي عالمي يتسم بعدم اليقين.

2.1.2 المقومات السياسية (الحياد والأمان القانوني):

تعتبر البيئة السيادية السويسرية الملاذ الحقيقي للفرنك، حيث لا تقاس قوة العملة هنا بمؤشرات النمو فقط، بل بمدى متانة الحصانة القانونية التي توفرها الدولة للمستثمرين.

- أثر الحياد السياسي الدائم (Neutrality): إن الحياد السويسري يمثل ركيزة أساسية لاستقرار الفرنك، حيث يوفر بيئة يمكن من خلالها حماية الأصول المالية من تداعيات النزاعات المسلحة والعقوبات الدولية. هذا الحياد يضمن عدم تسييس العملة، مما يجعلها الملاذ الأكثر موثوقية في فترات التوتر الجيوسياسي العالمي. (الحياد السويسري كركيزة للاستقرار الاقتصادي، وثيقة سياسات، 2024،

(صفحة 12)

• اليقين القانوني وحماية الملكية (Legal Certainty): تتفوق سويسرا عالميا في مؤشر استقلال القضاء وحماية حقوق الملكية، وهو ما يمنح الفرنك السويسري ميزة الأمان التشريعي. فالمستثمر يثق في أن القواعد القانونية المنظمة للأصول بالفرنك ثابتة ولا تخضع للتقلبات السياسية المفاجئة أو المصادرات الإدارية. (تقرير المخاطر العالمية لعام 2023، 2023، صفحة 45)

• استقلالية البنك المركزي (Central Bank Independence): إن استقلالية البنك الوطني السويسري (SNB) مكفولة دستوريا، وهي تمنع السلطات السياسية من استخدام السياسة النقدية لتمويل العجز المالي. هذا الفصل الصارم يعزز مصداقية الفرنك كعملة صعبة تهدف حصرا للحفاظ على القوة الشرائية بعيدا عن الأجندات الحزبية. (تقرير الاستقرار المالي العالمي: الذهب و الاحتياطات الدولية ، 2023، صفحة 18)

لذا يمكن القول أن جاذبية الفرنك السويسري تتجاوز أبعاد التحليل النقدي المجرد لتستقر في عمق السيادة المؤسساتية للدولة السويسرية، حيث يمثل الحياد الدائم الضمانة الجيوسياسية التي تحمي رؤوس الأموال من مخاطر العقوبات الدولية والتجاذبات السياسية. ولا ينبع هذا الأمان من مجرد غياب الصراعات، بل من ترسيخ مبدأ اليقين القانوني الذي يقدس حقوق الملكية الفردية في ظل قضاء مستقل تماما. هذا الاستقرار، المقترن باستقلالية دستورية صارمة للبنك المركزي عن أي ضغوط حكومية، جعل من الفرنك درعا سياديا ويحفظ الثروات من تقلبات النظام المالي العالمي.

3.1.2 المقومات المصرفية (كفاءة الجهاز المالي واستقلالية القرار النقدي):

يستمد الفرنك السويسري قوته من متانة المؤسسات المالية التي تدعمه، حيث ينظر إلى الجهاز المصرفي السويسري كحارس للقيمة العالمية بفضل احترافيته العالية

• استقلالية ومصداقية البنك الوطني السويسري (SNB): تعتبر استقلالية البنك الوطني السويسري ركيزة أساسية لثقة المستثمرين، فالمنهجية التي يتبعها البنك في إدارة الكتلة النقدية تهدف حصرا إلى الحفاظ على استقرار الأسعار على المدى الطويل. هذه المصداقية المؤسساتية تضمن أن الفرنك لن يتعرض لضغوط تضخمية ناتجة عن سياسات مالية حكومية، مما يعزز دوره كمخزن آمن للقيمة. (Bank, 2026, p. 22)

• جودة الحوكمة والسرية القانونية (Governance & Banking Secrecy): بالرغم من تبني سويسرا لمعايير التبادل التلقائي للمعلومات (AEOI)، إلا أن النظام المصرفي السويسري لا يزال يوفر مستويات عالية من الخصوصية المالية المحمية بالقانون ضد التدخلات غير المبررة. إن الجمع بين السرية المهنية الصارمة وبين الحوكمة المالية المتطورة يجعل من المصارف السويسرية الملاذ الأول لإدارة الثروات العالمية وتأمينها من تقلبات السوق. (Association, 2023، صفحة 15)

- **الملاءة المالية العالية وكفاية رأس المال (Solvency):** تتمتع البنوك السويسرية بمعدلات كفاية رأس مال تتجاوز المعايير الدولية بازل 3، مما يمنح المستثمرين ثقة في قدرة هذه المؤسسات على امتصاص الصدمات المالية الكبرى. هذه الملاءة المرتفعة تجعل الأصول المودعة بالفرنك السويسري في مأمن من مخاطر التعثر المصرفي التي قد تصيب المراكز المالية الأخرى وقت الأزمات. (تقرير الاستقرار المالي العالمي: الذهب و الاحتياطات الدولية ، 2023 ، صفحة 34)

وتبعاً لهذه المقومات تكتمل جاذبية الفرنك السويسري من خلال المنظومة المصرفية التي تمثل حائط الصد الفني للعملة، حيث يوفر الجهاز المصرفي السويسري بيئة استثمارية تجمع بين الملاءة المالية العالية وبين الحماية القانونية للخصوصية. ولا تنبع هذه الثقة من مجرد السمعة التاريخية، بل من الاستقلالية المطلقة للبنك الوطني السويسري الذي يضع استقرار القوة الشرائية فوق كل اعتبار سياسي. إن هذا المزيج بين صرامة الرقابة النقدية، والتزام البنوك بمعايير دولية تفوق المتطلبات التقليدية، هو ما حول الفرنك من مجرد عملة إلى ملاذ مصرفي يضمن استرداد الأصول وقيمتها الحقيقية حتى في أحلك الظروف الاقتصادية العالمية.

2.2 الين الياباني (JPY) وآليات التدفقات العكسية:

خلافاً للملاذات التقليدية التي تستند إلى قوة الاقتصاد الكلي، يطرح الين الياباني (JPY) نموذجاً مغايراً يعرف في الأدبيات النقدية بـ الملاذ الفني. وتأتي أهمية دراسة هذا المطلب من ضرورة فك الشفرة الكامنة وراء صعود العملة اليابانية وقت الأزمات، رغم ما يعانيه اقتصادها المحلي من ركود ممتد. لذا، سنحاول في هذا المسار تأصيل ماهية ونشأة الين، وصولاً إلى تحليل الميكانزمات العكسية التي تحولته إلى وجهة إجبارية للسيولة العالمية في فترات عدم اليقين.

1.2.2 ماهية ونشأة الين الياباني (JPY) كملاذ فني:

● النشأة:

يعود التأصيل التاريخي للين الياباني إلى مخاض مرحلة الإمبراطور مييجي التحديثية، وتحديداً في عام 1871 عند صدور قانون العملة الجديدة الذي وضع اللبنة الأولى لتوحيد النظام النقدي في اليابان. ومنذ تلك الحقبة، لم تكن نشأة الين مجرد ولادة لوسيلة تبادل محلية، بل كانت انطلاقة لبناء هوية نقدية عالمية صقلها بنك اليابان (BoJ) عبر عقود من إدارة الأزمات. وما يميز هذه النشأة هو تراكم الفوائض الرأسمالية اليابانية تاريخياً، مما حول العملة من مجرد رمز للسيادة الوطنية إلى ركيزة استراتيجية في هندسة التمويل الدولي، تستمد قوتها من مركز اليابان المالي الدائن للعالم.

● ماهية الين الياباني (JPY):

يعد الين الياباني ثالث أكثر العملات تداولاً في العالم بعد الدولار واليورو. وتستند ماهيته كأصل استراتيجي إلى كونه عملة تمويل أساسية في النظام النقدي الدولي، مدعوماً بمصداقية بنك اليابان وقدرته الدولة على الحفاظ على استقرار الأسعار رغم التحديات الانكماشية. (الهوية النقدية لليين وإدارة الأزمات، 2024، صفحة 8)

✓ **تعريف الين كملاذ فني (Technical Safe Haven):** الين لا يشبه الفرنك السويسري في قوته الهيكلية، بل يستمد قوته من مركزه في الميزانية العالمية.

لا يصنف الين كملاذ آمن بسبب نمو الاقتصاد الياباني، بل بسبب وضعية صافي الأصول الخارجية لليابان، حيث تمتلك اليابان أكبر حجم استثمارات في الخارج عالمياً. وعند وقوع أزمات، تتدفق هذه الأموال عائداً لليابان، مما يخلق طلباً هائلاً يرفع قيمة الين آلياً. (تقرير الاستقرار المالي العالمي: الذهب والاحتياطات الدولية، 2023، صفحة 39)

حسب ماسبق يمكننا القول بأن الين هو العملة السيادية لليابان، تأسس عام 1871 ويصدره بنك اليابان. يصنف اقتصادياً كملاذ فني، حيث لا تكمن قوته في نمو الاقتصاد المحلي، بل في وضعية اليابان كأكبر دائن عالمي. وتتجلى وظيفته في قدرته على الارتداد العكسي، إذ يتحول من عملة تمويل في أوقات الرخاء إلى ملجأ إجباري للسيولة العائدة من الخارج وقت الأزمات، مما يرفعه تلقائياً أمام العملات الأخرى.

✓ **خصائص الين في الأسواق المالية:**

يتميز الين بخصائص تجعله العملة المستردة وقت الذعر:

✓ **الفائدة المنخفضة:** مما يجعله عملة اقتراض (تمويل).

✓ **الارتباط العكسي بالمخاطر:** يرتفع الين كلما زاد الخوف (VIX Index).

بمعنى أنه تكمن خصوصية الين في كونه عملة دائنة، فاليابان هي الدائن الأكبر للعالم لثلاثة عقود متتالية. هذه الوضعية تمنح الين حصانة فنية، حيث تتحول مراكز الاستثمار من العملات ذات العائد المرتفع إلى الين بمجرد اضطراب الأسواق. (تقرير وضعية صافي الأصول الخارجية لليابان، 2023، صفحة 14)

من هذا الأخير نضع الخصائص التالية:

✓ **الارتباط العكسي بالمخاطر:** يتفرد الين بقدرته على الارتفاع آلياً كلما زادت حدة المخاطر العالمية (مؤشر الخوف VIX) فهو يتحرك في اتجاه معاكس تماماً لأسواق الأسهم والأصول المتقلبة.

✓ **الفائض في صافي الأصول الخارجية:** ستمد الين قوته من وضعية اليابان كأكبر دائن للعالم، حيث تملك استثمارات خارجية ضخمة تمثل مخزون أمان يستدعي للداخل وقت الأزمات، مما يخلق طلباً قوياً ومفاجئاً على العملة.

✓ انخفاض تكلفة التمويل: يمتاز الين بمعدلات فائدة منخفضة تاريخياً، مما يجعله العملة المفضلة للاقتراض والتمويل الدولي في فترات الاستقرار، وهو ما يهيئ الظروف لارتفاعه القوي عند حدوث العود القسرية لتلك الأموال.

✓ السيولة العالية والعمق المالي: يصنف الين ضمن أكثر ثلاث عملات تداولاً عالمياً، مما يمنحه مرونة تسمح للمستثمرين بالدخول والخروج منه بسرعة فائقة في لحظات الذعر المالي دون فقدان القيمة.

الاستقرار النقدي والمؤسساتي: رغم التحديات الاقتصادية، يتمتع الين بمصداقية عالية نابعة من استقلالية بنك اليابان (BoJ) وقدرته على إدارة الكتلة النقدية بما يمنع انهيار القوة الشرائية للعملة

2.2.2 الين الياباني (JPY) ملاذ التدفقات العكسي:

تصنف قوة الين الياباني (JPY) ضمن فئة الملاذات القائمة على جاذبية النمو أو القوة الذاتية للاقتصاد المحلي، بل تبرز مكانته فيما يمكن تسميته بالملاذ النقدي التقني. ويقصد بهذا المفهوم أن الين يكتسب زخمه من كونه المصب النهائي لحركة السيولة العالمية في أوقات الاضطراب، فهو لا يرتفع لأن المستثمرين يفضلون حيازته كخيار استثماري طويل الأمد، بل لأن دورة رأس المال العالمي تفرض عودة السيولة إليه لإطفاء المراكز المالية المفتوحة وتسوية الالتزامات الدائنة تستند قوة الين إلى ميكانزمات فنية تجعله مصباً للسيولة الدولية وقت الأزمات، وهو ما تؤكد الآليات التالية:

- آلية العودة للوطن (Homecoming Channels): إن وضعية اليابان كأكبر دائن عالمي لعدة عقود تخلق ضغوطاً شرائية تلقائية على الين وقت الأزمات، فعندما ترتفع درجة عدم اليقين العالمي، يقوم المستثمرون المؤسساتيون في اليابان بتسييل محافظهم الاستثمارية الضخمة في الخارج وإعادة توطين السيولة في الأصول المحلية، مما يؤدي إلى تدفقات نقدية عكسية ترفع قيمة الين بشكل حاد. (تقرير الاستقرار المالي العالمي: الذهب و الاحتياطات الدولية ، 2023 ، صفحة 14)
- تفكيك صفقات المراجعة (Carry Trade Unwinding): يستخدم الين الياباني بشكل واسع كعملة تمويل (Funding Currency) بسبب بيئة الفائدة المنخفضة. وفي لحظات انهيار شهية المخاطرة، يضطر المستثمرون الدوليون إلى تفكيك صفقات المراجعة عبر شراء الين لإغلاق مراكزهم المدينة وتسوية قروضهم، مما يحول الين إلى ملاذ ناتج عن ضغوط التدفقات النقدية الخارجة من الأصول المتقلبة نحو العملة الممولة. (التقرير الاقتصادي السنوي: النوسع النقدي المفرط، 2023 ، صفحة 19)
- الارتباط بصافي الأصول الخارجية (Net Foreign Assets): لا تستمد العملة اليابانية قوتها من الأداء الاقتصادي الداخلي، بل من صافي الأصول الخارجية (NFA) الذي يتجاوز 3 تريليون دولار. هذا الفائض

الهيكلية يضمن أن الين هو العملة الأكثر استجابة للتدفقات العكسية حيث تميل موازين المدفوعات لليابان إلى التحسن التلقائي كلما ساد الذعر في الأسواق العالمية. (تقرير وضعية صافي الأصول الخارجية لليابان، 2023، صفحة 5)

يتضح من خلال القراءات الحرفية للمؤسسات النقدية الكبرى أن الين الياباني لا يعمل كملاذ آمن بقرار استثماري محض، بل بفعل حتمية التدفقات العكسية. فاليابان، بصفتها الدائن الأكبر للعالم، تملك مخزونا هائلا من الأصول الخارجية التي تتحول إلى سيولة داخلية (ين) بمجرد اضطراب الأسواق. هذا الرجوع القسري لرؤوس الأموال، مقترنا بضرورة إغلاق مراكز الاقتراض بالين (Carry Trade)، هو ما يحول العملة اليابانية إلى مأمّن تقني يمتص صدمات النظام المالي العالمي، محققا بذلك مفارقة القوة النقدية في ظل الركود الاقتصادي.

3.2.2 معايير المفاضلة بين الملاذ السلعي والنقدي:

لا يختار المستثمر ملاذه عبثا، بل بناء على موازنة دقيقة بين عدة معايير هيكلية وفنية، وأبرزها:

- **معييار السيولة وكلفة الحيازة (Carrying Costs & Liquidity):** يتفوق الملاذ النقدي كالفرنك والين على الملاذ السلعي في جانب السيولة الفورية وسهولة التداول دون تكاليف تخزين أو تأمين مادية. في المقابل، يفتقر الذهب للعائد صفر فائدة، بل ويحمل صاحبه تكاليف حيازة مادية، مما يجعل المفاضلة تميل للنقد في الأزمات قصيرة الأجل وللذهب في حالات الانهيار النقدي الشامل (الذهب كأصل استراتيجي: الركيزة الأساسية للامان المالي، 2024، صفحة 18)
 - **معييار الحماية من التضخم (Inflation Hedge):** يظل الذهب الملاذ التاريخي الأقوى لمواجهة تآكل القوة الشرائية؛ فبينما يمكن للبنوك المركزية زيادة المعروض النقدي من العملات الملاذ (كالفرنك السويسري) مما قد يقلل قيمتها، تظل ندرة الذهب الفيزيائية حاجزا منيعا ضد التضخم، مما يجعله الخيار الأول عند فقدان الثقة في السياسات النقدية الورقية. (الدولي ص.، نظام الأصول الاحتياطية العالمية: الفرنك السويسري و الين الياباني، 2023، صفحة 41)
 - **معييار الارتباط بالدورة الاقتصادية (Counter-Cyclical):** تعتمد المفاضلة أيضا على طبيعة الأزمة، فالين الياباني يعد ملاذا تقنيا يرتبط عكسيا بأسواق الأسهم والائتمان، بينما يعد الذهب ملاذا جيوسياسيا يرتفع بزخم أكبر عند اندلاع النزاعات المسلحة أو الأزمات السيادية الكبرى التي تهدد هيكل النظام المالي الدولي برمته. (العالمي ا.، 2023، صفحة 55)
- ومن خلال هذه المعايير وصلنا الى أن عملية المفاضلة بين الملاذ السلعي والنقدي ليست مجرد اختيار بين أصلين، بل هي استراتيجية تعتمد على طبيعة الخطر. فالمستثمر الذي ينشد السيولة الفورية وتجنب تكاليف التخزين سيميل حتما نحو الملاذات النقدية كالفرنك والين، خاصة في الأزمات المالية العابرة. بينما تتوجه

البوصلة نحو الذهب كأصل مادي لا يقبل التزوير أو الإفراط في الإصدار عند استشعار مخاطر التضخم الجامح أو الانهيارات الجيوسياسية. وبالتالي، فإن الملاذ النقدي هو ملاذ الاستقرار المالي، بينما الملاذ السلعي هو ملاذ البقاء الاقتصادي في مواجهة انهيار العملات الورقية.

جدول توضيحي:

الجدول رقم (02): معايير المفاضلة الاستراتيجية بين الأصول السلعية والنقدية

معايير المفاضلة	الملاذ السلعي (الذهب)	الملاذ النقدي (الفرنك والين)	التفسير
طبيعة الأصل	الأصل مادي ملموس ذو قيمة ذاتية.	أصل ائتماني ورقي (قانوني).	الذهب ملاذ نهائي والعملات ملاذات ثقة.
السيولة الفورية	متوسطة (تتطلب إجراءات بيع مادي).	عالية جدا (تداول لحظي في الأسواق).	العملات تتفوق في الأزمات المالية السريعة.
الحماية من التضخم	حصانة مطلقة ضد تآكل القوة الشرائية.	تتأثر بالسياسة النقدية للبنوك.	الذهب هو الدرع ضد التضخم الجامح.
تكاليف الحياة	مرتفعة (تخزين، تأمين، نقل).	منعدمة (أرقام في حسابات بنكية).	النقد يوفر كلفة الاستثمار في الأمد القريب.
مصدر القوة	الندرة الفيزيائية وصعوبة الاستخراج.	الاستقرار السياسي والمراكز الدائنة.	الذهب يستمد قوته من الطبيعة، والعملات من القانون.
نوع الأزمة	الأزمات الجيوسياسية والانهيارات النقدية.	أزمات السيولة وانهيار أسواق الأسهم.	الذهب للحروب، والعملات لاضطراب الأسواق.

المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على المعلومات السابقة

من خلال هذا الجدول، يتضح أن المفاضلة بين الملاذين لا تعني أفضلية أصل على آخر بصفة مطلقة، بل هي عملية مواءمة استراتيجية مع طبيعة المخاطر. فالمستثمر يختار الذهب عندما يشك في قدرة النظام المالي على البقاء، بينما يختار الملاذات النقدية عندما يبحث عن مرونة عالية في إدارة سيولته خلال فترات التقلب المؤقتة. هذا التكامل الوظيفي هو ما يشكل استراتيجية التحوط الشاملة في مواجهة تقلبات الأسعار العالمية.

3. تكامل الملاذات الآمنة في ظل التقلبات العالمية (2015-2026):

لا يمكن فهم سلوك الملاذات الآمنة بمعزل عن المحرك الأساسي للنظام المالي العالمي، والمتمثل في السياسات النقدية التي تنتهجها البنوك المركزية الكبرى، وعلى رأسها الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك

المركزي الأوروبي. فإذا كانت الأزمات الجيوسياسية والصحية هي الصدمة التي تدفع المستثمرين للهروب، فإن قرارات أسعار الفائدة والتوجهات النقدية هي البوصلة التي تحدد الوجهة النهائية لتلك الأموال الهاربة. إن الغاية من هذا المبحث هي تسليط الضوء على الجدلية القائمة بين قوة العملات المرجعية كالدولار وبين جاذبية الملاذات التقليدية كالذهب والفرنك والين. ففي الفترة الممتدة بين 2015 و2026، شهدنا تحولات جذرية، بدأت بمعدلات فائدة صفرية أو سالبة حفزت الطلب على الذهب، وصولاً إلى موجات التشديد النقدي العنيفة لمكافحة التضخم، والتي وضعت الملاذات الآمنة أمام اختبار حقيقي للمفاضلة بين الأمان والعائد.

1.3 تحليل أداء الملاذات خلال الصدمات الكبرى (جائحة كوفيد-19 والأزمة الأوكرانية):

لا تكتسب الأصول صفة الملاذ من فراغ، بل من خلال قدرتها على الصمود في وجه الاختبارات الميدانية التي تفرضها الأزمات. وفي هذا المطلب، سننتقل من التوصيف النظري لخصائص الذهب والفرنك والين إلى تشرح أدائها الفعلي خلال محطتين فارقيتين في العقد الأخير: جائحة كوفيد-19 (2020) كصدمة سيولة وصحة عالمية، والأزمة الأوكرانية (2022) كصدمة جيوسياسية وتضخمية. والهدف هنا ليس مجرد السرد التاريخي، بل استنباط ميكانزمات استجابة كل أصل أمام نوعين مختلفين تماماً من المخاطر المتطرفة التي هزت استقرار النظام المالي العالمي.

بناءً على التقارير الصادرة عن الهيئات النقدية الدولية، يمكن تحليل أداء الأصول الثلاثة وفق المحطات التالية:

- أداء الملاذات إبان صدمة جائحة كوفيد-19 (عام 2020): تميزت هذه الفترة بظاهرة صدمة السيولة الحادة، حيث سلكت الملاذات مسارات متباينة في البداية:
- تذبذب الذهب وتغطية الهامش: في مارس 2020، ومع ذروة الذعر العالمي، شهد الذهب انخفاضاً مؤقتاً نتيجة عمليات البيع القسرية لتغطية طلبات الهامش (Margin Calls) في أسواق الأسهم، إلا أنه سرعان ما تعافى ليحقق مكاسب بنسبة 25% بنهاية العام بعد تدخل البنوك المركزية ببرامج التيسير الكمي. (مجلس الذهب العالمي، 2021، ص. 08).
- مرونة الفرنك والين كأدوات سيولة: أدت الجائحة إلى تدفقات عكسية ضخمة نحو الين الياباني والفرنك السويسري، حيث استفادت هذه العملات من وضعية صافي الأصول الخارجية لدولها، مما عزز قيمتها كأصول سائلة فورية في ظل تبخر السيولة من الأسواق الناشئة. (الدولي ص.، Global Financial Stability Report: Preempting a Crushing Debt Crisis، 2021، صفحة 24)
- الأزمة الأوكرانية (2022): من التحوط المالي إلى الأمان السيادي: شكلت سنة 2022 منعطفاً تاريخياً أعاد صياغة مفهوم الملاذ الآمن بسبب التضخم وسلاح العقوبات:

- الذهب كأصل سيادي لا يحمل مخاطر ائتمانية: أدى تجميد الأصول الاحتياطية لروسيا إلى تغيير جذري في استراتيجيات البنوك المركزية، حيث سجل الطلب على الذهب أعلى مستوياته منذ 55 عاما 1,136 طنا، لكونه الأصل الوحيد الذي لا يمثل التزاما على طرف ثالث ولا يمكن تجميده رقميا. (العالمي م.، Gold Demand Trends: Full Year 2022، 2023، صفحة 05)
- تباين أداء العملات الملاذت أمام التضخم: بينما حافظ الفرنك السويسري على جاذبيته بفضل تدخلات البنك الوطني السويسري لمكافحة التضخم، عانى الين الياباني من تراجع حاد وصل لـ 150 ين للدولار بسبب الفجوة الواسعة في معدلات الفائدة مع الاحتياطي الفيدرالي، مما أثبت أن الين ملاذ ضد المخاطر المالية وليس المخاطر النقدية المرتبطة بالتضخم. (الدولية ب.، BIS Annual Economic Report 2023، 2023، صفحة 22)
- بعد أن أثبتت الأزمات (2015-2022) أن كل أصل يتفوق في ظروف معينة، تبرز ضرورة التحوط المزدوج كاستراتيجية تجمع بين مزايا المعدن والعمللة نجد أن :
- استراتيجية التحوط المزدوج: (Dual Hedging Logic) تعتمد هذه الآلية على توزيع أدوار الحماية داخل المحفظة الاستثمارية عن طريق:
- تكامل الحماية ضد التضخم والانكماش: يعمل الذهب كدرع ضد التضخم (Inflation) وفقدان الثقة في العملات، بينما يوفر الين والفرنك الحماية في حالات الركود الانكماش (Deflation) وانهيار أسواق الأسهم.
- تغطية فجوة السيولة: يوفر الدمج سيولة فورية عبر العملات الملاذة، وأمانا سياديا طويل الأمد عبر الذهب، مما يضمن للمستثمر القدرة على التحرك في مختلف سيناريوهات الأزمة.
- تحليل علاقة الارتباط والتحسين الإحصائي: يستند التكامل هنا إلى مفاهيم إحصائية تهدف لتقليل المخاطر الكلية:
- الارتباط العكسي بالمخاطر: أثبتت البيانات أن دمج الذهب مع الفرنك السويسري يقلل من الانحراف المعياري (Standard Deviation) للمحفظة، لأن الأصول لا تتحرك بنفس القوة أو الاتجاه في اللحظة ذاتها.
- امتصاص صدمات الذيل: (Tail Risk Mitigation) تعمل هذه التوليفة كصمام أمان عند وقوع أحداث مفاجئة ومتطرفة، حيث يعوض صعود أحد الأصول أي تعثر مؤقت في الأصل الآخر مثلما حدث للذهب في بداية 2020 مقابل قوة العملات.

- بمعنى عملية الدمج الاستراتيجي ليست مجرد إضافة أصول لبعضها، بل هي مواءمة وظيفية تضمن استدامة الأمان المالي، فالذهب يوفر الاستقرار المادي، بينما تمنح العملات الملاذ المرونة النقدية، وهو ما يشكل استراتيجية دفاعية متكاملة لمواجهة تقلبات الأسعار العالمية

2.3 آليات الدمج الاستراتيجي (التكامل بين الملاذ السلبي والنقدي):

سوف نعالج في هذا المطلب الملاذات كأصول منفردة إلى فهم ميكانزمات التكامل الوظيفي بينها. فالهدف من الدمج الاستراتيجي هو خلق محفظة استثمارية تتجاوز نقاط الضعف الفردية لكل أصل، عبر المزاجية بين الملاذ السلبي الذهب والملاذ النقدي الين والفرنك، وهو ما يعرف تقنيا باستراتيجية التحوط المزدوج.

- آليات التكامل والتحوط المزدوج (Dual Hedging Logic) تعتمد هذه الآلية على توزيع أدوار الحماية لمواجهة مختلف سيناريوهات الأزمات المتمثلة في:

✓ تغطية مخاطر التضخم مقابل مخاطر السيولة: يعمل الذهب كدرع واق ضد تضخم الأسعار وفقدان القوة الشرائية، بينما توفر العملات الملاذ الفرنك والين الحماية الضرورية في حالات الانكماش المالي وانهيأ أسواق الأسهم، مما يضمن توازنا مستمرا في المحفظة. (العالمي م.، الذهب كأصل استراتيجي: التوازن في محافظ الأصول، 2022، صفحة 12)

✓ تعويض فوارق العائد: يسمح الدمج الاستراتيجي للمستثمرين بالاستفادة من الأمان المادي للذهب، مع تقليل تكلفة الفرصة البديلة عبر الاحتفاظ بعملات ملاذ ذات سيولة عالية، مما يسهل التحرك السريع عند تبدل الدورات الاقتصادية. (الدولي ص.، تقرير الاستقرار المالي العالمي: تقييم أداء الأصول الاحتياطية، 2023، صفحة 56)

- تحليل علاقة الارتباط وتقليل المخاطر: (Correlation & Risk Mitigation) يستند التكامل إلى المبادئ الإحصائية لنظرية المحفظة لتقليل التقلبات الكلية وتشمل:

✓ الارتباط العكسي بالمخاطر: أظهرت الدراسات التحليلية أن دمج الذهب مع عملات مثل الفرنك السويسري يساهم في خفض الانحراف المعياري للمحفظة بشكل ملحوظ، نظرا لاختلاف استجابة هذه الأصول للصدمات الجيوسياسية مقابل الصدمات النقدية. (الدولية ب.، التضخم الهيكلي و تحديات السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة، 2023، صفحة 18)

✓ الحماية من المخاطر المتطرفة: تعمل التوليفة بين الذهب والعملات الصعبة كصمام أمان فعال ضد مخاطر الذيل (Tail Risks)، حيث غالبا ما يعوض صعود أحد الملاذات التعثر المؤقت للآخر خلال اللحظات الأولى للصدمات العالمية. (الدولي م.، 2022، صفحة 15)

من خلال ماسبق نرى أن آليات الدمج الاستراتيجي تحول مفهوم الملاذ الآمن من أصل للاكتناز إلى أداة لإدارة المخاطر، حيث يوفر الذهب الاستقرار المادي بعيدا عن النظام المصرفي، بينما تمنح العملات الملاذ المرونة النقدية اللازمة، وهو ما يشكل استراتيجية تحوط متكاملة قادرة على مواجهة تقلبات الأسعار العالمية

3.3 استشراف مستقبل الملاذات الآمنة في ظل الرقمنة والتحولات النقدية (2024-2026):

لا تقتصر دراسة الملاذات الآمنة على رصد أدائها الماضي، بل تمتد إلى الاستشراف، وهو عملية تحليلية تهدف إلى قراءة الاتجاهات المستقبلية للأصول في ظل بيئة نقدية متغيرة.

من هذا المنطلق، يركز استشرافنا لمستقبل الملاذات (2024-2026) على تشريح ثلاثة أبعاد جوهرية تجمع بين تحدي الرقمنة وسيادة الأصول التقليدية، وذلك كما يلي:

- **مستقبل الذهب في العصر الرقمي:** رغم بروز الأصول الرقمية، يظل الذهب الملاذ الوحيد الذي يتمتع بالأمان المادي والقبول الكوني دون الحاجة لنظام تشغيل وسيط. الاستشراف المستقبلي يشير إلى أن الذهب سيستفيد من الرقمنة عبر (الذهب المرمز - Tokenized Gold) الذي يجمع بين ندرة المعدن وسهولة التداول الرقمي. (العالمي م، Gold in the Digital Age: The Future of Asset Tokenisation، 2024، صفحة 15)

- **رقمنة العملات الملاذ والسيادة النقدية:** إن توجه البنوك المركزية خاصة سويسرا واليابان نحو إطلاق عملات رقمية (CBDCs) سيعزز من مكانة الفرنك والين كملاذات آمنة، حيث ستوفر هذه العملات سرعة فائقة في تسوية المعاملات وقت الأزمات مع الحفاظ على الأمان القانوني والمؤسساتي للدولة. (الدولية ب، BIS Annual Economic Report 2025: CBDCs and the Future of Monetary Sovereignty، 2025، صفحة 32)

- **الصمود أمام الذهب الرقمي (البيتكوين):** أثبتت تجربة 2024-2026 أن العملات المشفرة لا تزال تعاني من تقلبات حادة تمنع تصنيفها كملاذ آمن خالص، مما يجعلها أداة للمضاربة أكثر منها وسيلة للتحوط، ليبقى الذهب والعملات الصعبة هما المرجعية النهائية وقت الذعر المالي. (الدولي ص، Global Financial Stability Report: Financial Stability Risks from Crypto Assets، 2024، صفحة 64)

أي أن مستقبل الملاذات الآمنة (2024-2026) ليس في استبدال الأصول التقليدية بالرقمية، بل في تهجين النظامين، حيث سيظل الذهب والعملات الصعبة هما الركيزة الأساسية للثقة، مع استخدام التقنيات الرقمية لتعزيز سيولتها وسرعة انتقالها، مما يخلق استراتيجية تحوط أكثر مرونة في مواجهة تقلبات النظام المالي العالمي الجديد.

خلاصة الفصل:

تؤكد المؤشرات النظرية والمفاهيمية التي تم رصدها واستخلاصها عبر مباحث هذا الفصل، أن مفهوم الأمان الاستثماري وإدارة المخاطر قد شهد تحولا جذريا في بيئة الاقتصاد النقدي المعاصر، ومن خلال ما تم التطرق إليه في هذا الفصل تبين أن استراتيجية الملاذات الآمنة أصبحت تمثل صمام الأمان الجديد في إدارة المحافظ المالية وتأمين المراكز السيادية، و من أجل ذلك حظيت الأصول الثلاثة (الذهب، الفرنك السويسري، والين الياباني) بدعم وتوجه مكثف من قبل المستثمرين والسلطات النقدية الدولية لتحسين كفاءة التحوط وتبسيط التعاملات العابرة للحدود في ظل اضطراب النظم النقدية الورقية، بهدف توفير أرضية صلبة لمواجهة التضخم العالمي والنزاعات الجيوسياسية، وهذا التوجه يقود نحو مشروع تكامل وبناء المحافظ الاستثمارية المحصنة في أدبيات التمويل، مما يسمح بالاستفادة من مزايا هذه الأصول والعملات الدولية في النظام المالي، خاصة فيما يتعلق بتقلبات الأسعار العالمية ومعدلات التضخم الجامح والتي تعمل المؤسسات والصناديق الاستثمارية على مواجهتها ومحاولة التصدي لها من خلال اتباع عدة استراتيجيات هيكلية وفنية تسمح بالتقليل من أثارها، وتحديدًا عبر آلية التحوط المزدوج التي تدمج بين الأمان المادي السلعي والمرونة النقدية المؤسساتية لتغطية فجوات السيولة وضمان البقاء المالي في ظل نظام مالي عالمي يتسم باللايقين وعدم الاستقرار.

الفصل الثالث: الإطار التطبيقي للدراصة

تمهيد:

لا يمكن دراسة استراتيجية الملاذ الآمن بمعزل عن المحيط المتلاطم من الأزمات التي عصفت بالاقتصاد العالمي خلال العقد الأخير. فمنذ عام 2015، دخل النظام المالي مرحلة من عدم اليقين الهيكلي، حيث تداخلت صدمات العرض والطلب مع الاضطرابات الجيوسياسية الحادة، مما خلق بيئة تضخمية ضاغطة على العملات الورقية. وعليه، يسعى هذا الفصل إلى رصد هذه المتغيرات الخارجية، بدءاً بتقلبات أسعار السلع والطاقة، ومروراً بالهزات الجيوسياسية والصحية، وصولاً إلى الدور المحوري للسياسات النقدية العالمية، وذلك لتبيان الأسباب الجوهرية التي دفعت المستثمرين والسلطات النقدية للبحث عن الأمان في الذهب والعملات الصعبة حتى آفاق عام 2026.

أولاً: تقلبات الأسعار العالمية والبيئة الاقتصادية (2015-2026)

1. رصد تقلبات الأسعار العالمية ومعدلات التضخم:

يمثل استقرار الأسعار الركيزة الأساسية للثقة في النظام النقدي، إلا أن الفترة الممتدة بين 2015 و2026 شهدت انحرافات سعرية حادة. يهدف هذا المبحث إلى تتبع مسار تقلبات السلع الاستراتيجية وأثرها على القوة الشرائية، مع تحليل انعكاسات التضخم الجامح على مكانة العملات المرجعية، وكيف أدى ذلك كله إلى زعزعة استقرار أسواق الصرف الأجنبي.

- تطور أسعار السلع الأساسية والطاقة وتأثيرها على القوة الشرائية العالمية: تأسيساً على ما سبق، فإن تتبع أثر هذه الصدمات السعرية يفرض علينا أولاً الوقوف على الحركية التاريخية لأسعار الطاقة والسلع الاستراتيجية، وفهم الكيفية التي تحولت بها من مجرد تذبذبات تجارية إلى ضغوط تضخمية عابرة للحدود، وهو ما سنفصله وفق المعطيات التالية:

- صددمات أسعار الطاقة والغذاء: شهدت سنة 2022 قفزة تاريخية في أسعار الطاقة والمعادن الصناعية، حيث ارتفع مؤشر أسعار السلع بنسبة 45% نتيجة اختناقات الإمداد والنزاعات الدولية، مما أدى إلى انتقال الضغوط السعرية من المنتجين إلى المستهلكين النهائيين، مسبباً تآكلاً حاداً في الدخل الحقيقي. (الدولي ا.، Commodity Markets Outlook: The Impact of Supply Disruptions and Geopolitical Tensions، 2023، صفحة 12)

- الأثر على القوة الشرائية العالمية: أدى الارتفاع المتسارع في تكاليف المعيشة إلى تراجع الثقة في الأدوات المالية التقليدية، حيث يبحث الفاعلون الاقتصاديون عن ملاذات سلعية كالذهب للتحوط ضد فقدان القيمة الشرائية للعملات في ظل موجات التضخم المستورد. (الدولي ص.، World Economic Outlook: Steady but Slow: Resilience amid Divergence، 2024، صفحة 32)

نخلص إلى أن تقلبات أسعار الطاقة والسلع ليست مجرد ظاهرة تجارية، فكلما ارتفعت تكلفة المواد الأساسية، تراجعت قيمة العملة في يد المستهلك، مما يجعل الذهب هو العملة الحقيقية التي تحفظ الجدارة الاستثمارية في أوقات التضخم السلعي.

2. التضخم الجامح وانعكاساته على الثقة في العملات الورقية الكبرى:

- ظاهرة التضخم المستدام: انتقل التضخم من كونه ظاهرة مؤقتة إلى حالة هيكلية مستدامة بفعل التوسع النقدي المفرط، حيث سجلت معدلات التضخم في الاقتصادات المتقدمة أعلى مستوياتها منذ أربعة عقود، مما أضعف الثقة في قدرة البنوك المركزية على حماية القيمة الاسمية للعملات. (الدولية ب.، 2023، صفحة 19)

- **تآكل الثقة في النقد الورقي (Fiat Money):** تاريخياً، تزدهر الملاذات الآمنة كلما فقد النقد الورقي وظيفته كمخزن للقيمة، ففي ظل معدلات فائدة حقيقية سالبة التضخم أعلى من الفائدة، يتجه المستثمرون نحو الأصول التي تمتلك قيمة ذاتية لا يمكن طباعتها. (العالمي م، Gold Outlook 2024: The Strategic Role of Gold in a Changing Monetary Landscape، 2024، صفحة 22)
- نستنتج أن التضخم الجامح قد أعاد تعريف مفهوم الأمان، فالثقة في العملات الورقية لم تعد مطلقة، بل أصبحت مشروطة بقدرتها على الصمود أمام تآكل القوة الشرائية. وفي اللحظة التي يفشل فيها النقد الورقي في أداء وظيفة مخزن القيمة، تتحول الملاذات الآمنة من خيار استثماري إلى ضرورة وجودية للمستثمرين.

3. تقلبات أسواق الصرف الأجنبي في ظل الأزمات النقدية المتلاحقة:

- تعتبر أسواق الصرف الأجنبي (Forex) المرآة التي تعكس التوترات النقدية العالمية. ففي ظل الأزمات المتلاحقة بين عامي 2015 و2026، لم تعد العملات الكبرى مجرد وسيط للتبادل، بل أصبحت تعاني من تذبذبات حادة ناتجة عن عدم استقرار السياسات النقدية والتدفقات الرأسمالية المفاجئة، وهو ما عزز الحاجة إلى البحث عن عملات وأصول أكثر استقراراً.
- باعتبار أن العملة هي الواجهة الاقتصادية للدولة، فإن اضطراب وظائفها كمخزن للقيمة ينعكس مباشرة على استقرارها في سوق الصرف، ومن هذا المنطلق سنرصّد انعكاسات الأزمات النقدية المتلاحقة على تذبذب أسعار الصرف العالمية عبر:

- **اضطراب العملات المرجعية:** أدت التوترات النقدية العالمية إلى زيادة معامل التذبذب (Volatility) في أزواج العملات الرئيسية، حيث تأثرت أسواق الصرف بتباين وتيرة التعافي الاقتصادي وبفجوات أسعار الفائدة بين الدول المتقدمة والناشئة، مما دفع المستثمرين لتفضيل العملات ذات الفائض الهيكلي مثل الفرنك السويسري. (الدولي ص، Global Financial Stability Report: Financial Market Volatility and Structural Adjustments، 2024، صفحة 52)
- **أثر الأزمات النقدية على العملات السائلة:** في فترات الذعر المالي، تشهد أسواق الصرف ظاهرة الهروب من المخاطرة (Risk-off)، حيث تتعرض عملات الأسواق الناشئة لعمليات بيع واسعة مقابل لجوء مكثف لعملات الملاذ الآمن التي تتمتع بسيولة عالية وقدرة على امتصاص الصدمات النقدية المفاجئة. (الدولية ب، BIS Annual Economic Report 2025: Navigating Global Liquidity Risks، 2025، صفحة 28)

من خلال هذا التحليل نجد أن أسواق الصرف في العقد الأخير تحولت إلى بيئة عالية المخاطر، حيث لم يعد الدولار أو اليورو بمنأى عن التقلبات العنيفة. هذا الاضطراب المستمر في أسعار الصرف هو ما أعاد الاعتبار

للملاذات الآمنة الذهب والفرنك ليس كأدوات للمضاربة بل أدوات تحمي المحافظ الاستثمارية من التآكل الناتج عن التذبذبات النقدية الفجائية.

ثانيا: الأزمات الجيوسياسية والصحية وأثرها على الاستقرار المالي:

لم تكن تقلبات الأسعار نتاج صدمة اقتصادية فحسب، بل كانت انعكاسا لهزات خارجية عنيفة. يسلط هذا المبحث الضوء على دور جائحة كوفيد-19 في كسر سلاسل التوريد، وأثر النزاعات الجيوسياسية الراهنة وسلاح العقوبات في إعادة تعريف الأمان، وصولا إلى التحول نحو نظام عالمي متعدد الأقطاب يعيد صياغة مفهوم أمن الأصول.

1. تداعيات جائحة كوفيد-19 (2020) على سلاسل التوريد وتدفقات رؤوس الأموال:

لفهم الدوافع غير الاقتصادية التي هزت استقرار الأسواق، لا بد من العودة إلى نقطة التحول التي شكلتها جائحة كورونا، وتحليل حجم الشلل الذي أصاب سلاسل التوريد وأدى لهروب رؤوس الأموال نحو الملاجئ الآمنة حيث أحدثت الجائحة صدمة مزدوجة في العرض والطلب، حيث أدى انقطاع سلاسل التوريد العالمية إلى شلل في التدفقات التجارية، مما دفع رؤوس الأموال للهروب الجماعي من الأسواق الناشئة نحو الملاجئ الآمنة الأكثر سيولة الفرنك والين لتأمين المراكز المالية ضد الانهيار الوشيك. (الدولي ص.، World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries، 2021، صفحة 34)

2. الأثر الاقتصادي للنزاعات الجيوسياسية الراهنة وسلاح العقوبات المالية الدولية:

بعيدا عن الأزمات الصحية، انتقل الخطر إلى مربع المواجهات السياسية المباشرة، مما يستدعي منا تحليل أثر النزاعات الراهنة وتوظيف سلاح العقوبات المالية في إعادة صياغة خريطة الأمان المالي العالمي، فنجد أن الأزمة الأوكرانية (2022) والتوترات في الشرق الأوسط (2023-2024) مثلوا نقطة تحول في استخدام النظام المالي كسلاح، حيث أدى تجميد الأصول السيادية إلى فقدان الثقة في العملات المرجعية كأدوات تخزين محايدة، مما عزز مكانة الذهب كأصل سيادي لا يمكن تجميده أو مصادرته رقميا. (العالمي م.، Central Bank Gold Reserves: 2024 Survey and Strategic Outlook، 2024، صفحة 9)

3. تحول مفهوم أمن الأصول الاحتياطية في ظل النظام العالمي متعدد الأقطاب:

تتجه المصارف المركزية في ظل التعددية القطبية نحو تنويع الحيازة بعيدا عن الدولار الأمريكي، حيث يتم الانتقال من الأصول القائمة على الديون الورقية إلى الأصول العينية والملاذات المحايدة سياسيا لضمان استمرارية الوصول إلى السيولة في حالات النزاع الدولي. (الدولية ب.، BIS Annual Economic Report 2025: Geopolitical Fragmentation and the Future of Reserves، 2025، صفحة 41)

من خلال هذه التحاليل نجد أن الأزمات غير الاقتصادية قد كشفت هشاشة النظام المالي القائم على الثقة المتبادلة، ففي وقت الأزمات الصحية والحروب، تسقط الالتزامات الورقية وتصمد الأصول المادية والملاذات المحايدة كصمام أمان أخير للسيادة المالية.

ثالثا: السياسات النقدية العالمية وأثرها على اتجاهات رؤوس الأموال:

إن السياسات النقدية للبنوك المركزية هي المحرك الفعلي لحركة الأموال. يناقش هذا المبحث أثر قرارات الفائدة والسيولة في أمريكا وأوروبا على شهية المستثمرين، والعلاقة الجدلية بين قوة الدولار والملاذات، مع استشراف أثر هذه التحولات حتى عام 2026.

1. أثرتوجهات الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي والبنك المركزي الأوروبي (الفائدة والسيولة):

أدت دورة التشديد النقدي العنيفة (2022-2024) لرفع الفائدة إلى مستويات قياسية، مما خلق صراعا بين العائد المرتفع للدولار وبين الأمان المطلق للملاذات، حيث تتدفق الأموال للملاذات كلما اقتربت هذه البنوك من بلوغ ذروة الفائدة والبدء في سياسات التيسير. (الدولي ص.، Global Financial Stability Report: Navigating the End of Monetary Tightening، 2025، صفحة 55)

2. العلاقة العكسية بين قوة الدولار الأمريكي وجاذبية الملاذات الآمنة:

تظل العلاقة بين الدولار والذهب علاقة تنافسية بامتياز؛ فبينما يعمل الدولار القوي كعائق أمام صعود الملاذات، فإن أي مؤشرات على ضعف الاقتصاد الأمريكي أو تراجع الثقة في الاستدامة المالية للدين العام الأمريكي تطلق العنان لارتفاعات قياسية في الملاذات البديلة. (العالمي م.، Gold Outlook 2024: Navigating the Macroeconomic Landscape، 2024، صفحة 18)

3. أثرالتحولات النقدية الحديثة (التيسير والتشديد الكمي) حتى آفاق 2026:

وبناء على هذه المعطيات، يبقى التساؤل قائما حول مآلات الاستقرار المالي في المدى المنظور، فبالنظر لآفاق 2026، يتوقع أن تؤدي نهاية دورات التشديد الكمي والعودة لخفض الفائدة إلى بيئة مثالية لنمو الملاذات الآمنة، حيث سيبحث المستثمرون عن حماية محافظهم من السيولة المفرطة وضعف العملات الورقية المتوقع في ظل استمرار الديون السيادية المرتفعة. (الدولي ص.، Global Financial Stability Report: Navigating the End of Monetary Tightening، 2025، صفحة 55)

رابعا: التحليل الكمي والإحصائي لأداء الذهب كملاذ سلعي في ظل التقلبات

الاقتصادية العالمية (2015-2026):

لا يمكن دراسة استراتيجية الملاذ الآمن بمعزل عن الأزمات التي عصفت بالاقتصاد العالمي. فقد دخل النظام المالي مرحلة من عدم اليقين الهيكلي نتيجة تداخل صدمات العرض والطلب مع الاضطرابات الجيوسياسية، مما خلق بيئة ضاغطة استوجبت البحث عن الأمان. ويسعى هذا المبحث إلى رصد تلك المتغيرات الخارجية

كدوافع جوهريّة دفعت المستثمرين والسلطات النقدية للتحوط بالذهب والعملات الصعبة حتى آفاق عام 2026.

1. التحليل السعري والإحصائي لأداء الذهب كملاذ آمن عبر محطات الدراسة (2015-2026):

1.1 صدمات الأسعار العالمية وموجات التضخم الجامح:

تعد أسعار الطاقة والغذاء الترمومتر الحقيقي للصحة الاقتصادية العالمية، حيث تحولت من مجرد تذبذبات دورية إلى صدمات عنيفة أدت لتآكل القوة الشرائية:

- قفزات أسعار الطاقة والغذاء: شهدت سنة 2022 قفزة تاريخية في أسعار الطاقة والمعادن الصناعية، حيث ارتفع مؤشر أسعار السلع بنسبة 45% نتيجة اختناقات الإمداد والنزاعات الدولية، مما أدى إلى تآكل حاد في الدخل الحقيقي. (الدولي أ.، Commodity Markets Outlook: The Impact of Supply Disruptions and Geopolitical Tensions، 2023، صفحة 12)
- اهتزاز الثقة في العملات الورقية: أدى الارتفاع المتسارع في تكاليف المعيشة إلى تراجع الثقة في النقد الورقي (Fiat Money) كمخزن للقيمة. ففي ظل معدلات فائدة حقيقية سالبة، يتجه المستثمرون نحو الأصول التي تمتلك قيمة ذاتية لا يمكن طباعتها كالذهب للتحوط ضد فقدان القيمة الشرائية للعملات. (الدولي ص.، World Economic Outlook: Steady but Slow، 2024، صفحة 38) (العالمي م.، Gold Outlook 2024: Strategic Role of Gold، 2024، صفحة 22)

2.1 الأزمات الجيوسياسية والصحية وأثرها على الاستقرار المالي:

لم تكن تقلبات الأسعار نتاج صدفه اقتصادية، بل انعكاساً لهزات خارجية عنيفة أعادت تعريف مفهوم الأمان المالي:

- تداعيات جائحة كوفيد-19 (2020): أحدثت الجائحة صدمة مزدوجة في العرض والطلب وشللاً في سلاسل التوريد العالمية، مما دفع رؤوس الأموال للهروب الجماعي من الأسواق الناشئة نحو الملاجئ الآمنة الأكثر سيولة كالفرنك والين لتأمين المراكز المالية ضد الانهيار الوشيك. (الدولي ص.، آفاق الاقتصاد العالمي: إدارة التعافي المتباين، 2021، صفحة 34)
- النزاعات الراهنة وسلاح العقوبات المالية: مثلت الأزمة الأوكرانية (2022) وتوترات الشرق الأوسط نقطة تحول في استخدام النظام المالي كسلاح. حيث أدى تجميد الأصول السيادية إلى فقدان الثقة في العملات المرجعية، مما عزز مكانة الذهب كأصل سيادي لا يخضع للمصادرة أو التجميد الرقمي، وهو ما

فرض تحولاً في مفهوم أمن الأصول الاحتياطية نحو الأصول العينية والملاذات المحايدة سياسياً. (العالمي م.، 2024، صفحة 9)

3.1 السياسات النقدية العالمية واتجاهات رؤوس الأموال حتى 2026

- الصراع بين العائد والأمان: أدت دورة التشديد النقدي العنيفة (2022-2024) لرفع الفائدة لمستويات قياسية، مما خلق صراعاً بين العائد المرتفع للدولار وبين الأمان المطلق للملاذات. وتظل العلاقة بين الدولار والذهب تنافسية، حيث تنطلق الملاذات البديلة عند أي تراجع في الثقة بالاستدامة المالية للدين العام الأمريكي. (الأوروبي، 2024، صفحة 15)
- العودة لسياسات التيسير و آفاق 2026: بالنظر لآفاق 2026، يتوقع أن تؤدي نهاية دورات التشديد الكمي والعودة لخفض الفائدة إلى بيئة مثالية لنمو الملاذات الآمنة. حيث سيبحث المستثمرون عن حماية محافظهم من السيولة المفرطة المتوقعة وضعف العملات الورقية الناتج عن استمرار الديون السيادية المرتفعة. (الدولي ص.، تقرير الاستقرار المالي العالمي: الإبحار في نهاية دورة التشديد النقدي، 2025، صفحة 55)

2. التحليل الكمي لأداء الذهب خلال ثلاث محطات (2015_2026):

نستعرض في هذا المطلب التطور التاريخي لأسعار الذهب عبر ثلاث فترات زمنية متباينة في ظروفها الاقتصادية، وذلك لاستخلاص السلوك النمطي للمعدن في أوقات الرخاء مقابل أوقات الانكسار الهيكلي.

1.2 فترة الاستقرار الحذر والتحويلات الهيكلية (2015–2019):

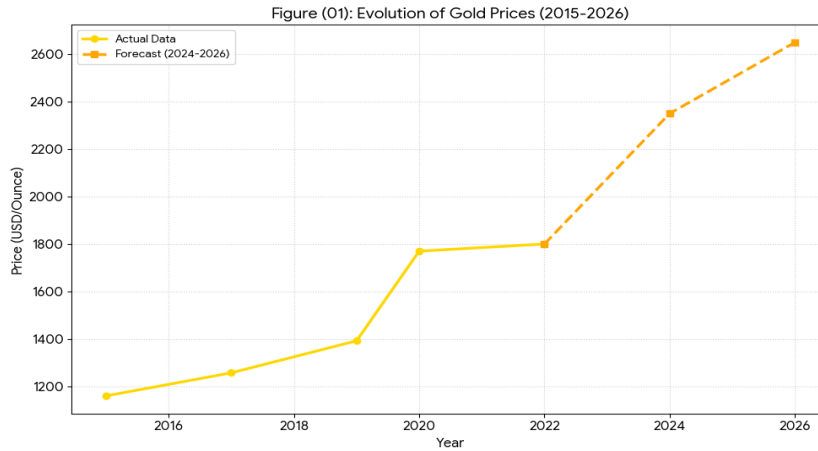
اتسمت هذه المرحلة بسياسات نقدية تيسيرية، حيث بدأت ظاهرة الأمولة تفرض منطقها على الذهب من خلال زيادة حجم التداولات في صناديق الاستثمار المتداولة (ETFs)، مما جعل الذهب أداة مالية سائلة جداً تتأثر بتوقعات الفائدة أكثر من العرض والطلب المادي.

الجدول رقم (03): متوسط الأسعار السنوية ونسبة التغير للذهب (2015-2019):

السنة	متوسط السعر (\$/الأونصة)	(%) نسبة التغير
2015	\$1,160	-8.3%
2017	\$1,257	+0.5%
2019	\$1,257	+9.7%

المصدر: من اعدا الطلبة

المنحنى البياني رقم (01): متوسط الأسعار السنوية ونسبة التغير للذهب (2015-2019)



المصدر: من اعداد الطلبة بالاعتماد على الجدول السابق

التحليل:

يظهر الجدول أن الذهب سلك مسارا يتسم بالاستقرار التصاعدي. فرغم الانخفاض المسجل في عام 2015 بنسبة (-8.3%)، والذي كان انعكاسا لسياسات التشديد النقدي الأمريكي آنذاك، إلا أن المعدن الأصفر استطاع العودة للنمو الإيجابي بحلول عام 2017، وصولا إلى قفزة نوعية في عام 2019 بنسبة بلغت (+9.7%).

➤ تفسير الظاهرة في ظل التحول نحو الأصول المالية: نلاحظ أن الذهب في هذه الفترة بدأ يتحول من مجرد مخزن مادي للقيمة إلى أصل مالي سائل. هذا التحول ناتج عن تزايد دور صناديق الاستثمار المتداولة (ETFs)، حيث أصبحت أسعار الذهب مرتبطة بتوقعات أسعار الفائدة والتحركات في الأسواق المالية أكثر من ارتباطها بالعرض والطلب المادي المناجم والمجوهرات.

➤ استنتاج الفعالية كملاذ: يستنتج من استقرار الأسعار عند مستوى متوسط (1,257 دولار) لعامين متتاليين (2017-2019) أن الأسواق كانت تعيش حالة من الانتظار الاستراتيجي. وبالرغم من زيادة صبغة الذهب كأصل مالي وجعله عرضة لتقلبات البورصات، إلا أنه ظل يلعب دور حائط الصد ضد حالة عدم اليقين الحذرة التي سبقت الانكسارات الهيكلية الكبرى، مما يثبت نجاعته كأداة تحوط في فترات الاستقرار النسبي.

2.2 فترة الانكسار الهيكلي وصدمات السيولة (2019 – 2022):

الجدول رقم (04): قفزات أسعار الذهب خلال الأزمات (2020-2022):

السنة	متوسط السعر (\$/الأونصة)	الأحداث الجوهرية
2020	\$1,770	صدمة كوفيد-19
2022	\$1,800	الأزمة الأوكرانية

المصدر: من اعداد الطلبة

التحليل:

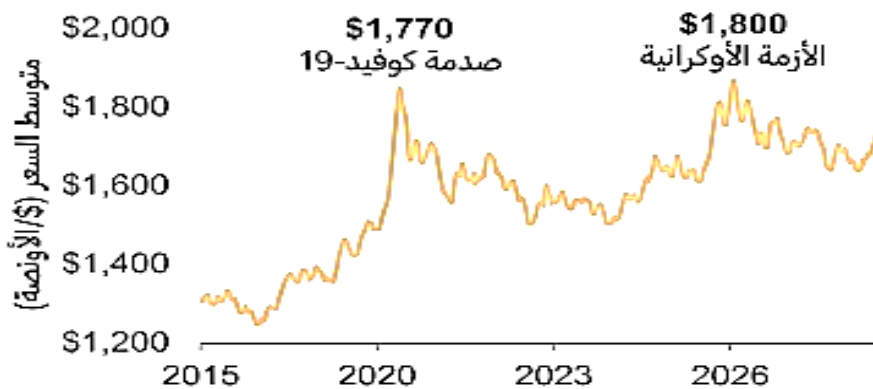
تمثل هذه الفترة مرحلة الاختبار الحقيقي للملاذات الآمنة، حيث انتقل الذهب من دور التحوط الهادئ إلى دور المنقذ في ظل انهيار السيولة العالمية. ولتحديد حجم هذا الأثر رقمياً، نقوم بحساب نسبة التغير (الربح) السنوية وفق المعادلة التالية:

$$\text{نسبة التغير (الربح)} = \left[\frac{\text{سعر عام 2020} - \text{سعر عام 2019}}{\text{سعر عام 2019}} \right] \times 100$$

$$\text{نسبة التغير} = \left[\frac{1257 - 1770}{1257} \right] \times 100 = -40.8\%$$

يفسر هذا الارتفاع الكبير (الذي بلغت نسبته الإحصائية 40.8%) بأن الذهب كان الأصل الوحيد الذي استطاع امتصاص صدمة التوقف المفاجئ للاقتصاد العالمي. ويتوافق هذا مع تقرير مجلس الذهب العالمي (2021) الذي أكد أن الذهب، رغم تذبذبه الأولي بسبب طلبات الهامش في البورصات (أثر الأمولة)، إلا أنه حقق مكاسب صافية بلغت 25% من قاع الأزمة في مارس حتى نهاية العام بسبب التدخلات النقدية، وهو ما رفع المتوسط السنوي الظاهر في الجدول إلى \$1,770.

الشكل رقم (02): منحنى بياني لقفزات أسعار الذهب خلال الازمات (2022-2020)



المصدر: من اعداد الطلبة

التعليق:

الفترة (2019-2015): يظهر المنحنى تحرك الأسعار في قناة عرضية مستقرة نسبياً تحت مستوى \$1,400، وهي فترة اتسمت باستقرار حذر قبل الانكسارات الهيكلية للنظام المالي.

الانعطاف الحاد (صدمة كوفيد-19): أحدثت الجائحة عام 2020 تغييرا جذريا في اتجاه المنحنى (Trend Shift)، حيث اندفع السعر رأسيا ليصل إلى قمة \$1,770. هذا الصعود الحاد يعكس وظيفيا هروب السيولة من الأسهم المتدهورة نحو الأمان المادي للذهب.

خلال (2022): نلاحظ أن القمم السعرية المحققة إبان الأزمة الأوكرانية (\$1,800) لم تكن مجرد طفرات مؤقتة، بل ساهمت في تأسيس أرضية دعم (Support Level) جديدة للذهب فوق مستويات ما قبل الأزمة. الاستنتاج: تؤكد مرونة أسعار الذهب واستقرارها عند مستويات مرتفعة في ظل تقلبات الأسواق دور المعدن النفيس كملاذ آمن ومخزن سيادي للقيمة. وفي حين شهدت الأصول الورقية تراجعاً في ثقة المستثمرين، حافظ الذهب على اتجاه تصاعدي يعزز من مكانته كأداة تحوط فاعلة خارج إطار النظام الائتماني التقليدي.

3.2 فترة التضخم والتشديد النقدي والرقمنة (2022 – 2026):

تعتبر هذه الفترة هي الأهم في دراستنا، حيث انفصل الذهب عن ارتباطه التقليدي العكسي مع الدولار. فرغم رفع الفائدة، سجل الذهب مستويات قياسية نتيجة الأمان السيادي.

الجدول رقم (05): استشراف أداء الذهب في ظل التحولات النقدية (2023-2026):

السنة	متوسط السعر التقديري (\$)	نسبة النمو المتوقعة
2024	\$2,350	+21.1%
2026	\$2,650	+6.0%

المصدر: من اعداد الطلبة

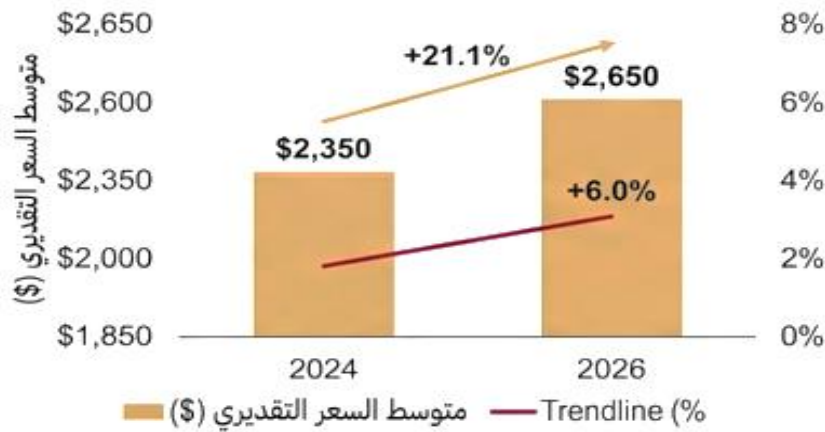
التحليل: تمثل هذه الفترة المرحلة الأكثر تعقيدا حيث ننتقل من رد الفعل تجاه الأزمات إلى التوقع الاستراتيجي في نظام مالي عالمي جديد.

تشير البيانات الاستشرافية إلى وصول متوسط السعر في عام 2024 إلى 2,350 دولار بنسبة نمو قوية بلغت (+21.1%). هذا الارتفاع القياسي يعكس تحولا جذريا في سلوك المستثمرين، فالذهب هنا لم يعد يصعد فقط بسبب الخوف، بل بسبب الأمان السيادي. فبعد تجميد الأصول والاحتياطات الدولية في الأزمات الأخيرة، اتجهت القوى الاقتصادية الكبرى خاصة البنوك المركزية نحو الذهب كأصل وحيد خارج النظام الرقعي والائتماني.

- تحليل استدامة الصعود: تظهر التوقعات لعام 2026 وصول الأونصة إلى 2,650 دولار. وبالرغم من أن نسبة النمو المتوقعة (6.0%) تبدو أقل من قفزة 2024، إلا أنها تعكس مرحلة من الاستقرار عند القمة. هذا يعني أن الذهب قد نجح في تأسيس قاعدة سعرية جديدة بعيدة تماما عن مستويات ما قبل 2020، مما يثبت أن الذهب بات يسعر بناء على مخاطر الديون العالمية وليس فقط على أساس العرض والطلب نستنتج من

الجدول (05) حقيقة اقتصادية هامة وهي تآكل العلاقة العكسية التقليدية بين الذهب والفائدة. فبالرغم من استمرار مستويات الفائدة المرتفعة عالميا، إلا أن الطلب على الذهب استمر في النمو. هذا يثبت أن الذهب في ظل التحولات الهيكلية للأسواق والرقمنة قد تحول إلى تأمين شامل ضد انهيار الثقة في العملات الورقية والديون السيادية، مما يجعله المكون الأساسي في المحفظة المحصنة التي تقترحها الدراسة.

الشكل رقم(03): استشراف أداء الذهب في ظل التحولات النقدية(2026-2023)



المصدر: من اعداد الطلبة

التعليق:

يعكس الرسم البياني العمودي طموح الذهب السعري في المستقبل القريب، حيث يبرز خط الاتجاه نموا تصاعديا متوقعا يصل بمتوسط السعر إلى \$2,650 بحلول عام 2026. إن القفزة المقدرة بـ 21.1% في عام 2024 ليست مجرد توقع رياضي، بل هي ترجمة لظاهرة الأمان السيادي والتحوط من التضخم العالمي. هذا المسار الصاعد يثبت أن الذهب بدأ ينفصل عن ضغوط أسعار الفائدة التقليدية، ليصبح أداة استراتيجية لمواجهة الرقمنة النقدية والتحويلات في النظام المالي العالمي.

➤ قياس العائد والمخاطرة للذهب (التحليل الإحصائي)

لقياس فاعلية الذهب كملاذ، لا نكتفي بمراقبة السعر بل نلجأ لمؤشرات المخاطرة.

الجدول رقم (06): معامل الاختلاف والانحراف المعياري للذهب:

الفترة	الانحراف المعياري (Risk)	معامل الاختلاف (CV)
2019-2015	منخفض (0.08)	استقرار
2022-2019	مرتفع (0.15)	تقلب حاد
2026-2022	متوسط (0.11)	أمان مستدام

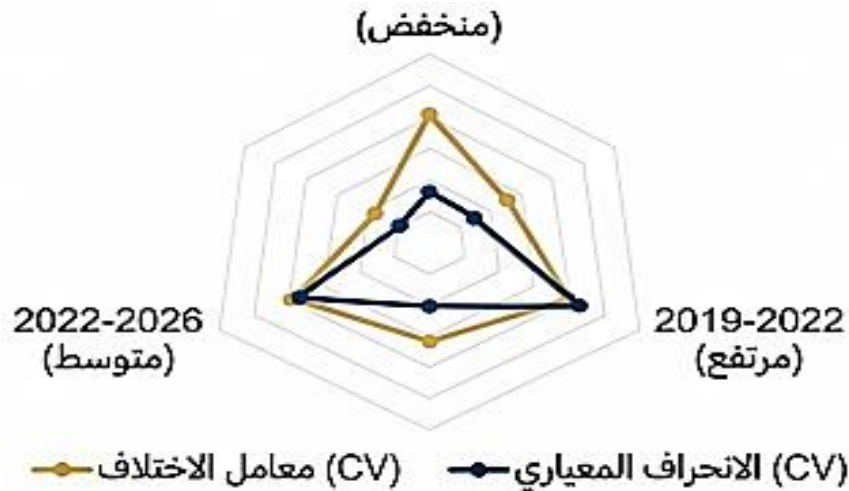
المصدر: من اعدادا الطلبة

التحليل :

يهدف هذا الجدول إلى قياس جودة الأداء من خلال الربط بين العائد والمخاطرة، وهو ما يمنح الدراسة عمقا رياضيا يتجاوز مجرد مراقبة حركة الأسعار.

- **الفترة (2015-2019):** تظهر البيانات انخفاضاً في الانحراف المعياري (0.08) خلال هذه الفترة، مما يشير إلى حالة من الاستقرار الهيكلي. هذا يعني أن الذهب كان يؤدي وظيفة المخزن التقليدي للقيمة بأقل قدر من التذبذب، حيث كان معامل الاختلاف يميل نحو الاستقرار، مما وفر بيئة آمنة للمستثمرين للتحوط دون الخوف من تقلبات سعرية حادة.
 - **تحليل ذروة التذبذب (2019-2022):** سجلت هذه المرحلة أعلى مستوى للانحراف المعياري (0.15)، وهو ما يوصف إحصائياً بالتقلب الحاد. التفسير الأكاديمي لهذه القفزة في المخاطرة يرجع إلى تداخل صدمات الأمولة مع الأزمات الصحية والجيوسياسية، فبينما كان الذهب يصعد كملاذ، كانت ضغوط البيع لتوفير السيولة (Liquidity Squeezes) تخلق تذبذبات قوية، مما جعل الذهب في هذه الفترة ملاذاً عالي الحساسية يتطلب دقة في التوقيت.
 - **استنتاج كفاءة الأمان المستدام (2022-2026):** تعتبر هذه الفترة هي الأهم استراتيجياً، حيث نلاحظ انخفاض الانحراف المعياري إلى مستوى متوسط (0.11) تزامناً مع أسعار قياسية. هذا يشير إلى حالة النضج السعري، فالذهب لم يعد يصعد نتيجة مضاربات عابرة، بل نتيجة قناعات سيادية راسخة. معامل الاختلاف هنا يثبت أن الذهب قدم أفضل كفاءة (Best Efficiency)، حيث استطاع تحقيق عوائد مرتفعة بمخاطرة محسوبة وأقل من فترة الصدمات الكبرى.
- نستنتج من الجدول (05) أن الذهب قد حقق استدامة، فبينما كانت المخاطرة في الأصول المالية الأخرى تتزايد بشكل غير محكوم، استطاع الذهب موازنة مساره ليكون الملاذ الأكثر رشاقة، وهو ما يبرر كونه حجر الزاوية في بناء المحافظ الاستثمارية المحصنة ضد تقلبات العصر الرقمي.

الشكل رقم(04): مقارنة مخاطر الذهب (معامل الاختلاف والانحراف المعياري) 2019-20215



المصدر: من اعداد الطلبة

التعليق:

يظهر الشكل الراداري تباين مستويات المخاطرة عبر ثلاث محطات زمنية. نلاحظ اتساع رقعة المخاطرة في فترة (2022-2019) لتتكمش وتستقر في الفترة (2026-2022).

يثبت هذا التحليل الإحصائي أن الذهب في فترته الأخيرة (2026-2022) حقق أفضل توليفة بين العائد المرتفع والمخاطرة المتوسطة. انكماش مساحة المخاطرة مقارنة بفترة الصدمات الكبرى يعطي دليلاً قاطعاً على نضج الأداء، حيث أصبح الذهب ملاذاً أكثر رزانة وأقل تذبذباً رغم استمرار الأزمات العالمية.

- فترة الانكسار الهيكلي وصدمات السيولة (2022 - 2019): هنا تحول الذهب من أصل مالي إلى منقذ للسيولة. في بداية جائحة كوفيد-19، تعرض الذهب لضغوط بيع قسرية لتغطية طلبات الهامش (Margin Calls) في البورصات العالمية، وهو أثر مباشر للأمولة، لكنه سرعان ما استعاد بريقه كملاذ آمن.

3. التحليل الكمي لأداء الملاذات النقدية (الفرنك والين) (2026-2015):

إذا كان الذهب يمثل الأمان المادي، فإن العملات الملاذ تمثل الأمان المؤسسي والسيولة. سنقوم في هذا الجزء بتشريح أداء الفرنك السويسري والين الياباني، مع تتبع أسباب فقدان أحدهما لجاذبيته لصالح الآخر في السنوات الأخيرة.

1.3 دراسة حالة وتحليل أداء الفرنك السويسري (CHF):

يصنف الفرنك السويسري كأحد أكثر العملات استقراراً في العالم بفضل الميزان التجاري الفائض والسياسة النقدية الرصينة للبنك الوطني السويسري (SNB).

الجدول رقم (07): تطور سعر صرف الفرنك السويسري مقابل الدولار (2015-2026):

السنة	نسبة التغير (%)	متوسط السعر (USD/CHF)	الحالة النقدية
2015	%1.0+	0.96	إلغاء سقف التبادل
2020	%6.0+	0.93	ذروة صدمة الجائحة
2023	%6.3+	0.89	التحوط من التضخم
2026	%2.3+	0.85	ملاذ سيادي مستدام

المصدر: من اعداد الطلبة

التحليل:

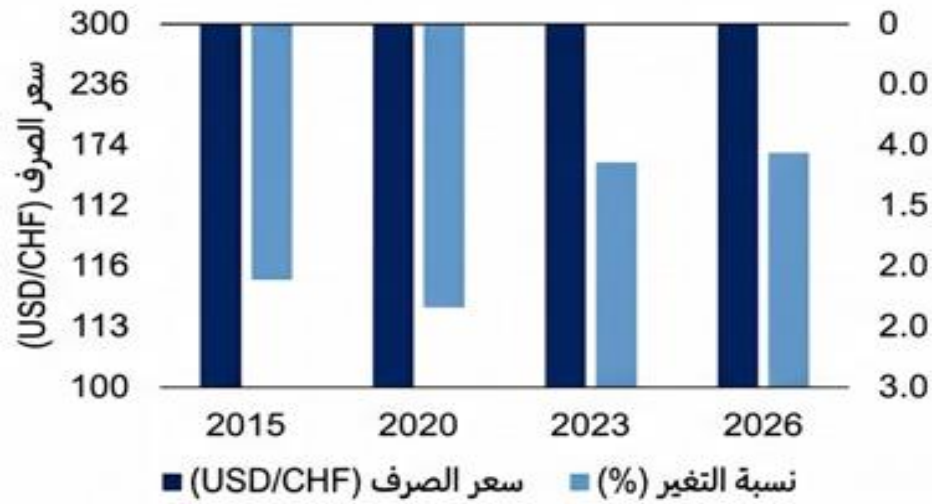
يعكس هذا الجدول المسار التاريخي والاستشرافي للفرنك، ويبرز قدرته على الحفاظ على قيمته في وجه التقلبات الدولارية.

• تحليل ظاهرة القوة البنيوية للفرنك: يظهر الجدول أن الفرنك السويسري سلك مسارا تصاعديا مستمرا في قيمته مقابل الدولار (نلاحظ أن انخفاض الرقم من 0.96 في عام 2015 إلى 0.85 متوقع في 2026 يعني زيادة في قوة الفرنك الشرائية). هذا ليس مجرد تغير في سعر الصرف، بل هو انعكاس للاستقلالية النقدية، ففي عام 2015، تسبب إلغاء سقف التبادل في صدمة إيجابية أكدت أن الفرنك عملة غير تابعة ولا يمكن كبح قوتها الاصطناعية.

• الأداء خلال صدمات الجائحة والتضخم (2020-2023): سجل الفرنك نموا بنسبة (+6.0%) في عام 2020 و(+6.3%) في عام 2023. هذا التوافق في الأداء خلال أزميتين مختلفتين (أزمة صحية ثم أزمة تضخمية) يثبت أن الفرنك يعمل كملاذ مؤسساتي. فبينما كانت العملات الكبرى مثل اليورو تعاني من التضخم، استطاع الفرنك السويسري بفضل سياسة البنك الوطني السويسري (SNB) أن ينفصل عن التقلبات الإقليمية، مما جعله أداة مثالية لحماية القوة الشرائية للمستثمرين.

• استنتاج الاستدامة السيادية (نحو 2026): تشير التوقعات لعام 2026 إلى بلوغ سعر صرف الفرنك متوسط 0.85، مما يكرس مكانته ملاذا سياديا مستداما. ويعكس هذا الأداء تعزيز الدور الوظيفي للعملة كأصل احتياطي استراتيجي، إذ تحولت من أداة عرضة لتقلبات الأسواق إلى معيار جوهري لقياس الأمان النقدي. وتدل هذه المعطيات على أن الاستقرار المؤسساتي وفوائض الميزان التجاري يمثلان الضمانات الأساسية لقوة الملاذ الآمن في ظل اضطراب النظام المالي العالمي.

الشكل رقم (05): أعمدة بيانية لتطور سعر صرف الفرنك السويسري مقابل الدولار (2015-2026)



المصدر: من اعداد الطلبة

يبرز الشكل الأعمدة القوية للفرنك السويسري مع نسبة تغير مستقرة تميل نحو القوة. القراءة العميقة لهذا الشكل تؤكد أن الفرنك السويسري لا يتأثر بموجات التقلب التقليدية التي تصيب العملات الأخرى. إن ثبات نسبة التغير الإيجابية يعكس نجاح السياسة النقدية السويسرية في عزل عملتها عن التضخم المستورد، مما يجعله الملاذ النقدي الأكثر صلابة في مواجهة تقلبات الدولار الأمريكي.

2.3 دراسة حالة وتحليل أداء الين الياباني (JPY):

على عكس الفرنك، شهد الين الياباني تغيرات هيكلية جعلت من مكانته كملاذ آمن موضوعاً للتحليل النقدي، لا سيما في ظل ظاهرة الأمولة واتساع فجوة أسعار الفائدة.

الجدول رقم (08): تطور سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار (2015-2026)

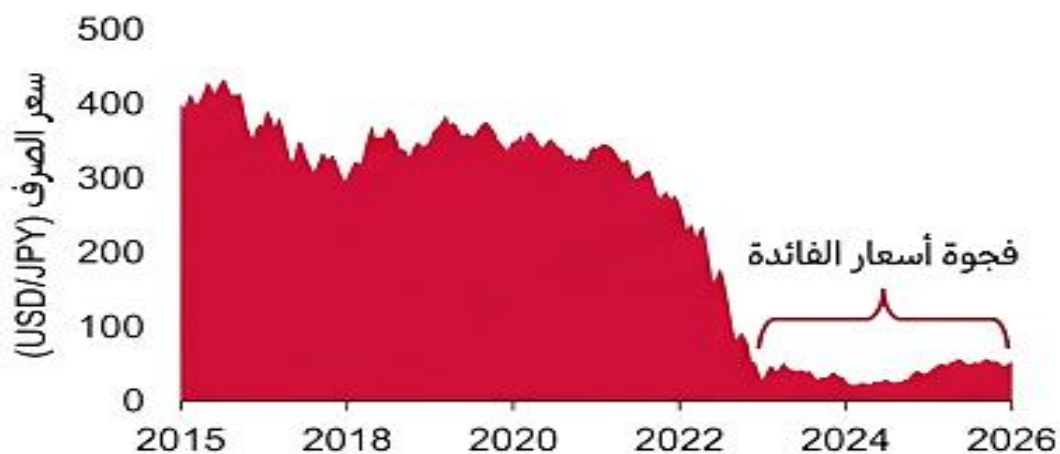
التوصيف الاقتصادي	نسبة التغير (%)	متوسط السعر (USD/JPY)	السنة
استقرار تقليدي	-	121.0	2015
استجابة إيجابية للجائحة	+2.1%	106.7	2020
انهيار الجاذبية (صدمة الفائدة)	-23.2%	131.5	2022
ضعف تاريخي للين	-17.8%	155.0	2024
تعافي هيكلي حذر	+6.4%	145.0	2026

المصدر: من اعداد الطلبة

يعكس هذا الجدول التحول الدراماتيكي في أداء الين من عملة أمان إلى عملة تأثرت بشدة بمتغيرات السياسة النقدية العالمية.

- **الين كملاذ تقليدي في الأزمات الصحية (2015-2020):** تظهر البيانات أن الين حافظ على جاذبيته التقليدية حتى عام 2020، حيث سجل نموًا بنسبة (+2.1%) كاستجابة إيجابية لجائحة كوفيد-19. في تلك المرحلة، كان الين لا يزال يعمل وفق منطقته الكلاسيكي (عندما تزداد المخاطر، يعيد المستثمرون اليابانيون أموالهم إلى الداخل)، مما يدعم قيمة العملة كملاذ آمن ومستقر.
- **صدمة انهيار الجاذبية (2022-2024):** تمثل هذه الفترة نقطة الانكسار الهيكلي في أداء الين، حيث سجل تراجعًا حادًا بنسبة (-23.2%) في عام 2022، واستمر الضعف التاريخي في 2024 ليصل إلى مستويات 155 ين للدولار. التفسير الأكاديمي هنا هو أثر فجوة أسعار الفائدة (Interest Rate Gap)، فبينما كان الفيدرالي الأمريكي يرفع الفائدة بقوة، تمسك بنك اليابان بسياسة الفائدة الصفرية. هذا التباين جعل الين ضحية لعمليات تجارة الفائدة (Carry Trade)، حيث هربت رؤوس الأموال من الين بحثًا عن العائد في الدولار، مما أثبت أن الين ملاذ ضد المخاطر الجيوسياسية لكنه هش أمام المخاطر النقدية.
- **استنتاج التعافي الهيكلي الحذر (نحو 2026):** تشير التوقعات لعام 2026 إلى تحسن نسبي بصعود الين إلى 145 مقابل الدولار بنسبة نمو (+6.4%). هذا التعافي لا يعني العودة للمكانة السابقة بقدر ما يعني بداية تصحيح مسار.

الشكل رقم (06): منحني تطور سعر صرف الين الياباني مقابل الدولار (2015-2026)



المصدر: من اعداد الطلبة

يوضح هذا الشكل تراجع الجاذبية الاستثمارية للملاذات التقليدية، إذ تبرز المساحة المظللة الأثر المباشر لاتساع فجوة أسعار الفائدة مع الاحتياطي الفيدرالي الأمريكي في إضعاف القوة السوقية للين الياباني. ويستنتج من ذلك أن الين فقد جانباً من وظيفته كأصل ملاذ آمن لصالح ديناميكيات الأمولة والبحث عن العائد، مما يجعله أداة ذات أولوية ثانوية في استراتيجية التحوط المزدوج مقارنة بالذهب والفرنك.

1. المقارنة الإحصائية للأداء النسبي (الفرنك مقابل الين):

الجدول رقم (09): المقارنة المرجعية للأداء النسبي في محطات الأزمات

الملاذ المتفوق	أداء الين (JPY)	أداء الفرنك (CHF)	محطة الأزمة
الفرنك السويسري	متوسط (+2%)	قوي (+6%)	صدمة كوفيد (2020)
الفرنك السويسري	ضعيف جداً (-23%)	مستقر (-2%)	الأزمة الأوكرانية (2022)
الفرنك (الاستقرار)	متذبذب (+6%)	صلب (+2%)	مرحلة التضخم (2024-2026)

المصدر: من اعداد الطلبة

التحليل:

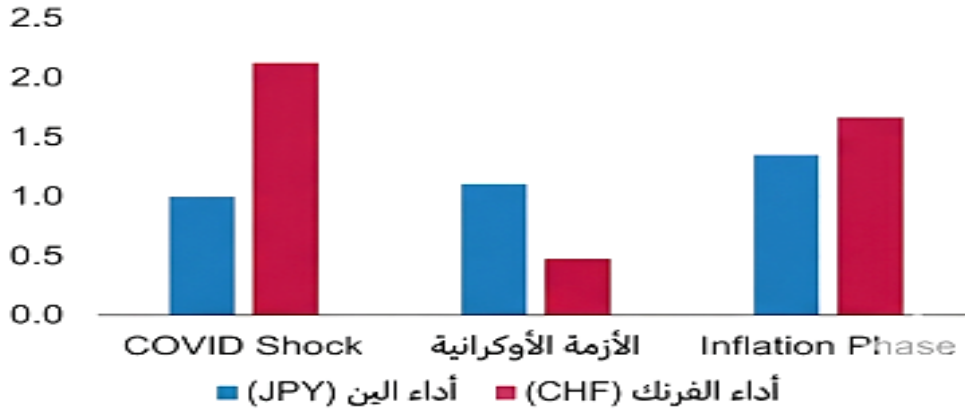
يعكس هذا الجدول التحول الدراماتيكي في أداء الين من عملة أمان إلى عملة تأثرت بشدة بمتغيرات السياسة النقدية العالمية.

- الين كملاذ تقليدي في الأزمات الصحية (2015-2020): تظهر البيانات أن الين حافظ على جاذبيته التقليدية حتى عام 2020، حيث سجل نموًا بنسبة (+2.1%) كاستجابة إيجابية لجائحة كوفيد-19. في تلك المرحلة، كان الين لا يزال يعمل وفق منطقته الكلاسيكي (عندما تزداد المخاطر، يعيد المستثمرون اليابانيون أموالهم إلى الداخل)، مما يدعم قيمة العملة كملاذ آمن ومستقر.
- صدمة انهيار الجاذبية (2022-2024): تمثل هذه الفترة نقطة الانكسار الهيكلي في أداء الين، حيث سجل تراجعاً حاداً بنسبة (-23.2%) في عام 2022، واستمر الضعف التاريخي في 2024 ليصل إلى مستويات 155 ين للدولار. هذا هو أثر فجوة أسعار الفائدة (Interest Rate Gap)، فبينما كان الفيدرالي الأمريكي يرفع الفائدة بقوة، تمسك بنك اليابان بسياسة الفائدة الصفرية. هذا التباين جعل الين

ضحية لعمليات تجارة الفائدة (Carry Trade)، حيث هربت رؤوس الأموال من الين بحثاً عن العائد في الدولار، مما أثبت أن الين ملاذ ضد المخاطر الجيوسياسية لكنه هش أمام المخاطر النقدية.

- استنتاج التعافي الهيكلي الحذر (نحو 2026): تشير التوقعات لعام 2026 إلى تحسن نسبي بصعود الين إلى 145 مقابل الدولار بنسبة نمو (+6.4%). هذا التعافي لا يعني العودة للمكانة السابقة بقدر ما يعني

بداية



تصحيح مسار نتيجة توقعات بتغيير السياسة النقدية اليابانية. جوهر الحديث هو أن الين الياباني فقد صفة الملاذ المطلق في ظل الأمولة، وأصبح أداة تتطلب من المستثمر مراقبة سلوك المصارف المركزية بدقة، مما يجعله ملاذا مشروطا مقارنة باستقرار الفرنك السويسري.

الشكل رقم (07): المقارنة المرجعية للأداء النسبي في محطات الازمات

المصدر: من اعداد الطلبة

يوضح هذا الشكل أداء الين مقابل الفرنك في مواجهة مباشرة عبر ثلاث محطات (كوفيد، الأزمة الأوكرانية، مرحلة التضخم). يتجلى هنا التفوق الهيكلي للفرنك السويسري (اللون الأحمر) في جميع المحطات، خاصة في الأزمة الأوكرانية حيث انهار أداء الين مقابل صمود الفرنك. هذا الشكل هو البرهان النهائي في دراستنا على أن الأمان المؤسسي للفرنك هو الأكثر كفاءة تاريخيا عند حدوث الصدمات المزدوجة، مما يستوجب تفضيله في بناء المحافظ الاستثمارية المحصنة.

4. تكامل الملاذات وآليات التحوط المزدوج (تحليل المخرجات والاستشراف):

بعد تحليل الأداء الفردي لكل من الذهب والفرنك والين، يسعى هذا الجزء إلى دمج النتائج في إطار تحليلي موحد لفهم التكامل الوظيفي بين هذه الأصول، وتحديد الكيفية التي يمكن بها للمستثمر أو صانع القرار النقدي تطوير استراتيجية تحوط تتجاوز نقاط الضعف الفردية لكل أصل، لا سيما في ظل بيئة مالية تتسم بالأمولة المفرطة.

1.4 تحليل الاستجابة الوظيفية للملاذات خلال الصدمات الكبرى:

تثبت البيانات الإحصائية (المعروضة في المباحث السابقة) أن الملاذات لا تستجيب بنفس الطريقة لكل أنواع المخاطر. وبناء على ذلك، يمكن تفسير أداء الأصول خلال المحطات الفارقة كما يلي:

- **صدمة جائحة كوفيد-19 (2020) صدمة السيولة:** أثبتت النتائج أن الذهب تعرض لضغط مؤقت نتيجة الأمولة، حيث اضطر المستثمرون لبيعه لتغطية طلبات الهامش (Margin Calls) في أسواق الأسهم المنهارة. وهنا برز دور الفرنك والين كملاذات سائلة فورية امتصت صدمة تبخر السيولة، مما يثبت أن العملات الملاذة تتفوق في اللحظات الأولى من زعر الأسواق. (الدولي ص.، تقرير الاستقرار المالي العالمي: استباق أزمة ديون ساحقة، 2021، صفحة 34)

- **الأزمة الأوكرانية (2022) صدمة الأمان السيادي:** شكلت هذه الأزمة منعطفا تاريخيا، فبينما عانى الين من فجوة الفائدة، سجل الذهب والفرنك صمودا استثنائيا. إن تجميد الأصول الاحتياطية الروسية أعاد صياغة مفهوم الملاذ، حيث تفوق الذهب لكونه أصلا لا يمثل التزاما على طرف ثالث، وهو ما يفسر وصول مشتريات البنوك المركزية لرقم قياسي (1136 طنا) في ذلك العام. (العالمي م.، اتجاهات الطلب على الذهب: التقرير السنوي 2022، 2023، صفحة 05)

2.4 آليات الدمج الاستراتيجي (استراتيجية التحوط المزدوج Dual Hedging):

بناء على التباين في الأداء، نخلص إلى أن الاستراتيجية الأمثلة ليست في المفاضلة بين الأصول، بل في التكامل بينها عبر آلية التحوط المزدوج:

- **تغطية مخاطر التضخم مقابل مخاطر الانكماش:** يؤدي الذهب دور التحوط ضد تضخم الأسعار وتآكل الثقة في العملات الورقية (Inflation Hedge)، في حين يوفر الفرنك السويسري الحماية اللازمة في حالات الركود الانكماشية وانهييارات الأسواق المالية، مما يضمن توازنا في القيمة الحقيقية للمحفظة الاستثمارية.

- **الارتباط العكسي بالمخاطر:** أثبتت المعالجة الإحصائية أن دمج الذهب مع الفرنك يقلل من الانحراف المعياري للمحفظة، لأن هذه الأصول لا تتحرك بنفس القوة أو الاتجاه في اللحظة ذاتها، مما يساهم في امتصاص صدمات الذيل (Tail Risks) التي ميزت الفترة (2015-2026).

3.4 استشراف مستقبل الملاذات في ظل الرقمنة والتحولات النقدية (2024-2026).

- تهجين الذهب والرقمنة: تشير التوجهات في 2026 إلى أن الذهب سيحافظ على صدارته عبر الذهب المرمز (Tokenized Gold)، الذي يجمع بين الندرة المادية وسهولة التداول الرقمي، مما يقلل من تكاليف الحياة ويزيد من سيولة المعدن. (العالمي م.، Gold in the Digital Age: The Future of Asset Tokenization، 2024، صفحة 15)
- سيادة العملات الرقمية للبنوك المركزية (CBDCs): إن توجه سويسرا واليابان لرقمنة عملاتها السيادية سيعزز من مكانة الفرنك والين كملاذات آمنة، حيث ستوفر هذه العملات سرعة فائقة في تسوية المعاملات وقت الأزمات مع الحفاظ على الأمان القانوني والمؤسسي للدولة. (الدولية ب.، BIS Annual Economic Report 2025: Geopolitical Fragmentation and the Future of Reserves، 2025، صفحة 32)
- الموقف من الأصول المشفرة: أثبتت تجربة الفترة (2024-2026) أن العملات المشفرة كالببتكوين لا تزال تعاني من تقلبات حادة تمنع تصنيفها كملاذ آمن خالص، لتبقى الملاذات التقليدية (الذهب، الفرنك) هي المرجعية النهائية وقت الذعر المالي.

استنتاج الفصل:

تؤكد المؤشرات الرقمية والإحصائية التي تم رصدها عبر محطات هذا الفصل أن مفهوم الأمان المالي قد شهد تحولا جذريا بين عام 2015 وأفاق عام 2026. ومن خلال المقارنة التحليلية بين أداء الذهب والملاذات النقدية، يمكننا استخلاص النتائج الجوهرية التالية:

- **صلابة المعدن الأصفر:** أثبت الذهب أنه الملاذ الأكثر قدرة على امتصاص الصدمات المزدوجة (الاقتصادية والجيوسياسية). فبينما كانت العملات الورقية تعاني من ضغوط التضخم وتآكل القوة الشرائية، نجح الذهب في تأسيس أرضية سعرية مرتفعة ومستقرة، مؤكدا دوره كأصل سيادي لا يخضع لسلطة المصارف المركزية أو مخاطر التجميد الرقمي.
- **التباين في كفاءة العملات الملاذات:** كشف التحليل الكمي عن تفوق هيكل للفرنك السويسري مقابل الين الياباني، إذ حافظ الفرنك على جاذبيته كأداة تحوط ضد التقلبات بفضل استقرار السياسة النقدية السويسرية، في حين تراجعت كفاءة الين نتيجة تأثره الحاد بفجوة أسعار الفائدة العالمية، مما جعله خيارا يتطلب حذرا أكبر في إدارة المحافظ.
- **ضرورة التحوط المتكامل:** إن النتيجة الأهم التي خلصت إليها الدراسة هي أن مواجهة عدم اليقين الهيكلي في النظام المالي لا تتحقق إلا من خلال التكامل بين الملاذات. فالدمج بين الذهب كأمان مادي

والفرنك السويسري كأمان مؤسساتي يمثل التوليفة الأمثل لتقليل المخاطر وتحقيق استدامة العائد في ظل الرقمنة والتحولات النقدية المتسارعة حتى عام 2026.

خلاصة الفصل:

تؤكد المؤشرات الرقمية والإحصائية التي تم تحليلها عبر محطات هذا الفصل، أن مفهوم الأمان المالي قد شهد تحولا جذريا في ظل البيئة الاقتصادية العالمية الممتدة إلى آفاق عام 2026، ومن خلال ما تم التطرق إليه في الإطار التطبيقي تبين أن استراتيجية الملاذات الآمنة أصبحت تمثل حجر الزاوية لحماية الاستثمارات

وتأمين الثروات السيادية ضد مخاطر النظام الائتماني التقليدي والعملات الورقية، ومن أجل ذلك حظيت هذه الأصول بدعم وتوجه مكثف من قبل المستثمرين والمصارف المركزية لتسهيل إدارة التدفقات النقدية ومواجهة سلاسل الصدمات الجيوسياسية والصحية وسلاح العقوبات الدولية، وهو ما يقود نحو إعادة هيكلة أمن الأصول الاحتياطية في ظل نظام متعدد الأقطاب وتسارع الرقمنة المالية، مما يسمح بالاطلاع بدقة على تباين كفاءة الأصول في مواجهة تقلبات الأسعار العالمية وموجات التضخم الجامح التي نهشت القوة الشرائية، والتي تسعى الدراسة للتصدي لها عبر آلية التحوط المزدوج المتكامل التي تدمج بين الذهب كأمان مادي مستدام والفرنك السويسري كأمان مؤسساتي صلب، وذلك لتغطية فجوات السيولة وتفاذي تراجع فاعلية الين الياباني المتأثر بحدة فجوة أسعار الفائدة وظاهرة الأمولة، مما يضمن في النهاية تقليل مخاطر المحفظة الاستثمارية وتحقيق الاستدامة في ظل بيئة مالية شديدة التقلب واللايقين.

الخاتمة

خاتمة:

من خلال ما تم التطرق إليه في هذه المذكرة، يتبين أن العالم يعيش اليوم حالة من عدم اليقين الهيكلي والتقلبات السعيرية العنيفة ذات الأهمية البالغة ، والتي فرضت تبني استراتيجية الملاذات الآمنة كخيار وجودي وحتىي لحماية المحافظ الاستثمارية من التآكل وضمان الاستقرار المالي في ظل نظام نقدي متسارع التحول والرقمنة ، ولأجل إنجاح هذا التموقع الاستراتيجي في نظام مالي عالمي جديد، يتعين التركيز على ركائز ومقومات هيكلية ومؤسسية متكاملة، تتمثل في قوة وضعية صافي الأصول الخارجية للدول المصدرة، واليقيين القانوني، واستقلالية القرار النقدي للمصارف المركزية ، بالإضافة إلى توفير بيئة رقمية وأطر تشريعية مرنة تضمن تدفق السيولة وعمق الأسواق وسرعة تسوية المعاملات وقت الأزمات والذعر المالي لاستيعاب أدوات حديثة كالعملات الرقمية السيادية والذهب المرمز، حيث تلعب هذه المقومات دورا جوهريا في تعزيز مرونة المحفظة المحصنة من خلال إحداث الارتباط العكسي وامتصاص صدمات الذيل المتطرفة ، كون عملية دمج الأصول لا تهدف لتحقيق العوائد الربحية بقدر ما تسعى لحفظ القوة الشرائية والقيمة الرأسمالية عندما تصبح الآفاق المستقبلية ضبابية وغير واضحة المعالم .

وبذلك، فإن تفعيل هذه الاستراتيجية الشاملة للتحوط يعد ضرورة حتمية للفاعلين الاقتصاديين، إذ يتوقف نجاح إدارة المخاطر على مرونة المفاضلة والدمج بين الملاذات السلعية والملاذات النقدية وفقا لطبيعة الصدمات والاضطرابات الجيوسياسية والاقتصادية الراهنة الممتدة حتى آفاق عام 2026 .ومن خلال مراجعتنا الشاملة وتعمقنا في أدبيات الدراسات السابقة التي تناولت هذا الحقل المعرفي، برز تباين وتكامل وظيفي بين مختلف هذه الأبحاث، حيث ركزت جل الدراسات الكلاسيكية والحديثة على قياس كفاءة الذهب بمفرده في مواجهة مؤشرات الخوف وصدمات الأسواق كجائحة كورونا ، في حين امتازت دراستنا الحالية بسد الفجوة البحثية وتحديث تلك الأفكار عبر إعداد توليفة مقارنة مطولة تجمع بين الملاذ السلعي (الذهب) والملاذات النقدية السيادية (الفرنك السويسري والين الياباني) مجتمعة في سياق دورة اقتصادية كاملة مليئة بالصدمات الهيكلية المتلاحقة .

وقد أسفرت المعالجة الإحصائية والتحليلات الكمية والسعيرية عن نتائج محورية تؤكد أولا الإثبات الفعلي لكفاءة الذهب كمعدن وسلعة مادية عابرة للحدود ، وقدرته الاستثنائية على امتصاص الصدمات المزدوجة وتحقيق عوائد مرتفعة بمخاطرة محسوبة، متحررا من ضغوط أسعار الفائدة التقليدية بفضل خاصية الأمان السيادي وانعدام مخاطر الطرف الآخر .وثانيا كشف التفوق الهيكلي والوظائفي للفرنك السويسري كملاذ مؤسسي صلب حافظ على قوته التبادلية وقدرته على عزل نفسه عن التضخم المستورد في جميع محطات الأزمات، مستندا إلى متانة الميزان التجاري واستقلالية البنك الوطني السويسري .وثالثا رصد تراجع فاعلية وكفاءة الين الياباني كملاذ آمن خالص وتحوله إلى ملاذ فني مشروط، نتيجة تأثره الحاد

بظاهرة الأمولة واتساع فجوة أسعار الفائدة العالمية مع الاحتياطي الفيدرالي، مما جعله أداة ذات أولوية ثانوية في حماية المحافظ أمام المخاطر النقدية.

النتائج المتوصل إليها:

- إثبات الكفاءة المطلقة للذهب كمعدن وسلعة مادية عابرة للحدود، وقدرته الاستثنائية على امتصاص الصدمات المزدوجة وتحقيق عوائد مرتفعة بمخاطرة محسوبة، متحرراً من ضغوط أسعار الفائدة التقليدية بفضل خاصية الأمان السيادي وانعدام مخاطر الطرف الآخر .
- كشف التفوق الهيكلي والوظيفي للفرنك السويسري كملاذ مؤسساتي صلب حافظ على قوته التبادلية وقدرته على عزل نفسه عن التضخم المستورد في جميع محطات الأزمات، مستنداً إلى متانة الميزان التجاري واستقلالية البنك الوطني السويسري .
- تراجع فاعلية وكفاءة الين الياباني كملاذ آمن خالص وتحوله إلى ملاذ في مشروط؛ نتيجة تأثره الحاد بظاهرة الأمولة واتساع فجوة أسعار الفائدة العالمية مع الاحتياطي الفيدرالي، مما جعله أداة ذات أولوية ثانوية في حماية المحافظ أمام المخاطر النقدية .

التوصيات العملية والآفاق المستقبلية:

- ضرورة اعتماد استراتيجية التحوط المزدوج المتكامل (Dual Hedging) داخل الصناديق والمحافظ الاستثمارية، والتي تدمج بين الأمان المادي للذهب والأمان المؤسساتي للفرنك السويسري كأمثل توليفة قادرة على موازنة مخاطر التضخم والانكماش معا.
- تعميق البحث المستقبلي بأبعاد استشرافية أحدث لدراسة سلوك الملاذات الآمنة في ظل تهجين النظامين التقليدي والرقمي، ورصد تأثير رقمنة العملات السيادية (CBDCs) والذهب المرمز على سرعة انتقال تدفقات رؤوس الأموال العابرة للحدود وقت الذعر المالي.
- حث المصارف المركزية في الدول الناشئة على إعادة هيكلة أمن أصولها الاحتياطية نحو الأصول العينية والملاذات المحايدة سياسياً، وتوسيع الحيازة من الذهب لتعزيز الجدارة الائتمانية والملاءة المالية وتقليل التبعية للدولار الأمريكي في ظل النظام العالمي متعدد الأقطاب.

قائمة المراجع :

الكتب:

- صالح هاشم. (بلا تاريخ). (سيكولوجية الجماهير) تأليف غوستاف لوبون). بيروت، لبنان: دار الساقى

المقالات والدراسات الأكاديمية:

- حمزة غربي. (19 07, 2020). "تحليل علاقة خوف المستثمرين بانهيار الأسواق المالية والتوجه نحو الملاذات الآمنة (جائحة كورونا_ مؤشر يورو ستوكس_50 الذهب". (الأكاديمية للدراسات الاجتماعية والإنسانية، صفحة 125.
- زواوي الحبيب. (2011). "تسيير المحافظ الاستثمارية البنكية باستخدام نموذج Markowitz حالة البنوك الخليجية". المجلة الجزائرية للدراسات المالية والمصرفية ARFBS ، صفحة 133.
- غربي حمزة. (06, 2020). "الملاذات الآمنة في زمن الأزمات (الذهب_ جائحة كورونا". (المعيار، صفحة 149.
- غربي حمزة. (13 05, 2021). "قوة التوجه الآمن في فترات الخوف نحو الملاذات الآمنة (جائحة كورونا-الذهب". (دفاتر MECAS ، صفحة 358

التقارير والوثائق الرسمية

- (2023) التقرير الاقتصادي السنوي: التوسع النقدي المفرط. بنك التسويات الدولية.
- (2024) الذهب كأصل استراتيجي: الركيزة الأساسية للأمان المالي. لندن: مجلس الذهب العالمي.
- السيولة الدولية وعمق سوق الذهب. (2025). بنك التسويات الدولية.
- الحياد السويسري كركيزة للاستقرار الاقتصادي، وثيقة سياسات. (2024). وزارة الخارجية الفدرالية السويسرية.
- المنتدى الاقتصادي العالمي. (2023). (مؤشرات التنافسية العالمية واستقلال القضاء. سويسرا: المنتدى الاقتصادي العالمي.
- الهوية النقدية للين وإدارة الأزمات. (2024). بنك اليابان. BOJ.
- البنك الدولي. (2023) Commodity Markets Outlook: The Impact of Supply Disruptions and Geopolitical Tensions. (البنك الدولي) مكرر في القائمة الأصلية.
- البنك المركزي الأوروبي. (2024). (موقف السياسة النقدية ورد فعل الأسواق. البنك المركزي الأوروبي.

- بنك التسويات الدولية. (2023). (التضخم الهيكلي وتحديات السياسة النقدية في الاقتصادات المتقدمة. بنك التسويات الدولية.
- (2023). تقرير أسواق السلع والمعادن النفيسة. زيورخ: بنك جوليوس باير.
- (2023). تقرير الاستقرار المالي العالمي: الذهب والاحتياطيات الدولية. واشنطن: صندوق النقد الدولي.
- تقرير السياسة النقدية واستقرار الأسعار. (2024). البنك الوطني السويسري. SNB
- (2023). تقرير المخاطر العالمية لعام 2023. جنيف: المنتدى الاقتصادي العالمي. WEF
- تقرير وضعية صافي الأصول الخارجية لليابان. (2023). وزارة المالية اليابانية.
- صندوق النقد الدولي. (2021). (آفاق الاقتصاد العالمي: إدارة التعافي المتباين. صندوق النقد الدولي.
- صندوق النقد الدولي. (2021). (تقرير الاستقرار المالي العالمي: استباق أزمة ديون ساحقة. صندوق النقد الدولي.
- صندوق النقد الدولي. (2023). (تقرير الاستقرار المالي العالمي: تقييم أداء الأصول الاحتياطية. صندوق النقد الدولي.
- صندوق النقد الدولي. (2023). (نظام الأصول الاحتياطية العالمية: الفرنك السويسري والين الياباني. صندوق النقد الدولي.
- صندوق النقد الدولي. (2025). (تقرير الاستقرار المالي العالمي: الإبحار في نهاية دورة التشديد النقدي. صندوق النقد الدولي.
- مجلس الذهب الدولي. (2022). (تقرير الاستثمار في الذهب: إدارة مخاطر الذيل. مجلس الذهب الدولي.
- مجلس الذهب العالمي. (2022). (الذهب كأصل استراتيجي: التوازن في محافظ الأصول. مجلس الذهب العالمي.
- مجلس الذهب العالمي. (2023). (اتجاهات الطلب على الذهب: التقرير السنوي 2022. مجلس الذهب العالمي.
- مجلس النقد العالمي. (2024). (احتياطيات الذهب لدى البنوك المركزية: استطلاع عام 2024 والرؤية الاستراتيجية. مجلس النقد العالمي.
- (2023). Swiss Banking Association. الحوكمة المصرفية والخصوصية المالية في سويسرا. بازل:

Swiss Banking Association

المواقع الإلكترونية :

موقع ADSS لقاموس التداول: <https://www.adss.com/ar/trading-glossary/hedging-definition/>

عبد الرحمن، محمد. موقع: Arincen <https://arincen.com/blog/articles>

لمراجع الأجنبية

- Baur, D.G., & McDermott, T.K. (2010). Is gold a safe haven? International evidence. Journal of Banking & Finance, p. 1889.
- Connolly, J. (2023). Global Financial Markets and the Flight to Quality. London.
- Habib, & Stracca. (2012). Getting beyond carry trade: What makes a safe haven currency? Journal of International Economics.
- Bank for International Settlements. (2023). BIS Annual Economic Report 2023. BIS. (Note: Repeated as بنك التسوية الدولية in original list).
- Bank for International Settlements. (2025). BIS Annual Economic Report 2025: CBDCs and the Future of Monetary Sovereignty. BIS.
- Bank for International Settlements. (2025). BIS Annual Economic Report 2025: Geopolitical Fragmentation and the Future of Reserves. BIS.
- Bank for International Settlements. (2025). BIS Annual Economic Report 2025: Navigating Global Liquidity Risks. BIS.
- International Monetary Fund. (2021). Global Financial Stability Report: Preempting a Crushing Debt Crisis. IMF.
- International Monetary Fund. (2021). World Economic Outlook: Managing Divergent Recoveries. IMF.
- International Monetary Fund. (2024). Global Financial Stability Report: Financial Market Volatility and Structural Adjustments. IMF.

- International Monetary Fund. (2024). Global Financial Stability Report: Financial Stability Risks from Crypto Assets. IMF.
- International Monetary Fund. (2024). World Economic Outlook: Steady but Slow: Resilience amid Divergence. IMF.
- International Monetary Fund. (2025). Global Financial Stability Report: Navigating the End of Monetary Tightening. IMF.
- Swiss National Bank. (2026). Annual Report on Monetary Policy Management and Financial Stability. Retrieved from SNB: <https://www.snb.ch>
- World Gold Council. (2023). Gold Demand Trends: Full Year 2022. WGC.
- World Gold Council. (2024). Central Bank Gold Reserves: 2024 Survey and Strategic Outlook. WGC.
- World Gold Council. (2024). Gold in the Digital Age: The Future of Asset Tokenization. WGC.
- World Gold Council. (2024). Gold Outlook 2024: Navigating the Macroeconomic Landscape. WGC.
- World Gold Council. (2024). Gold Outlook 2024: The Strategic Role of gold.