لنز اقتصاد
LENZ EGHTESAD

شماره ۲ | ۲۴ آبان ۱۴۰۵

زوم | پرونده تک‌موضوعی
LENZ ZOOM

طلا؛ پناهگاهی که لرزید

از ۳۵ دلار تا ۵,۵۹۵ دلار و ریزش ۳۰ درصدی؛ طلا را چه می‌سازد؟



یازده فصل، یک جمع‌بندی

تن ۷۱۱ ص ۲۱	تن ۵,۰۰۲ ص ۱۸	تن ۴,۰۲۷ ص ۱۶	۱۳/۱٪ ص ۱۳	۲۰۱۱ ص ۱۰	۱۹۹۹ ص ۸	۱۹۷۱ ص ۵
۲ × ۲ ص ۳۴	سناریو ۳ ص ۳۰	رویداد ۲۰ ص ۲۷	۲۰۲۶ ص ۲۴			

لنز اقتصاد
LENZ EGHTESAD

زوم
پرونده تک‌موضوعی
LENZ ZOOM

زوم؛ جایی که لنز اقتصاد روی یک موضوع متمرکز می‌شود

مجله هفتگی لنز اقتصاد هر هفته مهم‌ترین روایت‌های اقتصاد جهان را کنار هم می‌گذارد. «زوم» سری جانبی همین مجموعه است که خارج از مجله منتشر می‌شود و کار دیگری می‌کند: به‌جای نگاه گسترده، روی یک موضوع زوم می‌کند و آن را با جزئیات، عدد و تاریخ کامل باز می‌کند.

شماره دوم زوم به طلا می‌پردازد؛ از شبی در ۱۹۷۱ که دلار از طلا جدا شد تا سال پرنوسان ۲۰۲۶ که طلا پس از رکورد ۵,۵۹۵ دلاری حدود ۳۰ درصد ریزش کرد. سه فصل نخست تاریخ بازار آزاد طلا را روایت می‌کنند؛ پنج فصل بعد نیروهای سازنده قیمت را باز می‌کنند: نرخ بهره، بانک‌های مرکزی، تقاضای ترس و علاقه، نقش هند و ریزش ۲۰۲۶. فصل نهم بیست رویداد بزرگ و اثرشان بر طلا را در یک جدول مرور می‌کند فصل دهم چشم‌انداز سه سال آینده را با پیش‌بینی ده نهاد بزرگ و سه سناریو بررسی می‌کند و فصل یازدهم همه این‌ها را به بازار ایران ترجمه می‌کند: ماتریس اونس × دلار و یک چک‌لیست دیده‌بانی. جمع‌بندی، هفت درس این ۵۵ سال و معنای آن‌ها برای اقتصاد ایران و سرمایه‌گذاران را مرور می‌کند.

این شماره در سه عدد

حدود ۹٪
بازده متوسط سالانه دلاری طلا از ۱۹۷۱
قابل مقایسه با سهام و بیشتر از اوراق در همین دوره (شورای جهانی طلا)
فصل مربوط | صفحه ۳۷

۴,۰۲۷ تن
خرید طلای بانک‌های مرکزی در چهار سال
از ۲۰۲۲ تا ۲۰۲۵؛ بیش از دو برابر روند پیشین
فصل مربوط | صفحه ۱۶

حدود ۳۰٪
افت قیمت از اوج ژانویه تا پایان اکتبر ۲۰۲۶
از حدود ۵,۵۹۵ به حدود ۳,۸۸۰ دلار برای هر اونس
فصل مربوط | صفحه ۲۴

زوم با مجله هفتگی چه فرقی دارد؟

	مجله هفتگی لنز اقتصاد	زوم
انتشار	هر هفته	جدا از مجله؛ هر شماره یک موضوع
دامنه	حدود دوازده موضوع از نشریات معتبر جهان	یک موضوع، کامل و فصل‌بندی‌شده
روش	بازنویسی تحلیلی گزارش‌های روز	روایت داده‌محور، با راستی‌آزمایی تک‌تک عددها
بخش‌های ثابت	تأثیر بر اقتصاد ایران و راهنمای سرمایه‌گذار	«نگاه تحلیلی لنز اقتصاد» و «خوب است بدانیم» در هر فصل، و جمع‌بندی کاربردی

منابع راستی‌آزمایی این شماره

شورای جهانی طلا · فدرال رزرو شیکاگو · بانک مرکزی اروپا · انجمن بازار شمش لندن · سازمان زمین‌شناسی آمریکا · مدیریت ثروت RBC · گزارش In Gold We Trust · رویترز، بلومبرگ، کیتکو · بورس کالای ایران

مدیر کل و مدیر مسئول
محمدرضا عابدی

گردآورندگان و تحلیلگران
محمدرضا عابدی، امیرحسین مهاجر دارابی

طراح، گرافیست و ویراستار
حسین حاجی‌آقابزرگی

لنز اقتصاد را دنبال کنید
lenzeghtesad.com · @LenzEghtesad · @LenzEghtesad · aparat/lenzeghtesad · in/lenzeghtesad

داده‌های این شماره تا ۲ نوامبر ۲۰۲۶ (۱۱ آبان ۱۴۰۵) به‌روز شده است. قیمت‌ها به دلار اسمی‌اند مگر خلاف آن ذکر شود. بخش‌های «نگاه تحلیلی لنز اقتصاد» و «راهنمای سرمایه‌گذار» جنبه آموزشی دارند و توصیه سرمایه‌گذاری نیستند.

فهرست

یازده فصل و یک جمع‌بندی؛ هر فصل با «نگاه تحلیلی لنز اقتصاد» و «خوب است بدانیم»

فصل اول
۱۹۷۱ **شبی که دلار از طلا جدا شد** ۵
چطور طلای ۳۵ دلاری در ۹ سال ۸۵۰ دلار شد؟

فصل دوم
۱۹۹۹ **بیست سال زمستان طلا** ۸
چرا طلا دو دهه از ارزش افتاد؟

فصل سوم
۲۰۱۱ **یک دهه صعود، دو روز سقوط** ۱۰
چرا طلا پس از ۱۲ سال صعود، ناگهان فرو ریخت؟

فصل چهارم
۱۳/۱٪ **چه چیزی قیمت طلا را می‌سازد؟** ۱۳
نرخ بهره، تورم یا ترس؛ کدام قیمت طلا را می‌سازد؟

فصل پنجم
۴,۰۲۷ تن **خریدارانی که از گرانی نمی‌ترسند** ۱۶
چرا بانک‌های مرکزی حتی در اوج قیمت طلا می‌خرند؟

فصل ششم
۵,۰۰۲ تن **معامله ترس، معامله علاقه** ۱۸
چه کسانی طلای ۵ هزار تنی ۲۰۲۵ را خریدند؟

فصل هفتم
۷۱۱ تن **هند؛ موتور یا ترمز بازار طلا؟** ۲۱
آیا هند قیمت طلا را می‌سازد؟ هشت شاخص برای رصد

فصل هشتم
۲۰۲۶ **سالی که پناهگاه لرزید** ۲۴
چرا طلا در سال بحران‌ها ۳۰ درصد ریخت؟

فصل نهم
۲۰ رویداد **رویدادهایی که طلا را جابه‌جا کردند** ۲۷
۲۰ رویداد بزرگ و اثر هرکدام بر قیمت طلا

فصل دهم
۳ سناریو **اونس طلا در سه سال آینده** ۳۰
طلا تا ۲۰۲۹ به کدام سو می‌رود؟ سه سناریو

فصل یازدهم
۲ × ۲ **طلا در بازار ایران؛ دو متغیر، چهار سناریو** ۳۴
اونس × دلار؛ چهار سناریو و چک‌لیست دیده‌بانی

جمع‌بندی
۵۵ سال **طلا در سبد ما؛ هفت درس از ۵۵ سال** ۳۷
طلا چه جایی در سبد سرمایه‌گذاری ما دارد؟

زوم

۲

شماره

۲۴ آبان ۱۴۰۵

موضوع این شماره

طلا؛ پناهگاهی که لرزید

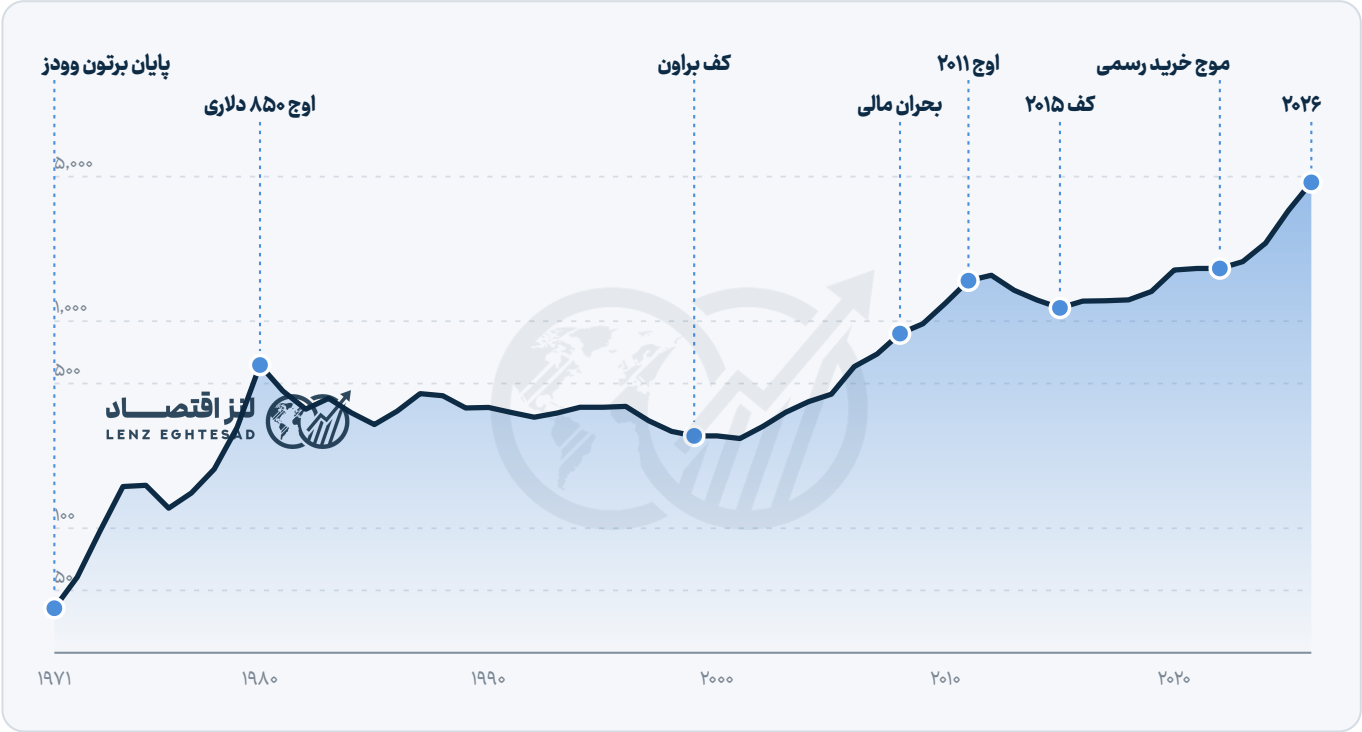
نقشه راه زوم این شماره
صفحه ۴

لنز اقتصاد
LENZ EGHTESAD

نقشه راه زوم این شماره

پنجاه و پنج سال قیمت طلا در یک نگاه

خط آبی میانگین سالانه قیمت هر اونس طلاست، در مقیاس لگاریتمی؛ یعنی فاصله‌های برابر روی محور عمودی، درصد تغییر برابر را نشان می‌دهند و جهش ۳۵ به ۸۵۰ دلار دهه ۱۹۷۰ با جهش‌های دهه اخیر قابل مقایسه می‌شود. هر نقطه، رویدادی است که یکی از فصل‌ها روایتش می‌کند؛ روی هر نقطه کلیک کنید. جهش‌های روزانه در میانگین سالانه هموار می‌شوند: اوج ۸۵۰ دلاری ژانویه ۱۹۸۰ در این نمودار به شکل میانگین ۶۱۵ دلاری همان سال دیده می‌شود.



منبع: میانگین سالانه قیمت مرجع لندن (LBMA) به نقل از MetalCharts و شورای جهانی طلا؛ ۲۰۲۶ میانگین دو سه‌ماهه نخست (حدود ۴٬۶۹۰ دلار).

هر فصل چطور خوانده می‌شود؟

۱
قاب دوره
بازکننده هر فصل، قیمت طلا یا عدد کلیدی همان دوره را نشان می‌دهد

۲
نمای باز
روایت رویدادها با تاریخ و عدد دقیق

۳
زوم روی سازوکار
چرا قیمت آن‌طور واکنش نشان داد

۴
نگاه تحلیلی لنز اقتصاد
بازخوانی دقیق عددها و خطاهای رایج در خواندن آن‌ها

۵
خوب است بدانیم
یک نکته کاربردی برای درک بهتر

اصطلاحاتی که بهتر است پیش از مطالعه بدانید

اونس تروا
واحد قیمت‌گذاری طلا، حدود ۳۱٫۱ گرم؛ همه قیمت‌های این شماره به دلار برای هر اونس است.

قیمت مرجع لندن (LBMA)
قیمتی که روزانه در بازار شمش لندن تعیین می‌شود و مبنای بیشتر آمارهای این شماره است.

نرخ بهره واقعی
نرخ بهره اسمی پس از کسر تورم مورد انتظار؛ هزینه فرصت نگه داشتن طلایی که بهره نمی‌دهد.

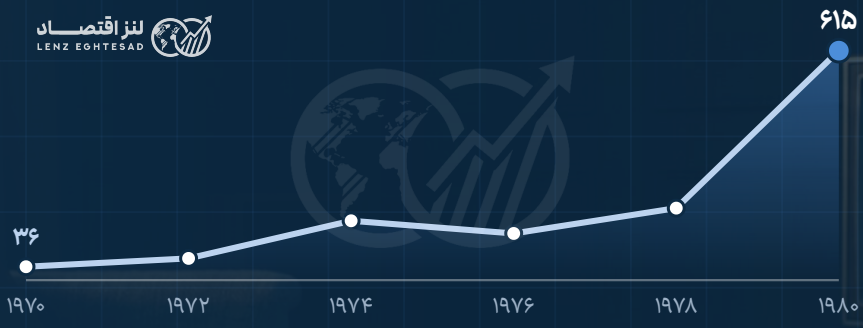
پناهگاه امن
دارایی‌ای که در بحران‌ها معمولاً ارزشش را حفظ می‌کند؛ پناهگاه بودن یعنی رفتار متفاوت در بحران، نه نوسان کم.

صندوق طلا (ETF)
صندوقی که طلای فیزیکی یا گواهی آن را نگه می‌دارد و واحدهایش مانند سهم در بورس معامله می‌شود.

قیمت اسمی و واقعی
قیمت اسمی همان عدد روز است؛ قیمت واقعی اثر تورم را حذف می‌کند تا دوره‌ها قابل مقایسه شوند.

۱۹۷۱ تا ۱۹۸۰

۱۹۷۱



شبی که دلار از طلا جدا شد

پایان تبدیل‌پذیری دلار به طلا، فلزی را که ۳۵ دلار قیمت ثابت داشت به دارایی آزاد بازار تبدیل کرد؛ در کمتر از ۹ سال، قیمت روزانه آن به ۸۵۰ دلار رسید.

تاریخ اقتصادی | ۴ دقیقه مطالعه | محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی

برتون وودز | نیکسون | تورم دهه ۱۹۷۰ | قیمت طلا

نیم قرن بازار آزاد طلا از یک پیام تلویزیونی شروع شد و با تورم دهه ۱۹۷۰ به اوج رسید.

یکشنبه‌شب ۱۵ اوت ۱۹۷۱، ریچارد نیکسون (Richard Nixon)، رئیس‌جمهور وقت آمریکا، در یک پیام تلویزیونی اعلام کرد که دولتش تبدیل دلار به طلا را «موقتاً» متوقف می‌کند. تا آن شب، هر بانک مرکزی خارجی می‌توانست دلارهایش را با نرخ ثابت ۳۵ دلار برای هر اونس، از خزانه‌داری آمریکا طلا بگیرد. آن تعلیق «موقت» هرگز برداشته نشد و طلا، پس از چند دهه قیمت تقریباً ثابت، به دارایی‌ای تبدیل شد که قیمتش را بازار تعیین می‌کرد. کمتر از ۹ سال بعد، در ۲۱ ژانویه ۱۹۸۰، قیمت روزانه هر اونس به ۸۵۰ دلار رسید.

نمای باز

نظام برتون وودز (Bretton Woods) بر یک قول ساده بنا شده بود: دلار به طلا گره خورده و دیگر ارزها به دلار. اما در اواخر دهه ۱۹۶۰، کسری‌های آمریکا و انباشت دلار در دست خارجی‌ها، این قول را روزبه‌روز کم‌اعتبارتر می‌کرد. از ۱۹۶۸ بازار طلا دونرخی شد: دولت‌ها میان خودشان با قیمت رسمی معامله می‌کردند و قیمت بازار آزاد جدا حرکت می‌کرد. بستن «پنجره طلا» در ۱۹۷۱، در عمل اعتراف به این بود که آمریکا دیگر طلای کافی برای پشتیبانی از همه دلارهای جهان ندارد.

پس از آن شب، آمریکا دو بار قیمت رسمی را بالا برد: به ۳۸ دلار در ۸ مه ۱۹۷۲ و به ۴۲/۲۲ دلار در ۱۹۷۳. اما این عددها دیگر نقشی در بازار نداشتند. بازار دونرخی در ۱۹۷۳ پایان یافت و از پایان ۱۹۷۴، شهروندان آمریکایی پس از حدود ۴۰ سال دوباره اجازه یافتند شمش و سکه طلا نگه دارند. میانگین سالانه قیمت در بازار لندن از ۴۱ دلار در ۱۹۷۱ به ۹۷ دلار در ۱۹۷۳ و ۱۵۹ دلار در ۱۹۷۴ رسید.

۲۴ برابر

از ۳۵ دلار رسمی تا اوج ۸۵۰ دلاری

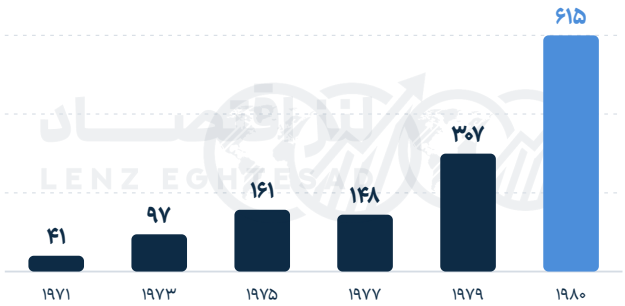
قیمت روزانه ۲۱ ژانویه ۱۹۸۰؛ یعنی حدود ۲٬۳۲۹ درصد افزایش (USGS)

زوم روی سازوکار

دهه ۱۹۷۰ دهه تورم بود و طلا به آینه این تورم تبدیل شد. همان‌طور که در شماره نخست زوم دیدیم، تحریم نفتی ۱۹۷۳ و شوک دوم نفتی در ۱۹۷۹، قیمت انرژی را چند برابر کردند و تورم در اقتصادهای صنعتی به دو رقم رسید. پژوهش فدرال رزرو شیکاگو نشان می‌دهد جهش انتظارات تورمی بلندمدت در فاصله ۱۹۷۱ تا ۱۹۸۰ با جهش چشمگیر قیمت طلا هم‌زمان بود. وقتی مردم انتظار دارند پول کاغذی هر سال بخشی از ارزشش را از دست بدهد، دارایی‌ای که عرضه‌اش را نمی‌توان با تصمیم یک بانک مرکزی بالا برد، جذاب می‌شود.

دهه‌ای که طلا آزاد شد

میانگین سالانه قیمت هر اونس طلا، دلار



منبع: انجمن بازار شمش لندن (LBMA) به نقل از MetalCharts؛ سال‌های منتخب | نمودار: لنز اقتصاد

شورای جهانی طلا ریشه این رفتار را در کمیابی می‌بیند. به گزارش این شورا، در ۲۵ سال گذشته حجم طلای استخراج‌شده و موجود در سطح زمین به‌طور متوسط تنها حدود ۱/۷ درصد در سال افزایش یافته، در حالی که حجم پول در گردش ارزهای مختلف در همین دوره سالانه حدود ۷/۳ درصد رشد کرده است. به همین دلیل، به گزارش همین شورا، طلا از پایان نظام برتون وودز، با چند استثنا، عملکردی به‌مراتب بهتر از ارزهای اصلی جهان داشته است. پول کاغذی را می‌توان بدون محدودیت پشتوانه کالایی منتشر کرد؛ طلا را نه.

راه پرنوسان بود، نه یک خط مستقیم. میانگین سالانه قیمت در ۱۹۷۶ به ۱۲۵ دلار افت کرد؛ حدود ۲۲ درصد کمتر از ۱۹۷۵. اما با اوج گرفتن دوباره تورم و بحران‌های پایان دهه، میانگین ۱۹۷۹ به ۳۰۷ دلار و میانگین ۱۹۸۰ به ۶۱۵ دلار رسید. اوج ۸۵۰ دلاری ۲۱ ژانویه ۱۹۸۰ تنها یک روز دوام آورد؛ رویترز ریزش روز بعد را یکی از بزرگ‌ترین سقوط‌های روزانه تاریخ طلا ثبت کرده است. این نخستین درس بازار آزاد طلا بود: قیمتی که در اوج هیجان ساخته می‌شود، می‌تواند به همان سرعت از دست برود.



نظام برتون وودز دلار را به طلا گره می‌زد؛ با بسته شدن پنجره طلا، این پیوند پس از ۲۷ سال شکست

نگاه تحلیلی لنز اقتصاد

بازخوانی دقیق عددهای گزارش

دو خطای رایج در روایت این دهه وجود دارد؛ هر دو به حساب درصد برمی‌گردد:

از ۳۵ به ۸۵۰ دلار: ۲۳/۲۹ = ۱ − ۲۴/۲۹ ≈ ۱ − (۳۵ ÷ ۸۵۰)؛ یعنی به‌طور تقریبی ۲,۳۲۹ درصد افزایش، نه «۲۴۰۰ درصد». «۲۴ برابر شدن» و «۲,۳۲۹ درصد افزایش» دو بیان یک واقعیت‌اند.

اوج روزانه با میانگین سالانه یکی نیست: میانگین ۱۹۸۰ حدود ۶۱۵ دلار بود؛ کسی که در طول آن سال خرید، به‌طور متوسط حدود ۲۸ درصد کمتر از اوج پرداخت [۰/۲۸− ≈ ۱ − (۶۱۵ ÷ ۸۵۰)].

برای خواننده ایرانی، این دهه یادآور یک منطق آشناست: در دوره‌های تورم بالا و بی‌اعتمادی به ارزش پول، تقاضا برای طلا جهش می‌کند. اما همین تجربه نشان می‌دهد قیمت‌های اوج دوره هیجان، معیار خوبی برای ارزش بلندمدت نیستند.

گاه‌شمار آزادی طلا

۱۵ اوت ۱۹۷۱
تعلیق تبدیل دلار به طلا

۸ مه ۱۹۷۲
قیمت رسمی به ۳۸ دلار رسید

۱۹۷۳
قیمت رسمی ۴۲/۲۲ دلار و پایان بازار دونرخی

پایان ۱۹۷۴
آمریکایی‌ها دوباره اجازه نگهداری شمش یافتند

۲۱ ژانویه ۱۹۸۰
اوج روزانه ۸۵۰ دلار

اصطلاحات این فصل

برتون وودز
نظام پولی پس از جنگ جهانی دوم که ارزها را به دلار و دلار را با نرخ ۳۵ دلار برای هر اونس به طلا گره می‌زد.

پنجره طلا
امکان بانک‌های مرکزی خارجی برای تبدیل دلارهایشان به طلا نزد خزانه‌داری آمریکا؛ همان چیزی که در ۱۹۷۱ بسته شد.

اونس تروا
واحد سنجش فلزات گران‌بها، برابر حدود ۳۱/۱ گرم؛ هر تن طلا حدود ۳۲ هزار و ۱۵۰ اونس است.

بازار دونرخی
نظامی که از ۱۹۶۸ تا ۱۹۷۳ قیمت رسمی طلا میان دولت‌ها را از قیمت بازار آزاد جدا می‌کرد.



دهه ۱۹۷۰؛ تورم دورقمی و بی‌اعتمادی به پول کاغذی، طلا را به آینه ارزش پول تبدیل کرد

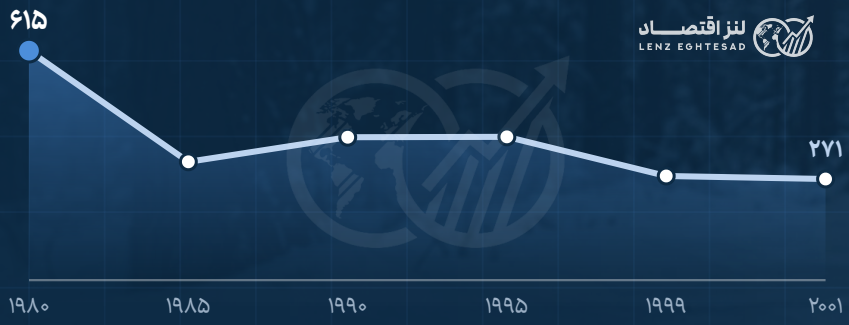
خوب است بدانیم

آزاد شدن قیمت طلا در ۱۹۷۱، این فلز را از ابزار نظام پولی به دارایی بازار تبدیل کرد که با انتظارات تورمی و اعتماد به پول کاغذی بالا و پایین می‌رود. دهه ۱۹۷۰ نشان داد طلا در دوره تورم و بحران می‌درخشد؛ و اوج یک‌روزه ۱۹۸۰ نشان داد بازار هیجان‌زده می‌تواند قیمت را بسیار فراتر از میانگین سال ببرد.

منابع راستی‌آزمایی این فصل: سازمان زمین‌شناسی آمریکا (USGS)، داده‌های انجمن بازار شمش لندن (LBMA) به نقل از MetalCharts، رویترز، شورای جهانی طلا (WGC). گردآوری و تحلیل: محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی؛ ویرایش و راستی‌آزمایی: تحریریه لنز اقتصاد.

۱۹۸۰ تا ۲۰۰۱

۱۹۹۹



بیست سال زمستان طلا

نرخ‌های بهره بالا، فروکش کردن تورم و فروش طلای بانک‌های مرکزی، قیمت را از اوج ۸۵۰ دلاری به ۲۵۲/۸۰ دلار رساند؛ افتی حدود ۷۰ درصدی که دو دهه طول کشید.

تاریخ اقتصادی | ۴ دقیقه مطالعه | محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی

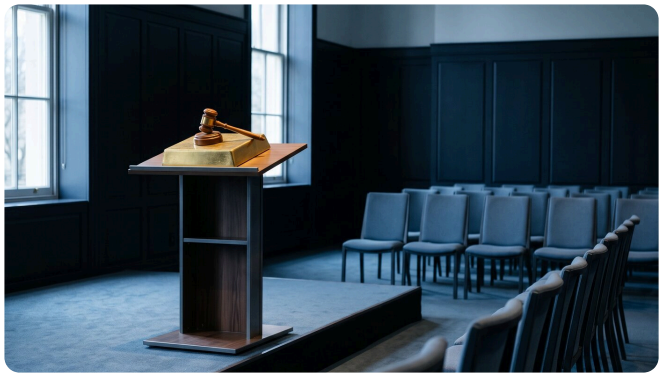
نرخ بهره واقعی | پل ولکر | فروش طلای بریتانیا | توافق واشنگتن

وقتی پول نقد و اوراق بازده واقعی بالا می‌دهند، دارایی بی‌سود به حاشیه می‌رود.

۷ مه ۱۹۹۹، وزارت خزانه‌داری بریتانیا اعلام کرد بیش از نیمی از ذخایر طلای کشور را می‌فروشد. هدف رسمی، متنوع کردن ذخایر به سمت ارزها و اوراق بود؛ ذخایری که برخلاف طلا بهره می‌دادند. همین اعلام پیشاپیش، قیمت را تا نخستین حراج در ۶ جولای حدود ۱۰ درصد پایین آورد و در ۲۰ جولای ۱۹۹۹ هر اونس به ۲۵۲/۸۰ دلار رسید؛ پایین‌ترین سطح در حدود دو دهه. بریتانیا تا مارس ۲۰۰۲ در ۱۷ حراج حدود ۳۹۵ تن طلا را با میانگین حدود ۲۷۵ دلار فروخت. معامله‌گران بعدها این کف را «کف براون» (Brown's Bottom) نامیدند، به نام گوردون براون (Gordon Brown)، وزیر دارایی وقت. به برآورد بولیون‌والت (BullionVault)، همین ۳۹۵ تن کمتر از ۸ درصد کل فروش خالص بخش رسمی جهان در سه دهه منتهی به ۲۰۱۰ بود؛ نشانه‌ای از اینکه بانک‌های مرکزی در آن سال‌ها چه فروشنده بزرگی بودند.

نمای باز

داستان کف ۱۹۹۹ از ۲۰ سال قبل‌تر شروع شد. پل ولکر (Paul Volcker)، رئیس فدرال رزرو، برای مهار تورم دهه ۱۹۷۰ نرخ بهره را به سطوحی بی‌سابقه رساند و پژوهش فدرال رزرو شیکاگو نشان می‌دهد در جریان همین سیاست ضدتورمی، از ۱۹۸۰ تا ۱۹۸۳ قیمت طلا به‌شدت سقوط کرد. میانگین سالانه قیمت از ۶۱۵ دلار در ۱۹۸۰ به ۳۱۷ دلار در ۱۹۸۵ رسید؛ تقریباً نصف شد.



بریتانیا در ۱۷ حراج از جولای ۱۹۹۹ تا مارس ۲۰۰۲ حدود ۳۹۵ تن طلا فروخت

حدود ۷۰٪

افت قیمت از اوج ۱۹۸۰ تا کف ۱۹۹۹

از ۸۵۰ دلار در ۲۱ ژانویه ۱۹۸۰ به ۲۵۲/۸۰ دلار در ۲۰ جولای ۱۹۹۹

سال‌های بعد هم برای طلا مهربان نبودند. به گزارش همان پژوهش، از ۱۹۸۳ تا ۲۰۰۰ انتظارات تورمی بلندمدت به‌تدریج پایین آمد و قیمت واقعی طلا، یعنی قیمت پس از کسر تورم، هم‌زمان افت کرد. میانگین سالانه قیمت در بیشتر دهه ۱۹۹۰ میان حدود ۳۳۰ و ۳۹۰ دلار ماند و در ۲۰۰۱ به ۲۷۱ دلار رسید. در این دوره، سهام آمریکا یکی از طولانی‌ترین دوره‌های رونق خود را تجربه می‌کرد و طلا برای بسیاری از سرمایه‌گذاران، یادگار دوران تورم به نظر می‌رسید.

زوم روی سازوکار

سه نیرو این زمستان را ساختند. نخست، هزینه فرصت: طلا نه بهره می‌دهد و نه سود سهام. وقتی اوراق دولتی پس از کسر تورم بازده واقعی چشمگیر می‌دهند، نگه داشتن فلز بی‌سود پرهزینه است. دوم، اعتماد: بانک‌های مرکزی با مهار تورم، اعتبار پول کاغذی را برگرداندند و انگیزه پناه بردن به طلا کم شد. سوم، فروشندگان رسمی: بانک‌های مرکزی اروپایی بخشی از ذخایر خود را می‌فروختند و بازار همیشه نگران موج بعدی فروش بود.

نقطه چرخش هم از همین فروشندگان آمد. در ۲۶ سپتامبر ۱۹۹۹، بانک مرکزی اروپا و ۱۴ بانک مرکزی دیگر اروپا در «توافق واشنگتن» اعلام کردند طلا بخش مهمی از ذخایر جهانی می‌ماند و فروش جمعی خود را به حدود ۴۰۰ تن در سال و ۲ هزار تن در پنج سال محدود می‌کنند. بازار دیگر با ترس از فروش نامحدود روبه‌رو نبود. به گزارش شورای جهانی طلا، بانک مرکزی اروپا سرانجام در ۲۰۱۹ اعلام کرد این توافق را تمدید نمی‌کند، چون امضاکنندگان نزدیک یک دهه بود که فروش قابل‌توجهی نداشتند. امضاکنندگان در توافق ۱۹۹۹ همچنین اعلام کرده بودند حجم طلای قرض‌داده‌شده آن‌ها به بازار در سپتامبر ۱۹۹۹ حدود ۲,۱۱۹ تن بوده و استفاده از وام طلا و مشتقات را افزایش نمی‌دهند. توافق در ۲۰۰۴ با سقف ۵۰۰ تن در سال و در ۲۰۰۹ دوباره با سقف ۴۰۰ تن تمدید شد. امضاکنندگان فروش را متوقف کردند و بانک‌های مرکزی جهان، در مجموع، از ۲۰۱۰ به خریدار خالص تبدیل شدند.

نگاه تحلیلی لنز اقتصاد

بازخوانی دقیق عددهای گزارش

ریزش‌های بزرگ، ریاضی نامتقارنی دارند و همین کف ۱۹۹۹ را آموزنده می‌کند:

افت از ۸۵۰ به ۲۵۲/۸۰ دلار: ۰/۷۰- ≈ ۱ - (۸۵۰ ÷ ۲۵۲/۸)؛ یعنی حدود ۷۰ درصد.

برای برگشت به ۸۵۰ دلار: ۲/۳۶ ≈ ۱ - (۲۵۲/۸ ÷ ۸۵۰)؛ یعنی قیمت باید حدود ۲۳۶ درصد بالا برود. اسمی این برگشت تا ژانویه ۲۰۰۸ طول کشید؛ نزدیک ۲۸ سال پس از اوج.

هزینه فروش در کف: ۳۹۵ تن حدود ۱۲/۷ میلیون اونس است. با قیمت حدود ۳,۹۴۰ دلاری ۲ نوامبر ۲۰۲۶، ارزش همین مقدار حدود ۵۰ میلیارد دلار است (۱۲/۷ میلیون × ۳,۹۴۰)؛ در برابر حدود ۳/۵ میلیارد دلاری که فروش آن روز به دست داد.

البته این مقایسه بعد از وقوع آسان است. بریتانیا با فروش طلا اوراق بهره‌دار خرید و منطق آن روز، یعنی بازده واقعی مثبت و تورم مهارشده، بی‌پایه نبود. درس اصلی این است که هیچ دارایی‌ای بر پایه قیمت چند سال اخیرش «بی‌ارزش» یا «همیشه گران‌شونده» نیست.

گاه‌شمار زمستان طلا

مارس ۲۰۰۲ — پایان آخرین حراج بریتانیا

۲۶ سپتامبر ۱۹۹۹ — توافق واشنگتن؛ سقف فروش ۴۰۰ تن در سال

۲۰ جولای ۱۹۹۹ — کف ۲۵۲/۸۰ دلار

۷ مه ۱۹۹۹ — اعلام فروش نیمی از طلای بریتانیا

۱۹۸۳ تا ۲۰۰۰ — افت انتظارات تورمی و قیمت واقعی طلا

۱۹۸۰ تا ۱۹۸۳ — سیاست ضدتورمی ولکر؛ سقوط شدید قیمت

خوب است بدانیم

دو دهه زمستان طلا نشان داد بزرگ‌ترین دشمن این فلز، نرخ بهره واقعی بالا و اعتماد به پول است. وقتی بانک‌های مرکزی تورم را مهار می‌کنند و اوراق دولتی بازده واقعی می‌دهند، طلا می‌تواند سال‌ها از نظر بازده عقب بماند؛ و وقتی فروشندگان بزرگ کنار می‌کشند، کف بازار اغلب در اوج بدبینی شکل می‌گیرد. کف ۱۹۹۹ درست زمانی رخ داد که یکی از بزرگ‌ترین دارندگان رسمی طلا علناً از آن خارج می‌شد؛ و کمتر از سه ماه بعد، توافق واشنگتن جهت بازار را عوض کرد.

منابع راستی‌آزمایی این فصل: نامه فدرال رزرو شیکاگو (Chicago Fed Letter، ۲۰۲۱)، شورای جهانی طلا (WGC)، بانک مرکزی اروپا (ECB)، ویکی‌پدیا و بولیون‌والت (BullionVault) درباره فروش طلای بریتانیا، داده‌های LBMA به نقل از MetalCharts. گردآوری و تحلیل: محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی؛ ویرایش و راستی‌آزمایی: تحریریه لنز اقتصاد.

۲۰۰۱ تا ۲۰۱۵

۲۰۱۱



یک دهه صعود، دو روز سقوط

صندوق‌های قابل معامله، بحران مالی ۲۰۰۸ و نرخ‌های بهره واقعی رو به کاهش، میانگین سالانه قیمت طلا را در ۱۱ سال بیش از شش برابر کردند؛ اما یک چرخش در انتظارات پولی کافی بود تا ۲۰۱۳ بدترین سال سه دهه شود.

بازارها · ۴ دقیقه مطالعه · محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی

بحران مالی ۲۰۰۸ · صندوق طلا · تسهیل کمی · سقوط ۲۰۱۳

بحران ۲۰۰۸ نقش پناهگاهی طلا را ثابت کرد؛ سال ۲۰۱۳ نشان داد این پناهگاه هم بیمه کامل نیست.

دوشنبه ۱۵ آوریل ۲۰۱۳، قیمت طلا در یک روز حدود ۹ درصد سقوط کرد؛ به گزارش رویترز، بزرگ‌ترین افت درصدی روزانه از ۱۹۸۳. با احتساب ریزش جمعه پیش از آن، طلا در دو روز معاملاتی حدود ۱۳ درصد ارزش خود را از دست داد و به زیر ۱,۴۰۰ دلار رسید. تنها ۱۹ ماه قبل، در سپتامبر ۲۰۱۱، قیمت به حدود ۱,۹۰۰ دلار رسیده بود و بسیاری طلا را تنها دارایی امن جهان پس از بحران می‌دانستند. سال ۲۰۱۳ با افت ۲۸ درصدی تمام شد؛ پایان یک دوره ۱۲ ساله که در آن طلا هر سال گران‌تر شده بود.

نمای باز

دهه ۲۰۰۰ برای طلا با یک نوآوری مالی شروع شد. در ۱۸ نوامبر ۲۰۰۴، صندوق SPDR Gold Shares با نماد GLD در بورس نیویورک عرضه شد؛ به گزارش اسناد این صندوق نزد کمیسیون بورس آمریکا، نخستین صندوق قابل معامله آمریکا با پشتوانه طلای فیزیکی، که در سه روز معاملاتی نخست بیش از یک میلیارد دلار جذب کرد. خرید طلا دیگر به گاوصندوق، بیمه و حمل شمش نیاز نداشت و با یک سفارش بورسی ممکن بود. میانگین سالانه قیمت از ۲۷۱ دلار در ۲۰۰۱ به ۴۴۴ دلار در ۲۰۰۵ و ۸۷۲ دلار در ۲۰۰۸ رسید. به گزارش نشریه اینستیتیوشنال اینوستور (Institutional Investor)، این صندوق نزدیک اوج بازار در ۲۰۱۱ با ۷۶۰/۷ میلیارد دلار دارایی، برای مدت کوتاهی حتی از بزرگ‌ترین صندوق سهام آمریکا پیشی گرفت.

سپس بحران مالی جهانی آمد. به گزارش شورای جهانی طلا، در آن بحران سهام و دیگر دارایی‌های پرریسک به‌شدت افت کردند و صندوق‌های پوشش ریسک، املاک و بیشتر کالاها هم ارزش از دست دادند؛ همان دارایی‌هایی که سال‌ها ابزار تنوع‌بخشی شمرده می‌شدند. در مقابل، قیمت طلا بر حسب دلار از دسامبر ۲۰۰۷ تا فوریه ۲۰۰۹ حدود ۲۱ درصد بالا رفت.

+۲۱%

بازده طلا در اوج بحران مالی جهانی

از دسامبر ۲۰۰۷ تا فوریه ۲۰۰۹، بر حسب دلار، در حالی که سهام، املاک و بیشتر کالاها افت کردند (WGC)

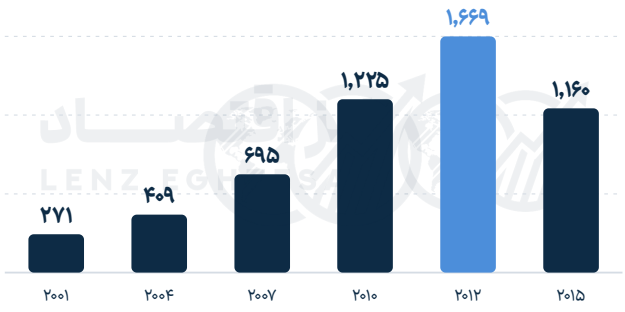
زوم روی سازوکار

پس از بحران، بانک‌های مرکزی بزرگ نرخ بهره را به نزدیک صفر رساندند و با تسهیل کمی، اوراق بلندمدت خریدند. نتیجه برای طلا روشن بود: پژوهش فدرال رزرو شیکاگو نشان می‌دهد در فاصله ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۲، نرخ بهره واقعی بلندمدت در آمریکا حدود ۴۰۰ واحد پایه (۴ واحد درصد) کاهش یافت و هم‌زمان، قیمت واقعی طلا بیش از پنج برابر شد. وقتی بازده واقعی اوراق به صفر و حتی زیر صفر می‌رسد، هزینه فرصت نگه داشتن فلزی که بهره نمی‌دهد تقریباً از میان می‌رود.

همزمان، نگرانی از چاپ پول و بحران بدهی اروپا، تقاضای پوشش ریسک را بالا برد.

دوازده سال صعود و سپس عقب‌نشینی

میانگین سالانه قیمت هر اونس طلا، دلار



منبع: انجمن بازار شمش لندن (LBMA) به نقل از MetalCharts؛ سال‌های منتخب | نمودار: لنز اقتصاد

اما همان سازوکار، در جهت معکوس هم کار کرد. با بهبود اقتصاد آمریکا و نشانه‌های فدرال رزرو برای کنار گذاشتن تدریجی سیاست‌های بسیار انبساطی، به گزارش رویترز منطق اصلی نگه داشتن طلا تضعیف شد.

صندوق‌ها و معامله‌گرانی که با پول قرضی روی ادامه صعود موقعیت گرفته بودند، همزمان فروختند و سقوط آوریل ۲۰۱۳ را ساختند. این سقوط فقط دلاری نبود: به گزارش رویترز، قیمت طلا در ۲۰۱۳ بر حسب یورو حدود ۳۱ درصد و بر حسب فرانک سوئیس حدود ۳۰ درصد افت کرد. روند نزولی ادامه یافت و قیمت در دسامبر ۲۰۱۵ به حدود ۱,۰۵۰ دلار رسید.



۱۵ آوریل ۲۰۱۳؛ بزرگ‌ترین افت روزانه درصدی طلا از ۱۹۸۳

نگاه تحلیلی لنز اقتصاد

بازخوانی دقیق عددهای گزارش

این دوره، تفاوت «پناهگاه» با «دارایی کم‌نوسان» را نشان می‌دهد:

افت از اوج قیمت مرجع لندن (۱,۸۹۵ دلار، سپتامبر ۲۰۱۱) تا حدود ۱,۰۵۰ دلار: (۱,۰۵۰ ÷ ۱,۸۹۵) − ۱ ≈ −۰/۴۵؛ یعنی حدود ۴۵ درصد.

جبران افت ۲۸ درصدی یک سال: (۱ ÷ ۰/۷۲) − ۱ ≈ ۰/۳۹؛ یعنی دارایی باید حدود ۳۹ درصد بالا برود تا به نقطه شروع برگردد.

«پناهگاه بودن» به رفتار در زمان بحران مربوط است، نه به نوسان کم: طلا در ۲۰۰۸ وقتی سهام سقوط کرد بالا رفت؛ اما در ۲۰۱۳، وقتی بحران تمام شد و نرخ‌ها رو به افزایش رفتند، خودش منبع زیان شد.

برای سرمایه‌گذار ایرانی که طلا یا صندوق طلا را با پول قرضی یا «اعتباری» می‌خرد، درس ۲۰۱۳ روشن است: اهرم، نوسان را در هر دو جهت بزرگ می‌کند و فروش اجباری معمولاً در بدترین قیمت رخ می‌دهد.

از پناهگاه بحران تا سقوط

۱۸ نوامبر ۲۰۰۴
آغاز معامله نخستین صندوق طلای آمریکا (GLD)

دسامبر ۲۰۰۷ تا فوریه ۲۰۰۹
طلا ۲۱ درصد بالا رفت

سپتامبر ۲۰۱۱
اوج حدود ۱,۹۰۰ دلار

۱۵ آوریل ۲۰۱۳
افت ۹ درصدی در یک روز

پایان ۲۰۱۳
افت ۲۸ درصدی سالانه

دسامبر ۲۰۱۵
کف حدود ۱,۰۵۰ دلار

اصطلاحات این فصل

صندوق قابل معامله طلا (ETF)
صندوقی که طلای فیزیکی نگه می‌دارد و واحدهایش مانند سهم در بورس خرید و فروش می‌شود.

تسهیل کمی (QE)
خرید گسترده اوراق از سوی بانک مرکزی برای پایین آوردن نرخ‌های بلندمدت؛ پس از بحران ۲۰۰۸ و همه‌گیری کووید ۱۹ به کار رفت.

ریسک سیستماتیک
ریسکی که کل بازار را درگیر می‌کند و با متنوع کردن سهام از میان نمی‌رود؛ مانند بحران مالی جهانی.

فروش اجباری
فروش دارایی نه به انتخاب، بلکه برای تأمین وجه تضمین یا جبران زیان در جای دیگر.

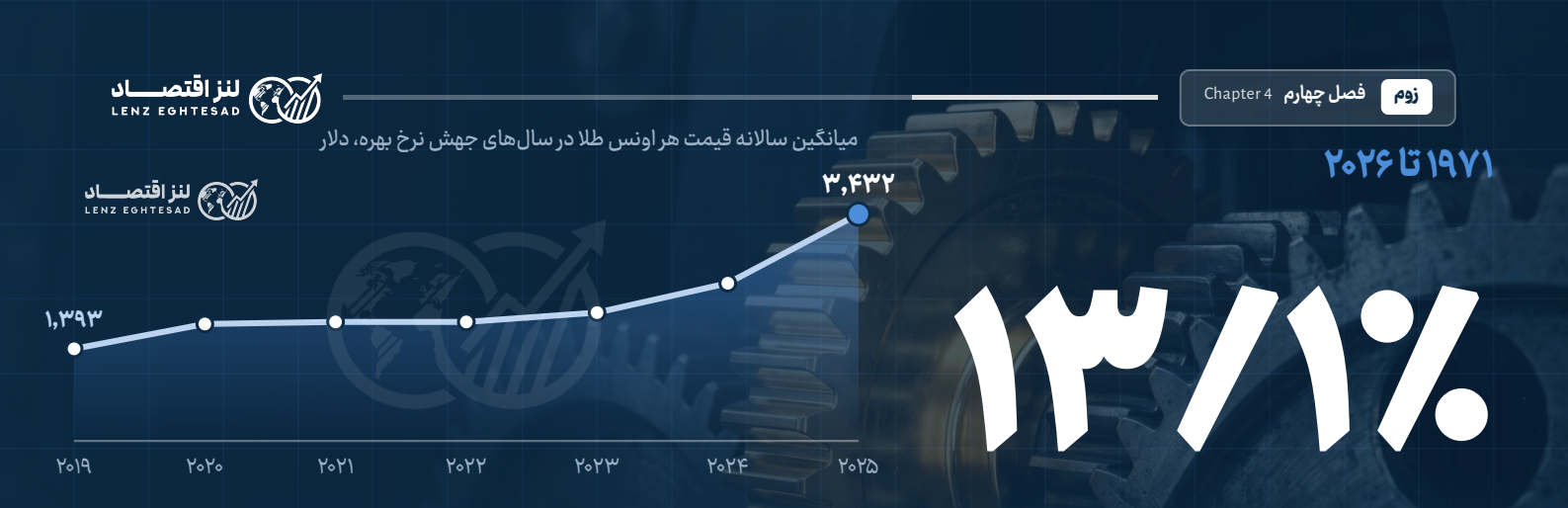


از ۲۰۰۱ تا ۲۰۱۲، با کاهش حدود ۴ واحد درصدی نرخ بهره واقعی بلندمدت، قیمت واقعی طلا بیش از پنج برابر شد

خوب است بدانیم

بحران ۲۰۰۸ نشان داد طلا درست زمانی که دیگر دارایی‌ها هم‌زمان سقوط می‌کنند، می‌تواند از سبد محافظت کند؛ و دهه پس از آن نشان داد موتور اصلی صعودش نرخ بهره واقعی رو به کاهش بود. وقتی این موتور معکوس شد، طلا در حدود چهار سال حدود ۴۵ درصد از اوج فاصله گرفت؛ یادآوری اینکه پناهگاه هم قیمت دارد و می‌تواند گران خریده شود.

منابع راستی‌آزمایی این فصل: شورای جهانی طلا (WGC)، نامه فدرال رزرو شیکاگو (۲۰۲۱)، اسناد صندوق SPDR Gold Shares نزد کمیسیون بورس آمریکا (SEC)، رویترز، بلومبرگ، داده‌های LBMA به نقل از MetalCharts. گردآوری و تحلیل: محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی؛ ویرایش و راستی‌آزمایی: تحریریه لنز اقتصاد.



چه چیزی قیمت طلا را می‌سازد؟

نیم قرن داده نشان می‌دهد سه نیرو، یعنی نرخ بهره واقعی، انتظارات تورمی و بدبینی به آینده اقتصاد، بخش بزرگی از روند بلندمدت طلا را توضیح می‌دهند؛ اما از ۲۰۲۲ قوی‌ترین این رابطه‌ها تقریباً از کار افتاد.

سیاست‌گذاری اقتصادی ۶ دقیقه مطالعه محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی

نرخ بهره واقعی | انتظارات تورمی | اوراق TIPS | فدرال رزرو شیکاگو

هر نظریه درباره طلا باید یک معما را توضیح دهد: چرا در ۲۰۲۲ و ۲۰۲۳، با جهش نرخ بهره، طلا ارزان نشد؟

در مارس ۲۰۲۲، فدرال رزرو آمریکا تندترین دوره افزایش نرخ بهره در چهار دهه را آغاز کرد و بازده واقعی اوراق ده‌ساله آمریکا از زیر صفر به بیش از ۲ درصد رسید. بر پایه رابطه‌ای که بیش از ۱۵ سال رابطه‌ای قوی بود، طلا باید سقوط می‌کرد. اما میانگین سالانه قیمت در ۲۰۲۲ و ۲۰۲۳ نه‌تنها پایین نیامد، بلکه از ۱,۸۰۰ به ۱,۹۴۱ دلار رسید و در ۲۰۲۵ از ۳ هزار دلار گذشت. برای فهم این معما، باید اول دید طلا در نیم قرن گذشته به چه چیزهایی واکنش نشان داده است.

نمای باز

پژوهشگران فدرال رزرو شیکاگو در ۲۰۲۱، در یکی از دقیق‌ترین بررسی‌های قیمت طلا، سه محرک رایج را آزمودند: انتظارات تورمی، نرخ بهره واقعی و بدبینی نسبت به آینده اقتصاد. آن‌ها برای تورم مورد انتظار از شاخص پیمایشی PTR فدرال رزرو، برای نرخ بهره واقعی از تفاضل بازده اسمی اوراق ده‌ساله و این شاخص، و برای بدبینی از سهم پاسخ‌دهندگانی در پیمایش دانشگاه میشیگان استفاده کردند که پنج سال آینده را دوره رکود و بیکاری گسترده می‌دانستند.

نتیجه رگرسیون سالانه ۱۹۷۱ تا ۲۰۱۹ روشن بود. یک واحد درصد افزایش در نرخ بهره واقعی بلندمدت، قیمت واقعی طلا را حدود ۱۳/۱ درصد پایین می‌آورد؛ یک واحد درصد افزایش در انتظارات تورمی، با ثابت ماندن نرخ واقعی، آن را حدود ۳۷ درصد بالا می‌برد؛ و افزایش بدبینی به اندازه یک انحراف معیار (حدود ۸/۱ واحد درصد)، با حدود ۹/۷ درصد افزایش قیمت همراه بود. یک عامل چهارم هم مهم بود: تولید ناخالص داخلی واقعی جهان. تقاضا برای طلا تقریباً هم‌پای رشد درآمد جهانی بالا می‌رود.

داده‌های شورای جهانی طلا تصویر مشابهی از رابطه با تورم می‌دهند. به گزارش این شورا، عملکرد طلا از ۱۹۷۱ از رشد شاخص‌های قیمت مصرف‌کننده در آمریکا و جهان بهتر بوده و در سال‌هایی که تورم آمریکا بین ۲ تا ۵ درصد بوده، قیمت طلا به‌طور متوسط سالانه حدود ۱۰ درصد بالا رفته است؛ رقمی که در سال‌های تورم بالاتر، به گفته همین شورا، به‌طور قابل‌توجهی بیشتر بوده است. این شورا همچنین معتقد است طلا در دوره‌های کاهش سطح عمومی قیمت‌ها هم، که با نرخ بهره پایین و فشار مالی همراه‌اند، می‌تواند عملکرد خوبی داشته باشد.

-۱۳/۱٪

اثر یک واحد درصد افزایش نرخ بهره واقعی بلندمدت

بر قیمت واقعی طلا، برآورد رگرسیون سالانه ۱۹۷۱ تا ۲۰۱۹ (فدرال رزرو شیکاگو)

زوم روی سازوکار

منطق اقتصادی این رابطه‌ها ساده است. طلا بهره نمی‌دهد؛ پس وقتی اوراق دولتی پس از کسر تورم بازده بیشتری می‌دهند، هزینه فرصت نگه داشتن طلا بالا می‌رود. تورم مورد انتظار، برعکس، ارزش پول کاغذی را تهدید می‌کند و طلا را به‌عنوان پوشش ریسک جذاب می‌کند. بدبینی هم تقاضای پناهگاهی را زیاد می‌کند. بررسی فصلی همان پژوهش، که به «غافلگیری‌ها» نگاه می‌کند، این تصویر را تأیید کرد: یک واحد درصد افزایش غیرمنتظره در نرخ واقعی با حدود ۳/۴ درصد افت قیمت واقعی طلا همراه بود و ۱۰ واحد درصد افزایش غیرمنتظره در سهم بدبین‌ها، با حدود ۵ درصد افزایش.

دو هشدار مهم هم در همان پژوهش آمده است. نخست، این‌ها همبستگی‌اند و به‌خودی‌خود رابطه علّی را ثابت نمی‌کنند. دوم، در مقیاس روزانه، دو متغیر نرخ واقعی و تورم مورد انتظار تنها حدود ۱/۲ درصد از نوسان قیمت را توضیح دادند؛ بیشتر حرکت‌های روزانه طلا از جای دیگری می‌آید.

رابطه‌ای که از کار افتاد

میزان هم‌حرکتی قیمت طلا و بازده واقعی اوراق ده‌ساله آمریکا (ضریب تعیین، R^2، به گزارش RBC)، درصد



منبع: مدیریت ثروت RBC (RBC Wealth Management) | نمودار: لنز اقتصاد

و اینجا معمای ۲۰۲۲ برمی‌گردد. بررسی مدیریت ثروت RBC نشان می‌دهد ضریب تعیین (R^2، معیار هم‌حرکتی) قیمت طلا و بازده واقعی اوراق ده‌ساله آمریکا، که در ۲۰۰۵ تا ۲۰۲۱ حدود ۸۴ درصد بود، در ۲۰۲۲ و ۲۰۲۳ به حدود ۳ درصد و از ۲۰۲۴ به حدود ۷ درصد رسید. نکته مهم این است که دامنه بازده‌ها چندان عوض نشده بود: به گزارش RBC، بازده واقعی اوراق ده‌ساله در ۲۰۰۵ تا ۲۰۲۱ تقریباً میان منفی ۱ و ۳ درصد نوسان داشت و در ۲۰۲۲ و ۲۰۲۳ میان منفی ۱ و ۲/۸ درصد؛ از ۲۰۲۴ هم حدود ۲ درصد ماند. یعنی نرخ‌ها در محدوده‌ای آشنا حرکت می‌کردند، اما طلا دیگر مانند گذشته به آن‌ها واکنش نشان نمی‌داد. مورگان استنلی هم در اوت ۲۰۲۶ گزارش داد طلا دوباره در حال جدا شدن از بازده‌های واقعی بلندمدت است و در حالی که این بازده‌ها بالا ماندند، بالا رفت. توضیح RBC و بسیاری از تحلیلگران، ورود یک خریدار تازه است: بانک‌های مرکزی که از ۲۰۲۲ سالانه حدود هزار تن طلا خریدند و تصمیمشان نه با بازده اوراق، بلکه با ملاحظات راهبردی گرفته می‌شود. اندازه این شکاف هم چشمگیر بود: به برآورد مؤسسه گلدمانی (Goldmoney)، جهش بازده واقعی اوراق ده‌ساله آمریکا از حدود منفی ۱/۰۸ درصد به حدود ۲/۴۳ درصد پس از آغاز افزایش نرخ بهره، به‌تنهایی باید قیمت طلا را حدود ۶۰۰ دلار پایین می‌آورد؛ اتفاقی که رخ نداد. همان پژوهش فدرال رزرو شیکاگو هم پیش‌تر هشدار داده بود که نتیجه‌ها به روش و دوره بررسی بستگی دارند: در داده‌های فصلی، پس از لحاظ کردن نرخ بهره واقعی، غافلگیری‌های تورم مورد انتظار اثر معناداری بر قیمت طلا نشان نمی‌دادند و رابطه رشد اقتصادی با قیمت هم از نظر آماری معنادار نبود. فصل بعد به همین خریدار تازه، یعنی بانک‌های مرکزی، می‌پردازد. اما ۲۰۲۶ نشان داد رابطه قدیمی نمرده است: هر بار که انتظار افزایش نرخ بهره در آمریکا بالا رفت، طلا به‌شدت افت کرد.

+۳۷٪

اثر یک واحد درصد افزایش انتظارات تورمی ده‌ساله

با ثابت ماندن نرخ بهره واقعی، در همان برآورد سالانه



هزینه فرصت طلا: هر چه بازده واقعی اوراق بیشتر، نگه داشتن فلز بی‌سود پرهزینه‌تر

پژوهش‌های تازه‌تر به نیروی دیگری هم اشاره می‌کنند: تنش ژئوپلیتیک. پژوهشی که با یک شاخص عدم‌قطعیت تنش آمریکا و چین و مدل آماری GARCH-MIDAS کار کرده، نشان می‌دهد هر چه این تنش بالاتر برود، نوسان بلندمدت قیمت طلا هم بیشتر می‌شود. این اثر حتی پس از کنترل نوسان‌های گذشته خود طلا معنادار ماند و پیش‌بینی نوسان را در برخی معیارها بهتر کرد. به زبان ساده، ژئوپلیتیک بیش از آنکه جهت قیمت را تعیین کند، دامنه نوسان آن را بزرگ می‌کند.

نگاه تحلیلی لنز اقتصاد

بازخوانی دقیق عددهای گزارش

نرخ بهره واقعی را باید درست حساب کرد و ضریب‌ها را درست خواند:

فرض کنید بازده اسمی اوراق ده‌ساله ۴/۵ درصد و تورم مورد انتظار ۲/۳ درصد باشد. نرخ واقعی به‌طور تقریبی ۲/۲ = ۲/۳ − ۴/۵ درصد است. (فرمول دقیق تقسیمی است: ۱/۰۲۲ ≈ ۱/۰۲۳ ÷ ۱/۰۴۵؛ در نرخ‌های پایین تفاوت دو روش ناچیز است، اما در تورم ۴۰ درصدی بسیار بزرگ می‌شود.)

فرض کنید ۱۰۰ میلیون تومان در طلا دارید و اوراقی با بازده واقعی ۲ درصد هم در دسترس است. هزینه فرصت سالانه، به‌طور تقریبی ۲ میلیون تومان قدرت خرید است؛ طلا فقط وقتی برنده است که قیمت واقعی‌اش بیش از این بالا برود.

ضریب ۱۳/۱- درصد یعنی «با ثابت ماندن بقیه شرایط»، نه پیش‌بینی قطعی: بالا رفتن نرخ واقعی از ۱ به ۲ درصد در گذشته به‌طور متوسط با حدود ۱۳ درصد افت قیمت واقعی همراه بوده است؛ معمای ۲۰۲۲ نشان داد شرایط دیگر همیشه ثابت نمی‌مانند.

همین منطق در ایران هم کار می‌کند. در یک مثال فرضی، سپرده‌ای با سود ۲۵ درصد در تورم ۴۰ درصدی، بازده واقعی منفی دارد: ۰/۱۱- ≈ ۱ − (۱/۴۰ ÷ ۱/۲۵)؛ یعنی حدود ۱۱ درصد کاهش قدرت خرید در سال، نه «۱۵ درصد» که از تفریق ساده به دست می‌آید. وقتی نرخ واقعی منفی است، هزینه فرصت نگه داشتن طلا برای پس‌انداز ریالی پایین می‌آید و همین بخشی از جذابیت دیرپای طلا در اقتصادهای پرتورم را توضیح می‌دهد.

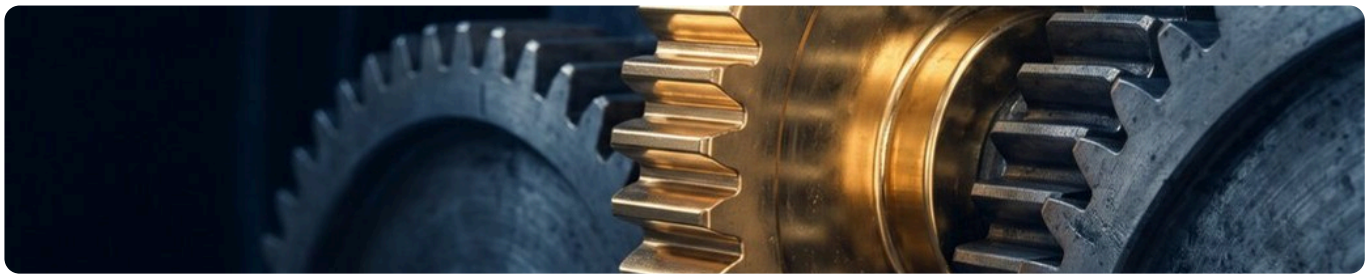
اصطلاحات این فصل

اوراق محافظت‌شده در برابر تورم (TIPS)
اوراق خزانه آمریکا که اصلشان با تورم تعدیل می‌شود؛ بازده آن‌ها شاخص بازاری نرخ بهره واقعی است.

انتظارات تورمی
تورمی که خانوارها، کارشناسان یا بازار برای سال‌های آینده انتظار دارند؛ در این پژوهش، برای ده سال آینده.

ضریب تعیین (R^2)
سهمی از تغییرات یک متغیر که مدل آماری توضیح می‌دهد؛ صفر یعنی هیچ و ۱۰۰ درصد یعنی کامل.

همبستگی و علیت
هم‌حرکتی دو متغیر ثابت نمی‌کند یکی علت دیگری است؛ نویسندگان پژوهش شیکاگو هم بر همین نکته تأکید می‌کنند.



طلا از ۱۹۷۱ از شاخص قیمت مصرف‌کننده آمریکا و جهان پیشی گرفته است (شورای جهانی طلا)

خوب است بدانیم

نیم قرن داده می‌گوید سه نیرو قیمت بلندمدت طلا را می‌سازند: نرخ بهره واقعی (در جهت معکوس)، انتظارات تورمی و بدبینی به آینده اقتصاد (در جهت مستقیم). از ۲۰۲۲، خرید راهبردی بانک‌های مرکزی رابطه با نرخ بهره را کم‌رنگ کرد؛ اما ریزش‌های ۲۰۲۶ نشان داد نرخ بهره هنوز می‌تواند در کوتاه‌مدت فرمان را به دست بگیرد.

منابع راستی‌آزمایی این فصل: نامه فدرال رزرو شیکاگو (Chicago Fed Letter، ۲۰۲۱؛ بارسکی، اپستین، لافون‌مولر و یو)، مدیریت ثروت RBC (RBC Wealth Management)، شورای جهانی طلا (WGC)، داده‌های LBMA به نقل از MetalCharts. گردآوری و تحلیل: محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی؛ ویرایش و راستی‌آزمایی: تحریریه لنز اقتصاد.

۲۰۲۲ تا ۲۰۲۶

۴,۰۲۷ تن



خریدارانی که از گرانی نمی‌ترسند

پس از مسدود شدن ذخایر ارزی روسیه، بانک‌های مرکزی در چهار سال حدود ۴ هزار تن طلا خریدند؛ دو برابر روند پیشین. طلا در پایان ۲۰۲۴، به حساب بانک مرکزی اروپا، پس از دلار دومین دارایی ذخیره جهان است.

ژئواکونومیک ۴ دقیقه مطالعه محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی

بانک‌های مرکزی | ذخایر ارزی | دلارزدایی | ریسک طرف مقابل

بزرگ‌ترین تغییر بازار طلا در این دهه، نه در بورس‌ها، بلکه در خزانه بانک‌های مرکزی رخ داد.

فوریه ۲۰۲۲، کشورهای غربی پس از حمله روسیه به اوکراین، حدود ۳۰۰ میلیارد دلار از ذخایر ارزی بانک مرکزی روسیه را مسدود کردند. این ذخایر بیشتر به شکل اوراق و سپرده‌هایی بود که در حوزه قضایی کشورهای دیگر نگهداری می‌شد. پیام این اقدام برای مدیران ذخایر در سراسر جهان، به‌ویژه در اقتصادهای نوظهور، از هر تحلیلی گویاتر بود: دارایی‌ای که نزد دیگری است، در شرایطی خاص ممکن است در دسترس نباشد. همان سال، بانک‌های مرکزی جهان به گزارش شورای جهانی طلا حدود ۱,۰۸۲ تن طلا خریدند؛ بیش از دو برابر میانگین سالانه ۴۷۳ تن در ۲۰۱۰ تا ۲۰۲۱.

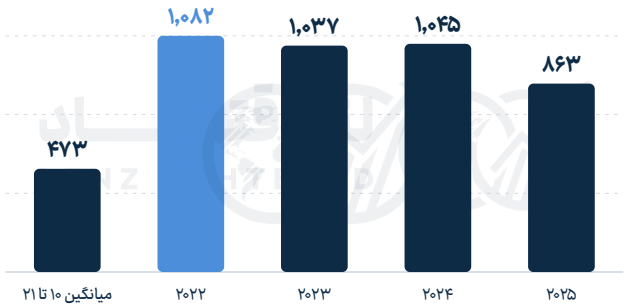
نمای باز

این خرید یک‌باره نبود. بانک‌های مرکزی در ۲۰۲۳ حدود ۱,۰۳۷ تن، در ۲۰۲۴ حدود ۱,۰۴۵ تن و در ۲۰۲۵ حدود ۸۶۳ تن طلا خریدند؛ در مجموع حدود ۴ هزار تن در چهار سال. گستردگی خریداران هم به‌اندازه حجم خرید اهمیت دارد: در ۲۰۲۵ بیش از ۴۰ بانک مرکزی خریدار خالص بودند. بانک ملی لهستان با ۱۰۲ تن در صدر بود و رئیس آن، آدام گلاپینسکی (Adam Glapiński)، هدف رساندن ذخایر طلای کشور به ۷۰۰ تن را مسئله‌ای مرتبط با «امنیت ملی» خواند. چین خرید ۲۷ تن را رسماً گزارش کرد و ترکیه، برزیل، قزاقستان و جمهوری چک هم از خریداران مهم بودند. صربستان هم اعلام کرده ذخایر طلایش را تا ۲۰۳۰ دو برابر می‌کند و به ۱۰۰ تن می‌رساند.

نتیجه در ترازنامه‌ها پیداست. بانک مرکزی اروپا در گزارش ژوئن ۲۰۲۵ اعلام کرد طلا در پایان ۲۰۲۴، با قیمت بازار، حدود ۲۰ درصد ذخایر رسمی جهان را تشکیل می‌داد؛ بیشتر از یورو با ۱۶ درصد و پس از دلار با ۴۶ درصد. به گفته همان گزارش، قیمت واقعی طلا در ۲۰۲۴ از اوج دوران بحران نفتی ۱۹۷۹ هم فراتر رفت. به نوشته گزارش منبع این شماره، کشورهای بریکس و اعضای تازه این گروه اکنون حدود ۱۷ درصد ذخایر طلای جهان را دارند؛ در برابر حدود ۱۱ درصد در ۲۰۱۹.

دو برابر روند پیشین

خرید خالص طلای بانک‌های مرکزی و نهادهای رسمی، تن



منبع: شورای جهانی طلا (WGC) | نمودار: لنز اقتصاد

زوم روی سازوکار

چرا بانک‌های مرکزی برخلاف بیشتر سرمایه‌گذاران، با گران شدن طلا از خرید منصرف نمی‌شوند؟

چون آن‌ها طلا را برای معامله کوتاه‌مدت نمی‌خرند، بلکه بخشی از ذخیره راهبردی کشور می‌دانند. ویژگی کلیدی در این نگاه، نبود ریسک طرف مقابل است: طلای فیزیکی بدهی هیچ دولت یا بانکی نیست و ارزشش با نکول یک ناشر از میان نمی‌رود. البته به یادآوری گزارش منبع، اگر همین طلا در خارج از کشور یا نزد واسطه نگهداری شود، ریسک‌های حقوقی و عملیاتی خودش را دارد؛ پس محل نگهداری طلا هم به اندازه خود طلا اهمیت دارد.

۲۰٪

سهم طلا از ذخایر رسمی جهان با قیمت بازار در پایان ۲۰۲۴

بالاتر از یورو با ۱۶ درصد و پس از دلار با ۴۶ درصد (بانک مرکزی اروپا)

مارک کارنی (Mark Carney)، نخست‌وزیر کانادا و رئیس پیشین بانک مرکزی انگلستان، در داووس ژانویه ۲۰۲۶ وضع جهان را «گسست، نه گذار» توصیف کرد. در نظرسنجی ۲۰۲۵ شورای جهانی طلا، ۹۵ درصد بانک‌های مرکزی پاسخ‌دهنده انتظار داشتند ذخایر طلای بانک‌های مرکزی جهان در سال بعد بیشتر شود؛ بالاترین رقم در هشت سال برگزاری این نظرسنجی.



طلای فیزیکی بدهی هیچ ناشری نیست؛ ویژگی‌ای که پس از ۲۰۲۲ برای مدیران ذخایر اهمیت تازه‌ای یافت

با این حال، این خریدار هم بی‌نوسان نیست. به گزارش شورای جهانی طلا، خرید خالص رسمی در سه‌ماهه اول ۲۰۲۶ به حدود ۵۶/۵ تن کاهش یافت و در سه‌ماهه دوم با ۲۸۹ تن، به رکورد یک سه‌ماهه دوم رسید. برآوردهای بازار، به گزارش mining.com، خرید کل ۲۰۲۶ را حدود ۸۵۰ تن می‌دانند؛ کمتر از سال‌های اوج، اما همچنان نزدیک به دو برابر روند پیش از ۲۰۲۲.

نگاه تحلیلی لنز اقتصاد

بازخوانی دقیق عددهای گزارش

عبارت «طلا از یورو پیشی گرفت» را باید دقیق خواند، چون بخشی از آن نتیجه قیمت است نه خرید:

فرض کنید ذخایر یک بانک مرکزی ۱۰۰ واحد باشد: ۱۰ واحد طلا و ۹۰ واحد ارز و اوراق. اگر قیمت طلا دو برابر شود و هیچ خریدی انجام نشود، سهم طلا از ۱۰ درصد به ۰/۱۸۲ ≈ ۱۱۰ ÷ ۲۰، یعنی حدود ۱۸ درصد می‌رسد.

عکس آن هم صادق است: با افت حدود ۳۰ درصدی قیمت از اوج ژانویه ۲۰۲۶، سهم طلا در ذخایر هم بدون هیچ فروشی کم می‌شود.

پس برای سنجیدن رفتار بانک‌های مرکزی، باید به تن نگاه کرد، نه فقط به درصد یا ارزش دلاری. همین تفکیک برای خواننده ایرانی هم کاربرد دارد: افزایش ارزش ریالی دارایی‌های طلایی یک خانوار یا صندوق، الزاماً به معنای خرید بیشتر نیست و ممکن است فقط بازتاب قیمت دلار و اونس باشد.

گاه‌شمار موج خرید رسمی

سه‌ماهه دوم ۲۰۲۶
بازگشت به ۲۸۹ تن

سه‌ماهه اول ۲۰۲۶
کندی خرید: ۵۶/۵ تن

۲۰۲۵
لهستان با ۱۰۲ تن، بزرگ‌ترین خریدار

ژوئن ۲۰۲۵
بانک مرکزی اروپا: طلا در پایان ۲۰۲۴ از یورو پیشی گرفت

۲۰۲۲
رکورد ۱٬۰۸۲ تن خرید رسمی

فوریه ۲۰۲۲
مسدود شدن حدود ۳۰۰ میلیارد دلار ذخایر روسیه

خوب است بدانیم

پس از ۲۰۲۲، بانک‌های مرکزی به خریدار ساختاری و کم‌حساس به قیمت طلا تبدیل شدند و انگیزه اصلی آن‌ها کاهش ریسک طرف مقابل و تنوع ذخایر بود، نه سود کوتاه‌مدت. این تقاضا کف محکم‌تری زیر بازار ساخته، اما همان‌طور که ۲۰۲۶ نشان داد، جلوی نوسان‌های تند قیمت را نمی‌گیرد.

منابع راستی‌آزمایی این فصل: شورای جهانی طلا (WGC؛ آمار بانک‌های مرکزی، گزارش‌های Gold Demand Trends و نظرسنجی سالانه بانک‌های مرکزی)، بانک مرکزی اروپا (گزارش نقش بین‌المللی یورو، ژوئن ۲۰۲۵)، جی‌پی‌مورگان، گزارش منبع این شماره. گردآوری و تحلیل: محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی؛ ویرایش و راستی‌آزمایی: تحریریه لنز اقتصاد.

۲۰۲۵ تا ۲۰۲۶



۵,۰۰۲ تن

معامله ترس، معامله علاقه

در ۲۰۲۵ تقاضای جهانی طلا برای نخستین بار از ۵ هزار تن گذشت؛ ترس از بدهی و تنش‌های ژئوپلیتیک غرب را به خرید کشاند و فرهنگ پس‌انداز طلایی شرق، خریدار همیشگی ماند.

بازارها ۴ دقیقه مطالعه محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی

تقاضای طلا صندوق‌های طلا هند و چین ژئوپلیتیک

برای نخستین بار در یک نسل، دو موتور سنتی تقاضای طلا هم‌زمان در یک جهت کار کردند.

در هند، فصل عروسی و جشن‌ها همیشه یکی از بزرگ‌ترین بازارهای جواهرات طلای جهان را گرم کرده است. اما در ۲۰۲۵ چیز تازه‌ای رخ داد: به نوشته گزارش منبع این شماره، شمار سرمایه‌گذاران بازار طلای هند نسبت به سال قبل ۶۰ درصد بیشتر شد، ۳/۸ میلیون حساب تازه باز شد و خرید طلای دیجیتال از طریق سامانه پرداخت یکپارچه این کشور (UPI) سه برابر شد. هم‌زمان، در آن سوی جهان، به گزارش شورای جهانی طلا تقاضای طلا در آمریکا بیش از دو برابر شد و به ۶۷۹ تن رسید. دو جهان متفاوت، با دو انگیزه متفاوت، به یک دارایی هجوم آوردند.

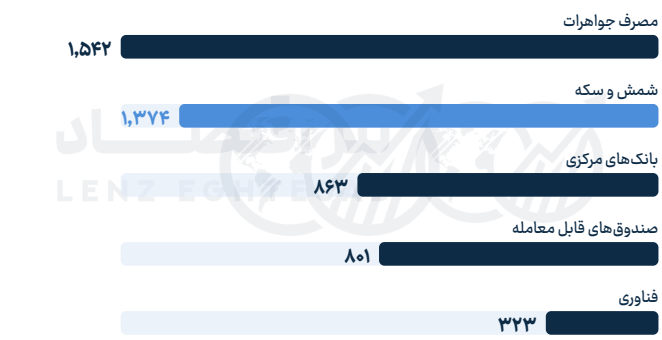
نمای باز

نتیجه، سالی بی‌سابقه بود. به گزارش شورای جهانی طلا، تقاضای کل طلا با احتساب معاملات خارج از بورس در ۲۰۲۵ به ۵,۰۰۲ تن رسید و ارزش آن با جهش ۴۵ درصدی به ۵۵۵ میلیارد دلار رسید. تقاضای سرمایه‌گذاری با رشد ۸۴ درصدی به ۲,۱۷۵ تن رسید: صندوق‌های قابل معامله ۸۰۱ تن طلا جذب کردند و خرید شمش و سکه با ۱,۳۷۴ تن به بالاترین سطح ۱۲ سال رسید. قیمت مرجع لندن در همین سال ۵۳ بار رکورد تازه ثبت کرد و میانگین سالانه آن به ۳,۴۳۱/۵ دلار رسید.

در ادبیات بازار طلا، این دو نیرو را «معامله ترس» و «معامله علاقه» می‌نامند. معامله ترس از ریسک‌های ژئوپلیتیک، بدهی دولت‌ها و بی‌اعتمادی به پول کاغذی تغذیه می‌شود؛ معامله علاقه از فرهنگ و پس‌انداز در آسیا و خاورمیانه. به نوشته گزارش منبع، آسیا تقریباً ۶۰ درصد تقاضای طلای فیزیکی جهان را دارد و هند، دومین مصرف‌کننده بزرگ، سالانه بین ۷۰۰ تا ۹۰۰ تن طلا تقاضا می‌کند که حدود سه‌چهارم آن جواهرات است. ایران هم در این نقشه جای مهمی دارد: به گزارش یورونیوز به نقل از شورای جهانی طلا، ایران در نه ماه نخست ۲۰۲۵ پنجمین مصرف‌کننده بزرگ طلای جهان بود.

چه کسی طلای ۲۰۲۵ را خرید؟

اجزای منتخب تقاضای جهانی طلا در ۲۰۲۵، تن



منبع: شورای جهانی طلا (WGC)؛ اجزای منتخب، جمعشان با کل تقاضا برابر نیست | نمودار: لنز اقتصاد

۵۵۵ میلیارد دلار

ارزش کل تقاضای طلا در ۲۰۲۵

۴۵ درصد بیشتر از ۲۰۲۴؛ با ۵,۰۰۲ تن حجم، رکورد تاریخی (شورای جهانی طلا)

زوم روی سازوکار

در چرخه‌های گذشته، به نوشته گزارش منبع، این دو نیرو معمولاً خلاف هم کار می‌کردند: وقتی خرید سرمایه‌گذاران غربی قیمت را بالا می‌برد، خریداران حساس به قیمت در آسیا عقب می‌کشیدند و قیمت را تعدیل می‌کردند. چرخه پس از ۲۰۲۲ متفاوت بود. مصرف‌کنندگان و سرمایه‌گذاران اقتصادهای نوظهور هم‌زمان با بانک‌های مرکزی کشورهای خود طلا خریدند. در چین هم با وجود افت تقاضای جواهرات، خرید شمش و سکه و صندوق‌ها بالا رفت و شمش‌های کوچک «لوبیایی‌شکل» میان جوانان محبوب شد. یک برنامه آزمایشی هم از اوایل ۲۰۲۵ به ۱۰ شرکت بیمه چینی اجازه داد تا یک درصد دارایی‌هایشان را طلا بخرند.

ژئوپلیتیک هم بخشی از این داستان است، اما نه همیشه به شکلی که تصور می‌شود. پژوهشی که در گزارش منبع مرور شده، با ساخت «شاخص تنش آمریکا و چین» از اخبار و مدل آماری GARCH-MIDAS نشان می‌دهد افزایش تنش میان دو اقتصاد بزرگ جهان با افزایش معنادار نوسان بلندمدت طلا همراه است، حتی پس از کنترل نوسان گذشته قیمت. نویسندگان تأکید می‌کنند نوسان بیشتر لزوماً به معنای قیمت بالاتر نیست.

به بیان دیگر، تنش ژئوپلیتیک بیش از آنکه جهت قیمت را تعیین کند، دامنه حرکت آن را بزرگ می‌کند.

بازاری که این تقاضا را جذب می‌کند هم بسیار بزرگ است. به برآورد شورای جهانی طلا، ارزش طلای فیزیکی در دست سرمایه‌گذاران و بانک‌های مرکزی حدود ۱۲/۶ تریلیون دلار و ارزش موقعیت‌های باز مشتقات طلا حدود ۱/۴ تریلیون دلار است. میانگین معاملات روزانه طلا در ۲۰۲۵ حدود ۳۶۱ میلیارد دلار بود: حدود ۱۸۰ میلیارد دلار در بازار خارج از بورس، ۱۷۴ میلیارد دلار در قراردادهای آتی و حدود ۷ میلیارد دلار در صندوق‌ها. این عمق، به گفته همین شورا، نقدشوندگی طلا را با اسناد خزانه کوتاه‌مدت آمریکا قابل مقایسه می‌کند.



شمش‌های کوچک «لوبیایی‌شکل» در سال‌های اخیر میان خریداران جوان چینی محبوب شده‌اند

نگاه تحلیلی لنز اقتصاد

بازخوانی دقیق عددهای گزارش

داده‌های ۲۰۲۵ یک درس مهم درباره «حجم» و «ارزش» دارند:

به گزارش شورای جهانی طلا، مصرف جواهرات در ۲۰۲۵ حدود ۱۸ درصد کمتر از ۲۰۲۴ بود، اما ارزش دلاری آن ۱۸ درصد بالا رفت و به رکورد ۱۷۲ میلیارد دلار رسید.

این دو عدد با رشد حدود ۴۴ درصدی میانگین قیمت سازگارند: ۱/۱۸ ≈ ۱/۴۴ × ۰/۸۲ (میانگین ۲۰۲۴: ۲,۳۸۶ دلار؛ میانگین ۲۰۲۵: ۳,۴۳۲ دلار).

یعنی خریداران جواهرات کمتر خریدند اما بیشتر پرداختند. تقاضای جواهرات به قیمت حساس است؛ تقاضای بانک‌های مرکزی و صندوق‌ها بسیار کمتر.

این تفکیک در سال ۲۰۲۶ هم دیده شد: به گزارش شورای جهانی طلا، مصرف جواهرات در سه‌ماهه دوم ۲۰۲۶ با ۲۷۸ تن به کمترین سطح از دوران همه‌گیری رسید، در حالی که ارزش کل تقاضای نیمه نخست سال به رکورد ۳۸۰ میلیارد دلار رسید. برای بنگاه‌های طلا و جواهر، از جمله در ایران، این یعنی در دوره‌های قیمت بالا، کسب‌وکار از «فروش وزن» به سمت «محصولات سرمایه‌گذاری» جابه‌جا می‌شود.

اصطلاحات این فصل

معامله ترس (Fear Trade)
تقاضای طلا برای پوشش ریسک‌های ژئوپلیتیک، بدهی دولت‌ها و کاهش ارزش پول؛ بیشتر از سوی سرمایه‌گذاران نهادی و بانک‌های مرکزی.

معامله علاقه (Love Trade)
تقاضای فرهنگی و پس‌اندازی طلا در آسیا و خاورمیانه، به‌ویژه برای جواهرات، شمش و سکه.

تقاضای خارج از بورس (OTC)
خرید و فروش مستقیم و دوطرفه طلا میان نهادها، بیرون از بورس‌ها؛ بخشی از تقاضای کل که شورای جهانی طلا برآورد می‌کند.

نوسان بلندمدت
بخش پایدار و آرام‌تغییر نوسان قیمت که مدل‌هایی مانند GARCH-MIDAS از نوسان روزانه جدا می‌کنند.



خرید طلای دیجیتال در هند از طریق سامانه پرداخت یکپارچه (UPI) در یک سال سه برابر شد

خوب است بدانیم

رکورد ۲۰۲۵ حاصل هم‌سویی کم‌سابقه دو نیروی ترس و علاقه بود: سرمایه‌گذاران غربی و بانک‌های مرکزی برای پوشش ریسک خریدند و خانوارهای آسیایی، با وجود قیمت بالا، پس‌انداز طلایی خود را از جواهرات به شمش، سکه و طلای دیجیتال منتقل کردند. تنش‌های ژئوپلیتیک دامنه نوسان را بزرگ‌تر می‌کنند، اما جهت قیمت را به‌تنهایی تعیین نمی‌کنند.

منابع راستی‌آزمایی این فصل: شورای جهانی طلا (Gold Demand Trends سال ۲۰۲۵ و سه‌ماهه دوم ۲۰۲۶، گزارش ویژه آمریکا)، یورونیوز و AGBI به نقل از شورای جهانی طلا، گزارش منبع این شماره (پژوهش شاخص تنش آمریکا و چین با مدل GARCH-MIDAS). گردآوری و تحلیل: محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی؛ ویرایش و راستی‌آزمایی: تحریریه لنز اقتصاد.



۲۰۲۴ تا ۲۰۲۶

۷۱۱ تن

هند؛ موتور یا ترمز بازار طلا؟

هند حدود ۱۴ درصد تقاضای جهانی طلا را دارد، اما رفتارش بیش از آنکه قیمت را بالا ببرد، ریزش‌ها را مهار می‌کند؛ با چند شاخص ساده می‌توان این بازار را رصد کرد.

بازارها | ۵ دقیقه مطالعه | محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی | هند | تقاضای جواهرات | روپیه | تعرفه واردات

در بازار جهانی طلا، هند خریداری حساس به قیمت است: در گرانی عقب می‌کشد و در ارزانی برمی‌گردد.

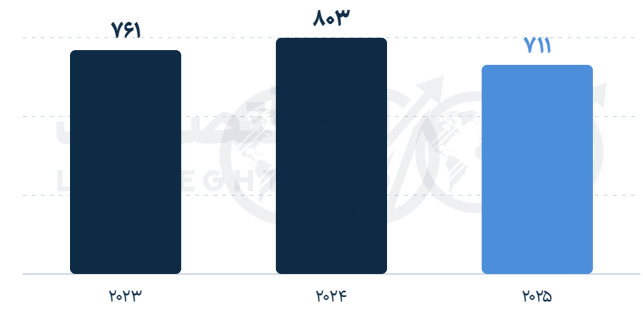
اکتبر ۲۰۲۶، در آستانه دانتراس و دیوالی، پرفروش‌ترین روزهای سال برای طلافروشان هند، بازار داخلی این کشور یک چرخش معنادار را ثبت کرد. به گزارش رویترز، فروشندگان که تا هفته قبل برای جذب مشتری تا ۶ دلار برای هر اونس کمتر از قیمت رسمی داخلی تخفیف می‌دادند، برای نخستین بار در بیش از سه ماه تا ۷ دلار پریمیوم (اضافه‌قیمت) گرفتند. به گزارش شورای جهانی طلا، میانگین تخفیف در سپتامبر حدود ۶۶ دلار برای هر اونس بود. علت چرخش ساده بود: افت قیمت جهانی، خریداران حساس به قیمت را دوباره به بازار آورد. همین یک صحنه، نقش هند در بازار جهانی طلا را خلاصه می‌کند.

نمای باز

هند، به گزارش شورای جهانی طلا، دومین مصرف‌کننده بزرگ طلای جهان است. تقاضای طلای این کشور در ۲۰۲۵ با ۱۱ درصد کاهش به ۷۱۰/۹ تن رسید؛ به‌طور تقریبی ۱۴ درصد تقاضای کل جهان. اما ترکیب آن تغییر کرد: تقاضای جواهرات با ۲۴ درصد افت به ۴۳۰/۵ تن رسید، در حالی که ارزش خرید جواهرات به رکورد ۴۹ میلیارد دلار رسید و تقاضای سرمایه‌گذاری، یعنی شمش و سکه، به بالاترین سطح از ۲۰۱۳ رسید. به برآورد مؤسسه پژوهشی متالز فوکوس (Metals Focus)، واردات طلای هند در ۲۰۲۵ هم با حدود ۲۳ درصد کاهش به حدود ۶۲۴ تن رسید. شورای جهانی طلا تقاضای ۲۰۲۶ هند را بین ۶۰۰ تا ۷۰۰ تن برآورد کرده است.

هند در گرانی کمتر می‌خرد

تقاضای سالانه طلای هند، تن



منبع: شورای جهانی طلا (WGC) | نمودار: لنز اقتصاد

سال ۲۰۲۶ برای بازار هند پرتلاطم بود. دولت هند، به گزارش وزارت بازرگانی این کشور، از ۱۳ مه تعرفه واردات طلا و نقره را از ۶ به ۱۵ درصد بالا برد تا واردات کالاهای گران‌بها را در شرایط فشار بر روپیه و ذخایر ارزی مهار کند؛ همان تعرفه‌ای که در جولای ۲۰۲۴ از ۱۵ به ۶ درصد کاهش یافته بود. به گزارش رویترز، روپیه در مه ۲۰۲۶ به رکورد بیش از ۹۶ روپیه در برابر هر دلار رسید و به تعبیر MUFG ضعیف‌ترین ارز بزرگ آسیا در این سال بود.

نتیجه در آمار پیدا شد: واردات طلای هند در سپتامبر ۲۰۲۶ با ۸۱ درصد افت نسبت به سال قبل به ۱/۸ میلیارد دلار رسید و واردات شش ماه آوریل تا سپتامبر ۲۷ درصد کم شد.

حدود ۱۴٪

سهم هند از تقاضای جهانی طلا در ۲۰۲۵

۷۱۰/۹ تن از ۵,۰۰۲ تن؛ دومین مصرف‌کننده بزرگ جهان (شورای جهانی طلا)

-۸۱٪

افت واردات طلای هند در سپتامبر ۲۰۲۶

به ۱/۸ میلیارد دلار، پس از افزایش تعرفه از ۶ به ۱۵ درصد (وزارت بازرگانی هند)

زوم روی سازوکار

آیا هند قیمت جهانی طلا را تعیین می‌کند؟ شواهد سال‌های اخیر پاسخ را روشن می‌کند: هند بیش از آنکه موتور صعود باشد، ترمز و کف‌ساز بازار است. خریدار هندی بودجه ثابتی دارد؛ به نوشته شورای جهانی طلا، همین سقف بودجه، با رشد حدود ۷۴ درصدی قیمت داخلی طلا در ۲۰۲۵، حجم خرید جواهرات را محدود کرد. وقتی قیمت بالا می‌رود، هند کمتر می‌خرد و از شدت صعود می‌کاهد؛ وقتی قیمت می‌افتد، خرید هند برمی‌گردد و جلوی سقوط بیشتر را می‌گیرد. موتور صعود ۲۰۲۲ تا ۲۰۲۵، همان‌طور که دیدیم، بانک‌های مرکزی و سرمایه‌گذاران غربی بودند.

هشت شاخص هند برای رصد بازار طلا

شاخص	منبع و زمان انتشار	چه می‌گوید؟
تخفیف یا پریمیوم داخلی	نظرسنجی هفتگی رویترز از فروشندگان و گزارش ماهانه شورای جهانی طلا	**پریمیوم یعنی تقاضای قوی یا عرضه کم؛ تخفیف یعنی خریدار عقب کشیده است**
واردات ماهانه طلا	وزارت بازرگانی هند، حدود نیمه هر ماه برای ماه قبل	**تقاضای عمده‌فروشان و ذخیره‌سازی پیش از فصل جشن‌ها**
جریان صندوق‌های طلای هند	انجمن صندوق‌های سرمایه‌گذاری هند (AMFI)، ماهانه	**رفتار سرمایه‌گذاران جوان و مالی، جدا از جواهرات**
تعرفه واردات و مالیات	بودجه سالانه و تصمیم‌های میان‌سال دولت	**افزایش تعرفه، قیمت داخلی را بالا و واردات رسمی را پایین می‌آورد**
نرخ روپیه به دلار	بازار ارز، روزانه	**روپیه ضعیف، طلا را برای خریدار هندی گران‌تر می‌کند**
تقویم جشن‌ها و عروسی	اکشایا تریتیا (آوریل و مه)، دانتراس و دیوالی (اکتبر و نوامبر)، فصل عروسی	**اوج‌های فصلی تقاضای جواهرات و سکه**
تقاضای فصلی هند	گزارش سه‌ماهه شورای جهانی طلا (Gold Demand Trends)	**تفکیک جواهرات و سرمایه‌گذاری بر حسب تن و ارزش**
ذخایر طلای بانک مرکزی هند	گزارش هفتگی ذخایر ارزی و گزارش شش‌ماهه بانک مرکزی هند	**خرید رسمی و سهم طلا در ذخایر**

جدول: لنز اقتصاد

با این حال، هند در حال تغییر است و همین آن را مهم‌تر می‌کند. سهم سرمایه‌گذاری در تقاضای هند بالا رفته است: به گزارش شورای جهانی طلا، صندوق‌های طلای هند در نه ماه نخست ۲۰۲۶ حدود ۲۹ تن جذب کردند و موجودی آن‌ها تا پایان سپتامبر به حدود ۱۲۴ تن رسید. بانک مرکزی هند هم، به گزارش شش‌ماهه خود، تا پایان مارس ۲۰۲۶ حدود ۸۸۰/۵ تن طلا داشت که حدود ۱۶/۷ درصد ارزش ذخایر ارزی این کشور بود و بیش از سه‌چهارم آن در داخل کشور نگهداری می‌شد. خریدار سرمایه‌گذار، برخلاف خریدار جواهرات، کمتر به قیمت حساس است؛ اگر این روند ادامه یابد، هند می‌تواند از ترمز صرف به نیرویی دوطرفه تبدیل شود.

یک ابزار هم از این تصویر کنار رفته است: اوراق طلای دولتی هند (SGB). دولت این اوراق را در نوامبر ۲۰۱۵ معرفی کرد تا بخشی از تقاضای سرمایه‌گذاری را از طلای فیزیکی وارداتی به اوراقی با پشتوانه قیمت طلا منتقل کند و فشار واردات بر تراز ارزی کم شود. با جهش قیمت، هزینه بازپرداخت برای دولت سنگین شد؛ آخرین سری در فوریه ۲۰۲۴ منتشر شد و از آن زمان سری تازه‌ای عرضه نشده است. دارندگان قدیمی سود چشمگیری بردند: بانک مرکزی هند قیمت بازخرید نهایی سری هفتم سال مالی ۲۰۱۷ تا ۲۰۱۸ را ۱۲٬۳۵۰ روپیه برای هر گرم اعلام کرد که به گزارش بیزینس تودی حدود ۳۲۱ درصد بازده بود. پیامد این تصمیم برای بازار جهانی روشن است: تقاضای سرمایه‌گذاری تازه هند، در غیاب این اوراق، باید از مسیر صندوق‌ها، شمش و سکه بگذرد که هر سه به طلای فیزیکی وارداتی نیاز دارند.



بازار طلای هند در فصل جشن‌ها؛ خریداری که در گرانی عقب می‌کشد و در ارزانی برمی‌گردد

نگاه تحلیلی لنز اقتصاد

بازخوانی دقیق عددهای گزارش

قیمت طلا در هند از سه جزء ساخته می‌شود و هر سه باید جدا رصد شوند:

قیمت داخلی ≈ قیمت جهانی اونس × نرخ روپیه به دلار × (۱ + تعرفه) × (۱ + مالیات فروش ۳ درصد). در یک مثال، افزایش تعرفه از ۶ به ۱۵ درصد، با ثابت ماندن بقیه شرایط، قیمت تمام‌شده داخلی را به‌طور تقریبی ۸/۵ درصد بالا می‌برد: ۱/۰۸۵ ≈ ۱/۰۶ ÷ ۱/۱۵.

اثر ارز: با ثابت ماندن قیمت اونس، هر ۱۰ درصد تضعیف روپیه قیمت داخلی را حدود ۱۰ درصد بالا می‌برد. به همین دلیل بخشی از رکوردهای قیمت طلا در هند، در واقع رکورد ضعف روپیه است، نه رکورد قیمت جهانی؛ خواننده آمار هند باید همیشه این دو اثر را از هم جدا کند.

تخفیف یا پریمیوم، فاصله قیمت بازار داخلی با این قیمت محاسبه‌شده است و مستقیم‌ترین نشانه فشار تقاضای هند است.

همین منطق برای ایران هم صادق است: قیمت ریالی طلا تقریباً برابر قیمت اونس ضرب در نرخ ارز است و فاصله قیمت بازار با این ارزش محاسبه‌شده، همان «حباب» آشنای سکه و صندوق‌های طلاست. به همین دلیل در ایران هم، اگر نرخ ارز تند بالا برود، قیمت ریالی سکه می‌تواند حتی در روزهای افت اونس بالا برود؛ همان پدیده‌ای که در هند با ضعف روپیه دیده شد.

خوب است بدانیم

هند حدود یک‌هفتم تقاضای جهانی طلا را دارد، اما چون خریدارانش به قیمت حساس‌اند، بیشتر نقش ترمز در صعودها و کف‌ساز در ریزش‌ها را بازی می‌کند. برای رصد آن، تخفیف یا پریمیوم داخلی، واردات ماهانه، جریان صندوق‌های طلا، تعرفه و نرخ روپیه را دنبال کنید؛ این شاخص‌ها زودتر از آمار فصلی نشان می‌دهند خریدار هندی در کدام سوی بازار ایستاده است. آمار واردات اکتبر و نوامبر ۲۰۲۶، که فصل دیوالی و عروسی را در بر می‌گیرد، نخستین آزمون جدی تعرفه ۱۵ درصدی در اوج فصل خرید خواهد بود.

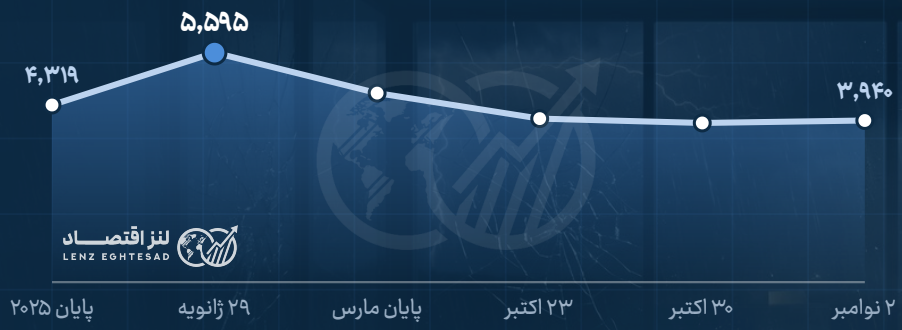
منابع راستی‌آزمایی این فصل: شورای جهانی طلا (Gold Demand Trends سال ۲۰۲۵، گزارش‌های ماهانه بازار هند)، رویترز به نقل از Mining.com، وزارت بازرگانی و صنعت هند به نقل از ANI، بانک مرکزی هند به نقل از Business Standard، انجمن صندوق‌های سرمایه‌گذاری هند (AMFI)، بلومبرگ، MUFG، Metals Focus، Business Today (اوراق طلای دولتی). گردآوری و تحلیل: محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی؛ ویرایش و راستی‌آزمایی: تحریریه لنز اقتصاد.

ژانویه تا نوامبر ۲۰۲۶

۲۰۲۶

سالی که پناهگاه لرزید

طلا سال ۲۰۲۶ را با رکورد ۵,۵۹۵ دلاری شروع کرد و در پایان اکتبر به زیر ۳,۹۰۰ دلار رسید؛ افتی حدود ۳۰ درصدی، آن هم در سالی پر از بحران که قرار بود سال پناهگاه‌ها باشد.



بازارها | ۴ دقیقه مطالعه | محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی

سقوط طلا | نرخ بهره | قیمت نفت | فروش اجباری

پارادوکس ۲۰۲۶ در یک زنجیره خلاصه می‌شود: بحران، گرانی نفت، تورم، نرخ بهره بالاتر و فروش طلا.

۱۹ تا ۲۸ ژانویه ۲۰۲۶، قیمت طلا هشت روز پیاپی بالا رفت و در مجموع حدود ۱۷/۷ درصد گران شد. صبح ۲۹ ژانویه، هر اونس در معاملات روزانه به حدود ۵,۵۹۵ دلار رسید؛ نزدیک ۱,۳۰۰ دلار بالاتر از پایان سال قبل. اما فردای آن روز، با معرفی کوین وارش (Kevin Warsh) به‌عنوان رئیس بعدی فدرال رزرو، که بازار او را در ابتدا سخت‌گیرتر در سیاست پولی ارزیابی کرد، طلا به گزارش ون‌اک حدود ۹ درصد سقوط کرد. آن روز آغاز سالی بود که در آن، پناهگاه سنتی جهان در اوج بحران‌ها لرزید.

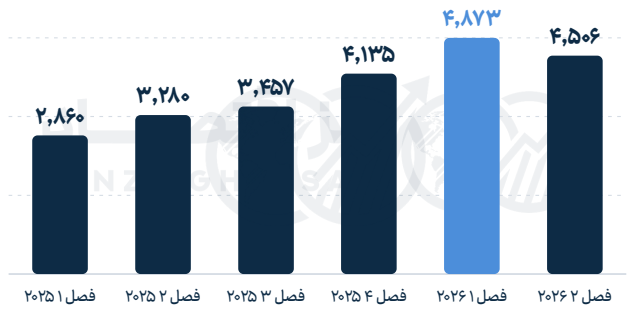
نمای باز

۲۰۲۶ برای طلا دو نیمه کاملاً متفاوت داشت. در نیمه نخست، فشار ترس غالب بود. به نوشته گزارش منبع، با آغاز بحران خلیج فارس در ۲۸ فوریه، قیمت در یک جلسه معاملاتی از حدود ۵,۱۰۰ به بیش از ۵,۳۰۰ دلار جهید. میانگین قیمت مرجع لندن در سه‌ماهه اول به رکورد ۴,۸۷۲/۹ دلار رسید. اما همان بحران، زنجیره‌ای را به راه انداخت که به زیان طلا تمام شد: جهش قیمت نفت، نگرانی از تورم دوباره، و کم‌رنگ شدن امید به کاهش نرخ بهره در آمریکا.

نتیجه در مارس پیدا شد. به گزارش شورای جهانی طلا، قیمت دلاری طلا در این ماه ۱۲ درصد افت کرد و در ۴,۶۰۸ دلار بسته شد؛ بدترین عملکرد ماهانه از ژوئن ۲۰۱۳. این شورا ماهیت ریزش را فروش برای نقدینگی دانست: سرمایه‌گذاران چندداراییِ گرفتار زیان سهام، برای پوشش وجه تضمین و کاهش ریسک، «آنچه را می‌توانستند بفروشند، فروختند، نه آنچه را می‌خواستند». شکسته شدن میانگین‌های متحرک ۵۰ و ۵۵ روزه در ۱۶ مارس هم فروش الگوریتمی صندوق‌های روندی را به راه انداخت. در سه‌ماهه دوم، میانگین قیمت به ۴,۵۰۶/۳ دلار رسید و صندوق‌های قابل معامله ۴۵ تن طلا را از دست دادند.

اوج و فرود در شش فصل

میانگین سه‌ماهه قیمت مرجع طلا در لندن (LBMA)، دلار در هر اونس



منبع: شورای جهانی طلا (WGC) | نمودار: لنز اقتصاد

-۱۲٪

افت طلا در مارس ۲۰۲۶

بدترین عملکرد ماهانه از ژوئن ۲۰۱۳؛ بسته شدن ماه در ۴,۶۰۸ دلار (شورای جهانی طلا)

زوم روی سازوکار

پارادوکس ۲۰۲۶ با همان سازوکارهای فصل چهارم توضیح داده می‌شود. طلا در برابر خود بحران واکنش مثبت نشان داد، اما در برابر پیامدهای اقتصادی آن، یعنی تورم و نرخ بهره، آسیب‌پذیر بود. هر بار که داده‌های تورم آمریکا بالاتر از انتظار آمد، احتمال نرخ بهره بالاتر بیشتر شد، دلار تقویت شد و هزینه فرصت نگه داشتن فلز بی‌سود بالا رفت. رابطه‌ای که در ۲۰۲۲ تا ۲۰۲۵ کم‌رنگ شده بود، در ۲۰۲۶ دوباره فرمان را به دست گرفت. نقطه اوج این روند در سپتامبر بود: به گزارش رسانه‌های مالی، فدرال رزرو نخستین افزایش نرخ بهره خود از ۲۰۲۳ را انجام داد و بانک‌هایی مانند گلدمن ساکس بلافاصله هدف‌های قیمتی طلا را پایین آوردند.

همین الگو در پاییز تکرار شد. به گزارش رویترز به نقل از Investing.com، قیمت در ۲۳ اکتبر برای نخستین بار از اواسط جولای زیر ۴ هزار دلار رفت و در ۳۰ اکتبر، با تشدید دوباره ناامنی در مسیرهای دریایی منطقه، قیمت نفت بالای ۱۰۰ دلار، داده های قوی اقتصاد آمریکا و انتظار افزایش دوباره نرخ بهره، به حدود ۳,۸۸۰ دلار رسید؛ پایین‌ترین سطح از اکتبر ۲۰۲۵. فروش گسترده سهام فناوری هم سرمایه‌گذاران را به نقد کردن دارایی‌های نقدشونده، از جمله طلا، واداشت. در ۲ نوامبر، قیمت حدود ۳,۹۴۰ دلار بود.

با این حال، تصویر جریان پول یکدست نبود: به گزارش مدیریت دارایی استیت استریت (State Street)، صندوق‌های طلای آمریکا در سه‌ماهه سوم ۲۰۲۶ حدود ۱۱/۷ میلیارد دلار ورودی داشتند؛ یعنی ریزش پاییز بیشتر کار معامله‌گران اهرمی و کوتاه‌مدت بود تا خروج سرمایه‌گذاران صندوق‌ها.



زنجیره ۲۰۲۶: گرانی نفت، نگرانی تورم، انتظار نرخ بهره بالاتر و فشار بر طلا

با این حال، خریداران بلندمدت کنار نرفتند. به گزارش شورای جهانی طلا، بانک‌های مرکزی در سه‌ماهه دوم ۲۸۹ تن طلا خریدند و در اوت، با گزارش‌های رسمی، ۳۹ تن دیگر به ذخایر افزودند. به گزارش Investing.com، در روزهای پایانی اکتبر هم خانوارهای چینی و دیگر سرمایه‌گذاران بلندمدت از افت قیمت برای خرید استفاده کردند. در نظرسنجی ۲۷ اکتبر رویترز از ۳۰ تحلیلگر، میانه پیش‌بینی میانگین قیمت ۲۰۲۶ به ۴,۴۹۵ دلار و ۲۰۲۷ به حدود ۴,۶۵۰ دلار کاهش یافت؛ پیش‌بینی‌هایی که بیشترشان پیش از ریزش پایان اکتبر انجام شده بود.

نگاه تحلیلی لنز اقتصاد

بازخوانی دقیق عددهای گزارش

ریزش ۲۰۲۶ سه درس محاسباتی دارد:

از اوج تا کف: (۵۳,۰۸۸ ÷ ۳۱,۸۸۰) − ۱ ≈ −۰/۵۹۵؛ یعنی حدود ۳۰ درصد. برای بازگشت به اوج، قیمت باید حدود ۴۴ درصد بالا برود: (۴۴,۵۹۵ ÷ ۳۵,۰۸۸) − ۱ ≈ ۰/۲۷۰.

عدد مرجع مهم است: نسبت به پایان ۲۰۲۵ (حدود ۴,۳۱۹ دلار)، قیمت حدود ۳,۹۴۰ دلاری ۲ نوامبر تنها حدود ۹ درصد کمتر است: (۴,۳۱۹ ÷ ۳,۹۴۰) − ۱ ≈ −۰/۰۹. سنجیدن مداوم قیمت با اوج ژانویه، نمونه سوگیری لنگر است.

اهرم: به گزارش رسانه‌های بازار، بورس شیکاگو در ۳۰ ژانویه وجه تضمین برخی حساب‌های طلا را از ۶ به ۸ درصد بالا برد. با وجه تضمین ۸ درصدی، اهرم حدود ۱۲/۵ برابر است (۱ ÷ ۰/۰۸)؛ یعنی افتی ۸ درصدی، کمتر از افت ۹ درصدی ۳۰ ژانویه، می‌تواند کل وجه تضمین را از بین ببرد.

گاه‌شمار سال پرنوسان

۳۰ اکتبر
حدود ۳,۸۸۰ دلار؛ پایین‌ترین سطح یک سال

سه‌ماهه دوم
خروج ۴۵ تن از صندوق‌ها؛ خرید ۲۸۹ تنی بانک‌های مرکزی

مارس
افت ۱۲ درصدی؛ بدترین ماه از ۲۰۱۳

۲۸ فوریه
آغاز بحران خلیج فارس؛ جهش از ۵,۱۰۰ به ۵,۳۰۰ دلار

۳۰ ژانویه
افت ۹ درصدی در یک روز

۲۸ و ۲۹ ژانویه
رکورد حدود ۵,۵۹۵ دلار

اصطلاحات این فصل

وجه تضمین (Margin)
پولی که معامله‌گر قرارداد آتی باید نزد کارگزار بگذارد؛ اگر زیان از آن بیشتر شود، باید وجه بیشتری واریز کند یا موقعیتش بسته می‌شود.

صندوق‌های روندی (CTA)
صندوق‌هایی که با الگوریتم و بر پایه روند قیمت خرید و فروش می‌کنند؛ شکسته شدن میانگین‌های متحرک می‌تواند فروش جمعی آن‌ها را به راه بیندازد.

میانگین متحرک ۵۰ روزه
میانگین قیمت ۵۰ روز معاملاتی اخیر؛ شاخصی رایج برای تشخیص روند کوتاه‌مدت در تحلیل تکنیکال.

سوگیری لنگر
خطای ذهنی سنجیدن قیمت امروز با یک عدد مرجع، مانند اوج قبلی، به‌جای ارزیابی شرایط تازه.



از اوج ۲۹ ژانویه تا کف ۳۰ اکتبر، حدود ۳۰ درصد از قیمت هر اونس طلا پاک شد

خوب است بدانیم

سال ۲۰۲۶ نشان داد طلا در برابر بحران فوری واکنش مثبت دارد، اما در برابر تورم و نرخ بهره بالاتری که بحران به دنبال می‌آورد آسیب‌پذیر است. فروش اجباری سرمایه‌گذاران اهرمی و صندوق‌های الگوریتمی، ریزش‌ها را تند کرد؛ اما خرید بانک‌های مرکزی و خانوارهای آسیایی نشان داد تقاضای بلندمدت از بازار بیرون نرفته است.

منابع راستی‌آزمایی این فصل: شورای جهانی طلا (WGC: Gold Demand Trends سه‌ماهه دوم ۲۰۲۶، تحلیل ریزش مارس و آمار ماهانه بانک‌های مرکزی)، ون‌اک (VanEck)، رویترز به نقل از Investing.com، کیتکو (Kitco)، سی‌ان‌بی‌سی، ماینینگ‌دات‌کام، گزارش منبع این شماره. گردآوری و تحلیل: محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی؛ ویرایش و راستی‌آزمایی: تحریریه لنز اقتصاد.

۱۹۷۱ تا ۲۰۲۶

۲۰ رویداد



رویدادهایی که طلا را جابه‌جا کردند

از شوک نیکسون تا ریزش ۲۰۲۶، بیست رویداد بزرگ اقتصادی و ژئوپلیتیک در یک جدول: هر رویداد قیمت دلاری طلا را چقدر و از چه مسیری جابه‌جا کرد؟

تاریخ اقتصادی ۴ دقیقه مطالعه محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی

رویدادهای اقتصادی بحران‌ها تاریخ طلا پناهگاه امن

بحران‌ها همیشه طلا را بالا نبرده‌اند؛ مسیر اثر، یعنی تورم، نرخ بهره یا ترس، تعیین‌کننده بوده است.

تاریخ طلا را می‌توان با رویدادهایش خواند. اما جدول این فصل یک واقعیت کمتر گفته‌شده را نشان می‌دهد: بحران‌ها همیشه طلا را بالا نبرده‌اند. آنچه تعیین‌کننده بوده، مسیر اثر بحران است. وقتی رویدادی ترس و تورم را بالا برد و نرخ بهره واقعی را پایین آورد، مانند دهه ۱۹۷۰، بحران ۲۰۰۸ یا همه‌گیری کووید ۱۹، طلا درخشید. وقتی همان رویدادها، یا پیامدهایشان، به نرخ بهره بالاتر و دلار قوی‌تر رسیدند، مانند سیاست ولکر، سال ۲۰۱۳ یا ۲۰۲۶، طلا حتی در میانه بحران افت کرد.

نمای باز

دو جدول زیر، رویدادها را به ترتیب زمان مرور می‌کنند. ستون «اثر» حرکت قیمت دلاری اونس را نشان می‌دهد و ستون «مسیر اثر» سازوکاری را که آن رویداد از طریقش بر طلا اثر گذاشت. نیمه نخست جدول، چهار دهه‌ای را پوشش می‌دهد که در آن طلا از دارایی ثابت‌قیمت به یکی از پرنوسان‌ترین دارایی‌های جهان تبدیل شد.

نیمه دوم، دوره‌ای را پوشش می‌دهد که در آن بانک‌های مرکزی از فروشنده به بزرگ‌ترین خریداران طلا تبدیل شدند و نرخ بهره آمریکا، بیش از همیشه، به متغیر کلیدی کوتاه‌مدت تبدیل شد.

زوم روی سازوکار

اگر بیست رویداد را بر پایه مسیر اثرشان دسته‌بندی کنیم، سه الگو دیده می‌شود. الگوی نخست، شوک پولی و تورمی است: پایان برتون وودز، شوک‌های نفتی دهه ۱۹۷۰ و تسهیل کمی پس از ۲۰۰۸ و ۲۰۲۰. در این رویدادها، اعتماد به پول کاغذی کم شد و طلا در افق چندساله به‌شدت بالا رفت. الگوی دوم، شوک نرخ بهره است: سیاست ولکر، سال ۲۰۱۳ و بخش بزرگی از ۲۰۲۶. در این دوره‌ها، هزینه فرصت نگه داشتن طلا بالا رفت و حتی وجود بحران ژئوپلیتیک هم جلوی افت را نگرفت. الگوی سوم، شوک ساختاری تقاضاست: عرضه صندوق‌های طلا در ۲۰۰۴ و موج خرید بانک‌های مرکزی پس از ۲۰۲۲. این رویدادها شاید در یک روز قیمت را جابه‌جا نکنند، اما کف بازار را برای سال‌ها بالا می‌برند.

سه سقوط بزرگ نیم قرن اخیر یک درس مشترک دارند: بازگشت از ریزش طلا بسیار طولانی‌تر از خود ریزش است. اونس پس از اوج ۸۵۰ دلاری ژانویه ۱۹۸۰، بیش از ۷۰ درصد افت کرد و تنها در ژانویه ۲۰۰۸، حدود ۲۸ سال بعد، دوباره به آن سطح اسمی رسید؛ با احتساب تورم، بازگشت بسیار دیرتر بود. اوج حدود ۱,۹۰۰ دلاری ۲۰۱۱ هم تا تابستان ۲۰۲۰، حدود ۹ سال، دست‌نخورده ماند. ریزش ۲۰۲۶ تاکنون کم‌عمق‌تر بوده، اما همان قاعده ریاضی پابرجاست: هر چه افت عمیق‌تر، رشد لازم برای جبران به‌طور نامتقارن بزرگ‌تر می‌شود.

بیست رویداد بزرگ و اثرشان بر قیمت طلا؛ بخش نخست، ۱۹۷۱ تا ۲۰۱۳

زمان	رویداد	اثر بر قیمت دلاری طلا	مسیر اثر
اوت ۱۹۷۱	تعلیق تبدیل دلار به طلا (شوک نیکسون)	**پایان قیمت ثابت ۳۵ دلاری؛ میانگین ۱۹۷۲ به ۵۸ دلار رسید**	پایان برتون وودز و قیمت‌گذاری آزاد
۱۹۷۳ تا ۱۹۷۴	تحریم نفتی و نخستین شوک نفتی	**میانگین سالانه از ۵۸ دلار (۱۹۷۲) به ۱۵۹ دلار (۱۹۷۴)**	جهش تورم و انتظارات تورمی
پایان ۱۹۷۴	آزادی دوباره نگهداری طلا برای آمریکایی‌ها	**بازار سرمایه‌گذاری آمریکا به روی طلا گشوده شد**	افزایش دامنه تقاضا
۱۹۷۹ تا ژانویه ۱۹۸۰	شوک دوم نفتی و حمله شوروی به افغانستان	**اوج روزانه ۸۵۰ دلار در ۲۱ ژانویه ۱۹۸۰**	تورم دورقمی و ترس ژئوپلیتیک
۱۹۸۰ تا ۱۹۸۳	سیاست ضدتورمی پل ولکر	**میانگین سالانه از ۶۱۵ (۱۹۸۰) به ۳۷۶ دلار (۱۹۸۲)**	نرخ بهره واقعی بالا
۱۹۸۳ تا ۲۰۰۰	فروکش تورم و فروش طلای بانک‌های مرکزی	**افت تدریجی تا کف ۲۵۲/۸۰ دلار در جولای ۱۹۹۹**	اعتماد به پول و عرضه رسمی
مه تا سپتامبر ۱۹۹۹	فروش طلای بریتانیا؛ سپس توافق واشنگتن	**افت حدود ۱۰ درصدی پیش از نخستین حراج؛ سپس پایان روند نزولی**	انتظار عرضه، سپس سقف فروش
نوامبر ۲۰۰۴	عرضه نخستین صندوق طلای آمریکا (GLD)	**بیش از یک میلیارد دلار ورود پول در سه روز**	دسترسی آسان سرمایه‌گذاران
۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹	بحران مالی جهانی	**۲۱ درصد رشد از دسامبر ۲۰۰۷ تا فوریه ۲۰۰۹**	پناهگاه امن و سپس تسهیل کمی
۲۰۱۰ تا ۲۰۱۱	تسهیل کمی و بحران بدهی اروپا	**اوج حدود ۱,۹۰۰ دلار در سپتامبر ۲۰۱۱**	نرخ واقعی نزدیک صفر و ترس از بدهی
آوریل ۲۰۱۳	نشانه‌های پایان سیاست پولی انبساطی آمریکا	**۹ درصد افت در یک روز؛ ۲۸ درصد افت در سال**	انتظار نرخ بالاتر و فروش اهرمی

جدول: لنز اقتصاد

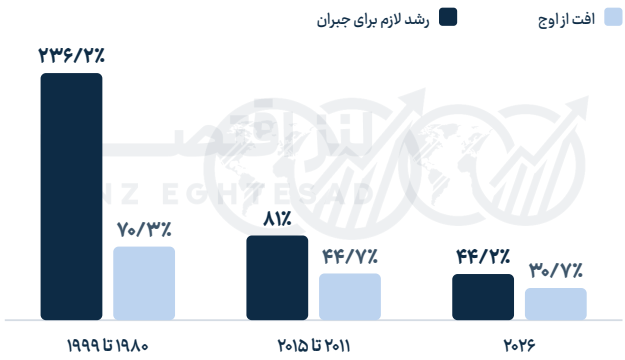
بیست رویداد بزرگ و اثرشان بر قیمت طلا؛ بخش دوم، ۲۰۱۵ تا ۲۰۲۶

زمان	رویداد	اثر بر قیمت دلاری طلا	مسیر اثر
۲۰۱۵	ادامه قوت دلار و آغاز افزایش نرخ در آمریکا	**کف حدود ۱,۰۵۰ دلار در دسامبر**	هزینه فرصت بالاتر
۲۰۲۰	همه‌گیری کووید ۱۹	**نخستین عبور از ۲ هزار دلار در اوت؛ میانگین سال ۲۷ درصد بالاتر**	رکود، نرخ صفر و تسهیل گسترده
فوریه ۲۰۲۲	جنگ اوکراین و مسدود شدن حدود ۳۰۰ میلیارد دلار ذخایر روسیه	**خرید رکورد ۱,۰۸۲ تنی بانک‌های مرکزی در همان سال**	ریسک طرف مقابل در ذخایر ارزی
۲۰۲۲ تا ۲۰۲۳	تندترین افزایش نرخ بهره آمریکا در چهار دهه	**به‌جای سقوط، میانگین از ۱,۸۰۰ به ۱,۹۴۱ دلار رسید**	خرید رسمی کم‌حساس به قیمت
۲۰۲۴	آغاز کاهش نرخ‌ها و ادامه خرید رسمی	**میانگین ۲,۳۸۶ دلار؛ طلا از یورو در ذخایر پیشی گرفت**	نرخ رو به کاهش و تنوع ذخایر
۲۰۲۵	تقاضای رکورد ۵,۰۰۲ تنی و ۵۳ رکورد قیمتی	**نخستین عبور از ۴ هزار دلار در اکتبر؛ میانگین ۴۴ درصد بالاتر**	ترس از بدهی، ژئوپلیتیک و ورود به صندوق‌ها
ژانویه ۲۰۲۶	رکورد تاریخی و معرفی رئیس بعدی فدرال رزرو	**اوج حدود ۵,۵۹۵ دلار؛ سپس ۹ درصد افت در یک روز**	هیجان خرید، سپس تغییر انتظار نرخ
فوریه تا مارس ۲۰۲۶	آغاز بحران خلیج فارس و جهش نفت	**جهش به بالای ۵,۳۰۰ دلار؛ سپس ۱۲ درصد افت در مارس**	ترس فوری، سپس تورم و فروش برای نقدینگی
سپتامبر تا اکتبر ۲۰۲۶	افزایش نرخ بهره آمریکا و تشدید دوباره ناامنی دریایی	**زیر ۳,۹۰۰ دلار در ۳۰ اکتبر؛ حدود ۳۰ درصد زیر اوج**	نرخ بالاتر، دلار قوی و فروش سهام

جدول: لنز اقتصاد

سه سقوط بزرگ و راه دشوار بازگشت

درصد؛ افت از اوج تا کف و رشد لازم برای بازگشت به همان اوج (محاسبه لنز اقتصاد)



منبع: محاسبه لنز اقتصاد بر پایه قیمت‌های جدول این فصل (۸۵۰ به ۲۵۲/۸۰، ۱,۹۰۰ به ۱,۰۵۰ و ۵,۵۹۵ به ۳,۸۸۰ دلار) | نمودار: لنز اقتصاد

نگاه تحلیلی لنز اقتصاد

بازخوانی دقیق عددهای گزارش

برای خواندن درست جدول این فصل، سه نکته محاسباتی را باید در نظر داشت:

اوج روزانه با میانگین سالانه فرق دارد. اوج ۸۵۰ دلاری ۱۹۸۰ یک روز دوام آورد، اما میانگین همان سال حدود ۶۱۵ دلار بود؛ مقایسه اوج یک دوره با میانگین دوره دیگر، تصویر را اغراق‌آمیز می‌کند.

درصد افت و جبران متقارن نیستند. افت حدود ۳۱ درصدی ۲۰۲۶ (از ۵,۵۹۵ به ۳,۸۸۰ دلار) برای جبران به حدود ۴۴ درصد رشد نیاز دارد: (۳۵,۰۰۰ ÷ ۴۴,۵۹۵/۰ ≈ ۱ − ۸۸۰).

پنجره زمانی نتیجه را تغییر می‌دهد. طلا در کل دوره بحران مالی ۲۰۰۷ تا ۲۰۰۹ بالا رفت، اما در اوج وحشت پاییز ۲۰۰۸، همراه دیگر دارایی‌ها برای تأمین نقدینگی فروخته شد و از حدود ۱,۰۰۰ دلار در مارس به حدود ۷۰۰ دلار در اکتبر رسید؛ همان الگویی که در مارس ۲۰۲۶ تکرار شد.

برای خواننده ایرانی هم یادآوری یک نکته لازم است: عددهای این جدول به دلارند. قیمت طلا در بازار داخلی حاصل ضرب قیمت اونس در نرخ ارز است؛ به همین دلیل رویدادی که اونس را پایین می‌آورد، اگر هم‌زمان نرخ ارز داخلی را بالا ببرد، ممکن است قیمت ریالی طلا را حتی افزایش دهد؛ همان اثری که در فصل هفتم درباره روپیه هند دیدیم.

خوب است بدانیم

طلا به خود بحران واکنش نشان نمی‌دهد، بلکه به اثر بحران بر تورم، نرخ بهره واقعی، دلار و اعتماد به پول. هنگام هر رویداد بزرگ تازه، پیش از هر چیز باید پرسید: این رویداد نرخ بهره واقعی را بالا می‌برد یا پایین؟ پاسخ این پرسش، در بیشتر نیم قرن گذشته، جهت طلا را بهتر از شدت تیترها پیش‌بینی کرده است. پرسش دوم این است که آیا رویداد خریدار ساختاری تازه‌ای، مانند صندوق‌ها یا بانک‌های مرکزی، به بازار می‌آورد یا فقط ترسی چندروزه می‌سازد؛ اولی کف قیمت را برای سال‌ها جابه‌جا می‌کند و دومی معمولاً زود محو می‌شود.

منابع راستی‌آزمایی این فصل: سازمان زمین‌شناسی آمریکا (USGS)، شورای جهانی طلا (WGC)، نامه فدرال رزرو شیکاگو (۲۰۲۱)، بانک مرکزی اروپا، رویترز، بلومبرگ، ون‌اک، داده‌های LBMA به نقل از MetalCharts و منابع فصل‌های پیشین. گردآوری و تحلیل: محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی؛ ویرایش و راستی‌آزمایی: تحریریه لنز اقتصاد.

۲۰۲۷ تا ۲۰۲۹



۳ سناریو

اونس طلا در سه سال آینده

پیش‌بینی نهادهای معتبر برای طلا از حدود ۴,۶۵۰ دلار تا نزدیک ۹ هزار دلار پراکنده است؛ آنچه مسیر واقعی را تعیین می‌کند نه یک عدد، بلکه چند متغیر قابل پایش است.

سرمایه‌گذاری | ۶ دقیقه مطالعه | محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی

پیش‌بینی قیمت طلا | سناریو | فدرال رزرو | بانک‌های مرکزی

پیش‌بینی، سناریو است نه سرنوشت؛ عدد مهم در هر پیش‌بینی، فرض‌های پشت آن است.

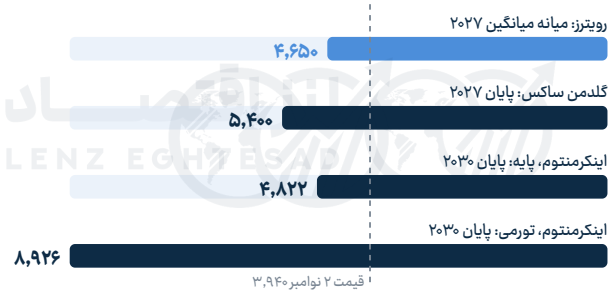
ژانویه ۲۰۲۶، به گزارش بلومبرگ، گلدمن ساکس پیش‌بینی قیمت طلا برای پایان ۲۰۲۶ را به ۵,۴۰۰ دلار بالا برد. به گزارش رسانه‌های مالی، همین بانک در دو مرحله، ابتدا در ژوئن به ۴,۹۰۰ دلار و سپس در ۱۸ سپتامبر و پس از تغییر مسیر سیاست پولی آمریکا به ۴,۶۵۰ دلار، این عدد را کاهش داد و هدف ۵,۴۰۰ دلاری را به پایان ۲۰۲۷ منتقل کرد. در ۲ نوامبر، قیمت هر اونس حدود ۳,۹۴۰ دلار بود. این داستان نه نقطه ضعف یک بانک، بلکه ماهیت پیش‌بینی قیمت طلاست: عددها با فرض‌ها تغییر می‌کنند. برای سه سال آینده، سؤال درست این نیست که «طلا چند می‌شود؟»، بلکه این است که «کدام فرض‌ها محقق می‌شوند؟».

نمای باز

پیش‌بینی‌های منتشرشده طیف گسترده‌ای دارند. در نظرسنجی ۲۷ اکتبر ۲۰۲۶ رویترز از ۳۰ تحلیلگر، میانه پیش‌بینی میانگین قیمت ۲۰۲۶ به ۴,۴۹۵ دلار و میانگین ۲۰۲۷ به حدود ۴,۶۵۰ دلار کاهش یافت؛ یعنی حدود ۱۸ درصد بالاتر از قیمت ۲ نوامبر. گلدمن ساکس، به گزارش رسانه‌های مالی، برای پایان ۲۰۲۷ همچنان ۵,۴۰۰ دلار را هدف گرفته و خرید پیوسته بانک‌های مرکزی را مهم‌ترین پایه آن می‌داند. در افق بلندتر، مؤسسه اینکرمنتوم (Incrementum) در گزارش «In Gold We Trust» مه ۲۰۲۶ اعلام کرد هدف ۴,۸۰۰ دلاری‌اش برای ۲۰۳۰ زودتر از موعد محقق شده و اکنون سناریوی تورمی خود، یعنی حدود ۸,۹۰۰ دلار تا پایان دهه، را در کانون توجه قرار داده است؛ هرچند همان گزارش برای پایان ۲۰۳۰ در سناریوی پایه عدد ۴,۸۲۲ دلار را حفظ کرده است.

پیش‌بینی‌ها در برابر قیمت امروز

دلار در هر اونس؛ خط‌چین قیمت حدود ۳,۹۴۰ دلاری ۲ نوامبر ۲۰۲۶



منبع: رویترز، گلدمن ساکس، اینکرمنتوم؛ تاریخ انتشار پیش‌بینی‌ها متفاوت است | نمودار: لنز اقتصاد

چند جزئیات پشت این عددها مهم است. بانک آمریکا انتظار دارد میانگین قیمت در سه‌ماهه دوم و سوم ۲۰۲۷ به ۵ هزار دلار برسد، اما هشدار داده اگر نفت به ۱۵۰ دلار برسد، میانگین ۲۰۲۷ ممکن است حدود ۳,۵۰۰ دلار باشد. مورگان استنلی سطح ۴ هزار دلار را «کفی نسبتاً محکم» خوانده و یوبی‌اس افت به این حدود را فرصتی برای افزایش موجودی دانسته است.

جی‌پی‌مورگان هدف فصل چهارم ۲۰۲۶ را در جولای حدود ۲۵ درصد، از حدود ۶ هزار به ۴,۵۰۰ دلار، کاهش داد و ولز فارگو در اوت هدف پایان ۲۰۲۶ و در سپتامبر هدف پایان ۲۰۲۷ خود را پایین آورد. دویچه‌بانک ارزش منصفانه مدل خود را حدود ۴,۷۰۰ دلار برای پایان سال برآورد کرده و کامرتس‌بانک کاهش نرخ بهره آمریکا را از نیمه ۲۰۲۷ انتظار دارد.

آخرین پیش‌بینی ۱۰ نهاد بزرگ برای طلا (دلار در هر اونس)

نهاد	آخرین اعلام	پایان ۲۰۲۶ یا فصل چهارم	۲۰۲۷
گلدمن ساکس	۱۸ سپتامبر ۲۰۲۶	**۴,۶۵۰ (پایان سال)**	۵,۴۰۰ (پایان سال)
جی‌پی‌مورگان	۳ جولای ۲۰۲۶	**۴,۵۰۰ (میانگین فصل چهارم)**	عدد تازه‌ای منتشر نشده
بانک آمریکا	اکتبر ۲۰۲۶	**۴,۰۰۰ (میانگین فصل چهارم)**	۴,۸۱۳ (میانگین سال)
مورگان استنلی	۳۰ سپتامبر ۲۰۲۶	**۴,۴۵۰ (فصل چهارم)**	بالای ۵,۰۰۰ (نیمه دوم)
یوبی‌اس	اکتبر ۲۰۲۶	**۴,۶۰۰ (دسامبر)**	۵,۲۰۰ (ژوئن)، ۵,۴۰۰ (سپتامبر)
دویچه‌بانک	۳ اوت ۲۰۲۶	**۴,۶۰۰ (فصل چهارم)**	عدد تازه‌ای منتشر نشده
ولز فارگو	۲۹ سپتامبر ۲۰۲۶	**۴,۹۰۰ تا ۵,۱۰۰ (پایان سال)**	۵,۲۰۰ تا ۵,۴۰۰ (پایان سال)
سیتی	۲۴ اوت ۲۰۲۶	**۴,۸۰۰ (افق ۰ تا ۳ ماه)**	۵,۰۰۰ (افق ۶ تا ۱۲ ماه)
کامرتس‌بانک	۲۸ جولای ۲۰۲۶	**۴,۵۰۰ (پایان سال)**	۵,۰۰۰ (پایان سال)
شورای جهانی طلا	۱ جولای ۲۰۲۶	**سناریوی اجماعی: حدود ۴,۱۰۰ با ۵٪ نوسان**	هدف قیمتی نمی‌دهد

جدول: لنز اقتصاد

جدول بالا سه نکته را نشان می‌دهد. نخست، تقریباً همه نهادها هدف‌های ۲۰۲۶ را در طول سال کاهش داده‌اند و صعود را به ۲۰۲۷ موکول کرده‌اند؛ بیشتر هدف‌های ۲۰۲۷ میان ۵ هزار و ۵,۴۰۰ دلارند. دوم، این عددها از جنس‌های مختلف‌اند: برخی قیمت پایان دوره، برخی میانگین یک فصل یا سال و برخی افق چندماهه‌اند و نباید بی‌دقت کنار هم گذاشته شوند. سوم، بیشتر بانک‌ها تنها تا ۲۰۲۷ پیش‌بینی منتشر کرده‌اند و برای ۲۰۲۸ و ۲۰۲۹ تنها سناریوهای بلندمدت، مانند مدل اینکرمنتوم، در دسترس است. شورای جهانی طلا هم اصولاً هدف قیمتی نمی‌دهد و تنها سناریو ترسیم می‌کند.

دو نکته در خواندن این عددها مهم است. نخست، بیشتر آن‌ها پیش از ریزش ۲۳ تا ۳۰ اکتبر منتشر شده‌اند و ممکن است بازنگری شوند. دوم، این‌ها از نهادهایی با دیدگاه‌های متفاوت می‌آیند: بانک‌های سرمایه‌گذاری برای افق یک‌ساله مدل‌سازی می‌کنند و اینکرمنتوم، که سنت اقتصاد اتریشی را دنبال می‌کند، دیدگاهی ساختاری و بلندمدت به بازگشت نقش پولی طلا دارد.

زوم روی سازوکار

فصل‌های پیشین نشان دادند چهار متغیر بیش از بقیه مسیر طلا را شکل داده‌اند و همین‌ها کلید سه سال آینده‌اند. اول، نرخ بهره واقعی آمریکا: سال ۲۰۲۶ ثابت کرد انتظار افزایش نرخ هنوز می‌تواند طلا را در کوتاه‌مدت ده‌ها درصد پایین بیاورد. دوم، خرید بانک‌های مرکزی: اگر این تقاضا در محدوده حدود ۸۵۰ تنی برآوردشده برای ۲۰۲۶ بماند، کف محکمی زیر بازار باقی می‌ماند. سوم، جریان پول صندوق‌ها و سرمایه‌گذاران غربی که بیشترین حساسیت را به نرخ بهره دارند. چهارم، قیمت نفت و ژئوپلیتیک که در ۲۰۲۶ از مسیر تورم و نرخ بهره، اثر غیرمستقیم منفی بر طلا داشت.

بر پایه همین متغیرها، می‌توان سه سناریو را کنار هم گذاشت. در سناریوی پایه، با فروکش کردن تورم و از سر گرفته شدن کاهش نرخ بهره، طلا پس از دوره‌ای نوسانی به محدوده پیش‌بینی‌های اجماعی برمی‌گردد. در سناریوی نزولی، نرخ‌های بالا ماندگار می‌شوند و تاریخ یادآوری می‌کند که طلا می‌تواند سال‌ها عقب بماند. در سناریوی تورمی، نگرانی از بدهی دولت‌ها و فشار برای نرخ بهره پایین، تکرار نسخه‌ای از دهه ۱۹۷۰ را محتمل می‌کند. شورای جهانی طلا هم در «چشم‌انداز طلا ۲۰۲۶»، منتشرشده در پایان ۲۰۲۵، به‌جای یک عدد، چند سناریو ترسیم کرد:

در سناریوی اجماعی، قیمتی حدوداً ثابت با ۵ درصد نوسان؛ در سناریوی کندی ملایم اقتصاد، صعود معتدل؛ در سناریوی رکود عمیق جهانی، صعود شدید تا حدود ۳۰ درصد؛ و در سناریوی بازگشت رونق و تورم در آمریکا، افت ۵ تا ۲۰ درصدی. شورا تأکید کرده این دامنه‌ها پیش‌بینی قیمت نیستند، بلکه خروجی چارچوب ارزش‌گذاری آن برای شرایط مختلف‌اند. لنز اقتصاد به هیچ‌یک احتمال قطعی نمی‌دهد؛ هدف این است که خواننده بداند هر سناریو را با چه نشانه‌هایی زودتر تشخیص دهد.

سه سناریو برای ۲۰۲۷ تا ۲۰۲۹

سناریو	فرض اصلی	نشانه‌های تأیید	سابقه تاریخی مشابه
پایه: صعود آرام و پرنوسان	تورم آمریکا مهار می‌شود و کاهش نرخ بهره از ۲۰۲۷ از سر گرفته می‌شود؛ خرید بانک‌های مرکزی حدود ۷۵۰ تا ۸۵۰ تن در سال می‌ماند	**افت بازده واقعی اوراق، تضعیف دلار، بازگشت ورود پول به صندوق‌ها**	۲۰۰۱ تا ۲۰۰۵: صعود تدریجی با نرخ واقعی رو به کاهش
نزولی: سال‌های بهره بالا	تورم ماندگار، ادامه افزایش نرخ بهره و دلار قوی؛ خرید رسمی کند می‌شود	**بازده واقعی بالای ۲ درصد برای مدت طولانی، خروج پیوسته از صندوق‌ها، کاهش ماهانه خرید بانک‌های مرکزی**	۱۹۸۰ تا ۲۰۰۱ و ۲۰۱۱ تا ۲۰۱۵: افت‌های چندساله ۴۵ تا ۷۰ درصدی
صعودی/ تورمی	نگرانی از بدهی دولت‌ها، فشار برای نرخ بهره پایین در کنار تورم بالا و نقش پولی پررنگ‌تر طلا	**تورم بالا با نرخ واقعی منفی، شتاب خرید رسمی، افزایش سهم طلا در سبد نهادها**	دهه ۱۹۷۰: طلا ۲۴ برابر شد

جدول: لنز اقتصاد



پیش‌بینی‌ها با فرض‌ها تغییر می‌کنند؛ بانک‌های سرمایه‌گذاری در ۲۰۲۶ بارها هدف‌های قیمتی خود را بازنگری کردند

۸,۹۲۶ دلار

سناریوی تورمی اینکرمنتوم برای پایان ۲۰۳۰

در برابر ۴,۸۲۲ دلار در سناریوی پایه همین مدل (In Gold We Trust، مه ۲۰۲۶)

برای تشخیص اینکه کدام سناریو در حال وقوع است، سه داده را باید دنبال کرد. نخست، مسیر فدرال رزرو: افزایش نرخ بهره در سپتامبر ۲۰۲۶ نشان داد بانک مرکزی آمریکا هنوز تورم را مهارشده نمی‌داند؛ نخستین کاهش نرخ، نشانه حرکت به سوی سناریوی پایه خواهد بود و ادامه افزایش‌ها، سناریوی نزولی را تقویت می‌کند. دوم، خرید بانک‌های مرکزی: خرید ۲۸۹ تنی سه‌ماهه دوم ۲۰۲۶، به گزارش شورای جهانی طلا، نشان داد خریدار رسمی در میانه ریزش هم عقب نکشیده است؛ کند شدن محسوس این خرید، مهم‌ترین تکیه‌گاه سناریوی پایه را سست می‌کند. سوم، جریان صندوق‌ها: به گزارش استیت استریت، صندوق‌های طلای آمریکا در سه‌ماهه سوم ۲۰۲۶ با وجود افت قیمت حدود ۱۱/۷ میلیارد دلار جذب کردند؛ یعنی سرمایه‌گذار غربی هنوز طلا را از سبد خود بیرون نبرده است. خروج پیوسته و چندماهه از این صندوق‌ها، همان نشانه‌ای است که در ۲۰۱۳ پیش از سقوط دیده شد.

نگاه تحلیلی لنز اقتصاد

بازخوانی دقیق عددهای گزارش

هر پیش‌بینی را می‌توان به نرخ رشد سالانه ضمنی تبدیل کرد و با تاریخ سنجید (قیمت مبنا: حدود ۳٬۹۴۰ دلار در ۲ نوامبر ۲۰۲۶؛ تا پایان ۲۰۳۰ حدود ۴/۲ سال):

سناریوی پایه اینکرمنتوم (۴٬۸۲۲ دلار): (۴٬۸۲۲ ÷ ۳٬۹۴۰) به توان ۰/۰۵ ≈ ۱ − (۴/۲ ÷ ۱)؛ یعنی به‌طور تقریبی ۵ درصد در سال، کمتر از میانگین حدود ۹ درصدی طلا از ۱۹۷۱.

سناریوی تورمی (۸٬۹۲۶ دلار): نرخ ضمنی به‌طور تقریبی ۲۲ درصد در سال؛ نزدیک به دو و نیم برابر میانگین تاریخی، و نیازمند شرایطی شبیه دهه ۱۹۷۰.

هدف گلدمن برای پایان ۲۰۲۷ (۵٬۴۰۰ دلار): حدود ۳۷ درصد بالاتر از قیمت مبنا در حدود ۱۴ ماه.

برای سرمایه‌گذار ایرانی، این عددهای دلاری تنها نیمی از معادله‌اند. بازده ریالی طلا از ضرب دو عامل به دست می‌آید: (۱ + تغییر قیمت دلاری اونس) × (۱ + تغییر نرخ ارز) − ۱. در یک مثال فرضی، اگر اونس ۱۰ درصد ارزان شود اما دلار در بازار داخلی ۲۵ درصد گران شود، قیمت ریالی طلا به‌طور تقریبی ۱۲/۵ درصد بالا می‌رود: ۱/۱۲۵ = ۱/۲۵ × ۰/۹.

اصطلاحات این فصل

سناریو
روایتی منسجم از آینده بر پایه فرض‌های مشخص؛ برخلاف پیش‌بینی نقطه‌ای، چند مسیر ممکن را کنار هم می‌گذارد.

میانه
عدد وسط وقتی پیش‌بینی‌ها مرتب شوند؛ کمتر از میانگین تحت تأثیر پیش‌بینی‌های خیلی بالا یا پایین است.

نرخ رشد مرکب سالانه (CAGR)
نرخ ثابتی که اگر هر سال تکرار شود، مقدار اولیه را به مقدار نهایی می‌رساند.

سلطه مالی
وضعی که بدهی سنگین دولت، بانک مرکزی را برای پایین نگه داشتن نرخ بهره تحت فشار می‌گذارد؛ محل بحث جدی میان اقتصاددانان.



سه سناریو برای سه سال آینده؛ نشانه‌های قابل پایش، زودتر از تیترها مسیر را نشان می‌دهند

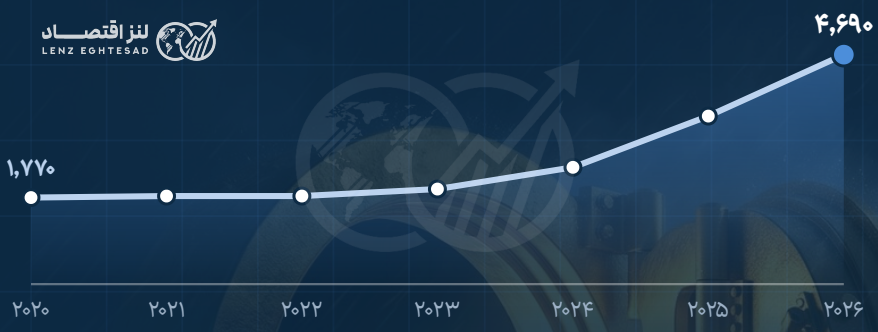
خوب است بدانیم

برای سه سال آینده، اجماع نهادها هنوز صعود از سطح کنونی را محتمل‌تر می‌داند، اما همین نهادها در ۲۰۲۶ بارها پیش‌بینی‌های خود را تغییر دادند. به‌جای تکیه بر یک عدد، پنج نشانه را دنبال کنید: بازده واقعی اوراق ده‌ساله آمریکا، مسیر نرخ بهره فدرال رزرو، آمار ماهانه خرید بانک‌های مرکزی، جریان پول صندوق‌های طلا و قیمت نفت. این نشانه‌ها زودتر از تیترها می‌گویند کدام سناریو در حال وقوع است.

منابع راستی‌آزمایی این فصل: گزارش‌های بانک‌ها به نقل از رویترز، بلومبرگ، Investing.com، کیتکو، سی‌ان‌بی‌سی، investingLive و TheStreet (تاریخ هر پیش‌بینی در جدول آمده است)، نظرسنجی رویترز از ۳۰ تحلیلگر (۲۷ اکتبر ۲۰۲۶، به نقل از Top1Markets)، گلدمن ساکس (به گزارش بلومبرگ و رسانه‌های مالی)، گزارش «In Gold We Trust» ۲۰۲۶ مؤسسه اینکرمنتوم (۲۰ مه ۲۰۲۶)، شورای جهانی طلا (WGC)، کیتکو و سی‌ان‌بی‌سی برای قیمت ۲ نوامبر. گردآوری و تحلیل: محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی؛ ویرایش و راستی‌آزمایی: تحریریه لنز اقتصاد.

اونس × دلار بازار آزاد

۲×۲



طلا در بازار ایران؛ دو متغیر، چهار سناریو

قیمت طلا در ایران حاصل ضرب دو عدد است: اونس جهانی و دلار بازار آزاد. این فصل چهار ترکیب ممکن این دو را مدل می‌کند و یک چک‌لیست دیده‌بانی برای تشخیص زودهنگام تغییر روند می‌دهد.

بازار ایران | ۴ دقیقه مطالعه | محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی

بازار ایران | دلار بازار آزاد | حباب سکه | چک‌لیست دیده‌بانی

خواننده ایرانی بعد از تاریخچه و تئوری می‌پرسد: خب، حالا من در بازار ایران چه کنم؟ پاسخ از یک ضرب ساده شروع می‌شود.

فرض کنید خواننده این شماره همه ده فصل را خوانده است: از شب ۱۵ اوت ۱۹۷۱ تا ریزش ۳۰ درصدی ۲۰۲۶، از نرخ بهره واقعی تا خرید بانک‌های مرکزی و هند. حالا یک پرسش ساده دارد: من که در بازار ایران معامله می‌کنم، با این‌ها چه کنم؟ پاسخ این فصل یک توصیه خرید یا فروش نیست، بلکه یک چارچوب است. قیمت طلا در ایران از دو عدد ساخته می‌شود و هر تصمیمی باید با پیش‌بینی هر دو شروع شود.

نمای باز

قیمت ریالی طلا به‌طور تقریبی حاصل ضرب قیمت جهانی اونس در نرخ دلار بازار آزاد است. برای سکه تمام بهار آزادی، که حدود ۸/۱۳ گرم وزن و عیار ۹۰۰ دارد و به‌طور تقریبی ۰/۲۳۵ اونس طلای خالص در خود دارد، ارزش ذاتی چنین است:

- ارزش ذاتی سکه ≈ قیمت اونس × نرخ دلار × ۰/۲۳۵
- قیمت بازار سکه = ارزش ذاتی + حباب

همین ضرب، منطق ماتریس این فصل را می‌سازد. چون دو عامل در هم ضرب می‌شوند، اثرشان جمع ساده نیست: وقتی هر دو بالا می‌روند، بازده ریالی از مجموع دو رشد بیشتر می‌شود و وقتی هر دو پایین می‌آیند، زیان هم تشدید می‌شود. ماتریس دو متغیره این فصل چهار ترکیب ممکن را با یک مثال فرضی مقایسه می‌کند: تغییر ۱۵ درصدی اونس و تغییر ۳۰ درصدی صعودی یا ۱۰ درصدی نزولی دلار. این عددها پیش‌بینی نیستند و فقط برای نشان دادن سازوکارند.

زوم روی سازوکار

سه نکته از این ماتریس بیرون می‌آید. نخست، در بازار ایران دلار بازار آزاد اغلب نقش موتور کوتاه‌مدت را بازی می‌کند و اونس نقش جهت بلندمدت را. به همین دلیل افت اونس همراه با جهش دلار هنوز می‌تواند بازده ریالی مثبت بدهد؛ همان پدیده‌ای که در فصل هفتم درباره روپیه هند دیدیم. دوم، سناریوی سوم برای خریدار ایرانی کمتر دیده می‌شود اما مهم است: اگر دلار ثابت بماند یا کمی پایین بیاید، حتی صعود محسوس اونس فقط بخشی از بازده دلاری را به ریال منتقل می‌کند. سوم، حباب یک متغیر سوم است که در هر دو جهت اثر را بزرگ می‌کند. در دوره‌های هیجان، حباب سکه و صندوق‌ها گسترش می‌یابد و بازده را از ضرب ساده بیشتر می‌کند؛ در برگشت، اولین بخشی که تخلیه می‌شود همین حباب است.

پس پرسش «فردا صبح چه کنم» در واقع سه پرسش جداست: اونس به کدام سو می‌رود؟ دلار بازار آزاد به کدام سو؟ و حباب امروز چقدر است؟ برای پرسش اول، چهار دماسنج جهانی وجود دارد که هر خواننده‌ای می‌تواند هر هفته خودش دنبال کند؛ برای دو پرسش دیگر، دو دماسنج داخلی.

هر یک از این دماسنج‌ها محدودیتی دارد. پژوهش فدرال رزرو شیکاگو، که در فصل چهارم مرور شد، نشان می‌داد یک واحد درصد افزایش نرخ بهره واقعی بلندمدت در نیم قرن گذشته با حدود ۱۳ درصد افت قیمت واقعی طلا همراه بوده است؛ اما به گزارش مدیریت ثروت RBC، از ۲۰۲۲ هم‌حرکتی طلا و بازده واقعی تقریباً از بین رفت، چون بانک‌های مرکزی بی‌توجه به نرخ بهره خریدند.

رابطه طلا و شاخص دلار هم در بحران‌های شدید می‌شکند و هر دو با هم پناهگاه می‌شوند. گزارش COT با چند روز تأخیر منتشر می‌شود و موجودی صندوق GLD فقط بخشی از تقاضای سرمایه‌گذاری جهان است. به همین دلیل هیچ‌کدام به‌تنهایی سیگنال نیست؛ ارزش این چک‌لیست در هم‌جهت شدن چند دماسنج با هم است.

ماتریس دو متغیره؛ اونس جهانی × دلار بازار آزاد

سناریو	اونس / دلار بازار آزاد	بازده ریالی تقریبی (مثال فرضی)	رفتار معمول بازار داخلی
۱. رشد تصاعدی	اونس ۱۵٪+ / دلار ۳۰٪+	**حدود ۴۹/۵٪+**؛ ۱/۳۰ × ۱/۱۵ − ۱	دو موتور هم‌جهت؛ حباب سکه هم معمولاً بزرگ می‌شود و رشد را تشدید می‌کند
۲. رشد ملایم	اونس ۱۵٪− / دلار ۳۰٪+	**حدود ۱۰/۵٪+**؛ ۱/۳۰ × ۰/۸۵ − ۱	اثر ارز، افت اونس را می‌پوشاند؛ قیمت ریالی بالا می‌رود اما کندتر از دلار
۳. رشد کند یا نوسان محدود	اونس ۱۵٪+ / دلار ثابت تا ۱۰٪−	**بین ۳/۵٪+ و ۱۵٪+**؛ ۰/۹۰ × ۱/۱۵ − ۱	بازده دلاری طلا کامل به ریال منتقل نمی‌شود؛ حباب معمولاً کوچک می‌شود
۴. اصلاح سنگین	اونس ۱۵٪− / دلار ۱۰٪−	**حدود ۲۳/۵٪−**؛ ۰/۹۰ × ۰/۸۵ − ۱	هر دو موتور معکوس؛ تخلیه حباب می‌تواند افت را از این هم عمیق‌تر کند

جدول: لنز اقتصاد

نگاه تحلیلی لنز اقتصاد

بازخوانی دقیق عددهای گزارش

سه محاسبه ساده، تصمیم را از هیجان جدا می‌کند (همه عددها فرضی‌اند):

بازده ریالی = (۱ + تغییر اونس) × (۱ + تغییر دلار) − ۱. در سناریوی اول: ۰/۴۹۵ = ۱ − ۱/۳۰ × ۱/۱۵؛ یعنی حدود ۴۹/۵ درصد، که از جمع ساده ۱۵ و ۳۰ درصد بیشتر است. در سناریوی چهارم: ۰/۲۳۵ = ۱ − ۰/۹۰ × ۰/۸۵−؛ یعنی حدود ۲۳/۵ درصد زیان.

حباب سکه = (قیمت بازار ÷ ارزش ذاتی) − ۱. فرض کنید اونس ۳,۹۴۰ دلار و دلار ۱۰۰ هزار تومان باشد: ارزش ذاتی ≈ ۱۰۰۳, × ۹۲/۶,۹۴۰ ≈ ۰/۲۳۵ × ۰۰۰ میلیون تومان. اگر سکه ۱۰۰ میلیون تومان معامله شود، حباب حدود ۸ درصد است: ۰/۰۸ ≈ ۱ − (۹۲/۶ ÷ ۱۰۰).

اثر تخلیه حباب: اگر در همان مثال اونس و دلار ثابت بمانند اما حباب از ۸ درصد به صفر برسد، خریدار امروز حدود ۷/۴ درصد زیان می‌کند: ۰/۰۷۴ ≈ ۱ − (۹۲/۶ ÷ ۱۰۰)−. در صندوق‌های طلا، همین مقایسه را باید میان قیمت معامله و ارزش خالص دارایی (NAV) انجام داد.

یک قاعده عملی از این سه محاسبه بیرون می‌آید: پیش از هر خرید، سه عدد را یادداشت کنید (روند اونس، روند دلار، حباب امروز) و سهم طلا را در کل سبد، نه در یک نوبت، تنظیم کنید. همان‌طور که فصل جمع‌بندی نشان می‌دهد، اندازه سهم و خرید پلکانی بیش از زمان‌بندی دقیق، نتیجه را تعیین کرده است. این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.

+۴۹/۵٪

بازده ریالی در سناریوی «اونس صعودی + دلار صعودی»

مثال فرضی: اونس ۱۵٪ و دلار ۳۰٪ بالا؛ ۱/۳۰ × ۱/۱۵ − ۱

ابزار هم به اندازه جهت مهم است. در بازار ایران سه مسیر اصلی برای خرید طلا وجود دارد و هر کدام با این سه متغیر رابطه متفاوتی دارد. انتخاب میان آن‌ها به افق زمانی، نیاز به نقدشوندگی و میزان تحمل حباب بستگی دارد، نه به جهت بازار.

چک‌لیست دیده‌بانی؛ چهار دماسنج اونس و دو دماسنج داخلی

دماسنج	کجا و کی منتشر می‌شود	آخرین وضعیت	چطور بخوانیم
بازده واقعی اوراق ده‌ساله آمریکا (TIPS)	خزانه‌داری آمریکا، روزانه؛ سری DFII10 در پایگاه FRED	**۲/۶۴٪ در ۲۲ اکتبر ۲۰۲۶**	بالای ۲٪ در گذشته زنگ خطر بود؛ اما از ۲۰۲۲ این رابطه ضعیف شده است
شاخص دلار آمریکا (DXY)	بازار ارز، لحظه‌ای	**مسیر را دنبال کنید، نه یک عدد**	در شرایط عادی رابطه معکوس با طلا؛ در بحران‌های شدید هر دو می‌توانند با هم بالا بروند
گزارش COT کمیسیون معاملات آتی (CFTC)	هر جمعه، با موقعیت‌های سه‌شنبه همان هفته	**خالص خرید سفته‌بازان: ۱۹۹,۸۶۵ قرارداد در ۲۰ اکتبر؛ ۸,۰۱۴ کمتر از هفته قبل**	خرید خالص بسیار بالا یعنی بازار شلوغ و آماده تخلیه؛ کاهش پیوسته یعنی خروج پول سفته‌بازانه
موجودی صندوق SPDR Gold (GLD) Shares	سایت صندوق، روزانه؛ گزارش فصلی به کمیسیون بورس آمریکا	**حدود ۱,۰۰۵ تن در پایان ژوئن ۲۰۲۶؛ خروج خالص حدود ۶۳ تن در نیمه نخست**	ورود پیوسته یعنی خرید نهادی؛ خروج چندماهه مانند ۲۰۱۳ هشدار است
دلار بازار آزاد	بازار ارز داخلی، روزانه	**روند و شتاب تغییر**	در کوتاه‌مدت اغلب موتور اصلی قیمت ریالی طلاست
حباب سکه و صندوق‌های طلا	قیمت بازار در برابر ارزش ذاتی یا ارزش خالص دارایی (NAV) صندوق	**روزانه محاسبه کنید**	حباب بزرگ یعنی بخشی از قیمت به انتظارات گره خورده و در برگشت، اول همین بخش می‌ریزد

جدول: لنز اقتصاد

سه مسیر خرید طلا در ایران و رابطه هرکدام با حباب

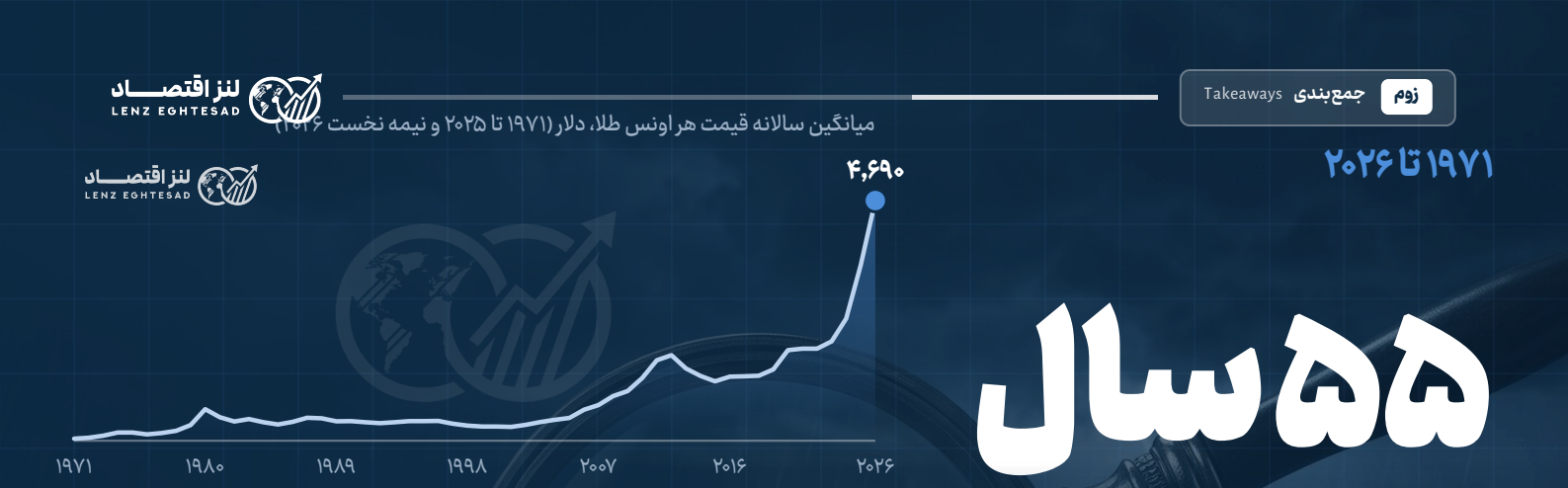
ابزار	کجا معامله می‌شود	هزینه‌ها و ریسک‌های اصلی	حباب را کجا ببینیم
صندوق‌های سرمایه‌گذاری طلا	بورس و فرابورس، مانند سهام	**کارمزد معامله و هزینه سالانه صندوق؛ ریسک فاصله قیمت با NAV**	فاصله قیمت معامله با ارزش خالص دارایی (NAV) که روزانه منتشر می‌شود
گواهی سپرده سکه و شمش	بورس کالای ایران	**کارمزد معامله و انبارداری؛ نقدشوندگی متغیر میان نمادها**	فاصله قیمت گواهی با ارزش ذاتی طلای پشتوانه
سکه و طلای فیزیکی	بازار آزاد و صرافی‌ها	**فاصله خرید و فروش، هزینه نگهداری و در طلای زینتی اجرت ساخت**	فاصله قیمت سکه با ارزش ذاتی (اونس × دلار × ۰/۲۳۵)

جدول: لنز اقتصاد

خوب است بدانیم

برای خواننده ایرانی، طلا دو بار قیمت‌گذاری می‌شود: یک بار در لندن و نیویورک به دلار، و یک بار در بازار داخلی به ریال. چهار دماسنج جهانی (بازده واقعی، شاخص دلار، گزارش COT و موجودی صندوق GLD) جهت اونس را نشان می‌دهند و دو دماسنج داخلی (دلار بازار آزاد و حباب) ترجمه آن را به ریال. وقتی چند دماسنج هم‌جهت شوند، تغییر روند معمولاً زودتر از تیترها دیده می‌شود.

منابع راستی‌آزمایی این فصل: محاسبات لنز اقتصاد؛ خزانه‌داری آمریکا (منحنی بازده واقعی، به نقل از CrowdfundedWealth)؛ کمیسیون معاملات آتی کالای آمریکا (CFTC، گزارش COT به نقل از JM Financial)؛ گزارش فصلی صندوق SPDR Gold Trust به کمیسیون بورس آمریکا (فرم ۱۰-Q، ژوئن ۲۰۲۶)؛ نامه فدرال رزرو شیکاگو (۲۰۲۱)؛ مدیریت ثروت RBC. گردآوری و تحلیل: محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی؛ ویرایش و راستی‌آزمایی: تحریریه لنز اقتصاد.



طلا در سبد ما؛ هفت درس از ۵۵ سال

طلا از ۱۹۷۱ به‌طور متوسط سالانه حدود ۹ درصد بازده دلاری داشته، در بحران‌های بزرگ از سبد محافظت کرده و در همین مدت دو دوره افت ۴۵ تا ۷۰ درصدی را هم تجربه کرده است؛ جای درست آن در سبد، سهمی سنجیده است، نه همه سبد.

سرمایه‌گذاری | ۷ دقیقه مطالعه | محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی

تخصیص دارایی | مدیریت ریسک | اقتصاد ایران | صندوق‌های طلا

۵۵ سال بازار آزاد طلا نشان می‌دهد این فلز بیمه است، نه ماشین پول‌سازی.

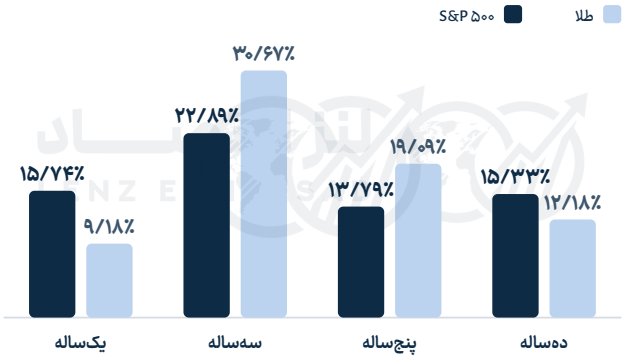
اگر کسی در اوت ۱۹۷۱ طلا را ۳۵ دلار خریده بود، امروز با حدود ۳,۹۴۰ دلار، پولش بیش از ۱۱۰ برابر شده بود. اما اگر همان فرد در ژانویه ۱۹۸۰ با ۸۵۰ دلار خریده بود، تا ۲۸ سال بعد حتی به قیمت خریدش برنمی‌گشت؛ و خریدار ۲۹ ژانویه ۲۰۲۶، در پایان اکتبر حدود ۳۰ درصد زیان داشت. این سه نفر یک دارایی خریده بودند، با سه سرنوشت متفاوت. پنج دهه بازار آزاد طلا، پیش از هر چیز، درس زمان‌بندی، اندازه و انتظار است. به گزارش شورای جهانی طلا، طلا از ۱۹۷۱ به‌طور متوسط سالانه حدود ۹ درصد بازده دلاری داشته است؛ قابل مقایسه با سهام و بیشتر از اوراق در همین دوره.

بازده طلا در ۵ و ۱۰ سال گذشته

عددهای بلندمدت را باید با عددهای نزدیک‌تر سنجید. به داده‌های رسمی مدیریت دارایی استیت استریت (State Street)، قیمت مرجع طلا در لندن تا ۳۰ سپتامبر ۲۰۲۶ در ده سال گذشته بازده سالانه مرکبی حدود ۱۲/۲ درصد داشته است؛ در برابر حدود ۱۵/۳ درصد برای شاخص S&P 500 آمریکا با احتساب سود نقدی. در پنج سال گذشته، تصویر برعکس است: طلا سالانه حدود ۱۹/۱ درصد و S&P 500 حدود ۱۳/۸ درصد بازده داشته‌اند. در سه سال گذشته هم طلا با حدود ۳۰/۷ درصد در سال، از سهام آمریکا با حدود ۲۲/۹ درصد جلو بوده است؛ اما در یک سال منتهی به سپتامبر، با ریزش ۲۰۲۶، بازده طلا حدود ۹/۲ درصد و سهام حدود ۱۵/۷ درصد بوده است.

طلا در برابر سهام آمریکا

بازده سالانه مرکب تا ۳۰ سپتامبر ۲۰۲۶، درصد (طلا: قیمت مرجع لندن؛ سهام: شاخص S&P 500 با سود نقدی)



منبع: مدیریت دارایی استیت استریت (State Street)، صفحه رسمی صندوق‌های GLD و SPY | نمودار: لنز اقتصاد

این عددها به زبان پول چه معنایی دارند؟ با بازده سالانه ۱۲/۲ درصد، هر ۱۰۰ دلار طلا در ده سال به‌طور تقریبی ۳۱۶ دلار شده است (۱/۱۲۱۸ به توان ۱۰ ≈ ۳/۱۶)، در برابر حدود ۴۱۶ دلار برای سهام آمریکا (۱/۱۵۳۳ به توان ۱۰ ≈ ۴/۱۶).

در پنج سال، ۱۰۰ دلار طلا به‌طور تقریبی ۲۴۰ دلار و ۱۰۰ دلار سهام حدود ۱۹۱ دلار شده است. دو نکته را نباید فراموش کرد: این بازده‌ها پیش از ریزش اکتبر ۲۰۲۶ محاسبه شده‌اند و نتیجه هر دوره به شدت به نقطه شروع و پایانش بستگی دارد؛ و طلا بر خلاف سهام، سود نقدی ندارد و همه بازدهش از تغییر قیمت آمده است.

پنج دوره، پنج رفتار

لنز اقتصاد LENZ EGHTESAD

دوره	محرک اصلی	حرکت قیمت	درس
۱۹۷۱ تا ۱۹۸۰	پایان برتون وودز، تورم و شوک‌های نفتی	**از ۳۵ دلار رسمی تا اوج ۸۵۰ دلار**	طلا آینه تورم و بی‌اعتمادی به پول است
۱۹۸۰ تا ۲۰۰۱	نرخ بهره واقعی بالا و فروش بانک‌های مرکزی	**حدود ۷۰ درصد افت تا ۲۵۲/۸۰ دلار**	هزینه فرصت می‌تواند دو دهه طلا را عقب نگه دارد
۲۰۰۱ تا ۲۰۱۱	نرخ واقعی رو به کاهش، صندوق‌های طلا و بحران ۲۰۰۸	**حدود هفت برابر تا حدود ۱,۹۰۰ دلار**	در بحران سیستماتیک، طلا مکمل سبد است
۲۰۱۱ تا ۲۰۱۵	چرخش انتظارات پولی و فروش اهرمی	**حدود ۴۵ درصد افت تا حدود ۱,۰۵۰ دلار**	پناهگاه هم می‌تواند گران خریده شود
۲۰۲۲ تا ۲۰۲۶	خرید رسمی، ریسک ژئوپلیتیک، سپس نرخ بهره	**تا ۵,۵۹۵ دلار و افت حدود ۳۰ درصدی**	خریدار ساختاری کف می‌سازد، نه سقف

جدول: لنز اقتصاد

هفت درس

۱. طلا بیمه است، نه جریان درآمد

طلا نه بهره می‌دهد و نه سود. شورای جهانی طلا همین را دلیل نبود ریسک اعتباری آن می‌داند؛ هیچ تعهدی برای بازپرداخت وجود ندارد. اما نتیجه‌اش این است که سود طلا فقط از افزایش قیمت می‌آید و هزینه فرصت آن با نرخ بهره واقعی بالا می‌رود.

۲. نرخ بهره واقعی هنوز مهم‌ترین متغیر کوتاه‌مدت است

پژوهش فدرال رزرو شیکاگو نشان داد یک واحد درصد افزایش نرخ واقعی بلندمدت، در نیم قرن گذشته با حدود ۱۳ درصد افت قیمت واقعی طلا همراه بوده است. خرید بانک‌های مرکزی این رابطه را از ۲۰۲۲ کم‌رنگ کرد، اما ریزش‌های ۲۰۲۶ نشان داد از بین نبرد.

۳. در بحران سیستماتیک، طلا مکمل سبد است

در بحران مالی جهانی، وقتی سهام و املاک هم‌زمان سقوط کردند، طلا از دسامبر ۲۰۰۷ تا فوریه ۲۰۰۹ حدود ۲۱ درصد بالا رفت. ارزش طلا در سبد از همین هم‌حرکت نبودن با سهام و اوراق می‌آید، نه از نوسان کم.

۴. پناهگاه هم نوسان دارد

طلا در ۲۰۱۰ نزدیک ۳۰ درصد بالا رفت و در ۲۰۱۳ حدود ۲۸ درصد افت کرد؛ در ۲۰۲۶ هم در حدود ۹ ماه نزدیک ۳۰ درصد از اوج فاصله گرفت. در فروش‌های اضطراری، دارایی‌های نقدشونده، از جمله طلا، اول فروخته می‌شوند.

۵. زمان‌بندی و اهرم، بیش از خود دارایی زیان می‌زنند

خرید در اوج هیجان (۱۹۸۰، ۲۰۱۱، ژانویه ۲۰۲۶) و خرید با پول قرضی، بیشترین زیان‌ها را ساخته است. خرید پلکانی در چند نوبت، خطر خرید در یک اوج را کم می‌کند.

۶. اندازه سهم، تعیین‌کننده است

تحلیل شورای جهانی طلا روی سبدهای فرضی با ترکیب میانگین سرمایه‌گذاران نهادی نشان می‌دهد سهم ۲/۵ تا ۱۰ درصدی طلا در گذشته بازده تعدیل‌شده بر اساس ریسک را بهتر و افت سبد را کمتر کرده است. این عددها نتیجه آزمون گذشته‌اند، نه نسخه‌ای برای همه.

۷. تقاضا ساختاری‌تر شده، اما پیش‌بینی‌پذیرتر نشده

بانک‌های مرکزی و خانوارهای آسیایی خریداران بلندمدت‌اند و کف بازار را محکم‌تر کرده‌اند. اما همان‌طور که فصل دهم نشان داد، مسیر سه سال آینده بیش از هر چیز به نرخ بهره و تورم آمریکا بستگی دارد.

دو فصل تازه این شماره هم همین درس‌ها را تأیید می‌کنند. جدول بیست رویداد نشان داد طلا به اثر بحران بر نرخ بهره واقعی و دلار واکنش نشان می‌دهد، نه به خود بحران؛ و هند نشان داد خریداران سنتی بزرگ، در گرانی عقب می‌کشند و در ارزانی برمی‌گردند. یک یافته دیگر شورای جهانی طلا هم برای اقتصادهای تورمی مهم است: در سال‌هایی که تورم بین ۲ تا ۵ درصد بوده، طلا به‌طور میانگین حدود ۱۰ درصد در سال بازده داشته است. این عدد میانگین است، نه تضمین؛ همان‌طور که ۲۰۲۶ نشان داد، وقتی تورم بالا با نرخ بهره بالاتر همراه شود، طلا می‌تواند حتی در میانه تورم افت کند.



شورای جهانی طلا: سهم ۲/۵ تا ۱۰ درصدی طلا در سبدهای فرضی، بازده تعدیل‌شده بر اساس ریسک را بهتر کرده است

تأثیر این روند برای اقتصاد ایران

اقتصاد کلان

در اقتصادهای پرتورم، طلا برای خانوارها جای پس‌انداز را می‌گیرد. به گزارش یورونیوز به نقل از شورای جهانی طلا، ایران در نه ماه نخست ۲۰۲۵ پنجمین مصرف‌کننده بزرگ طلای جهان بود. برای خانوار ایرانی، قیمت ریالی طلا حاصل دو عامل است: اونس جهانی و نرخ ارز. به همین دلیل، افت اونس در بازار جهانی لزوماً به معنای ارزان شدن طلا در بازار داخلی نیست و این دو را باید جدا تحلیل کرد.

سیاست‌گذاری

تجربه کشورهایی مانند هند نشان می‌دهد ابزارهای مالی شفاف، مانند صندوق‌ها و طلای دیجیتال، می‌توانند تقاضای خانوارها را از نگهداری فیزیکی به بازارهای نظارت‌شده منتقل کنند. در ایران هم به گزارش بورس کالا، ارزش خالص دارایی ۳۶ صندوق طلا تا ۶ مهر ۱۴۰۵ به حدود ۹۵۸ همت رسید؛ به‌طور تقریبی نزدیک یک‌چهارم کل دارایی صندوق‌های سرمایه‌گذاری کشور. شفافیت قیمت‌گذاری، نقدشوندگی و پیوند درست این ابزارها با دارایی پایه، شرط ماندگاری این مسیر است.

بنگاه‌ها

برای بنگاه‌های طلا و جواهر، روند جهانی روشن است: در قیمت‌های بالا، حجم فروش جواهرات کم می‌شود و تقاضا به سمت شمش، سکه و محصولات سرمایه‌گذاری می‌رود؛ مصرف جهانی جواهرات در ۲۰۲۵ حدود ۱۸ درصد کمتر شد. برای کارگزاری‌ها، بانک‌ها و نهادهای مالی، طراحی محصولات سرمایه‌گذاری طلای شفاف و کم‌هزینه فرصتی رو به رشد است. بنگاه‌هایی که موجودی طلا دارند هم باید ریسک نوسان قیمت را مانند ریسک ارز مدیریت کنند.

آنچه باید بدانیم

۱ طلا از ۱۹۷۱ به‌طور متوسط حدود ۹ درصد بازده سالانه دلاری داشته، اما در همین مدت دو افت چندساله ۴۵ تا ۷۰ درصدی را هم تجربه کرده است.

۲ نرخ بهره واقعی آمریکا و انتظارات تورمی، دو محرک اصلی قیمت در بلندمدت‌اند؛ خرید بانک‌های مرکزی از ۲۰۲۲ نیروی سوم و ساختاری شده است.

۳ طلا در بحران‌های سیستماتیک مکمل سبد است، اما در فروش‌های اضطراری و دوره‌های افزایش نرخ بهره می‌تواند به‌شدت افت کند.

۴ برای سرمایه‌گذار ایرانی، بازده ریالی از ضرب دو عامل، اونس و نرخ ارز، به دست می‌آید؛ یعنی (۱ + تغییر اونس) × (۱ + تغییر ارز) − ۱، نه جمع ساده آن‌ها.

راهنمای سرمایه‌گذار

جذاب‌تر

سهمی سنجیده از طلا به‌عنوان بیمه سبد در برابر تورم و بحران، از طریق ابزارهای شفاف و نقدشونده مانند صندوق‌های طلا؛ خرید پلکانی در چند نوبت به‌جای یک‌جا؛ توجه به فاصله قیمت بازار با ارزش ذاتی (حباب) پیش از خرید سکه یا واحد صندوق.

پرریسک‌تر

خرید با پول قرضی یا اعتباری، ورود پس از جهش‌های تند و هیجانی مانند ژانویه ۲۰۲۶، و تبدیل همه پس‌انداز به یک دارایی؛ ۵۵ سال تاریخ نشان می‌دهد افت‌های پس از اوج سریع و عمیق‌اند.

چه چیزی این نگاه را عوض می‌کند

اگر بازده واقعی اوراق آمریکا برای مدت طولانی بالا بماند و بانک‌های مرکزی خرید را متوقف کنند، دوره‌ای شبیه ۱۹۸۰ تا ۲۰۰۱ ممکن است؛ و اگر تورم جهانی با نرخ بهره پایین همراه شود، سناریوی تورمی پررنگ‌تر می‌شود.

این بخش جنبه آموزشی دارد و توصیه سرمایه‌گذاری نیست.



پنج دهه داده یک پیام روشن دارد: طلا بیمه سبد است، نه جایگزین آن

چشم‌انداز

در کوتاه‌مدت، طلا بیش از هر چیز به داده‌های تورم و تصمیم‌های فدرال رزرو حساس خواهد بود و نوسان‌های ۲۰۲۶ احتمالاً ادامه می‌یابد. در افق چندساله، خرید رسمی که برای ۲۰۲۶ حدود ۸۵۰ تن برآورد می‌شود، تقاضای آسیا و نگرانی از بدهی دولت‌ها، کف بازار را بالاتر از دهه گذشته نگه می‌دارد. پرسش اصلی سال‌های آینده این است که آیا طلا به نقش پولی پررنگ‌تری برمی‌گردد یا پس از یک دوره رونق، مانند دهه‌های ۱۹۸۰ و ۱۹۹۰، به حاشیه می‌رود.

جمع‌بندی تحریریه لنز اقتصاد

پنج دهه داده یک پیام روشن دارد: طلا بیمه سبد است، نه جایگزین آن. همان دارایی‌ای که در بحران ۲۰۰۸ از سرمایه محافظت کرد، خریداران اوج ۱۹۸۰ و ژانویه ۲۰۲۶ را سال‌ها یا ماه‌ها در زیان نگه داشت. برای سرمایه‌گذار ایرانی، که طلا همزمان پوشش تورم و پوشش ارز است، این درس دوچندان اهمیت دارد: اندازه سهم، زمان‌بندی خرید و دوری از اهرم، بیش از پیش‌بینی قیمت فردا سرنوشت سرمایه را تعیین می‌کند.

تحریریه لنز اقتصاد

بازگشت به آغاز روایت: فصل اول

منابع: شورای جهانی طلا (WGC، گزارش «طلا به‌عنوان دارایی راهبردی» و Gold Demand Trends)، نامه فدرال رزرو شیکاگو (۲۰۲۱)، داده‌های LBMA به نقل از MetalCharts، بورس کالای ایران به نقل از تجارت‌نیوز، کانون نهادهای سرمایه‌گذاری ایران به نقل از جهان صنعت، یورونیوز، و منابع فصل‌های پیشین. گردآوری و تحلیل: محمدرضا عابدی و امیرحسین مهاجر دارابی؛ ویرایش و راستی‌آزمایی: تحریریه لنز اقتصاد.

لنز اقتصاد
LENZ EGHTESAD

پرونده تک‌موضوعی
LENZ ZOOM

زوم

مدیرکل و مدیر مسئول: **محمدرضا عابدی** | گردآورندگان و تحلیلگران: **محمدرضا عابدی، امیرحسین مهاجردارابی** | طراح، گرافیست و ویراستار: **حسین حاجی‌آقابزرگی**

آنچه مهم است را واضح‌تر ببینید

زوم، سری محتوای جانبی لنز اقتصاد است و جدا از مجله هفتگی منتشر می‌شود. شماره‌های بعدی را در کانال‌های لنز اقتصاد دنبال کنید.

lenzeghtesad.com @LenzEghtesad @LenzEghtesad aparat/lenzeghtesad

in/lenzeghtesad