



**ОБЗОР РЫНКА ЗОЛОТА**  
**ФЕВРАЛЬ 2025**

# «Золотое решение» – в мире изменений выбрать неизменное

А

Золото продолжает демонстрировать рост на фоне повышенного интереса инвесторов, ищущих безопасную гавань в связи с неопределенностью вокруг тарифных инициатив Дональда Трампа. Драгметалл дорожает девятую неделю подряд; в понедельник его котировки достигли одиннадцатого рекордного максимума за неполные два месяца 2025 года – почти \$2 950 за унцию. Индекс доллара США (DXY) продолжает снижаться – он уже отступил до 106 пунктов, а темпы инфляции и бюджетный дефицит в США растут. Мы считаем, что в 2025 году центробанки и пайщики ETF, вероятно, будут стимулировать спрос, поскольку экономическая неопределенность повышает привлекательность золота в качестве инструмента для хеджирования рисков. Более того, геополитические риски продолжают активно влиять на интерес инвесторов к защитным активам, одним из которых является золото. Все эти факторы позволяют нам повысить наш прогноз по ценам на золото. Мы считаем, что к концу 2025 года золото будет торговаться на уровне \$3 100 за унцию, а в 2026 году оно подорожает до \$3 200 за унцию.

**Наблюдается ослабление доллара США.** Индекс доллара США снизился с 110 до 106 пунктов. Рынок видит сценарий дальнейшего ослабления.

**Госдолг США вырос на \$2,2 трлн за 2024 год.** Иными словами, в 2024 году рост ВВП США на \$1,0 потребовал увеличения долга на \$3,9 (по сравнению с \$3,6 в 2023 году). Таким образом, экономический рост в США был одной гигантской иллюзией и оказался результатом агрессивного роста государственных заимствований.

**Инфляция в США в январе 2025 года достигла 3%.** Это самый высокий уровень за 12 месяцев. Наблюдается сильный рост производственной инфляции (+3,5%) в январе, причем цены на большинство сырьевых товаров находятся на очень низких уровнях по кривой себестоимости. С учетом последних инициатив Трампа, который собирается обложить 25%-ми пошлинами импорт в США, и изложенных выше факторов можно ожидать нового витка торговой инфляции, который повлияет на стоимость золота.

**В таких условиях Джером Пауэлл не спешит снижать ставку ФРС.** Рынок сейчас закладывает на 2025 год всего одно снижение, а ряд банков считает, что ставка и вовсе не изменится в текущем году.

**Центральные банки были чистыми покупателями в течение последних 15 лет; спрос на золото с их стороны не снижается.** Прогнозировать уровень спроса со стороны любого центрального банка сложно, учитывая, что он часто диктуется политикой, мы можем обратить внимание на макроэкономическую среду (в дополнение к их коллективным действиям и движущим силам, которые могут стать ориентирами на будущее). После колоссальных покупок в 2022 и 2023 годах, чистые покупки в 2024 году превзошли наши ожидания. Геополитическая и экономическая неопределенность в 2025 году останется высокой, поэтому вероятность того, что центробанки снова проявят повышенный интерес к золоту как к стабильному стратегическому активу, высока как никогда.

**ETF на золото начали 2025 год с притока средств.** После продолжавшегося второй месяц притока и на фоне высоких цен на золото общий объем инвестиций в золотые ETF достиг \$294 млрд (еще один рекорд по итогам месяца), а объем драгметалла на балансе таких фондов вырос до 3 253 тонн (+34 тонны м/м).

Мы не исключаем небольшой коррекции цен в преддверии макроэкономической статистики из США. Тем не менее, все вышеизложенные обстоятельства и факторы дают основания утверждать, что предпосылок для значительного снижения роста цен на золота сейчас нет.

## Динамика цены золота за 1 год, \$/унция



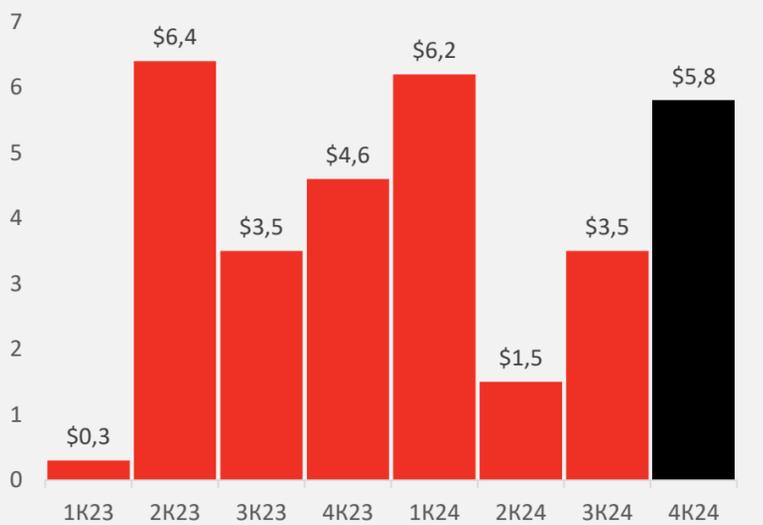
Источник: международные базы данных, Альфа-Банк  
Цена закрытия на 26 февраля 2025 г.

## Динамика цены золота и реальных процентных ставок



Источник: международные базы данных, Альфа-Банк

## Новый госдолг, необходимый для обеспечения роста ВВП на \$1 в США



Источник: международные базы данных, Альфа-Банк

## Обновленный прогноз цен на золото

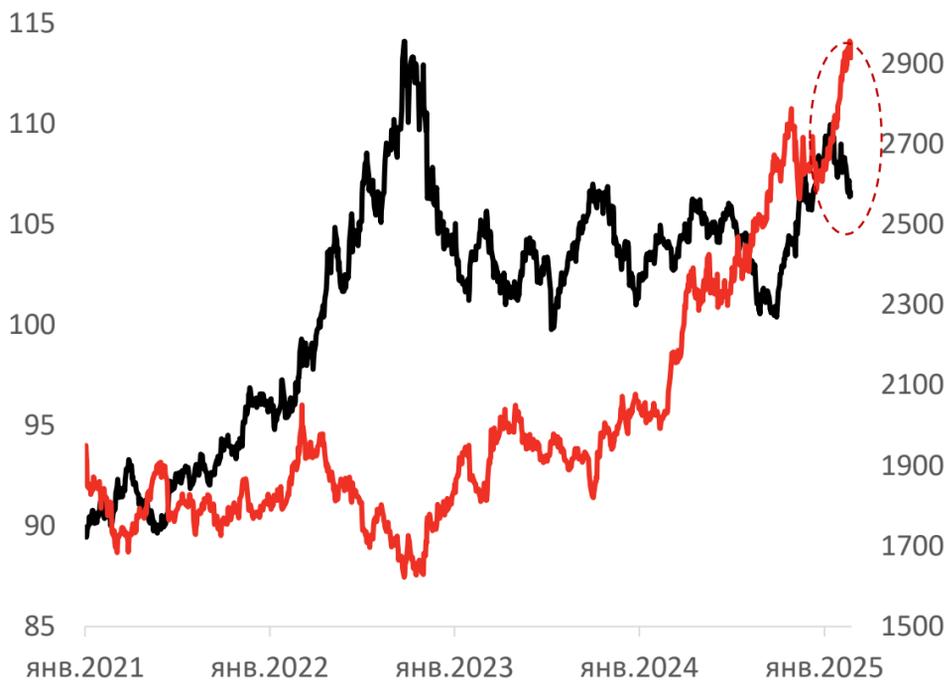
Цена золота, \$/унция	2025	2026
Старый прогноз	2 800	3 000
Обновленная цена на конец года	3 100	2 950
Обновленная средняя цена за год	3 200	3 150

Источник: Альфа-Банк

# Доллар США, инфляция и рост котировок золота

А

### Динамика цены золота и доллара США



— Индекс DXY USD — Цена золота, \$/унция (правая шкала)

Источник: международные базы данных, Альфа-Банк

### Динамика цены золота и инфляции США



— Инфляция в США, CPI — Цена золота, \$/унция (правая шкала)

Источник: международные базы данных, Альфа-Банк

## Золото по отношению к доллару США

В начале 2021 года индекс DXY был на уровне 89 пунктов. В начале 2025 года он почти достиг 110 пунктов. Золото в 2021 году торговалось на уровне \$1 919 за унцию, а в начале 2025 года — уже котировалось по \$2 640 за унцию. Тем не менее, люди по-прежнему верят, что колебания курса доллара определяют цены на золото. Мы считаем, что на котировки золота больше влияют инфляционные ожидания (в том числе на фоне вводимых торговых барьеров со стороны США) и изменение ставки ФРС. Если смотреть ретроспективно, в 1971 году, когда Никсон закрыл "золотое окно", одна тр. унция золота стоила около \$43. На сегодняшний день, в 2025 году, такая же тр. унция золота стоит больше \$2 950. Золото никак не изменило свои свойства и прочие качественные показатели, но за счет постоянной инфляции, на которую влияют ставка ФРС и правительственные решения, драгметалл вырос в цене в 68 раз. Поэтому сейчас стоит внимательно следить за ситуацией, в том числе за планами президента США по сокращению дефицита торгового баланса с помощью таможенных тарифов и пошлин, а также за намерениями Федрезерва, который может попытаться обуздать инфляцию, которая в январе 2025 года достигла 3% (это самые высокие темпы за последние 12 месяцев). В январе в США сильно выросла производственная инфляция (до 3,5%), в то время как цены на большинство сырьевых товаров находятся на очень низких уровнях относительно кривых себестоимости. С учетом последних комментариев Трампа, который собирается обложить 25%-ми пошлинами импорт, можно ожидать нового витка торговой инфляции.

### Динамика цены на золото (\$/унция) и веры рынка в действия центробанков

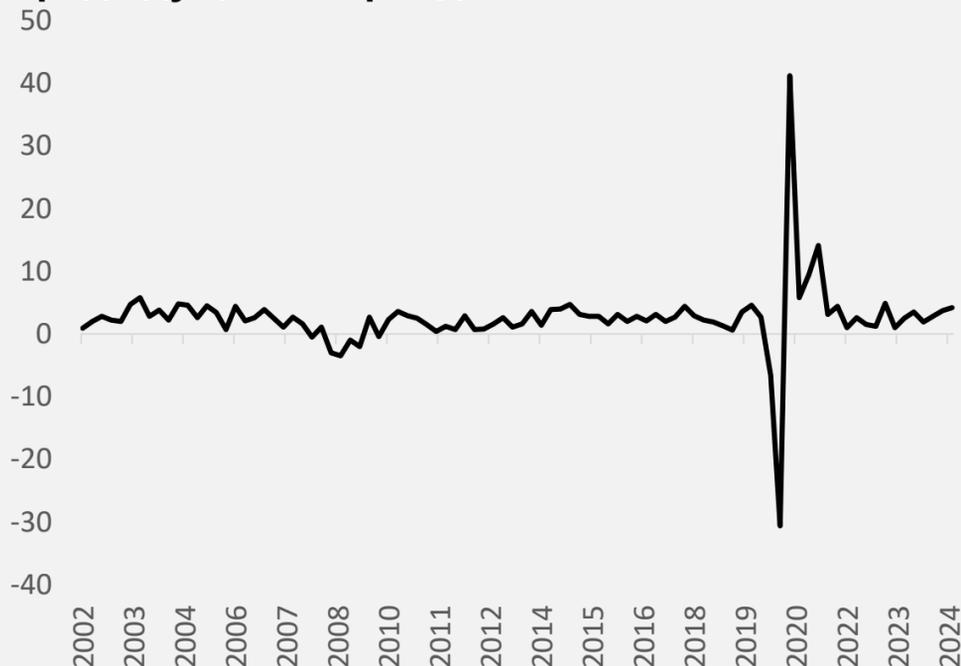


Источник: международные базы данных, Альфа-Банк

# Госдолг США и его влияние на котировки золота

А

## ВВП США, % изменения по сравнению с предыдущими периодами



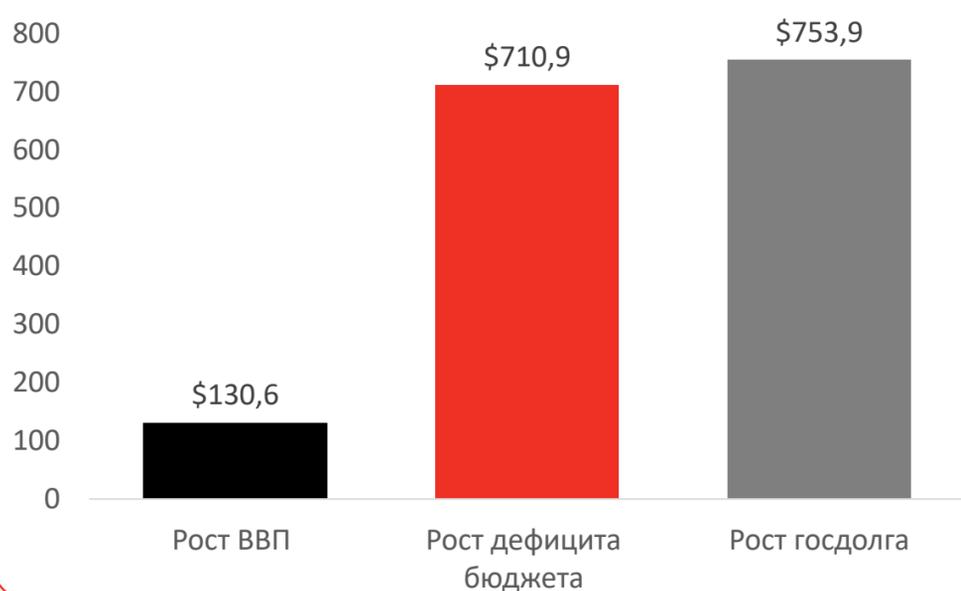
Источник: международные базы данных, Альфа-Банк

## Дефицит бюджета, ВВП и растущий долг США

В 4К24 ВВП США вырос с учетом сезонных колебаний на 2,3%, т.е. темпы роста оказались ниже прогнозируемых (2,6%) и ниже, чем в 3К24 (3,1%). По нашим расчетам, такой прирост означает, что ВВП в долларовом эквиваленте увеличился на \$131 млрд по сравнению с 4К23. Единственная проблема заключается в том, что этот рост ВВП особенно в последние годы финансировался в основном за счет долга и увеличения денежной массы. Как показано на графике ниже, рост ВВП США в 4К24 на \$131 млрд сопровождался увеличением дефицита бюджета США на \$711 млрд, причем этот дефицит, в свою очередь, был профинансирован за счет увеличения долга на \$754 млрд, до рекордной суммы \$36,2 трлн к концу 2024 года.

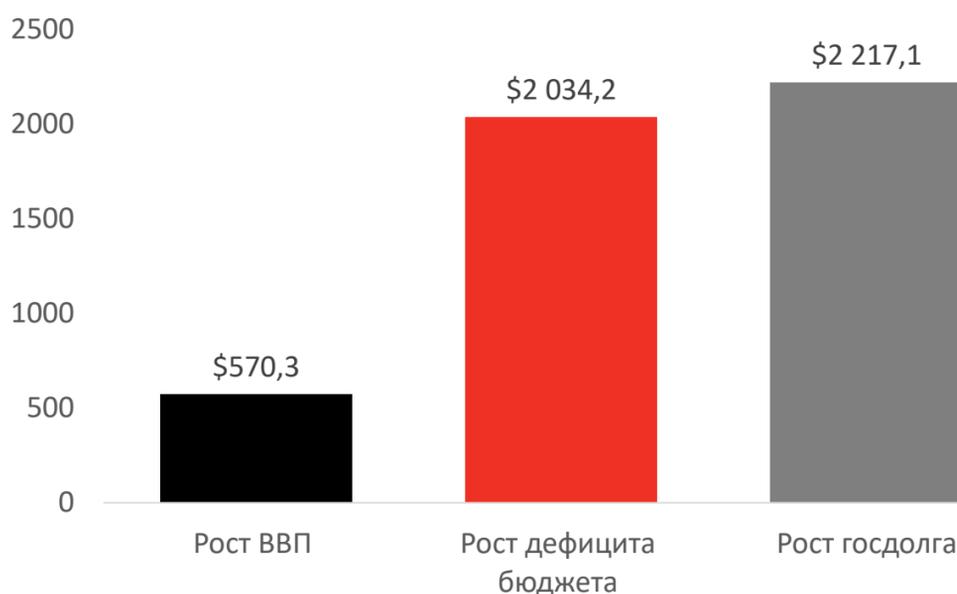
И это касается не только четвертого квартала прошлого года: мы обнаруживаем почти идентичную картину по итогам всего 2024 года, когда ВВП США вырос на \$570 млрд, с \$22,9 трлн до \$23,5 трлн, и это стало возможным благодаря почти рекордному увеличению дефицита бюджета на \$2,0 трлн. При этом бюджетный дефицит также был профинансирован за счет наращивания госдолга, который в 2024 году увеличился на \$2,2 трлн.

### Динамика ВВП, дефицита бюджета и госдолга США за 4К24, \$ млрд



Источник: международные базы данных, Альфа-Банк

### Динамика ВВП, дефицита бюджета и госдолга США за 2024 г., \$ млрд



Из этого следует, что в 4К24, чтобы обеспечить рост ВВП на \$1,0, потребовалось привлечение долга на сумму \$5,8. Если взглянуть на ситуацию шире, то по итогам 2024 года увеличение ВВП на \$1,0 потребовало увеличения долга на \$3,9; для сравнения, в 2023 году на это потребовалось \$3,6. Таким образом, экономический рост в США был одной гигантской иллюзией и оказался результатом агрессивного роста государственных заимствований.

### Динамика госдолга США, \$ трлн



Источник: международные базы данных, Альфа-Банк

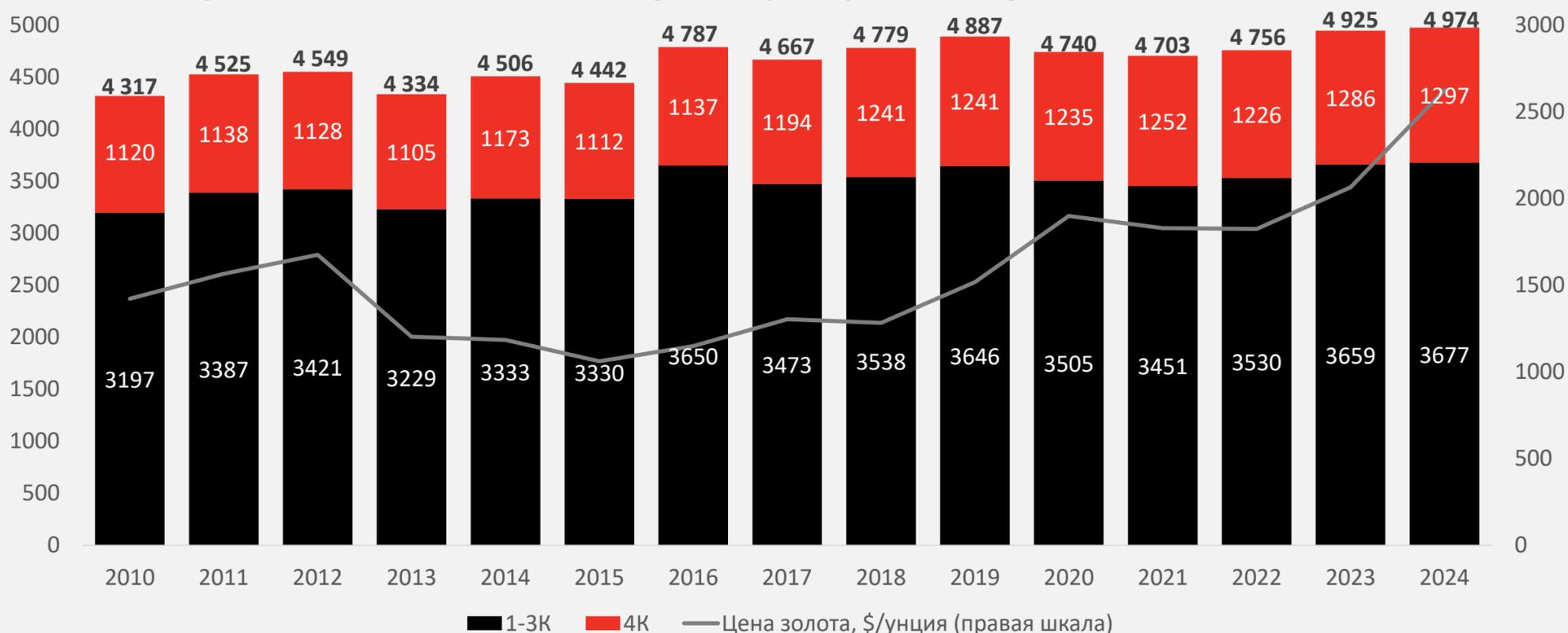
# Мировое потребление золота растет



## Спрос на золото в прошлом году достиг рекордного уровня – около 5 тыс. тонн

Это произошло в основном за счет рекордного спроса со стороны центральных банков и инвестиций в обеспеченные золотом ETF. Мировой спрос на золота в 2024 году вырос на 1% г/г, причем объем драгметалла, приобретенного центробанками, третий год подряд составил более 1 тыс. тонн, резко увеличившись в четвертом квартале до 333 тонн. Обеспеченные золотом ETF также значительно повлияли на текущие котировки: в 2024 году, впервые с 2020 года, запасы драгметалла на балансе ETF практически не изменились после значительного оттока средств в предыдущие три года. Ежегодные инвестиции достигли четырехлетнего максимума в 1 180 тонн (+25% г/г). Годовой спрос на слитки и монеты соответствовал уровню 2023 года и составил 1186 тонн. Структура спроса изменилась по мере наращивания инвестиций в слитки и сокращения спроса на монеты. Тем не менее, есть сектора, которые пострадали из-за роста цен на золото. Например, потребление золота ювелирной промышленностью сократилось на 11% г/г, до 1 877 тонн в год, поскольку уменьшился спрос на украшения из золота со стороны потребителей. Отметим, что основными центрами покупки ювелирных изделий являются Индия и Китай. Таким образом, рост ежегодных инвестиций в ETF до максимумов и снижение спроса на ювелирные украшения из золота демонстрируют ситуацию переноса спроса на драгметалл из стран глобального юга в страны западного полушария.

## Динамика спроса на золото за 1-3 и 4 кварталы (тонн) и цены драгметалла



Источник: международные базы данных, WGC, Альфа-Банк

## Спрос и предложение золота в разбивке по секторам, т

	2022	2023	2024	% г/г
<b>Предложение</b>				
Добыча золота	3 624,8	3 644,1	3 661,2	0%
Хеджирование	-13,1	67,4	-56,7	-184%
Переработанное золото	1 140,2	1 234,4	1 370,0	11%
<b>Итого предложение</b>	<b>4 751,9</b>	<b>4 945,9</b>	<b>4 974,5</b>	<b>1%</b>
<b>Спрос</b>				
Ювелирные украшения	2 195,4	2 191,0	2 003,5	-9%
IT технологии	308,7	305,2	326,1	7%
Инвестиции	1 113,0	945,5	1 179,5	25%
Центробанки	1 081,9	1 050,8	1 044,6	-1%
Прочее	52,8	453,4	420,8	-7%
<b>Итого спрос</b>	<b>4 751,8</b>	<b>4 945,9</b>	<b>4 974,5</b>	<b>1%</b>

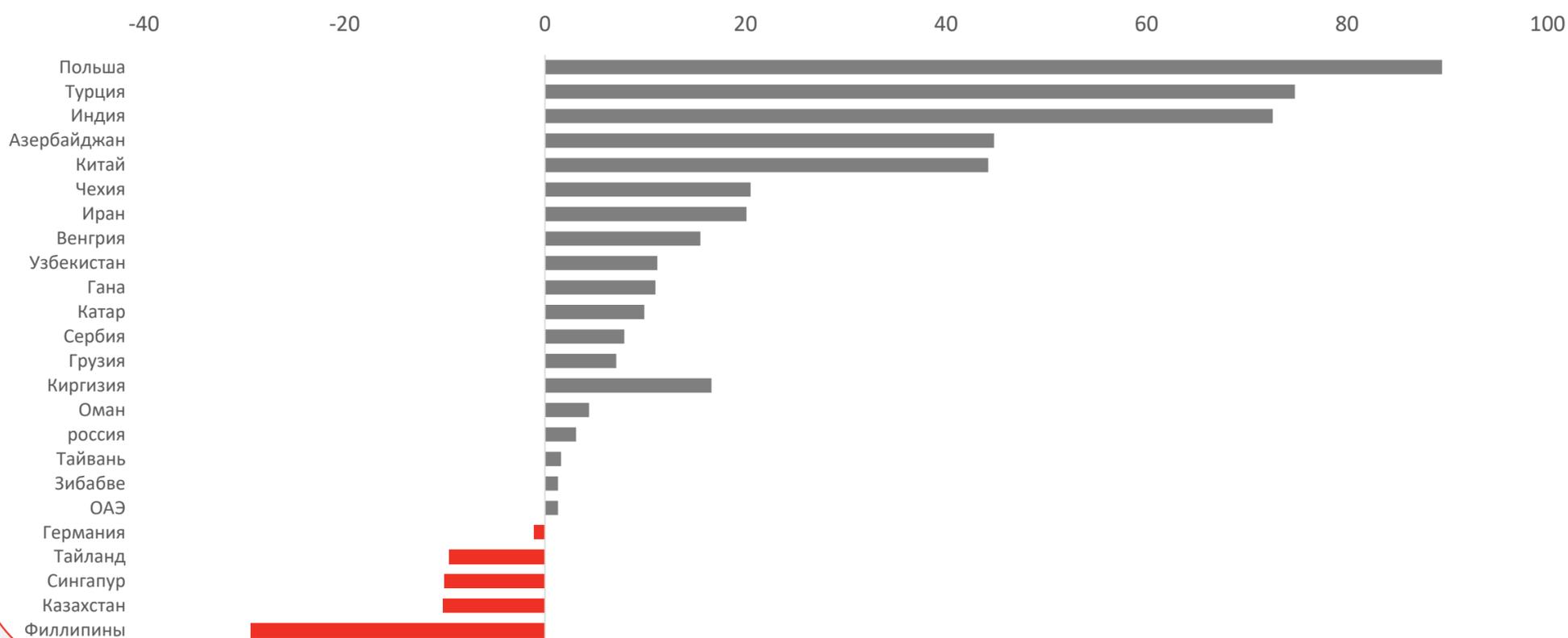
Источник: международные базы данных, WGC, Альфа-Банк

# Центробанки не перестают удивлять



Интерес центробанков к золоту сохраняется на рекордном уровне третий год подряд. Напомним, что в 2010-2021 гг. этот показатель составлял в среднем 473 тонны в год. За первые три квартала 2024 года центральные банки приобрели 712 тонн золота, а в четвертом квартале – еще 333 тонны (мы думали, что будет около 200 тонн); в результате чистый прирост за год составил 1 045 тонн, -1% г/г. Совокупный спрос при этом достиг максимального за последние 15 лет уровня. Хотя сам по себе спрос со стороны центробанков не должен особо удивлять, он превзошел даже наши ожидания. Напомним, что в предыдущих дайджестах мы говорили, что в 2024 году спрос со стороны центробанков будет несколько ниже, чем в 2023 году, но мы не ожидали, что снижение будет столь незначительным. Иными словами, спрос ЦБ на золото остается стабильным и выше отметки в 1 000 тонн.

## Покупки золота центробанками в 2024 г. по странам, т



Источник: международные базы данных, WGC, Альфа-Банк

 Нацбанк Польши (NBP) стал крупнейшим покупателем золота в 2024 г., приобретая еще на 90 тонн. NBP проявил себя как сторонник вложений в золото и заявил, что намерен довести долю этого драгметалла в структуре золотовалютных резервов до 20%. К концу 2024 года золотой запас NBP составил 448 тонн, а доля золота в структуре золотовалютных резервов достигла 17%.

 Крупным покупателем золота был Центральный банк Турции (CBRT), который за год увеличил свой официальный золотой запас на 75 тонн. Средний месячный объем покупок был скромным, однако значительных продаж, как в 2023 году, не наблюдалось.

 Банк Индии (RBI) вновь стал крупным покупателем в 2024 году. Он покупал золото почти каждый месяц, кроме декабря, когда его золотой запас остался без изменений. Всего, за год RBI приобрел 73 тонны, то есть более чем вчетверо больше, чем в 2023 году (16 тонн). К концу 2024 года золотой запас RBI составил 876 тонн, то есть 11% от общего объема золотовалютных резервов. RBI был одним из двух центробанков, сообщивших о репатриации золота из-за рубежа в 2024 году (вторым был Центральный банк Нигерии). Это свидетельствует о том, что некоторые центробанки придают большое значение необходимости хранить свое золото внутри страны.

 Народный банк Китая (НБК) сообщил, что в течение года приобрел 44 тонны золота. С января по апрель НБК купил 29 тонны, затем его золотой запас не менялся в течение шести месяцев, а в ноябре покупки возобновились. По состоянию на конец 2024 года банк сообщил, что его золотой запас составляет 2 280 тонн, а доля золота в структуре международных резервов осталась на уровне 5%. НБК активно продавал золото в течение всего года, хотя в большинстве случаев это были скорее тактические, чем стратегические, операции, обусловленные стремительным ростом цен на золото; объемы таких сделок также были более скромными, чем в других странах.

 Примечательны недавние новости о том, что Дональд Трамп со своей командой собираются проверить Форт-Нокс, хранилище золота США, последний аудит которого проходил в 1974 году. Это обстоятельство породило немало теорий относительно того, что и в каком количестве хранится в подземных хранилищах Форт-Нокса, и хранится ли вообще, так как США владеет почти 5 млн тонн золота и является крупнейшим держателем золотых слитков.

# ЦБ и инвестиции в ETF остаются основными драйверами

А

## Динамика покупок золота ЦБ и медианное значение, т



Источники: международные базы данных, WGC, Альфа-Банк

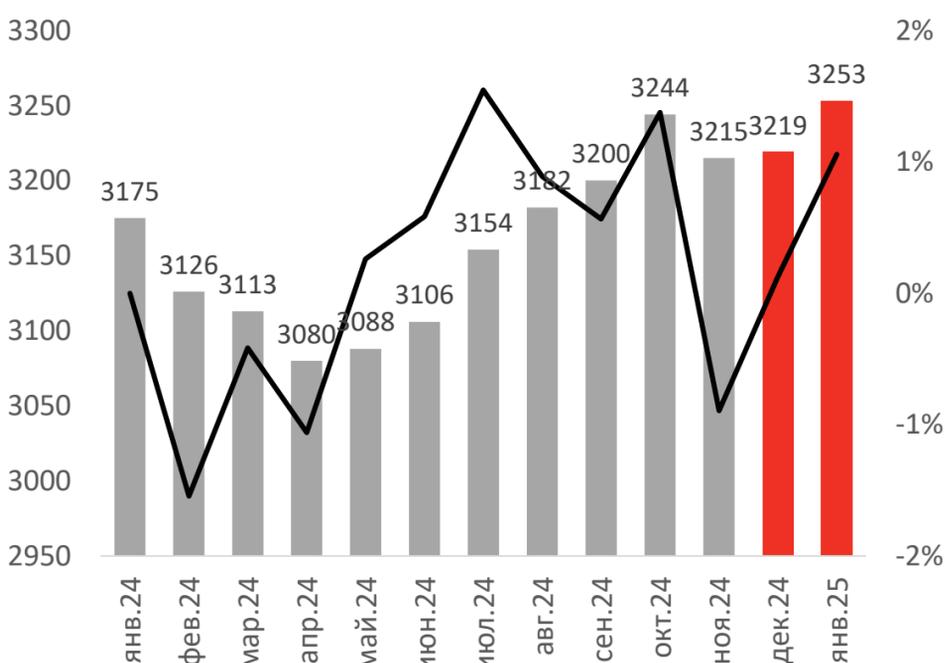
Центральные банки были чистыми покупателями золота в течение последних 15 лет, и на сегодняшний день их потребность в этом драгметалле не ослабевает. И хотя прогнозировать уровень спроса со стороны любого конкретного центрального банка сложно, учитывая, что он часто диктуется политикой, мы можем обратить внимание на макроэкономическую среду (наряду с коллективными факторами, которые могут стать ориентирами на будущее). Отметим, что после колоссальных покупок в 2022 и 2023 годах чистые покупки в 2024 году превзошли наши ожидания. Геополитическая и экономическая неопределенность в 2025 году останется высокой, поэтому мы вполне можем ожидать, что центральные банки вновь обратятся к золоту как к стабильному стратегическому защитному активу.

## Поступление средств в золотые ETF: январь 2025 года

Примечательно, что глобальные ETF на золото начали 2025 год с притока средств. Приток наблюдался второй месяц подряд, благодаря чему (а также благодаря высоким ценам на золото) общий объем инвестиций в золотые ETF вырос до \$294 млрд (еще один рекорд по итогам месяца), а запасы драгметалла на балансе фондов выросли до 3 253 тонн (+34 тонны м/м).

Объемы торгов золотом на мировых рынках в январе составили в среднем \$264 млрд в день, что на 20% больше, чем за аналогичный период прошлого года. Этот рост можно в основном объяснить ростом объемов торгов на COMEX в январе (+60%, м/м), что привело к росту активности на биржах по всему миру на 39% м/м, поскольку повышение цен на золото привлекло трейдеров. Между тем, на внебиржевом рынке (+10%, м/м) и в ETF Global gold (+23%, м/м) также наблюдался рост торгов в течение месяца. Общий объем чистых длинных позиций по фьючерсам на золото на COMEX в январе составил 952 тыс. ед., увеличившись за месяц на 25%. Финансовые менеджеры увеличили свои чистые длинные позиции на 26%, до 717 тыс. ед. к концу месяца. Мы полагаем, что повышение цен на золото и опасения, связанные с тарифной политикой США, были основными факторами увеличения длинных позиций.

## Запасы золота в ETF растут 2-й месяц подряд, т



Источники: международные базы данных, WGC, Альфа-Банк

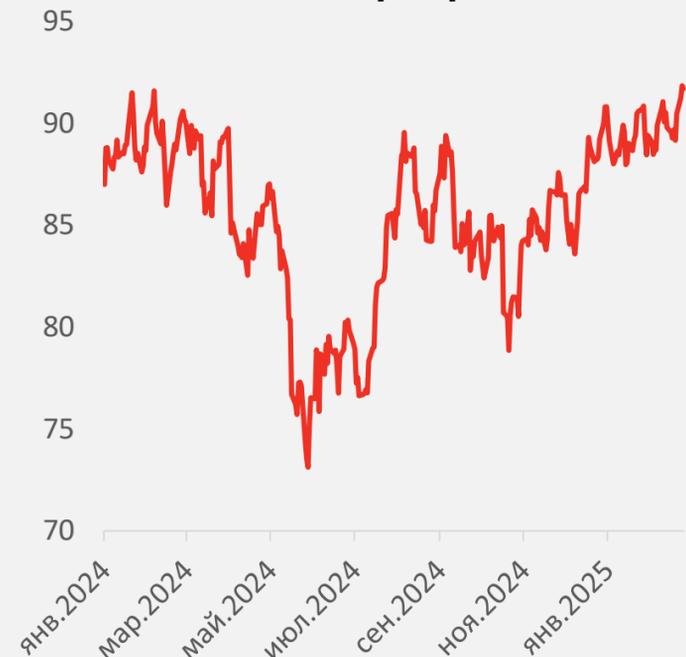
## Динамика изменения золотых ETF (т) и цены золота



# Только золото – деньги, все остальное - кредит

**A**

## Индекс золото/серебро



Источник: международные базы данных, Альфа-Банк

**Соотношение цен на золото и серебро** сейчас находится на достаточно высоком уровне. Следовательно, можно ожидать ускорения роста цен на серебро. Учитывая, что золото торгуется на уровне \$2 920 (на дату закрытия – 26.02.2025 г.) за унцию, а серебро по-прежнему дешевет и сейчас котируется по \$32 за унцию, соотношение составляет 91 к 1. Поскольку золото, скорее всего, продолжит дорожать, в ближайшее время, вероятно, произойдет рост цен на серебро. Таким образом, можно отметить - если вы считаете, что упустили золото, просто купите немного серебра. Это особенно актуально, поскольку золото вряд ли прекратит свою тенденцию к достижению рекордных максимумов в этом году и может подняться еще выше. Как следствие, сейчас серебро начнет снова набирать обороты, по нашему мнению. Тем не менее, отметим, если сравнивать эти два драгметалла – золото действует как деньги. Более того, центральные банки хранят золото, а не серебро. Серебро иногда играет роль инвестиционного актива, но в основном остается в промышленном применении. В то же время основное применение золота – это использование его в качестве денежного эквивалента и защитного актива. В промышленных целях используется лишь незначительное количество золота.

## Сравнение «бумажного» и «золотого» рубля

С официальной точки зрения в нашей стране есть только одна валюта — российский рубль. Тем не менее, некоторые эксперты считают, что на самом деле можно выделить две категории – «бумажный» и «золотой» рубль. Сейчас «золотой» рубль стоит около 1 500 «бумажных» рублей. Подход в «золотых» рублях можно считать более верным с психологической точки зрения, так как заставляются воспринимать золото как валюту.

Ниже рассмотрим сравнение сбережений в «золотых» рублях и цен на недвижимость, которые, по общему мнению, демонстрируют хоть и небольшой, но постоянный рост. Тем не менее, мы видим парадокс: в «золотых» рублях недвижимость за 20 лет подешевела в четыре раза. В конце 2003 года один квадратный метр московской недвижимости стоил примерно \$1 700. Если пересчитать эту сумму в унции золота, а затем – в «золотые» рубли, мы получим 800 «золотых» рублей за 1 кв. м. В конце 2024 года цена того же квадратного метра уже составила около 300 тыс. руб. Если пересчитать эту цену в «золотые» рубли, мы получим 200 «золотых» рублей за 1 кв. метр.

Из этого следует, что в пересчете на «золотые» рубли недвижимость в Москве за 20 лет подешевела вчетверо. Можно сделать вывод, что золото в любые времена обыгрывает даже такие, казалось бы, всегда растущие активы как недвижимость.

### Золотая монета «Георгий Победоносец» номиналом в 50 рублей; Расчет стоимости «бумажного» рубля через «золотой» рубль



Стоимость монеты «Георгий Победоносец»	Методология расчета	Стоимость одного «золотого» рубля равна
75 750 руб.	75 750:50 (номинал монеты)=1898 руб.	1515 «бумажным рублям»

### Американская золотая монета номиналом в 50 долларов США; Расчет стоимости тр. унции в «золотых» рублях



1 тр. унция равна	1 тр. унция равна	1 тр. унция равна
\$ 50	31,1034 грамма => ¼ унции эквивалентна 50 «золотым» рублям	200 «золотым» рублям

### Сравнение стоимости недвижимости за 1 кв.м. и «золотых» рублей



Московская недвижимость подешевела в 4 раза в «золотых» рублях

Источник: международные базы данных, Альфа-Банк



**Начальник управления Аналитики, старший аналитик сектора металлов и горной добычи**

Борис Красноженов [bkrasnozhenov@alfabank.ru](mailto:bkrasnozhenov@alfabank.ru)  
+7 (495) 795-3612

**Аналитик сектора металлов и горной добычи**

Елизавета Дегтярева [edegtyareva@alfabank.ru](mailto:edegtyareva@alfabank.ru)  
+7 (495) 010-4889



© Альфа-Банк, 2025 г. Все права защищены. Генеральная лицензия ЦБ РФ № 1326 от 16 01 2015 г.

Настоящий отчет и содержащаяся в нем информация являются исключительной собственностью Альфа-Банка. Несанкционированное копирование, воспроизводство и распространение настоящего материала, частично или полностью, в отсутствие разрешения Альфа-Банка в письменной форме строго запрещено.

Данный материал предназначен АО «Альфа-Банк» (далее – «Альфа-Банк») для распространения в Российской Федерации. Он не предназначен для распространения среди частных инвесторов. Несмотря на то, что приведенная в данном материале информация получена из публичных источников, которые по мнению Альфа-Банка, являются надежными, Альфа-Банк, его руководящие и прочие сотрудники не делают заявлений и не дают заверений ни в прямой, ни в косвенной форме, относительно своей ответственности за точность, полноту такой информации и отсутствие в данном материале каких-либо важных сведений. Любая информация и любые суждения, приведенные в данном материале, могут быть изменены без предупреждения. Альфа-Банк не дает заверений и не заявляет, что упомянутые в данном материале ценные бумаги и/или суждения предназначены для всех его получателей. Данный материал распространяется исключительно для информационных целей. Распространение данного материала не является деятельностью по инвестиционному консультированию. Информация, приведенная в данном материале, не является индивидуальной инвестиционной рекомендацией. Альфа-Банк и связанные с ним компании, руководящие сотрудники и прочие сотрудники всех этих структур, в т.ч. лица, участвующие в подготовке и издании данного материала, могут иметь отношения с маркет-мейкерами, а иногда и выступать в качестве таковых, а также в качестве консультантов, брокеров или представителей коммерческого, или инвестиционного банка в отношении ценных бумаг, финансовых инструментов или компаний, упомянутых в данном материале, либо входить в органы управления таких компаний. Ценные бумаги с номиналом в иностранной валюте подвержены колебаниям валютного курса, которые могут привести к снижению их стоимости, цены или дохода от вложений в них. Кроме того, инвесторы, вкладывающие средства в ценные бумаги типа АДР, стоимость которых изменяется в зависимости от курса иностранных валют, принимают на себя валютный риск. Инвестиции в России и в российские ценные бумаги сопряжены со значительным риском, поэтому инвесторы, прежде чем вкладывать средства в такие бумаги, должны провести собственное исследование и изучить экономические и финансовые показатели самостоятельно. Инвесторы должны обсудить со своими финансовыми консультантами риски, связанные с таким приобретением. Альфа-Банк и их дочерние компании могут публиковать данный материал в других странах. Поскольку распространение данной публикации на территории других государств может быть ограничено законом, лица, в чьем распоряжении окажется данный материал, должны быть информированы о таких ограничениях и соблюдать их. Любые случаи несоблюдения указанных ограничений могут рассматриваться как нарушение закона о ценных бумагах и других соответствующих законов, действующих в той или иной стране.