



تقارير ذي إيدج الخاصة

# الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرك الذهب فعلا وإلى أين يتجه

سبتمبر 2026



# الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

## المخلص التنفيذي

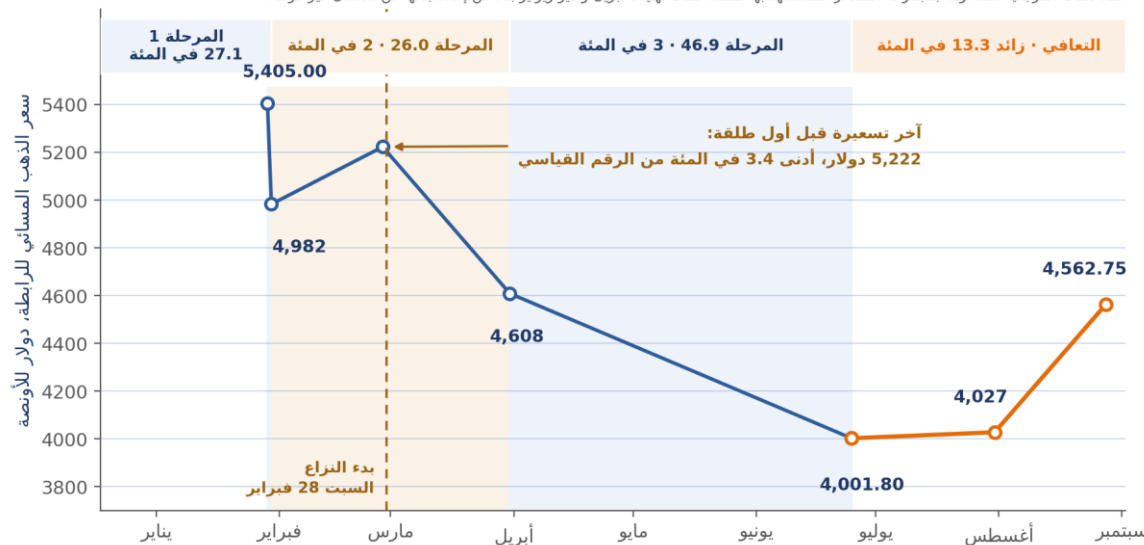
بلغ الذهب ذروته لعام 2026 في 29 يناير وقاعه في 25 يونيو. وعلى مؤشر سعر الذهب المسائي للرابطة، وهو الأساس المعتمد في هذا التقرير لتحليل الفترات، هبط من 5,405.00 دولار إلى دولار، أي بانخفاض قدره 26.0 في المئة. وتعافى منذ ذلك القاع بنسبة 14.0 في المئة إلى 4,562.75 دولار في 28 أغسطس، بمكسب قدره 13.3 في المئة مقيساً من إقفال نهاية 4,001.80 يوليو البالغ 4,027 دولاراً، ليبقى أدنى بنسبة 15.6 في المئة من تسعيرة يناير. والتفسير الشائع للهبوط هو النزاع في الشرق الأوسط الذي بدأ في 28 فبراير. غير أن التسلسل الزمني لا يدعم هذا التفسير.

جلسة واحدة تفسّر من الانخفاض أكثر مما تفسّره أي جلسة أخرى في الفترة، وقد جاءت قبل أول طلقة بشهر كامل. فقد سَعر الذهب عند ذروته يوم الخميس 29 يناير ثم هبط 7.8 في المئة إلى 4,982 دولاراً في تسعيرة اليوم التالي، وهي آخر تسعيرات الشهر لأن 31 يناير صادف يوم سبت. تلك الجلسة الواحدة تمثل 27.1 في المئة من مجمل التراجع مقيساً بالعوائد اللوغاريتمية، وقد وقعت قبل أربعة أسابيع من اندلاع الأعمال العدائية.

ثم صعد الذهب طوال فبراير. ولأن 28 فبراير 2026 صادف أيضاً يوم سبت، لا توجد تسعيرة فبراير للاحقة لاندلاع النزاع بإقفال الشهر عند 5,222 دولاراً، بمكسب قدره 4.8 في المئة، هو آخر ملاحظة قبل أول طلقة، وعند ذلك المستوى كان الذهب يبعد 3.4 في المئة فقط عن أعلى مستوى في تاريخه. لم تبدأ الحرب والذهب منهار أصلاً. بدأت والذهب على مرمى حجر من رقمه القياسي، بعد أن استعاد ما يزيد قليلاً على نصف ما خسره في 30 يناير. وتراكماً، لم يكن قد تحقق سوى 11.5 في المئة من الانخفاض النهائي عند تلك التسعيرة الأخيرة السابقة للنزاع.

### الذهب على مؤشر الرابطة المسائي: ثلاث مراحل لانخفاض قدره 26.0 في المئة، والتعافي

الملاحظات المرجعية المدعومة بمجموعة المصادر المستشهد بها فقط. أغلقت نهايات أبريل ومايو ويونيو بدلاً من إعادة بنائها من سلاسل غير موثقة.



الشكل 1. الذهب على مؤشر سعر الذهب المسائي للرابطة، من ذروة 29 يناير إلى تسعيرة 28 أغسطس، مع تحديد مراحل الانخفاض الثلاث والتعافي. لم تُرسم سوى الملاحظات المرجعية المدعومة بمجموعة المصادر المستشهد بها: وأغلقت نهايات أبريل ومايو ويونيو بدلاً من إعادة بنائها من سلاسل غير موثقة أو مختلفة الأساس. المصادر: مجلس الذهب العالمي؛ رابطة سوق السبائك في لندن؛ حسابات الإيدج.

## الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

أما الهبوط الذي أنتج الانخفاض البالغ 26.0 في المئة فقد جرى بعد ذلك. فمارس، وهو أول شهر تقع تسعيراته كلها بعد اندلاع النزاع، تراجع 11.8 في المئة. ويمثل فبراير ومارس معاً ما يزيد قليلاً على ربع الانخفاض، أي 26.0 في المئة منه. والكتلة الأكبر منفردة، البالغة 46.9 في المئة، جاءت بين أبريل وقاع يونيو، حين كانت المرحلة الحادة قد انقضت وكانت العوائد الحقيقية الأميركية لأجل عشر سنوات ترتفع صافياً، وإن لم يكن ذلك شهراً بشهر.

وأدلة عزو العوائد تشير إلى الاتجاه نفسه. فتمودج عزو عوائد الذهب الصادر عن مجلس الذهب العالمي، مقيساً حتى 28 نوفمبر 2025، ينسب 8 نقاط مئوية من مكسب الذهب البالغ 61 في المئة إلى المخاطر الجيوسياسية، مقابل 10 نقاط للتوسع الاقتصادي و9 نقاط للزخم و8 نقاط لتأثيرات العملة، مع بقاء 20 نقطة، أي ثلث الحركة، بلا تفسير. وحتى سلة المخاطر وعدم اليقين كاملة لا تفسّر سوى نحو خمس الصعود.

الحرب ليست عاملاً من عوامل الذهب بحد ذاتها. هي آلية نقل، وفي 2026 نقلت في الاتجاه الخاطئ. فقد كانت آلية النقل المهيمنة صدمة طاقة وتضخم لا صدمة نمو انكماشية من النوع الذي يقوّي عادةً قناة الملاذ الآمن للذهب. تراجعت التدفقات عبر مضيق هرمز إلى ما دون 10 في المئة من مستوياتها السابقة للنزاع، وأفرجت وكالة الطاقة الدولية عن 400 مليون برميل من المخزونات الطارئة، وهو أكبر إجراء منسّق في تاريخها. وصدّمت الطاقة ترفع التضخم وتُبقى السياسة النقدية متشددة: فقد أبقى مجلس الاحتياطي الاتحادي على النطاق عند 3.50 إلى 3.75 في المئة في 29 يوليو مع تفضيل ثلاثة أعضاء رفعه، رابطاً التضخم المرتفع صراحةً بخدمات إمدادات الطاقة. وارتفاع العوائد الحقيقية يرفع كلفة الاحتفاظ بأصل لا يدر عائداً.

وقياس تلك القناة يمنح التقرير أداته التشخيصية المركزية. فبين نهاية مارس ونهاية يوليو، هبط الذهب 12.6 في المئة بينما ارتفعت العوائد الحقيقية لأجل عشر سنوات 47 نقطة أساس، أي حساسية ملاحظة تبلغ نحو 2.7 في المئة من السعر لكل 10 نقاط أساس. وتطبيق العلاقة نفسها على أغسطس، حين تراجعت العوائد الحقيقية 5 نقاط أساس فقط، كان سيتنبأ بمكسب قدره 1.3 في المئة. لكن الذهب ارتفع 13.3 في المئة. أي أن نحو 12.0 نقطة مئوية من تعافي أغسطس لا تفسّر العوائد الحقيقية المتحققة، وتستند بدلاً من ذلك إلى دولار أضعف، وعمليات إعادة الشراء الموسّعة لدى وزارة الخزانة الأميركية، وتجدد عدم اليقين الجيوسياسي، واختراق فني فوق المتوسط المتحرك لمئتي يوم. ورقم 2.7 في المئة ملاحظة خاصة بحلقة بعينها على نافذة واحدة مدتها أربعة أشهر، لا معامل تنبؤي؛ فإطار مجلس الذهب العالمي نفسه يشير إلى استجابة أهدأ بكثير تبلغ 1.75 في المئة لتحرك قدره 25 نقطة أساس في العائد الاسمي لأجل عشر سنوات.

والطلب البنوي حقيقي لكنه أبطأ من السوق. إذ يقدر مجلس الذهب العالمي أن المصارف المركزية اشترت صافي 288.9 طن في الربع الثاني، بعد أن خفّض تقديره للربع الأول من 244 طناً إلى طن، أي خفض قدره 187.5 طن في السلسلة الأكثر استشهاداً بها بوصفها أراضية الذهب. الطلب الرسمي يبنّي أراضية على مدى سنوات. لكنه لم يمنع انخفاضاً قدره 26.0 في المئة في خمسة 56.5 أشهر، ويُشرّ ببطء يجعله غير صالح كإشارة آنية.

ويتمركز توزيع سيناريوهات الإيدج حتى نهاية 2026 عند 4,400 إلى 5,000 دولار باحتمال 50 في المئة، مع سيناريو صاعد عند 5,200 إلى 5,800 دولار باحتمال 30 في المئة وسيناريو هابط عند 3,700 إلى 4,200 دولار باحتمال 20 في المئة. ونقطة المنتصف المرجّحة بالحكم التحريري نحو 4,790 دولاراً. ولا يحدد متغير منفرد النتيجة: بالإشارة العاملة هي التفاعل بين العوائد الحقيقية والدولار، مؤكداً بتدفقات الاستثمار.

# الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

## السوق بالأرقام، والأساس السعري الذي يحددها

ليس للذهب سعر واحد. فتلاثة مؤشرات مرجعية منشورة سجلت ثلاث ذرى مختلفة لعام 2026 في اليوم نفسه، وأي رقم انخفاض بلا تسمية الأساس الذي يستخدمه هو رقم بلا معنى.

| الأساس                    | ذروة 2026 في 29 يناير | قاع 2026                 | الانخفاض |
|---------------------------|-----------------------|--------------------------|----------|
| سعر الذهب المسائي للرابطة | دولار 5,405.00        | دولار، 25 يونيو 4,001.80 | -26.0%   |
| سعر الذهب الصباحي للرابطة | دولار 5,501.70        | غير منشور                | -        |
| السعر الفوري خلال الجلسة  | دولار 5,595.47        | دولار، 24 يونيو 3,959.33 | -29.2%   |

الجدول 2. المؤشرات المرجعية لأسعار الذهب وذرى 2026. تسعيرنا للرابطة المسائية والصباحية مصنفتان ب طول التقرير بوصفهما بيانات مؤشر منظم. أيًا كان الناشر الذي يعيد نشرهما: أرقام التسعيرة المسائية والسعر الفوري هنا منقولة عن تقرير منتصف العام لمجلس الذهب العالمي الصادر في الأول من يوليو 2026، والتسعيرة الصباحية البالغة 5,501.70 دولار، والتي تصفها الرابطة نفسها بأنها أعلى مستوى في تاريخ المؤشر، منقولة عن تقرير سوق المعادن الثمينة للرابطة للربع الثاني من 2026. وتسجل فورييس أدفايزر بشكل منفصل ذروة فورية خلال الجلسة عند 5,597.23 دولار في التاريخ نفسه، أي 1.76 دولار فوق رقم مجلس الذهب العالمي، وهو فارق تغذية بيانات لا فارق أساس

يعتمد هذا التقرير سعر الذهب المسائي للرابطة مؤشراً مرجعياً لجميع عوائد الفترات وتحليل المراحل وقياس الانخفاض، لأن الإقفالات الشهرية لمجلس الذهب العالمي تُنشر على هذا الأساس ولأن سلسلة واحدة متسقة آتية من أعلى رقم متاح. أما الأسعار الفورية فتُقتبس بشكل منفصل حيث تكون هي الملاحظة ذات الصلة، وتُوسم بذلك.

وبلغت عقود كومكس الأجلة للشهر القريب 4,738.50 دولار خلال جلسة 24 أغسطس فيما تراوح السعر الفوري بين 4,596.86 و 4,670.28 دولار في اليوم نفسه. وسجل الذهب أعلى مستوى في ثلاثة أشهر في 21 أغسطس وأعلى مستوى في خمسة عشر أسبوعاً في 24 أغسطس، في ثالث مكسب أسبوعي على التوالي.

| المؤشر                        | القيمة         | التاريخ               |
|-------------------------------|----------------|-----------------------|
| ذروة التسعيرة المسائية        | دولار 5,405.00 | يناير 2026 29         |
| قاع التسعيرة المسائية         | دولار 4,001.80 | يونيو 2026 25         |
| الانخفاض من الذروة إلى القاع  | -26.0%         | يناير إلى 25 يونيو 29 |
| أحدث تسعيرة مسائية            | دولار 4,562.75 | أغسطس 2026 28         |
| التعافي من قاع 25 يونيو       | +14.0%         | يونيو إلى 28 أغسطس 25 |
| التعافي من إقفال نهاية يوليو  | +13.3%         | يوليو إلى 28 أغسطس 31 |
| الوضع مقابل تسعيرة يناير      | -15.6%         | أغسطس 2026 28         |
| المرجع الفوري                 | دولار 4,660.25 | أغسطس 2026 24         |
| منذ بداية العام               | +4.5%          | أغسطس 2026 28         |
| مكسب عام 2025 الكامل          | +67.4%         | عام 2025 بكامله       |
| متوسط الربع الثاني 2026       | دولار 4,506.29 | الربع الثاني 2026     |
| العائد الحقيقي لأجل عشر سنوات | 2.42%          | أغسطس 2026 28         |

الجدول 3. المؤشرات الرئيسية لسوق الذهب، عند حسم 28 أغسطس 2026. تسعيرات الرابطة المرجعية مصنفة ب بوصفها بيانات مؤشر منظم، منقولة هنا عن مجلس الذهب العالمي: ورقم ما منذ بداية العام وعائد عام 2025 الكامل ومتوسط الربع الثاني من 2026 هي حسابات فترات على سلسلة المؤشر المصنفة ب، منقولة عن مجلس الذهب العالمي؛ والسعر الفوري من فورييس أدفايزر، والتصنيف ب؛ والعائد الحقيقي من منحى العوائد الحقيقية اليومي لوزارة الخزانة الأميركية، التصنيف أ؛ والانخفاض والتعافي والوضع النسبي من حسابات الإيدج، التصنيف د.

# الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

## تشرح الانخفاض: الهبوط بدأ قبل الحرب

السؤال المفيد ليس هل هبط الذهب بل متى. فحين يُحلّل الانخفاض البالغ 26.0 في المئة من الذروة إلى القاع إلى عوائد لوغار يثمية على مؤشر الرابطة المسائي، بحيث تجمع المراحل إلى الإجماليينقسم إلى ثلاث كتل غير متساوية.

| المرحلة              | الحركة | الحصة من الانخفاض | حالة النزاع                          |
|----------------------|--------|-------------------|--------------------------------------|
| إلى 30 يناير 29      | -7.8%  | 27.1%             | ما قبل النزاع، جلسة واحدة            |
| يناير إلى 31 مارس 30 | -7.5%  | 26.0%             | فبراير كله قبل النزاع، مارس كله بعده |
| مارس إلى 25 يونيو 31 | -13.2% | 46.9%             | ما بعد المرحلة الحادة                |

الجدول 4. تحليل مراحل الانخفاض، 29 يناير إلى 25 يونيو 2026، على أساس التسعيرة المسائية للرابطة. حساب الإيدج، التصنيف د، انطلاقاً من الذروة المنشورة لمجلس الذهب العالمي عند 5,405.00 دولار، وإقفال يناير عند 4,982 دولاراً، وإقفال مارس عند 4,608 دولاراً، والقاع عند 4,001.80 دولار. ويلاحظ أن 31 يناير و28 فبراير 2026 صادفاً معاً يوم سبت، وإقفال يناير هو تسعيرة الجمعة 30 يناير وإقفال فبراير تسعيرة الجمعة 27 فبراير. والحركات تغيرات نسبية بسيطة فيما تُحسب الحصص على العوائد اللوغاريتمية، ولهذا لا يجمع عمود الحركة إلى 26.0 في المئة بينما يجمع عمود الحصة إلى 100. ملاحظة: تمقيساً تراكمياً حتى تلك التسعيرة الأخيرة السابقة للنزاع عند 5,222 دولاراً، كان الذهب أدنى بنسبة 3.4 في المئة من ذروته، وهو ما يعادل 11.5 في المئة من الانخفاض النهائي على الأساس اللوغاريتمي نفسه.

هناك حقيقتان في ذلك الجدول يصعب التوفيق بينهما وبين رواية تفوقها الحرب.

الأولى أن أكبر حركة منفردة في الانخفاض سبقت النزاع بأربعة أسابيع واستغرقت جلسة واحدة. فقد سَعر الذهب عند ذروته لعام 2026 يوم الخميس 29 يناير ثم هبط 7.8 في المئة إلى 4,982 دولاراً في التسعيرة التالية يوم الجمعة 30 يناير، وهي آخر تسعيرات الشهر لأن 31 يناير صادف يوم سبت. تلك الجلسة الواحدة تمثل 27.1 في المئة من مجمل التراجع. وقد نسبت مراجعة مجلس الذهب العالمي لشهر يناير نحو نصف عائد ذلك الشهر البالغ 14.1 في المئة إلى التقلب الضمني، وهو تنبيه إلى أن سعر يناير كان يتضمن مكون مراكز كبيراً قبل أن يهبط. وتقدير الإيدج، وهو حكم لا عزو موثّق، أن الحركة عكست إعادة تسعير لتوقعات قيادة الاحتياطي الاتحادي لا أي تطور في الخليج.

والثانية، وهي الأشد ضرراً بالرواية التقليدية، هي أين وقف الذهب عشية النزاع. فقد أقفل فبراير عند 5,222 دولاراً، وهو رقم منشور لمجلس الذهب العالمي ومكسب قدره 4.8 في المئة على الشهر. ولأن 28 فبراير 2026 صادف يوم سبت، فذلك الإقفال هو تسعيرة الجمعة 27 فبراير ولا يتضمن أي جلسة لاحقة للنزاع على الإطلاق. وهو بالتالي آخر ملاحظة قبل أول طلقة، ويضع الذهب أدنى بنسبة 3.4 في المئة من أعلى مستوى في تاريخه، بعد أن استعاد ما يزيد قليلاً على نصف هبوط 29 إلى 30 يناير. وتراكمياً، كان قد تحقق 11.5 في المئة من الانخفاض النهائي عند تلك النقطة، لا أكثر من الربع.

والتمييز مهم. صحيح أن أكبر حركة منفردة جاءت قبل النزاع؛ لكن غير الصحيح أن خسارة تراكمية كبيرة كانت قد تراكت أصلاً. والحقيقتان تشيران إلى الاتجاه نفسه، لكن الأولى وحدها هي التي تُذكر عادةً، والثانية هي الأقوى: فسوق دخل النزاع وهو على بعد 3.4 في المئة من رقمه القياسي ثم هبط 23.4 في المئة على مدى الأشهر الأربعة التالية لا يدعم رواية بسيطة يكون فيها الاندلاع نفسه هو ما أطلق موجة البيع. بل ينسجم مع نقل مؤجل عبر أسعار الطاقة وتوقعات التضخم والسياسة النقدية والعوائد الحقيقية والمراكز، وهي الآلية التي تفحصها الأقسام التالية.

## الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

وكان مارس هو شهر الحرب الحاد، أول شهر تقع تسعيراته كلها بعد الاندلاع، وكان قاسياً: هبوط 11.8 في المئة يصفه مجلس الذهب العالمي بأنه أضعف شهر للذهب منذ يونيو 2013. والآليات التي حددها المجلس كانت مالية لا جيوسياسية. فقد فقدت صناديق المؤشرات المتداولة العالمية للذهب 12 مليار دولار، نحو 84 طناً، وهو رقم صافي تفسره أميركا الشمالية بأكثر من الكامل عند 14 مليار دولار و87 طناً، مقابل تدفقات داخلية صافية متواضعة في أماكن أخرى. وتراجعت صافي المراكز الشرائية لأموال المدارة في كومكس بمقدار ملياري دولار مع احتفاظها بميل شرائي 14 أما المستشارون المتنبعون للاتجاه الذين دخلوا الشهر بمراكز شرائية ثقيلة فقد فكّوا مراكزهم بحدة حين كسر الذهب متوسطيه المتحركين لخمسين وخمسة وخمسين يوماً في 16 مارس. وولد المستثمرون متعددو الأصول الذين خفضوا رافعتهم عبر محافظهم بيعاً إضافياً.

وفي المسألة المحددة، أي هل حرّك النزاع السعر، كان مجلس الذهب العالمي صريحاً على غير عادته: من غير المرجح أن يكون تعطل النشاط السوقي في أجزاء من الشرق الأوسط قد أحدث أثراً جوهرياً في أسعار الذهب العالمية في مارس، ولم يفسر التعطل الإقليمي بشكل مقنع حجم موجة البيع ولا سرعتها.

وحتى القراءة السخية عمداً التي تنسب فبراير ومارس بكاملهما إلى النزاع تحصر مساهمته في 26.0 في المئة من الانخفاض، وتلك القراءة عليها أن تتجاهل أن فبراير كان شهراً صاعداً. والنطاق القابل للدفاع أدنى من ذلك، لأن معظم مارس كان حدث مراكز داخل شهر حرب لا حدث حرب.

### ما الذي قاد الصعود: أدلة الغزو

يظهر التباين نفسه في طريق الصعود. ف نموذج غزو عوائد الذهب الصادر عن مجلس الذهب العالمي يفكك مكسباً قدره 61 في المئة مقيساً حتى 28 نوفمبر 2025.

| المحرك               | المساهمة | الحصة من الـ 61 في المئة |
|----------------------|----------|--------------------------|
| التوسع الاقتصادي     | نقاط 10  | 16.4%                    |
| الزخم                | نقاط 9   | 14.8%                    |
| المخاطر الجيوسياسية  | نقاط 8   | 13.1%                    |
| تأثيرات العملة       | نقاط 8   | 13.1%                    |
| مخاطر وعدم يقين أخرى | نقاط 4   | 6.6%                     |
| تكلفة فرصة أخرى      | نقطتان   | 3.3%                     |
| المتبقي غير المفسر   | نقطة 20  | 32.8%                    |

الجدول 5. نموذج غزو عوائد الذهب، مجلس الذهب العالمي، توقعات الذهب 2026، المنشور في 4 ديسمبر 2025، التصنيف ج. والحصص من حساب الإيدج انطلاقاً من مساهمات النقاط المنشورة، التصنيف د. ويقيس النموذج حتى 28 نوفمبر 2025؛ أما مكسب الذهب للسنة التقويمية كاملةً على المؤشر نفسه فبلغ 67.4 في المئة. وقد امتنع الإيدج عمداً عن إعادة معايرة النموذج على رقم السنة الكاملة، لأن إعادة معايرة تفكيك منشور تصنع دقة لا يتضمنها النموذج.

## الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

فالمخاطر الجيوسياسية هي ثالث أكبر محرّك محدّد مناصفةً، في مستوى تأثيرات العملة وخلف التوسع الاقتصادي والزخم، لا الأول، وهي أصغر من المتبقي غير المفسّر بعامل قدره اثنان ونصف قد وصف مجلس الذهب العالمي نفسه عائلات المحركات الأربع الرئيسية بأنها كانت متوازنة على نحو غير معتاد خلال 2025.

والمتبقي يستحق التشديد لا الهامش. فثلث المكسب البالغ 61 في المئة الذي يفككه النموذج يقع خارج نموذج مبني تحديداً لتفسير الذهب. وثمة تفسيران مرشحان يستحقان التسمية: شراء القطاع الرسمي لا يلتقط إلا جزئياً وبفجوات إبلاغ طويلة، والمكّن الانعكاسي لسوق يفوقه الزخم صعب النمذجة بحكم بنيته. وفي الحاليين، أي رواية سببية واحدة نظيفة عن 2025 تبالغ فيما تدعّمه البيانات.

### الحرب قطعت في الاتجاهين: قناة الطاقة

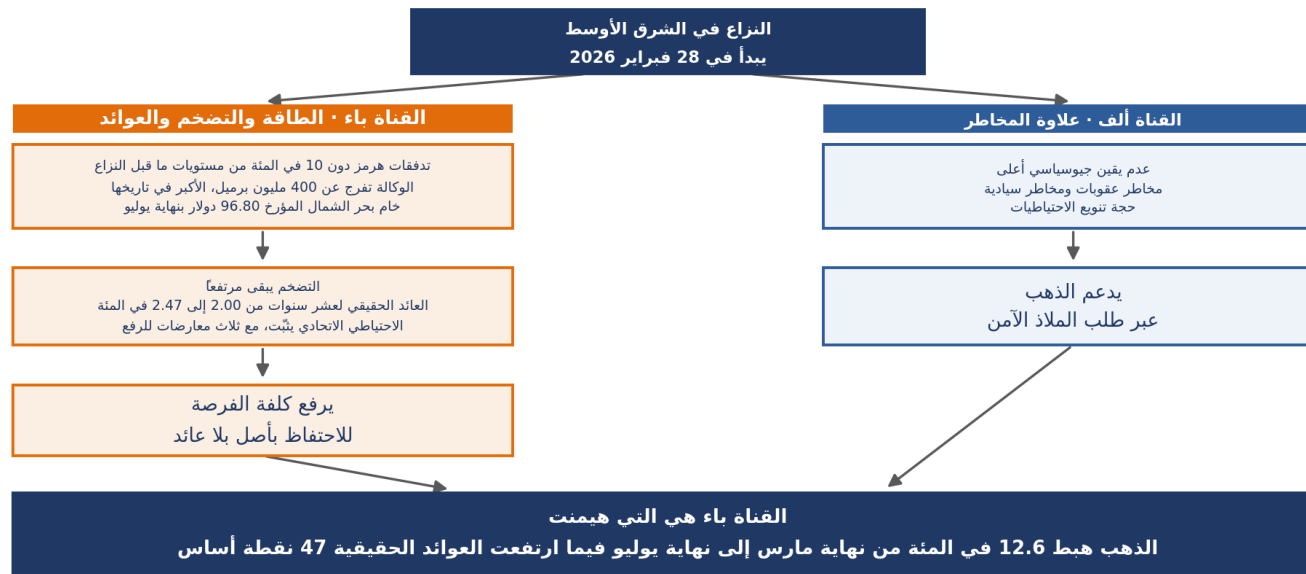
أنتج النزاع الذي بدأ في 28 فبراير 2026 تعطلاً في تجارة الطاقة البحرية بلغ من الحدة ما استوجب أكبر إفراج منسّق عن مخزونات طوارئ في تاريخ وكالة الطاقة الدولية، وهو السادس فقط على الإطلاق. فقد كان نحو 20 مليون برميل يومياً من الخام والمنتجات يمر عبر مضيق هرمز خلال 2025، أي ما يقارب ربع تجارة النفط البحرية العالمية. وبحلول 11 مارس كانت الصادرات تجري عند ما دون 10 في المئة من مستوياتها السابقة للنزاع. واتفق أعضاء وكالة الطاقة الدولية على الإفراج عن 400 مليون برميل من مخزونات الطوارئ، وهو أكبر إفراج في تاريخ الوكالة وسداس إجراء جماعي لها فقط. وقد فصلت النظرة الإقليمية العامة للوكالة الصادرة في 15 مارس التزامات قدرها 195.8 مليون برميل من الأميركتين و108.6 مليون من آسيا وأوقيانوسيا و107.5 مليون من أوروبا، أي 411.9 مليون برميل إجمالاً. ثم وضع تأكيدها المفصل بحسب الدول بعد أربعة أيام الإجمالي عند 426 مليون برميل، مؤلفاً من 280 مليوناً من المخزونات العامة و119 مليوناً من مخزونات الصناعة الملزمة و28 مليوناً من إنتاج إضافي، موزعاً على 301 مليون برميل من الخام مقابل 125 مليوناً من المنتجات المكررة. والأرقام الثلاثة تتوافق ولا تتناقض: فـ400 مليون هي الكمية التي اتفق الأعضاء على إتاحتها، و411.9 مليون هي الحصيلة المرحلية للالتزامات الواردة حتى 15 مارس، و426 مليوناً هي الإجمالي المؤكّد بعد أن حدد كل عضو مساهمته وهو يتجاوز الرقم المتفق عليه جزئياً لأن 28 مليوناً منه إنتاج إضافي لا مخزون. وقد واصلت الوكالة وصف الإجراء بأنه إفراج عن 400 مليون برميل، ونُبّهت إلى أن التوزيع الداخلي يظل عرضة للتغيير. وبحلول 21 يوليو أفادت بأن نحو 290 مليون برميل قد وصلت فعلاً إلى السوق.

وبالنسبة إلى الذهب، خلق هذا قوتين متعاكستين. فالصدمة الإيجابية كانت تقليدية: عدم يقين جيوسياسي أعلى، ومخاطر سيادية ومخاطر عقوبات أكبر في التصور، وحجة أقوى لتنويع الاحتياطات. أما الصدمة السلبية فسرت عبر أسعار الطاقة إلى التضخم، ثم إلى العوائد الاسمية والحقيقية، ثم إلى مسار سياسة نقدية متوقع أشد تشدداً، وأخيراً إلى تقلب أعلى وخفض قسري للرافعة. وعلى امتداد هذا الانخفاض، ينسجم أداء السعر أكثر مع هيمنة القوة الثانية، وذلك بقلب الحدس القائل بأن الحرب مفيدة للذهب. فالحرب صاعدة للذهب حين ترفع عدم اليقين وتضعف في الوقت نفسه النمو والدولار والعوائد الحقيقية. وهي هابطة له حين تكون قنواتها المهيمنة صدمة سعر طاقة تدفع العوائد الحقيقية إلى الأعلى وتبقي السياسة متشددة. وتلك الشرطية هي المبدأ المنظم للتقرير، وهي تنطبق بشكل متماثل: فالتصعيد ليس صاعداً تلقائياً والتهدئة ليست هابطة تلقائياً.

# الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

ولم يعد التعطل إلى طبيعته. إذ يصف تقرير وكالة الطاقة الدولية الصادر في أغسطس المضيق بأنه أُغلق فعلياً من جديد بعد تجدد الأعمال العدائية في مطلع يوليو، عقب إعادة فتح جزئية في يونيو وبلغ إنتاج الخليج 23.9 مليون برميل يومياً في يوليو فيما تراجعت الصادرات الإقليمية 2.1 مليون برميل يومياً إلى 15 مليوناً. وارتفع العرض العالمي 2.4 مليون برميل يومياً في يوليو إلى مليون لكنه يظل أدنى بـ 6.3 مليون عن العام السابق، مع 8.3 مليون برميل يومياً من الإنتاج المعطل. وأنهى خام بحر الشمال المؤرخ يوليو عند 96.80 دولار، بارتفاع قدره 25.67 دولار 101.5 خلال الشهر. وانخفضت المخزونات المرصودة 69 مليون برميل إلى ما دون 7.9 مليار، بسحب تراكمي قدره 410 ملايين برميل منذ فبراير.

## آلية النقل ذات القناتين: لماذا لم تكن الحرب صاعدة للذهب في 2026



المصادر: وكالة الطاقة الدولية؛ نشرة الفائدة إنش 15 لمجلس الاحتياطي الاتحادي؛ مجلس الذهب العالمي؛ تحليل الإيدج.

الشكل 2. آلية النقل ذات القناتين: علاوة المخاطر الجيوسياسية مقابل قناة الطاقة والتضخم والعوائد، فبراير إلى أغسطس 2026. المصادر: وكالة الطاقة الدولية؛ نشرة الفائدة إنش 15 لمجلس الاحتياطي الاتحادي؛ مجلس الذهب العالمي؛ تحليل الإيدج.

# الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

## العوائد الحقيقية: قياس القناة، وحدودها

أوضح تفسير لمرحلة أبريل إلى يونيو، وهي أكبر كتلة في الانخفاض، هو سعر الفائدة المعدّل بالتضخم، وإن لم يكن انطباقاً نظيفاً شهراً بشهر، والتقارير لا يدّعي خلاف ذلك.

| الشهر، 2026 | المتوسط الشهري | نهاية الشهر أو الحسم | إقفال التسعيرة المسائية |
|-------------|----------------|----------------------|-------------------------|
| مارس        | 1.91%          | 2.00%                | دولار 4,608             |
| أبريل       | 1.94%          | 1.94%                | -                       |
| مايو        | 2.04%          | 2.07%                | -                       |
| يونيو       | 2.18%          | 2.20%                | -                       |
| يوليو       | 2.35%          | 2.47%                | دولار 4,027             |
| أغسطس       | لم يُنشر بعد   | 2.42%                | دولار 4,562.75          |

الجدول 6. عوائد سندات الخزنة الأميركية المرحلية من التضخم لأجل عشر سنوات والذهب، مارس إلى أغسطس 2026. عوائد مارس إلى يوليو من نشرة الفائدة إتش 15 لمجلس الاحتياطي الاتحادي، التصنيف أ. أما صف أغسطس فمختلف، وقد وُسم بدلاً من تنعيمه. رقمه البالغ 2.42 في المئة هو قراءة 28 أغسطس من منحى العوائد الحقيقية اليومي لوزارة الخزنة الأميركية، التصنيف أ، وهو تاريخ حسم هذا التقرير لا نهاية شهر تقاليسواق الأميركية تداولت في 31 أغسطس ونشرت الخزنة منحى 31 أغسطس بعد حسم هذا التقرير. وقد طبع ذلك المنحى منذئذ عائدات حقيقياً لأجل عشر سنوات قدره 2.44 في المئة، أي نقطتي أساس فوق قراءة الحسم، وهو ما لا يغير الأداة التشخيصية المبينة أدناه. وعطلة المصارف في المملكة المتحدة تفسر فقط سبب خلو المؤشر المرجعي للذهب من تسعيرة في 31 أغسطس، ولا تفسر شيئاً بشأن العوائد الأميركية. ولا يمكن نشر المتوسط الشهري لأغسطس في نشرة إتش 15 قبل دخول يوم العمل 31 أغسطس في النشرة اليومية في الأول من سبتمبر، ولذلك وُسمت تلك الخانة بأنها لم تُنشر بعد بدلاً من تقديرها؛ وقد جرى التحقق من متوسطات مارس إلى يوليو الواردة في الجدول مقابل السلسلة الشهرية للنشرة إتش 15 نفسها. أما إقفال الذهب في أغسطس عند 4,562.75 دولار فهو تسعيرة الرابطة المسائية ليوم 28 أغسطس. آخر تسعيرات الشهر على ذلك المؤشر. وبالنسبة إلى قيمتي نهاية يوليو ونهاية أغسطس المستخدمتين في اختبار أغسطس في المتن، فقد أخذ الطرفان من سلسلة الخزنة اليومية نفسها ليكون القياس متكافئاً. والمتوسطات الشهرية وقيم نهاية الشهر، تختلف اختلافاً جوهرياً وتُعرض منفصلة لذلك السبب. ونلاحظ أن العائد الحقيقي عند نهاية الشهر تراجع في أبريل من 2.00 في المئة إلى 1.94 في المئة قبل أن يرتفع عبر مايو ويونيو ويوليو. فالعلاقة اتجاهية على نافذة الأشهر الأربعة وليست رتيبة داخلها وعلى النافذة الأقصر من أبريل إلى القاع تبلغ الحساسية الضمنية نحو مئتين ونصف رقم الأشهر الأربعة المستخدم أداة تشخيصية أدناه. وذلك التشتت هو نفسه الحجة ضد معاملة أي حساسية مستمدة من نافذة واحدة على أنها معامل. ومستويات الذهب تسعيرات مسائية للرابطة منقولة عن مجلس الذهب العالمي، التصنيف ب. أما إقفالات نهايات الأشهر الوسيطة فليست منشورة على أساس متسق وقد أُغفلت بدلاً من تقديرها.

فبين نهاية مارس ونهاية يوليو، هبط الذهب 12.6 في المئة، من إقفال مارس عند 4,608 دولارات إلى إقفال يوليو عند 4,027 دولاراً، فيما ارتفع العائد الحقيقي لأجل عشر سنوات 47 نقطة أساس، من 2.00 في المئة إلى 2.47 في المئة. وتلك حساسية ملاحظة تبلغ نحو 2.7 في المئة من سعر الذهب لكل 10 نقاط أساس.

ذلك الرقم أداة تشخيصية لا معامل تنبؤي، وثلاثة أمور تحدّه. فهو معايير على نافذة واحدة مدتها أربعة أشهر. وهو ينسب إلى العوائد الحقيقية كل ما تحرك غيرها في الفترة نفسها، بما في ذلك الدولار وفك مركز شرائي مزدحم. وهو قوي على نحو غير معتاد بالمقارنة مع الأطر المنشورة: إذ يقدّر تقرير منتصف العام لمجلس الذهب العالمي أن تراجعاً قدره 25 نقطة أساس في العائد الاسمي الأميركي لأجل عشر سنوات يعادل ارتفاعاً في سعر الذهب قدره 1.75 في المئة، أي نحو 0.7 في المئة لكل 10 نقاط أساس. والاثنان غير قابلين للمقارنة المباشرة، إذ أحدهما عائد حقيقي والآخر اسمي، لكن فجوة تقارب أربعة أضعاف تنبيه ضد تعميم العلاقة المحلية.

## الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

وقيّمته تكمن في كونه مرجعاً تُختبر عليه فترات أخرى، واختبار أغسطس دال. فقد تراجع العائد الحقيقي 5 نقاط أساس بين نهاية يوليو وتاريخ حسم هذا التقرير في 28 أغسطس، من 2.47 في المئة إلى 2.42 في المئة. وعند العلاقة الملاحظة من مارس إلى يوليو، يتنبأ ذلك بمكسب للذهب قدره نحو 1.3 في المئة. لكن الذهب ارتفع 13.3 في المئة، من 4,026.60 دولار إلى 4,562.75 دولار. أي أن نحو 12.0 نقطة مئوية من التعافي لا تفسرها العوائد الحقيقية المتحققة.

وطرفاً ذلك الاختبار يحملان الآن تاريخ الإبلاغ نفسه، وهو ما لم يكن صحيحاً عند الحسم السابق، والعائدان مأخوذان كلاهما من سلسلة الخزانة الأميركية اليومية نفسها بدلاً من وضع قيمة من نشرة إتش 15 مقابل قراءة من الخزانة. لكنهما لا يتشاركان توقيتاً واحداً داخل الجلسة: بطرف الذهب سعر مزاد عند الساعة الخامسة عشرة بتوقيت لندن، وطرف العائد قراءة منحني يومي تُحدّد لاحقاً في الجلسة الأميركية. ولذلك ينبغي قراءة المتبقي بوصفه رتبة مقدار لا عزواً دقيقاً، كما أن الحساسية التي يُقاس عليها هي نفسها ملاحظة على نافذة واحدة مدتها أربعة أشهر.

والقراءة الأمنية لتلك الفجوة ليست أن الإطار انكسر بل أن الأوزان تبدلت. فبين أبريل ويوليو كان الذهب يتتبع حركة متحققة في كلفة رأس المال. وفي أغسطس حمل الدولار والمراكز وتوقعات السياسة النقدية والطلب غير الغربي قدراً أكبر من الحركة. ونافذة معايرة واحدة يتبعها شهر واحد متباعد لا يمكن أن تثبت تغييراً دائماً في النظام، والتقرير لا يدّعي ذلك؛ بل يدّعي أن نموذجاً أحادي المتغير للذهب غير كافٍ، وهي الخلاصة نفسها التي يبلغها مجلس الذهب العالمي من عينة أطول بكثير.

ولم يكن التضخم نفسه هو القيد. فقد تراجع التضخم الأميركي الرئيسي من 3.5 في المئة في يونيو إلى 3.4 في المئة في يوليو، مع تراجع الأساسي من 2.6 في المئة إلى 2.5 في المئة، وانخفض مكوّن الطاقة في مؤشر أسعار المستهلكين 1.5 في المئة في يوليو حتى مع بقاء البنزين أعلى بنسبة 24.6 في المئة على أساس سنوي، وهي سلسلة تعكس التمرير إلى التجزئة بفجوة زمنية ولم تكن قد استوعبت بعد حركة الخام الموصوفة في القسم الرابع. أما عالمياً فالصورة أقل ارتياحاً: إذ يتوقع تحديث صندوق النقد الدولي الصادر في يوليو ارتفاع التضخم الرئيسي من 4.1 في المئة في 2024 إلى 4.7 في المئة في 2026 قبل أن يهدأ إلى 3.9 في المئة في 2027، مع نمو عالمي عند 3.0 في المئة و3.4 في المئة، ويذكر صراحةً أن اتجاه تراجع التضخم القائم منذ مطلع 2024 قد 2025 توقف.

ويحدد الانحدار الفصلي طويل الأجل لمجلس الذهب العالمي، المُجرى على 222 مشاهدة من الربع الأول لعام 1971 إلى الربع الثاني لعام 2026، ترتيب المحركات.

| المتغير                                | العينة الكاملة | التضخم فوق 4 في المئة |
|----------------------------------------|----------------|-----------------------|
| التغير في مؤشر أسعار المستهلكين        | 1.32           | 2.98                  |
| التغير في سعر الفائدة الاتحادي الحقيقي | -0.63          | -0.84                 |
| عائد مؤشر الدولار الأميركي             | -0.93          | -1.20                 |
| التغير في احتمال الركود                | 0.14           | 0.19                  |

الجدول 7. الانحدار البنيوي للذهب، تعليق مجلس الذهب العالمي لشهر يوليو 2026، المنشور في 6 أغسطس 2026، التصنيف ج. ومعامل الدولار وحده ذو دلالة إحصائية عند المستويات المعتادة عبر العينة الكاملة. وتتقوى حساسية التضخم تقوياً جوهرياً في أنظمة التضخم المرتفع.

وتلك النتيجة مهمة للنظرة المستقبلية وتتعارض مع معاملة أي سعر فائدة منفرد على أنه حاسم. فعلى مدى نصف قرن، الدولار هو المحرك الأكثر متانة إحصائياً للذهب، أكثر من سعر السياسة الحقيقي. وصياغة مجلس الذهب العالمي نفسه هي أن استجابة الذهب تتوقف على كيفية تحرك الأسعار الحقيقية والدولار وتوقعات النمو معاً، وكذلك على طلب المصارف المركزية والمستثمرين الآسيويين، ويلاحظ المجلس أن الذهب أدى أداءً قوياً رغم أسعار حقيقية أميركية متشددة تاريخياً منذ 2023 فصاعداً، ويعود ذلك إلى حد بعيد إلى مصدري الطلب هذين. والصياغة الصحيحة إذًا إشارة مشتركة، لا تراتبية يتصدرها متغير واحد.

## الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

### القطاع الرسمي: أرضية، وتحذير قدره 187.5 طن

شراء القطاع الرسمي هو أوضح فارق بنيوي بين دورة الذهب هذه وما سبقها قبل 2022. فيقدّر مجلس الذهب العالمي أن المصارف المركزية راكمت متوسطاً قدره 1,000 طن سنوياً على مدى السنوات الأربع حتى 2026، مقابل نحو 500 طن سنوياً على مدى العقد السابق، ويضع صافي المشتريات الرسمية في الربع الثاني عند 288.9 طن.

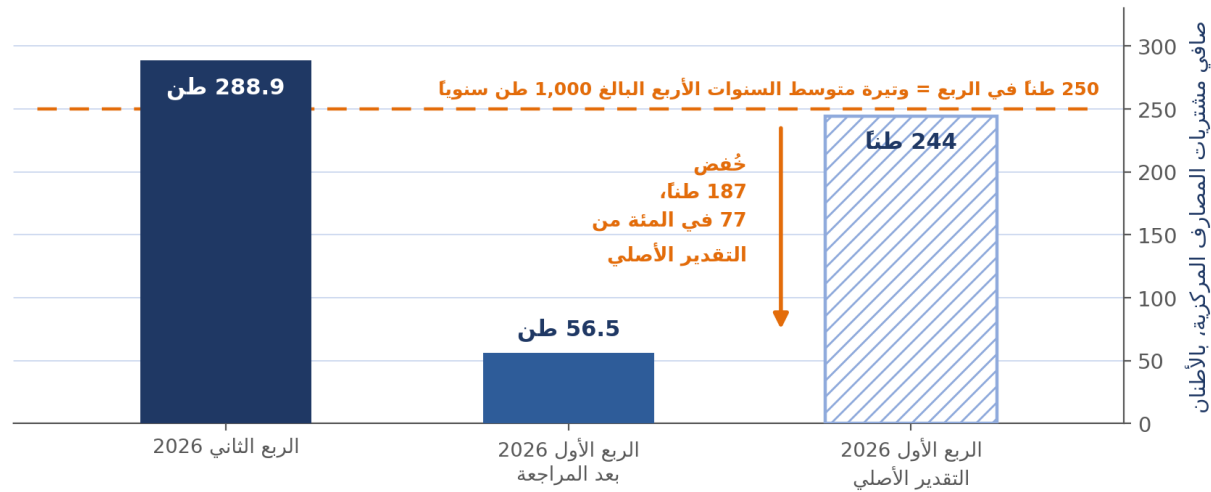
وذلك الرقم يحمل تحذيراً. فقد خفّضت مؤسسة ميتلز فوكس، التي تقوم بتقديراتها عليها بيانات تقرير اتجاهات الطلب على الذهب، رقم الربع الأول من 244 طناً إلى 56.5 طن، أي خفض قدره 56.5 طن، أو 77 في المئة من الرقم الأصلي. ومراجعة بهذا الحجم في السلسلة الأكثر استشهاداً بها بوصفها الدعم البنيوي للذهب هي في ذاتها نتيجة. فبيانات القطاع الرسمي تُبلّغ بفجوة زمنية 187.5 وبشكل ناقص، ومن مؤسسات غير ملزمة بالإفصاح السريع. والنتيجة العملية لهذا التقرير أن طلب المصارف المركزية ينتمي إلى الطبقة البنوية من التحليل وإلى أسفل أي تراتبية للمتابعة: فهو أبطأ وأكثر تعرضاً للمراجعة من أن يؤكد انعطافاً في الوقت الحقيقي، وينبغي توقع تحرك رقم الربع الثاني.

والنية وراء الشراء موثقة أفضل من توقيته. ففي استطلاع مديري الاحتياطات لعام 2026 الصادر عن مجلس الذهب العالمي، والذي أجري بين 5 فبراير و19 مايو بعدد قياسي بلغ 76 استجابة توقع 89 في المئة ارتفاع احتياطات الذهب الرسمية العالمية خلال الاثني عشر شهراً التالية، وتوقعت نسبة قياسية بلغت 45 في المئة ارتفاع احتياطاتها هي، وتوقع 74 في المئة أن تكون حصة الدولار من الاحتياطات العالمية أدنى بشكل معتدل أو كبير خلال خمس سنوات. ولأن العمل الميداني امتد من 5 فبراير إلى 19 مايو، فقد تقاطع مع اندلاع 28 فبراير: فالاستجابات تخطت مزاجاً سابقاً للنزاع بأخر في وسط الصدمة، ولا يمكن قراءتها بوضوح على أنها أحدهما.

ولا ينبغي قراءة ذلك على أنه نهاية نظام الدولار. فقد أفاد البنك المركزي الأوروبي في 2 يونيو بأن الذهب بلغ 27 في المئة من إجمالي الاحتياطات الأجنبية الرسمية بالقيمة السوقية بنهاية مقابل 22 في المئة لسندات الخزنة الأميركية و15 في المئة لليورو. والبنك صريح في أن التقاطع يعكس إلى حد بعيد تأثيرات التقييم لا إعادة التوزيع: فقد ارتفع سعر الذهب نحو 60 في المئة 2025 في 2025 و30 في المئة في 2024 على مقياس البنك نفسه، وهو أساس مختلف عن عائد السنة التقويمية البالغ 67.4 في المئة على تسعيرة الرابطة المسائية المستخدم في مواضع أخرى من هذا التقرير، وهو ما يرفع حصة الذهب رفعاً حسابياً. ويجب فصل الكمية عن السعر قبل استخلاص أي نتيجة عن نوايا مديري الاحتياطات.

## الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

تحذير الـ 187 طناً: الأرضية تحت الذهب حقيقية، وتراجع بكثافة



المصدر: مجلس الذهب العالمي، اتجاهات الطلب على الذهب للربع الثاني 2026. بيانات الطلب والعرض تزوّد بها مؤسسة ميتلز فوكس المجلس. وتيرة متوسط السنوات الأربع هي المعادل الفصلي الذي يحسبه الإيدج لتقدير المجلس البالغ 1,000 طن سنوياً.

الشكل 3. صافي مشتريات المصارف المركزية بحسب الربع، مع عرض مراجعة الربع الأول من 2026 مقابل التقدير الأصلي. والخط المتقطع هو المعادل الفصلي الذي يحسبه الإيدج لمتوسط السنوات الأربع البالغ 1,000 طن سنوياً لدى مجلس الذهب العالمي المصدر: مجلس الذهب العالمي، اتجاهات الطلب على الذهب للربع الثاني 2026.

## أين يُحدّد السعر: تدفقات الاستثمار والمجوهرات وإنتاج المناجم

تُحدّد أسعار الذهب في المدى القصير في الأسواق المالية، لا في المناجم ولا في محال المجوهرات. وأرقام الربع الثاني توضح ذلك.

| الفترة                           | الربع الثاني 2026 | التغيير               | الدور في تكوين السعر        |
|----------------------------------|-------------------|-----------------------|-----------------------------|
| تدفقات صناديق المؤشرات المتداولة | طن -44.8          | انعكاس عن الربع الأول | تحدد السعر الحدي            |
| إنتاج المناجم                    | طن 965.6          | +2%                   | لا يمكنه التكيف خلال أسابيع |
| إعادة التدوير                    | طن 326.1          | -6%                   | يستجيب للسعر، لكن ببطء      |
| استهلاك المجوهرات                | طن 278.2          | سنوياً -17%           | يستجيب للسعر ولا يحدده      |

الجدول 8. الطلب والعرض، الربع الثاني 2026، تقرير اتجاهات الطلب على الذهب لمجلس الذهب العالمي، التصنيف ج. وكان حجم المجوهرات الأدنى منذ الجائحة. وبلغ الطلب التقني 80.4 طن. مع تعويض الطلب المتصل بالدكاء الاصطناعي ضعيف الإلكترونيات الاستهلاكية. والعمود الأخير تقدير الإيدج، التصنيف د.

## الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

فعرض المناجم لا يمكنه التحرك بما يكفي خلال أسابيع لتفسير حركة سعرية قدرها 26 في المئة: إذ تمتد مهل المشاريع إلى سنوات وتغير الإنتاج بنسبة 2 في المئة. وطلب المجوهرات حساس للسعر ويضخم الضعف عند الهامش، لكنه يستجيب للسعر بدلاً من أن يحدده، وأفضل قراءة لانهيار الأحجام إلى أدنى مستوى بعد الجائحة أنه جانب الطلب يؤكد الحركة السعرية لا أنه سببها.

وتركيبية الطلب الاستثماري مهمة للنظرة المستقبلية بقدر أهمية اتجاهه. فيتوقع مجلس الذهب العالمي أن يبقى الطلب الاستثماري بناءً خلال ما تبقى من 2026، مع مساهمة أكبر للنشاط خارج البورصة وللاستثمار الآسيوي، فيما قد تظل تدفقات صناديق المؤشرات الغربية حساسة للعوائد الحقيقية وتوقعات السياسة النقدية والدولار. وذلك التقسيم مفيد تحليلياً: فالمكون الظاهر عالي التواتر من الطلب الاستثماري هو تحديداً المكون الأكثر تعرضاً لقناة كلفة الفرصة، بينما المكون القادر على امتصاص الضعف عند التراجعات السعرية هو الأصعب رصدًا في الوقت الحقيقي.

### خلفية السياسة النقدية

كانت السياسة النقدية خلال منتصف العام متشددة عبر الاقتصادات الغربية الكبرى وتحرك في اتجاه واحد فقط.

| المصرف المركزي          | القرار          | السعر             | التصويت                        |
|-------------------------|-----------------|-------------------|--------------------------------|
| مجلس الاحتياطي الاتحادي | يوليو، تثبيت 29 | %إلى 3.75 3.50    | مقابل 3، معارضات لصالح الرفع 9 |
| بنك إنجلترا             | يوليو، تثبيت 30 | 3.75%             | مقابل 3، معارضات لصالح الرفع 6 |
| البنك المركزي الأوروبي  | يوليو، تثبيت 23 | على الودائع 2.25% | بعد رفع في يونيو               |

الجدول 9. قرارات المصارف المركزية الكبرى، يوليو 2026، التصنيف أ. والمعارضون في الاحتياطي الاتحادي هم بيث هاماك ونيل كاشكاري ولوري لوفغان، وقد فضل كل منهم رفعاً برقع نقطة. والمعارضون في بنك إنجلترا هم ميغان غرين وكاترين مان وهيو بيل وقد فضل كل منهم 4.00 في المئة. ورفع البنك المركزي الأوروبي برقع نقطة في 11 يونيو، سارياً في 17 يونيو، قبل أن يثبت في يوليو.

وذكر بيان الاحتياطي الاتحادي أن التضخم يظل مرتفعاً قياساً بهدف 2 في المئة، ويعكس جزئياً صدمات عرض دفعت الأسعار إلى الارتفاع في قطاعات بعينها، منها الطاقة. ورأت أغلبية بنك إنجلترا أن السعر القائم مضاعفاً إليه تشدد الأوضاع المالية منذ بدء النزاع يوفر تأميناً كافياً. وقال مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي إنه يراقب شدة الصدمة ومدتها إلى جانب آثارها غير المباشرة وآثار الجولة الثانية.

فمصرفان مركزيان كبيران يثبتان مع معارضات متشددة، وثالث كان قد رفع في يونيو، بيئة يعاني فيها الذهب أيًا كانت الخلفية الجيوسياسية. ولم يجتمع أي منها منذ ذلك الحين.

وقد ازدادت خلفية السياسة النقدية تشدداً من جديد في تاريخ حسم التقرير نفسه. ففي كلمته أمام ندوة جاكسون هول في 28 أغسطس، قال رئيس مجلس الاحتياطي الاتحادي كيفن وارث إنه "يجب أن نكون واثقين من أن التضخم الأساسي يتجه إلى هدفا، بوضوح وبسرعة كافية"، مضيفاً: "وإلا فأماننا عمل نقوم به". وكلا التصريحين مقروء من نشر المجلس نفسه للكلمة الرئيسية. ولم يلتزم رئيس المجلس بقرار سبتمبر. والدلالة بالنسبة إلى الذهب هي قناة كلفة الفرصة التي تتبعها هذا التقرير طوال صفحاته: فالمصرف المركزي الذي لم يعلن انتصاره على التضخم هو مصرف يبقى سعر سياسته أعلى لفترة أطول، وذلك هو الشرط الذي يعاني فيه أصل لا يدر عائداً.

والتوقيت يحمل تحفظاً يهيم المرجح السعري. فمزاد سعر الذهب المسائي للرابطة يُحدّد عند الساعة الخامسة عشرة بتوقيت لندن، وهي الساعة نفسها التي أُلقيت فيها الكلمة الرئيسية. وبالتالي فإن المرجح المعتمد في هذا التقرير عند 4,562.75 دولار لا يتضمن استجابة السوق لتلك الكلمة. وأي إعادة تسعير تلتها تقع بعد حسم هذا التقرير ولا تُقاس هنا.

# الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

## تعافي أغسطس، وحقيقة عمليات إعادة الشراء

تعافى الذهب 13.3 في المئة من إقبال نهاية يوليو عند 4,027 دولاراً إلى 4,562.75 دولار في 28 أغسطس. وأربعة محركات قابلة للتحديد. وهي المتغيرات نفسها بالعكس، لكن ليس بالنسب نفسها، والمتغير الذي هيمن على الهبوط لا يفسر سوى حصة صغيرة من الصعود بدولار أضعف؛ وعمليات إعادة الشراء الموسعة لدى وزارة الخزانة الأميركية؛ وتجدد عدم اليقين الجيوسياسي بعد انقضاء وقف إطلاق النار؛ واختراق فني، إذ تجاوز الذهب متوسطه المتحرك لمتني يوم وتحول الزخم الأسبوعي إلى الصعود بعد كسر نمط القمم الأدنى الذي ساد منذ يناير.

ويستوجب برنامج إعادة الشراء دقة، لأنه يُوصف على نطاق واسع وصفاً خاطئاً. ففي 19 أغسطس أعلنت الخزانة أنها ترفع، بمقدار الضعف على الأقل، حجم عمليات إعادة الشراء لدعم السيولة، في السندات الاسمية ذات الكوبون الأطول أجلاً، لينتقل الحد الأقصى من ملياري دولار إلى 4 مليارات دولار على الأقل لكل عملية في شريحتي عشر إلى عشرين سنة وعشرين إلى ثلاثين سنة سارياً في 9 سبتمبر وممتداً حتى 4 نوفمبر. والهدف المعلن للخزانة هو هدفها هي: فالزيادة تعكس رغبتها في توفير دعم سيولة أكبر في الشرائح الاسمية الأطول أجلاً حيث يوجد إقبال قوي ومستمر من المشاركين في السوق. ولا يتضمن الإعلان أي إشارة إلى مستويات العوائد أو مستهدفاتها. فهذه عملية سيولة، ووصفها بأنها محاولة لتسقيف العوائد الطويلة يبالغ في النية والآلية معاً.

والحجم يعزز هذه النقطة. فتقدّر الخزانة صافي الاقتراض التسويقي المحتفظ به لدى القطاع الخاص بـ739 مليار دولار في ربع يوليو إلى سبتمبر و628 مليار دولار في ربع أكتوبر إلى ديسمبر. وعمليات بقيمة 4 مليارات دولار للوحدة تقع داخل حاجة اقتراض صافية بهذا الحجم، وإصدار إجمالي أكبر منها. ويمكنها بشكل معقول أن تؤثر في أوضاع السيولة وعلاوة الأجل في شرائح بعينها لكنها لا تستطيع أن تلغي حسابياً توازن العرض والطلب في سوق الخزنة. وتعليق مجلس الذهب العالمي نفسه هو النبرة الصحيحة: هذا ليس تحكماً في منحنى العائد، لكنه قد يكون خطوة في ذلك الاتجاه.

وقد أثبت القسم الخامس أن التراجع المتحقق البالغ 5 نقاط أساس في العوائد الحقيقية يفسر نحو 1.3 نقطة مئوية من الحركة البالغة 13.3 في المئة عند الحساسية المحلية. فنحو 12 نقطة مئوية إذاً لا تفسرها تلك الأداة التشخيصية أحادية المتغير. والمحركات المبينة في الجدول 10 هي تلك التي حددتها التعليقات المعاصرة بوصفها عاملة في الفترة نفسها، ولكل منها هشاشة محددة، غير أن البيانات لا تدعم توزيع المتبقي بينها توزيعاً دقيقاً.

| المحرك                         | الطبيعة                                | الهشاشة                                                           |
|--------------------------------|----------------------------------------|-------------------------------------------------------------------|
| توسيع إعادة الشراء لدى الخزانة | توقع تحسن السيولة وانخفاض علاوات الأجل | قد ترتفع العوائد الطويلة رغم ذلك؛ والعمليات صغيرة قياساً بالإصدار |
| ضعف الدولار                    | متحقق، لكنه مرهون بالسياسة النقدية     | تجمع اجتماعات المصارف المركزية في سبتمبر                          |
| التصعيد الجيوسياسي             | علاوة مخاطر مدفوعة بالأحداث            | ثالث أكبر محرك محدد مناصفة في نموذج العزو، وفق القسم الثالث       |
| الاختراق الفني                 | زخم ومراكز                             | ينعكس ذاتياً بلا دعم من الأساسيات                                 |

الجدول 10. تركيبة تعافي أغسطس وهشاشته. تقدير الإيدج، التصنيف د، مع تحديد المحركات من مرصد الأسواق الآسيوي لمجلس الذهب العالمي الصادر في 24 أغسطس 2026، التصنيف ج، وإعلان الخزانة في 19 أغسطس 2026، التصنيف أ.

## الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

والتسلسل داخل الشهر مهم ولا ينبغي تنعيمه في رواية واحدة. فمرصد الأسواق الأسبوعي لمجلس الذهب العالمي الصادر في 24 أغسطس ينسب حركة الأسبوع الأخير إلى انقضاء وقف إطلاق النار وتوسيع إعادة الشراء لدى الخزانة والضغط على الدولار والاختراق فوق المتوسط المتحرك لمنتري يوم. وثلاثة من تلك الأربعة مراكز وسياسة وسيولة لا أساسيات، وهو تحديداً الوضع الذي حدده مجلس الذهب العالمي في مارس، حين كان الاتجاه هابطاً. فالسوق الذي يمكن أن يكون محركه المعلن تطوراً جيوسياسياً في أسبوع وعملية خزانة في الأسبوع التالي، مع تحرك السعر في الاتجاه نفسه غيرهما، هو سوق تهيمن عليه التدفقات.

### النظرة المستقبلية حتى نهاية 2026: السيناريوهات والمحفزات والإشارات

تتطلق السيناريوهات أدناه من مرجع واحد: 4,562.75 دولار على مؤشر سعر الذهب المسائي للرابطة في 28 أغسطس 2026. وقد تداول السعر الفوري عند 4,660.25 دولار في 24 أغسطس لكن ذلك أساس سعري مختلف في تاريخ مختلف وليس ملاحظة مكافئة؛ وكل نسبة سيناريو في هذا القسم مقيسة مقابل المرجع البالغ 4,562.75 دولار. والمبدأ المركزي هو ألا يُعامل أي متغير منفرد على أنه كافٍ. وأعلى الإشارات قيمةً في المدى القريب هي التفاعل بين العوائد الحقيقية الأميركية والدولار، مؤكداً بمراكز صناديق المؤشرات والعقود الآجلة. أما الاستثمار الآسيوي والاستثمار خارج البورصة ومشتريات القطاع الرسمي فتشكل طبقة بنوية أبطأ. والأحداث الجيوسياسية تهم أساساً عبر أثرها في الطاقة وتوقعات التضخم والأوضاع المالية وشهية المخاطرة، لا بوصفها مدخلات قائمة بذاتها للذهب.

| السيناريو | نطاق نهاية 2026       | نقطة المنتصف | الاحتمال |
|-----------|-----------------------|--------------|----------|
| صاعد      | إلى 5,800 دولار 5,200 | دولار 5,500  | 30%      |
| أساسي     | إلى 5,000 دولار 4,400 | دولار 4,700  | 50%      |
| هابط      | إلى 4,200 دولار 3,700 | دولار 3,950  | 20%      |

الجدول 11. توزيع سيناريوهات الإيدج حتى نهاية 2026، التصنيف د. ونقطة المنتصف المرجحة بالحكم التحريري نحو 4,790 دولاراً، أي أعلى بنسبة 5.0 في المئة من المرجع البالغ 4,562.75 دولار في 28 أغسطس. والاحتمالات أوزان سيناريوهات تحريرية تعكس حكم الإيدج، لا احتمالات قياسية، ونقطة المنتصف متوسط مرجح لتلك الأحكام لا قيمة عادلة مقدرة إحصائياً. والنطاقات نقاط نهاية لا مسارات.

**السيناريو الأساسي، 50 في المئة.** يتماسك الذهب بين 4,400 و5,000 دولار. ويبقى العائد الحقيقي لأجل عشر سنوات عموماً ضمن 2.10 إلى 2.60 في المئة بدلاً من بدء تراجع مستدام، وهو النطاق المحدد بعتبتي السيناريو الصاعد والهابط في الجدول 12. ويكون الدولار محصوراً في نطاق أو أضعف قليلاً، وتتذبذب تدفقات صناديق المؤشرات الغربية من دون العودة إلى تصفية مستمرة، ويمتص الاستثمار الآسيوي والاستثمار خارج البورصة الضعف عند التراجعات. وتستمر مشتريات المصارف المركزية بوصفها دعماً بنوياً لا محفزاً. ولا تقدم اجتماعات سبتمبر مساراً أشد تشدداً بشكل جوهري مما تتوقعه الأسواق، وتحسن عمليات إعادة الشراء الموسعة السيولة عند الهامش من دون فرض سقف على العوائد الطويلة. أي أن أسباب هبوط أبريل إلى يونيو توقفت عن الاشتداد، لكن شروط العودة إلى تسعيرة يناير لم تتوافر.

**السيناريو الصاعد، 30 في المئة.** يتطلب انتقال مستدام إلى 5,200 إلى 5,800 دولار توافق عدة إشارات لا التصعيد وحده. وأقوى تأكيد سيكون تراجع العائد الحقيقي لأجل عشر سنوات إلى ما دون 2.10 في المئة تقريباً ويقاؤه هناك، مع مزيد من ضعف الدولار وتدفقات موجبة مستدامة إلى صناديق المؤشرات. وسيلزم أن يظل الاستثمار الآسيوي والاستثمار خارج البورصة بناءً، وأن يبقى التراكم الرسمي قريباً من وتيرته الممتدة لسنوات بعد المراجعة. ويمكن أن يأتي ذلك المزيج من نمو أضعف، أو مسار سياسة نقدية متوقع أقل تشدداً، أو انضغاط حقيقي في علاوات المخاطر عند الطرف الطويل. ولا تهم عمليات إعادة الشراء إلا بقدر استجابة العوائد والدولار فعلياً. فهذا مسار عبر انخفاض كلفة الفرصة واتساع الطلب الاستثماري، لا عبر شدة النزاع.

## الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

**السيناريو الهابط، 20 في المئة.** الهبوط إلى 3,700 إلى 4,200 دولار لا يتطلب تهذبة، وإطار التقرير نفسه يفسر السبب. فقد ينشأ إما من نمو صامد يبقي السياسة متشددة، أو من تعطل جديد في الطاقة يرفع توقعات التضخم ويدفع الأسواق إلى تسعير أسعار سياسة أعلى. والقاسم المشترك في المسارين عائد حقيقي لأجل عشر سنوات يستقر فوق 2.60 في المئة تقريباً، ودولار أكثر تماسكاً وتصفية متجددة في صناديق المؤشرات. وتباطؤ الاستثمار الآسيوي أو الاستثمار خارج البورصة، والمراجعات النزولية للمشتريات الرسمية، سيزيلان ما تبقى من دعم، وطلب المجوهرات عند أدنى مستوياته بعد الجائحة لا يقدم مقاومة تذكر. فهذا هو تشكّل أبريل إلى يونيو يتكرر، وهو لا يبالي بما إذا كان النزاع يشتد أو يهدأ.

| الإشارة                               | تأكيد السيناريو الصاعد                    | تأكيد السيناريو الهابط              |
|---------------------------------------|-------------------------------------------|-------------------------------------|
| العائد الحقيقي والدولار               | العائد دون 2.10 % والدولار أضعف           | العائد فوق 2.60 % والدولار أقوى     |
| تدفقات صناديق المؤشرات والعقود الآجلة | تراكم مستدام                              | تصفية مستمرة متجددة                 |
| استجابة العوائد لإعادة الشراء         | استقرار العوائد الطويلة أو تراجعها        | ارتفاع العوائد الطويلة رغم العمليات |
| الاستثمار الآسيوي وخارج البورصة       | يواصل امتصاص الضعف                        | فقدان جوهري للطلب الاستثماري        |
| طلب القطاع الرسمي                     | الوتيرة الممتدة لسنوات تصمد أمام المراجعة | مراجعات نزولية جوهريّة              |
| الطاقة ومضيق هرمرز                    | عوائد أدنى رغم عدم اليقين                 | صدمة تضخم ترفع العوائد والدولار     |

الجدول 12. الإشارات الواجب رصدها، مرتبة بحسب قيمتها المعلوماتية، التصنيف د. والترتيب مقصود. فالعوائد الحقيقية والدولار يحددان كلفة الفرصة وقناة العملة. والتدفقات تبيّن ما إذا كان المستثمرون الماليون يتصرفون بناءً على تلك الأوضاع. والاستثمار الآسيوي والاستثمار خارج البورصة يحددان ما إذا كان الضعف الغربي يجري تعويضه. والمشتريات الرسمية توفر الأرضية لكنها تُبلّغ ببطء شديد وتراجع بكثافة شديدة بحيث لا تصلح للريادة. والطاقة والجيوستراتيجية تهتمان عبر أثرهما في المتغيرات التي تعلوهما.

**تسلسل سبتمبر اختبار نظيف على نحو غير معتاد.** فعمليات إعادة الشراء الموسّعة لدى الخزانة تبدأ في 9 سبتمبر. ويجتمع مجلس محافظي البنك المركزي الأوروبي في 9 و10 سبتمبر. ويجتمع مجلس الاحتياطي الاتحادي في 15 و16 سبتمبر، مع ملخص التوقعات الاقتصادية. ويعلن بنك إنجلترا في 17 سبتمبر. وما يهم ليس فقط ما تقررته كل مؤسسة بل كيف تستجيب العوائد الحقيقية والدولار وتدفقات الاستثمار في الذهب للمزيج.

**ما الذي قد يحدّض هذه القراءة.** الادعاء المركزي هو أن قناتي كلفة الفرصة والعملة تهيمنان على المخاطر الجيوسياسية في تكوين سعر الذهب. وسيضعف ذلك جوهرياً إذا حافظ الذهب على مستويات فوق 5,000 دولار بينما بقي العائد الحقيقي لأجل عشر سنوات فوق 2.60 في المئة تقريباً، وهي العتبة الهابطة في الجدول 12، وظل الدولار متماسكاً وأخفقت تدفقات الاستثمار في التحسن، وهو ما سيبيّن أن الطلب البنوي وغير الغربي قد نما بما يكفي للتغلب على كلفة الفرصة. أما تصعيد إضافي مصحوب بعوائد حقيقية أعلى ودولار أقوى وبيع متجدد في صناديق المؤشرات فسيعزيز الإطار لا يناقضه.

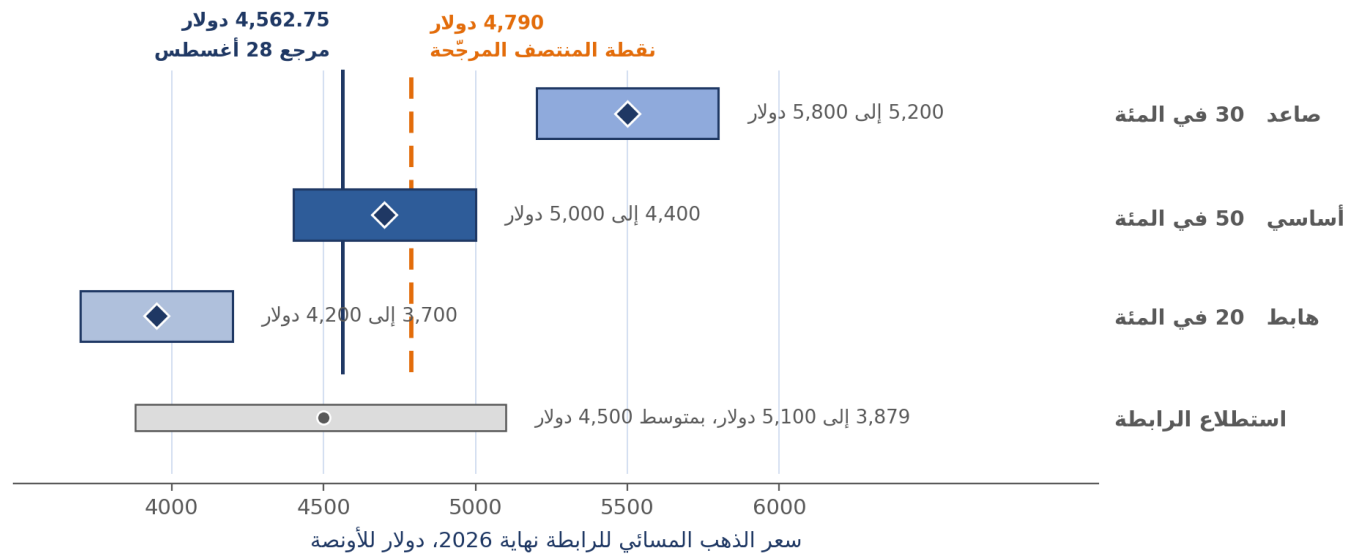
**المعايرة الخارجية.** نشرت رابطة سوق السبائك في لندن استطلاعاً مقتضباً لستة عشر محلاً محترفاً في 11 أغسطس 2026، أجري عمله الميداني خلال يوليو. ومتوسط توقعه لنهاية 2026 نحو دولار، بأعلى تقدير فردي عند 5,100 دولار وأدنى عند 3,879 دولاراً. ويعطي الاستطلاع نفسه متوسط سعر للسنة الكاملة 2026 عند 4,604 دولارات ومتوسط ذروة للنصف الثاني 4,500 عند 4,818 دولاراً. والنطاق الأساسي للإيدج من 4,400 إلى 5,000 دولار يحتوي متوسط الـ 4,500 دولار تقريباً، وإن كان أصيب من مدى الاستجابات الفردية الممتد من 3,879 إلى 5,100 دولار، ونقطة منتصفه المرجحة عند 4,790 دولاراً تقع فوق المتوسط، وهذه هي الطريقة الأمينة لبيان الفارق بدلاً من ادعاء التوافق.

## الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

أهداف المصارف المنشورة تستوجب حذراً، وينبغي قراءتها مقترنة بتاريخها. فالتوقع المنشور الحالي لأبحاث جيه بي مورغان، المؤرخ في 9 يونيو، يضع الربع الرابع من 2026 عند متوسط قدره 6,000 دولار للأونصة، مع متوسط سنوي لعام 2026 قدره 5,243 دولاراً ومتوسط سنوي لعام 2027 قدره 6,263 دولاراً، وكثيراً ما يُقتبس الأخير على نحو فضفاض بوصفه 6,300 دولار وهو ينطبق على 2027 لا على 2026. وذلك التوقع كان هو نفسه خفضاً، وجدول المصرف نفسه يبيّن مقداره: بأرقام فبراير 2026 التي حلّ محلها كانت 6,300 دولار للربع الرابع و5,708 دولار للسنة، أي خفضاً بنسبة 5 في المئة و8 في المئة. ونشرت أبحاث غولدمان ساكس توقعاً لنهاية 2026 قدره 4,900 دولار للأونصة في 28 أغسطس، مقيساً مقابل مستوى قدره دولار في 25 أغسطس. وأعاد دويتشه بنك تأكيد هدف قدره 6,000 دولار في فبراير؛ ونقلت شبكة سي إن بي سي في 25 أغسطس أن محلل المعادن لدى المصرف قال إن الذهب قد 4,600 يتجاوز هدفه البالغ 4,800 دولار، من دون بيان الفترة التي ينطبق عليها ذلك الهدف. واثنتان من تلك المؤسسات الثلاث ينشران الآن أرقاماً داخل النطاق الأساسي للإيدج من 4,400 إلى 5,000 دولار، والثالثة تقع فوقه بكثير. وكل هدف وُضع مقابل قاعدة سعرية مختلفة، واتجاه المراجعة خلال 2026 كان نزولياً. فالهدف المقتبس بلا تاريخه ليس معلومة.

والنظرة المستقبلية إذاً غير متماثلة لكنها ليست صاعدة بقوة. فالحجة البنيوية أقوى مما كانت في دورات سابقة لأن المصارف المركزية والمستثمرين الآسيويين والطلب خارج البورصة وسّعوا قاعدة المشترين. والحجة الدورية أضعف لأن العوائد الحقيقية تظل مرتفعة والمصارف المركزية الغربية الكبرى ما زالت متشددة. فالتماسك، لا العودة إلى تسعيرة يناير، هو السيناريو الأساسي، والاختراق المستدام يتطلب تأكيداً من العوائد والدولار والتدفقات معاً.

### خريطة سيناريوهات الإيدج حتى نهاية 2026، مقابل توافق محلي الرابطة



نطاقات السيناريوهات واحتمالاتها حكم تحريري للإيدج لا احتمالات قياسية.

استطلاع الرابطة لستة عشر محلاً محترفاً، عمل ميداني في يوليو 2026، نُشر في 11 أغسطس 2026.

الشكل 4. خريطة سيناريوهات الإيدج حتى نهاية 2026، مع نقطة المنتصف المرجحة بالحكم التحريري والمرجع السعري ليوم 28 أغسطس ونطاق توافق محلي الرابطة معروضاً للمقارنة. ونطاقات السيناريوهات واحتمالاتها حكم تحريري للإيدج لا احتمالات قياسية. المصادر: الاستطلاع المقتضب لمحللي رابطة سوق السبائك في لندن، 11 أغسطس 2026؛ تحليل الإيدج.

## الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

### الخلاصة

الحرب ليست تفسيراً كافياً قائماً بذاته. هي قناة من عدة قنوات، وفي 2026 عملت في الاتجاه المعاكس للحدس.

فأكبر حركة منفردة في انخفاض الذهب، وهي 27.1 في المئة من مجمل التراجع، استغرقت جلسة واحدة قبل أربعة أسابيع من بدء النزاع. ثم صعد الذهب إلى ما يبعد 3.4 في المئة عن رقمه القياسي عند آخر تسعيرة قبل أول طلقة، فلم يكن قد تحقق تراكمياً سوى 11.5 في المئة من الانخفاض النهائي عند تلك النقطة. ويمثل فبراير ومارس معاً 26.0 في المئة من الهبوط، وينسب تحليل مجلس الذهب العالمي نفسه معظم مارس إلى تصفية صناديق المؤشرات ومراكز العقود الآجلة وتتبع الاتجاه وخفض الرافعة عبر الأصول لا إلى أي تعطل في السوق المادية. أما الكتلة الأكبر من الهبوط فجاءت بعد ذلك، بين أبريل وقاع يونيو، مع تسلق العوائد الحقيقية.

والتعافي منذئذ قاداته المتغيرات نفسها بالعكس، لكن ليس بالنسب نفسها. فنحو 1.3 نقطة فقط من نقاط أغسطس البالغة 13.3 نقطة مئوية تفسرها العوائد الحقيقية المتحققة. ونحو 12 نقطة مئوية لا تفسرها تلك الأداة التشخيصية أحادية المتغير. أما دولار أضعف، وعملية سيولة موسّعة لدى الخزائنة لم يثبت أثرها في العوائد، ومخاطر جيوسياسية متجددة، واختراق فني، فمساهمات محتملة معقولة على الفترة نفسها، لكن هذا التحليل لا يوزع المتبقي بينها. وذلك أساس أرق مما يوحي به أداء السعر، ولهذا يذهب السيناريو الأساسي للإيدج إلى تماسك الذهب لا إلى امتداد صعوده.

وبالنسبة إلى المستثمر، الخلاصة العملية هي الكف عن معاملة عناوين النزاع بوصفها إشارة قائمة بذاتها للذهب، والكف كذلك عن معاملة أي سعر فائدة منفرد على هذا النحو فالإشارة الأقوى هي تراجع العوائد الحقيقية وضعف الدولار معاً، مؤكّدين بتدفقات استثمارية مستدامة. والإشارة الأضعف، وربما السلبية، هي ارتفاع العوائد الحقيقية مع دولار أكثر تماسكاً وتصفية متجددة، سواء كان التوتر الجيوسياسي يتصاعد أو ينحسر. وكان مارس 2026 أوضح مثال حديث على الحالة الثانية. وأغسطس 2026 مثال ناقص على الأولى وتسلسل سبتمبر هو ما سيحدد إلى أيهما يؤول.

# الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

## المنهجية وملاحظة المصادر

كل رقم مقتبس في هذا التقرير قُري عند مصدره الأصلي وصُنف وفق الجدول 1. وحيث تعدّرت قراءة رقم عند مصدر معتمد، استُبعد وأُفصح عن استيعاده في المتن. وحيث يكون الرقم مشتقاً، يُحدّد بوصفه حساباً للإيدج ويُصنّف كل مدخل من مدخلاته على حدة.

أساس التسعير. ليس للذهب سعر واحد، واختيار المؤشر المرجعي يغيّر كل عائد فترة. ففي 29 يناير 2026 سُجّرت التسعيرة المسائية للرابطة عند 5,405.00 دولار، والصباحية عند 5,501.70 دولار، والتي تصفها الرابطة نفسها بأنها أعلى مستوى في تاريخ المؤشر، وبلغ السعر الفوري ذروته خلال الجلسة عند 5,595.47 دولار وفق بيانات مجلس الذهب العالمي و5,597.23 دولار وفق تغذية فورييس أدفايزر، أي فارق مزوّد قدره 1.76 دولار على الأساس نفسه. ويعتمد هذا التقرير المؤشر المسائي للرابطة في كل تحليلات الفترات، لأن الإقفالات الشهرية لمجلس الذهب العالمي تُنشر على ذلك الأساس ولأن سلسلة متسقة أثمن من أعلى رقم متاح. ولذلك تُقرأ الانخفاضات عند 26.0 في المئة على الأساس المسائي مقابل 29.2 في المئة على الأساس الفوري؛ وكلاهما صحيح على أساسه، وقد عاملت مسودة سابقة من هذا التحليل رقم 5,405 دولاراً بوصفه خطأً يستوجب التصحيح؛ وذلك هو الخطأ في حد ذاته، وهذه الملاحظة تحل محله.

ويستخدم تحليل مراحل الانخفاض العوائد اللوغاريتمية بحيث تجمع المراحل إلى الإجمالي. ومدخلاته الأربعة كلها أرقام منشورة لمجلس الذهب العالمي على أساس التسعيرة المسائية للرابطة الذروة عند 5,405.00 دولار المسجلة في 29 يناير، وإقفال يناير عند دولاراً، وإقفال مارس عند 4,608 دولارات، والقاع عند 4,001.80 دولار المسجل في 25 يونيو. ويُستخدم إقفال فبراير عند 5,222 دولاراً وإقفال يوليو عند 4,027 دولاراً في مواضع أخرى من التقرير، في الوضع السابق للنزاع وفي حساب التعافي 4,982 على التوالي. وقد اشتقت مسودة سابقة إقفال فبراير حسابياً عند نحو 5,236 دولاراً؛ وقد أُزيل ذلك الاشتقاق لصالح الرقم المنشور.

وحساسية العائد الحقيقي البالغة نحو 2.7 في المئة لكل 10 نقاط أساس علاقة ملاحظة على نافذة واحدة مدتها أربعة أشهر. وتُعرض بوصفها أداة تشخيصية لاختبار فترات أخرى، لا معاملاً بنوياً أو تنبؤياً، ولا ينبغي تعميمها خارج نطاق العوائد الملاحظ في وهي أقوى جوهرياً من الحساسية المنشورة لمجلس الذهب العالمي البالغة 1.75 في المئة لكل 25 نقطة أساس على العائد الاسمي لأجل عشر سنوات، وهو فارق أُشير إليه في القسم الخامس بدلاً من التوفيق بينهما، لأن الاثنين يقومان على مقياسي فائدة 2026. مختلفين وعيني تقدير مختلفتين.

وتتميّز أرقام العوائد الحقيقية بين المتوسطات الشهرية لنشرة إتش 15 لدى مجلس الاحتياطي الاتحادي وقيم نهاية الشهر، وهي تختلف اختلافاً جوهرياً، أما قراءتنا نهاية يوليو ونهاية أغسطس المستخدمتان في اختبار أغسطس فمأخوذتان كلتاهما من منحى العوائد الحقيقية اليومي لوزارة الخزانة الأميركية.

وجميع إحصاءات الطلب والعرض والقطاع الرسمي والاستطلاعات ونموذج العزو هي تقديرات لمجلس الذهب العالمي أو لرابطة سوق السبائك في لندن، ومصنفة ج طوال التقرير. أما تسعيرات الرابطة المرجعية فمصنفة ب لا ج، لأن سعر الذهب لدى الرابطة تديره هيئة إدارة المؤشرات المرجعية في إنتركونتيننتال إكستشينج وتنظمه هيئة السلوك المالي البريطانية بوصفه مؤشراً محدداً منذ الأول من أبريل 2015؛ فهي بيانات سوق منظّمة لا تقدير قطاعي. ولا تُنشر أي وكالة أنباء معتمدة تقديرات عالمية مستقلة للأطنان يمكن مقابلة أرقام مجلس الذهب العالمي بها. ولهذا السبب أُفصح في المتن عن المراجعة النزولية البالغة 187.5 طن للمشتريات الرسمية في الربع الأول.

ونطاقات السيناريوهات والاحتمالات وعتبات الإشارات وتقديرات الهشاشة هي حكم الإيدج. وهي ليست مستمدة من نموذج إحصائي. ونقطة المنتصف المرخجة البالغة نحو 4,790 دولاراً متوسط مرجح بالاحتمالات لتلك الأحكام، وقد وُسمت بذلك.

وقد استُبعد رقمنا كانا مطروحين للإيدج بعد التحقق. فسعر تسوية لعقد ديسمبر 2026 في كوميكس كان يتداول بوصفه مرجعاً سوقياً للسيناريو الأساسي تعدّرت تأكيدده لدى البورصة أو لدى أي ناشر معتمد، وقد أغفل بدلاً من إسناده إلى موقع تجميعي. كما أُسقطت سلسلة متوسط أسعار شهرية بالكامل حين تعارضت قراءتان مستقلتان لوثيقة المصدر نفسها. أما أهداف أسعار المصارف التي كانت مسندة أصلاً إلى مواقع تجميعية فقد أُعيد التحقق منها لدى المؤسسات المصدرة أو أُزيلت.

# الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه

## أساس التسعير وتاريخ الحسم

جميع تحليلات الذهب المرجعية في هذا التقرير محسومة عند سعر الذهب المسائي لرابطة سوق السيانات في لندن ليوم 28 أغسطس 2026، البالغ 4,562.75 دولار. وتلك التسعيرة سعر مزاد يُحدّد في لندن، لا إقبال ليوم تداول عالمي، والتقرير لا يعاملها على أنها كذلك. فأسعار الذهب تتحرك يومياً، وكل مستوى وعائد وانخفاض ونسبة سيناريو ترد أدناه هي وضع قائم عند ذلك التاريخ لا تسعيرة لحظية. وعلى القارئ الذي يقارن هذا التقرير بشاشة تداول في أي تاريخ لاحق أن يتوقع اختلاف الأرقام.

جميع أسعار الذهب هي سعر الذهب المسائي للرابطة بالدولار الأميركي ما لم يُذكر أساس آخر. أما الأسعار الفورية والعقود الآجلة في بورصة كومكس وتسعيرة الرابطة الصباحية فتستخدم فقط حيث تكون هي الملاحظة ذات الصلة وتؤسّم بذلك عند كل استخدام. ويوضح القسم الأول لماذا يغيّر اختيار الأساس تغييراً جوهرياً كل عائد فترة في هذا التقرير، ويعرض الجدول الثاني المؤشرات المرجعية الثلاثة جنباً إلى جنب.

أحدث ملاحظة مرجعية مستخدمة في التقرير هي 4,562.75 دولار في 28 أغسطس 2026، وهي آخر تسعيرة مسائية للرابطة في الشهر، وبالتالي إقبال أغسطس على هذا الأساس. ولم تُنشر أي تسعيرة في 31 أغسطس، إذ كان سوق السيانات في لندن مغلقاً بمناسبة عطلة المصارف الصيفية في المملكة المتحدة، فليس للمؤشر المرجعي أي ملاحظة بعد 28 أغسطس. أما المستويات الفورية ومستويات العقود الآجلة المقتبسة لتواريخ أخرى فمؤرخة بشكل منفصل في المتن.

## إطار التحقق

كل رقم في هذا التقرير مصنّف بحسب معيار الدليل. ويميّز التقرير الإحصاءات الرسمية التي تنشرها الجهة المُصدرة عن تقديرات الهيئات القطاعية التي لا ينشرها طرف مستقل، ويضع علامة صريحة على الأرقام المشتقة.

| التصنيف | معيار الدليل                                                              | يُطبّق على                                                                                                                                                                                                                                    |
|---------|---------------------------------------------------------------------------|-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| أ       | إحصاء رسمي تنشره الجهة المُصدرة                                           | قرارات الاحتياطي الاتحادي والبنك المركزي الأوروبي وبنك إنجلترا؛ تضخم مكتب إحصاءات العمل؛ بيانات الاقتراض وإعادة الشراء والعوائد الحقيقية لدى الخزنة؛ توقعات صندوق النقد الدولي؛ بيانات الإمداد والإفراج عن المخزونات لدى وكالة الطاقة الدولية |
| ب       | مؤشر مرجعي منظم أو سعر سوقي من ناشر مالي معتمد                            | تسعيرنا الذهب الصباحية والمسائية للرابطة، اللتان تديرهما هيئة إدارة المؤشرات المرجعية في إنتركونتيننتال إكسشينج وتنظمهما هيئة السلوك المالي البريطانية منذ الأول من أبريل 2015؛ الأسعار الفورية والنطاقات اليومية                             |
| ج       | تقدير قطاعي أو بحثي أو استطلاع أو مخرج نموذج، لا إحصاء رسمي ولا مؤشر منظم | تقديرات ميتلز فوكس للأطنان والطلب والعرض المنشورة عبر تقرير اتجاهات الطلب على الذهب؛ استطلاعات المجلس ومخرجات العزو والانحدار؛ استطلاع محلي الرابطة                                                                                           |
| د       | مشتق من الإيدج من مدخلات مصنّفة                                           | تحليل المراحل، وحساسية العوائد، وحصص العزو، ونطاقات السيناريوهات وعتباتها                                                                                                                                                                     |

الجدول 1. تصنيف الأدلة عند حسم 28 أغسطس 2026. يحمل التصنيف ج قيماً بنوياً. فأرقام الطلب والعرض والقطاع الرسمي في تقرير اتجاهات الطلب على الذهب تزود بها مؤسسة ميتلز فوكس مجلس الذهب العالمي، وتقديراتها تمنج بيانات مبلّغاً عنها بتقدير خاص بها، وأسطر المصادر في رسوم المجلس نفسه تسمّي هيئة إدارة المؤشرات المرجعية في إنتركونتيننتال إكسشينج وميتلز فوكس ومجلس الذهب العالمي معاً. ولا ينشر أي طرف مستقل سلسلة عالمية منافسة، فلا يمكن مقابلة هذه الأرقام بتقدير بديل وهي عرضة للمراجعة. والمراجعة النزولية البالغة 187.5 طن لمشتريات المصارف المركزية في الربع الأول، الواردة في القسم السادس، هي التوضيح العملي لسبب فصل هذا التصنيف. أما أرقام التصنيف د فتُحدّد في المتن عند كل استخدام.

References are numbered and name the publishing organisation and the date of publication. Data current to the 28 August 2026 cut-off.

#### Market Prices and Benchmarks

- [1] Gold spot \$4,660.25/oz, session range \$4,596.86–4,670.28, intraday record \$5,597.23 on 29 January 2026, 24 August 2026. Link - Forbes Advisor
- [2] Gold at a 15-week high, front-month COMEX intraday \$4,738.50, third consecutive weekly gain, 24 August 2026. Link - Forbes
- [3] Gold at a three-month high on dollar weakness; Q2 2026 the worst quarter in over a decade, 21 August 2026. Link - Forbes
- [4] Late-January slump of nearly 10% from the record, 2 February 2026. Link - Forbes
- [5] Precious Metals Market Report Q2 2026: LBMA gold price all-time high \$5,501.70 (AM) on 29 January 2026, 15 July 2026. Link - LBMA

#### Official Statistics and Central Banks

- [6] FOMC statement: target range held at 3.50–3.75%; inflation elevated in part reflecting supply shocks including energy; three dissents preferring a quarter-point increase, 29 July 2026. Link - Federal Reserve
- [7] H. 15 selected interest rates: 10-year Treasury inflation-indexed constant maturity, monthly averages and daily values. Link - Federal Reserve
- [8] Daily Treasury par real yield curve rates: 10-year real yield 2.47% on 31 July 2026 and 2.42% on 28 August 2026, the last published reading of each month. Link - US Department of the Treasury
- [9] Treasury announces increased sizes of nominal long-end liquidity support buybacks: maximum raised from \$2 billion to at least \$4 billion per operation in the 10-to-20-year and 20-to-30-year sectors, effective 9 September 2026 through 4 November 2026, 19 August 2026. Link - US Department of the Treasury
- [10] Marketable borrowing estimates: \$739 billion privately held net marketable borrowing July–September 2026; \$628 billion October–December 2026, 3 August 2026. Link - US Department of the Treasury
- [11] Monetary Policy Summary and minutes: Bank Rate held at 3.75% on a 6–3 vote, 30 July 2026; next announcement 17 September 2026. Link - Bank of England
- [12] Monetary policy decisions: deposit facility rate held at 2.25%, 23 July 2026; quarter-point increase of 11 June effective 17 June; next meeting 9–10 September 2026. Link - European Central Bank
- [13] The international role of the euro: gold 27% of official foreign reserves at market value at end-2025 against US Treasuries 22% and the euro 15%, largely reflecting valuation effects, 2 June 2026. Link - European Central Bank
- [14] Consumer Price Index: headline 3.4% and core 2.5% year on year in July 2026; June 3.5% and 2.6%; energy component down 1.5% on the month with gasoline 24.6% higher year on year. Link - US Bureau of Labor Statistics
- [15] FOMC calendar: meeting of 15–16 September 2026 with Summary of Economic Projections. Link - Federal Reserve

#### Multilateral Institutions

- [16] World Economic Outlook Update: global headline inflation 4.1% in 2025 rising to 4.7% in 2026 and easing to 3.9% in 2027; growth 3.0% and 3.4%; disinflation has stalled, 8 July 2026. Link - International Monetary Fund
- [17] Largest-ever collective oil stock release: 400 million barrels; Hormuz exports below 10% of pre-conflict levels; approximately 20 million barrels a day and a quarter of seaborne oil trade in 2025, 11 March 2026. Link - International Energy Agency
- [18] Update on collective action: Americas 195.8 million barrels, Asia Oceania 108.6 million, Europe 107.5 million, 15 March 2026; confirmation of member country contributions totalling 426 million barrels, comprising 280 million of public stocks, 119 million of obligated industry stocks and 28 million of production increase, split 301 million crude against 125 million products, with the internal breakdown stated to be subject to change, 19 March 2026; approximately 290 million barrels released to date, 21 July 2026. Link - International Energy Agency
- [19] Oil Market Report: Strait effectively closed again after renewed hostilities in early July following a partial reopening in June; Gulf production 23.9 mb/d in July with regional exports down 2.1 mb/d to 15 mb/d; global supply 101.5 mb/d, up 2.4 mb/d on the month and 6.3 mb/d below a year earlier, with 8.3 mb/d shut in; North Sea Dated \$96.80 at end-July, up \$25.67 on the month; observed stocks down 69 million barrels to below 7.9 billion, a cumulative draw of 410 million barrels since February, 12 August 2026. Link - International Energy Agency

#### Gold Market Statistics, World Gold Council

- [20] Gold Outlook 2026: Gold Return Attribution Model, 61% gain through 28 November 2025 decomposed across six drivers plus a 20-point residual, 4 December 2025. Link - World Gold Council
- [21] Gold Market Commentary, January 2026: 14.1% monthly return, close \$4,982, implied volatility approximately half the month's return, ETFs +120 tonnes, holdings a record \$669 billion, 5 February 2026. Link - World Gold Council

# الهبوط بدأ قبل الحرب: ما الذي حرّك الذهب فعلاً، وإلى أين يتجه



- [22] Gold Market Commentary, March 2026, "Anatomy of a fall": 11.8% decline to \$4,608, described as the weakest month for gold since June 2013; ETFs -\$12bn and 84 tonnes; COMEX managed money -\$2bn; CTA unwind on the 16 March moving-average break; Middle East disruption unlikely to have had a material impact, 8 April 2026. Link - World Gold Council
- [23] Gold Mid-Year Outlook 2026, "Point break": LBMA gold price high \$5,405.00 on 29 January and low \$4,001.80 on 25 June; spot intraday high \$5,595.47 and low \$3,959.33; a 25bp decrease in the US 10-year nominal yield equates to a 1.75% price increase, 1 July 2026. Link - World Gold Council
- [24] Gold Market Commentary for July 2026, "Making waves": long-run quarterly regression, 222 observations, Q1 1971 to Q2 2026; gold's reaction depends on real rates, the dollar and growth expectations as well as central-bank and Asian investor demand, 6 August 2026. Link - World Gold Council
- [25] Gold Demand Trends, Q2 2026: central banks +288.9 tonnes with Q1 revised from 244 to 56.5 tonnes; ETFs -44.8 tonnes; jewellery 278.2 tonnes, -17%; mine production 965.6 tonnes, +2%; recycling 326.1 tonnes, -6%; technology 80.4 tonnes; LBMA PM average \$4,506.29; investment expected to remain constructive with OTC and Asian investment contributing more, 30 July 2026. Link - World Gold Council
- [26] Central Bank Gold Reserves Survey 2026: 89%, 45% and 74% responses; 76 respondents; four-year average accumulation of 1,000 tonnes against 500 tonnes in the preceding decade, 16 June 2026. Link - World Gold Council
- [27] "You asked, we answered: Markets may not buy the buybacks": this is not yield-curve control but it might be a step in that direction, 21 August 2026. Link - World Gold Council
- [28] Weekly Markets Monitor, "Danger Zone": LBMA PM \$4,582 on 21 August, approximately +5% year to date; ceasefire expiry, Treasury buyback expansion, dollar pressure and the 200-day moving-average break, 24 August 2026. Link - World Gold Council
- [29] Gold Market Commentary, February 2026: month-end close \$5,222, monthly return +4.8%, 5 March 2026. Link - World Gold Council
- [30] Gold Market Commentary, December 2025: full-year 2025 return of 67.4% on the LBMA PM benchmark; December close \$4,368, 6 January 2026. Link - World Gold Council
- Benchmark Administration and Analyst Consensus**
- [31] LBMA Gold Price: administered independently by ICE Benchmark Administration; a regulated benchmark and a specified benchmark for the purposes of Article 63O of the Financial Services and Markets Act 2000 (Regulated Activities) Order 2001 since 1 April 2015. Link - LBMA
- [32] LBMA Gold and Silver Prices Benchmark Statement: published in compliance with Article 27 of the UK Benchmarks Regulation; commodity benchmarks under the BMR, 24 October 2024. Link - ICE Benchmark Administration
- [33] Gold Price: LBMA Snapshot Survey of Professional Analysts: 16 analysts surveyed during July, averaged year-end 2026 forecast approximately \$4,500, high \$5,100, low \$3,879, whole-year average \$4,604, second-half averaged high \$4,818; the same article cites a 2026 low of \$3,978.55 on 1 July without stating the fix, 11 August 2026. Link - LBMA
- Institutional Forecasts**
- [34] Gold price forecasts table: fourth quarter 2026 average \$6,000, 2026 average \$5,243, 2027 average \$6,263, revised down from the February 2026 figures of \$6,300 and \$5,708, 9 June 2026. Link - J.P. Morgan Research
- [35] Gold is forecast to climb as central banks buy the precious metal: year-end 2026 forecast \$4,900 an ounce against \$4,600 as of 25 August, 28 August 2026. Link - Goldman Sachs Research
- [36] Deutsche Bank \$6,000 target reiterated, 2 February 2026; target of \$4,800 an ounce attributed to the bank's metals analyst in a note dated 24 August 2026, period not stated, 25 August 2026. Link - CNBC

إخلاء مسؤولية: هذه المادة مقدمة لأغراض إعلامية فقط ولا تشكل مشورة استثمارية أو مالية أو قانونية أو ضريبية. وجميع أرقام الذهب المرجعية مثبتة على سعر الذهب المسائي لرابطة سوق السبائك في لندن ليوم 28 أغسطس 2026، وهو سعر مزاد لا إقفال ليوم تداول. وأسعار الذهب تتغير يومياً وكل سعر وعائد ورقم سيناريو في هذا التقرير هو وضع قائم عند ذلك التاريخ لا تسعيرة حالية. وسعر الذهب لدى الرابطة مؤشر منظم تديره هيئة إدارة المؤشرات المرجعية في إنتركونتيننتال إكستشينج. وأرقام الطلب والعرض والقطاع الرسمي المقتبسة من تقرير اتجاهات الطلب على الذهب لمجلس الذهب العالمي تقديرات تقدمها بالدرجة الأولى مؤسسة ميتلز فوكس وهي عرضة للمراجعة. ومع أن المصادر يُعتقد أنها موثوقة، لا يُقدّم أي ضمان بشأن الدقة أو الاكتمال. وعلى القراء إجراء عنايتهم الواجبة قبل التصرف بناءً على أي معلومة واردة في هذا التقرير.

حقوق النشر © 2026 لشركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م. جميع الحقوق محفوظة.

لا يجوز تعديل أو عمل هندسة عكسية أو إعادة إنتاج أو توزيع أي محتوى وارد في هذا التقرير (بما في ذلك البيانات أو التحليلات أو النتائج) أو أي جزء منه ("المحتوى") بأي شكل أو وسيلة أو تخزينه في قاعدة بيانات أو نظام استرجاع دون الحصول على إذن خطي مسبق من شركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م. ("ذي إيدج"). لا يجوز استخدام "المحتوى" لأي غرض غير قانوني أو غير مصرح به. لا تقدم شركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م، أو أي من مديريها أو مساهميها أو موظفيها أو كواردها (ويُشار إليهم مجتمعين بـ "أطراف ذي إيدج") أي ضمانات أو تعهدات صريحة أو ضمنية بشأن اكتمال أو دقة أو توقيت أو توافر "المحتوى". ولا تتحمل أطراف ذي إيدج أي مسؤولية عن أي أخطاء أو سهو (سواء كان ذلك بسبب إهمال أو غيره) بغض النظر عن السبب أو عن أي نتائج يتم الحصول عليها من استخدام "المحتوى". لا تتحمل "أطراف ذي إيدج" في أي حال من الأحوال أي مسؤولية تجاه أي طرف عن أي أضرار مباشرة أو غير مباشرة أو عرضية أو نموذجية أو تعويضية أو عقابية أو خاصة أو تبعية، أو أي تكاليف أو مصاريف أو أتعاب قانونية أو خسائر (بما في ذلك على سبيل المثال لا الحصر: فقدان الدخل، أو الأرباح، أو تكاليف الفرصة البديلة، أو الخسائر الناتجة عن الإهمال) مرتبطة باستخدام "المحتوى". قد يكون جزء من المحتوى قد تم إنشاؤه بمساعدة أداة ذكاء اصطناعي (AI) ويتم تحرير ومراجعة واعتماد أي "محتوى" منشور تم إنشاؤه أو معالجته باستخدام الذكاء الاصطناعي من قبل كواردر "ذي إيدج". على الرغم من أن "ذي إيدج" قد حصلت على معلومات من مصادر تعتقد أنها موثوقة، فإنها لا تُجري تدقيقاً ولا تلتزم بإجراء العناية الواجبة أو التحقق المستقل من أي معلومات تم الحصول عليها.

هذا التقرير مخصص لأغراض إعلامية وتعليمية فقط ويتم توزيعه على أساس مجاني واختياري. ولا يشكل هذا التقرير نصيحة استثمارية أو توصية أو عرضاً أو دعوة لشراء أو بيع أي أدوات مالية أو أوراق مالية وأي آراء واردة في التقرير قابلة للتغيير دون إشعار مسبق. ولا تتحمل "أطراف ذي إيدج" أي مسؤولية عن أي خسائر أو أضرار تنشأ عن استخدام هذه المعلومات. يُنصح القراء بشدة بإجراء العناية الواجبة الخاصة بهم والتشاور مع مستشار مالي مؤهل قبل اتخاذ أي قرارات استثمارية أو مالية.

ملحوظة عامه بشأن جميع الأنشطة: جميع الخدمات الاستشارية المقدمة - وفقاً لشروط التعاقد مع العملاء - خاضعة لقوانين دولة الكويت والتعليمات والضوابط الصادرة من الجهات الرقابية المختلفة، وفي حالة تطلب تقديم الخدمات بموجب العقود المبرمة مع العملاء الاستعانة بمهنيين أو شركات متخصصة في أي مجال أو الاستعانة بأشخاص مرخص لهم لتنفيذ أي من المهام المذكورة أعلاه - حسب طبيعة نشاط الجهات المستعان بها - فسيتم الاستعانة بهم وفقاً لما سيتم الاتفاق عليه.

شركة ذي إيدج للاستشارات الاقتصادية ذ.م.م.

+965-22286370 — edgeconsultancykw.com

القبلة، قطعة 14، شارع حمد الصقر، برج 15 (برج يعقوب)، مكتب C11

مدينة الكويت، دولة الكويت