

25 ноября - 1 декабря 2025 года

Короткая рабочая неделя в США, сбой в работе биржи CME, технические факторы и изменения на криптовалютном рынке определяли динамику рынков драгоценных металлов на прошедшей неделе. Стоимость спотового золота выросла на 3,7%, стоимость спотового серебра подскочила на 16,6%. Ожидания по поводу смягчения денежно-кредитной политики ФРС США и слабеющий курс доллара оказывали дополнительную поддержку. Данные по американской экономике, поступающие после возобновления работы правительства, пока не внесли ясности в перспективы дальнейших действий ФРС.

Текущая неделя отметится началом нового месяца и календарной зимы, а также публикацией ноябрьских индексов деловой активности (PMI) и индекса ISM по США в понедельник. В среду будет опубликован недельный отчет по американскому рынку труда от ADP. В пятницу выйдет важный для ФРС показатель по личным расходам американцев за сентябрь.

Текущая ситуация на рынках

Стоимость февральских фьючерсов на золото (CME) резко выросла в последний день ноября и достигла уровня \$4 255 за унцию, находясь под влиянием переноса позиций из декабрьского в февральский фьючерсный контракт, а также резкого ослабления курса доллара США.

Короткая рабочая неделя существенно снизила активность торговли на прошлой неделе. Дополнительное негативное влияние на рынки оказал технический сбой в работе чикагских серверов биржи CME, случившийся в пятницу. Укороченные торги фьючерсными контрактами на товары, в том числе на драгоценные металлы, останавливались на несколько часов.

Тонкий рынок способствовал росту волатильности и резким движениям цен в последний день месяца. Повышенной волатильности рынков в конце ноября также способствовало очередное напряжение с ликвидностью в банковской системе и резкий рост ставок обратного РЕПО, что, впрочем, традиционно для конца месяца.

Сложившаяся ситуация привела к тому, что участники рынка массово и в срочном порядке выходили из позиций в декабрьских фьючерсах и переносили их в наиболее активный февральский контракт. Ралли на рынке серебра, также вызванное техническими факторами, толкало рынок золота вверх.

В начале новой недели стоимость февральских фьючерсов на золото (CME) почти достигла сильного уровня сопротивления \$4 300 за унцию, но рынок все же притормозил рост в ожидании подключения к торговле большего количества участников. После открытия торговой сессии цены снизились до уровня \$4 260 за унцию.

Сложное состояние на криптовалютном рынке усугубляло ситуацию. Индексный провайдер MSCI 10 октября заявил о возможном исключении из базовых индексов компаний, чьи активы в цифровых активах превышают 50%. В декабре MSCI завершает консультацию, решение может быть принято в январе 2026 г.

Это привело к разрушению схемы привлечения средств клиентов рядом компаний, в том числе компанией Strategy Inc. (MSTR), которые использовали их на приобретение биткоинов, что было ничем иным, как суперсовременной пирамидой. В результате ожидаемых действий MSCI компания MSTR, а также другие подобные ей компании (Coinbase, Riot Platforms, MARA Holdings) вынуждены активно продавать биткоины. Резкий рост предложения биткоинов на рынке обвалил его стоимость в этот период на 30%.

Кроме того, на прошлой неделе агентство S&P Global понизило рейтинг компании Tether, крупнейшего в мире эмитента стейблкоина, сославшись на увеличение доли высокорискованных активов в ее резервах и "сохраняющиеся пробелы в раскрытии информации". При этом принятый в июле 2026 г. закон GENIUS, который вступит в силу в январе 2027 г., требует ликвидного обеспечения стейблкоинов: долларами США, краткосрочными казначейскими векселями, но прямо запрещает использовать золото в качестве резервного актива.

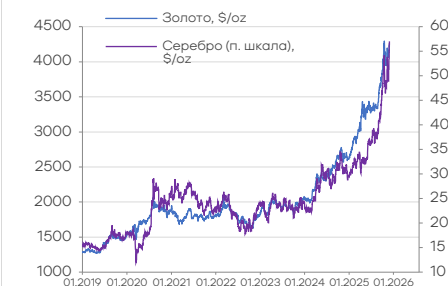
Подобные действия агентства S&P Global напрямую могут сказаться на рынке золота, если будет происходить реструктуризация обеспечивающих стейблкоины активов.

Вышеописанные операции с биткоином увеличили предложение доллара в финансовой системе и существенно ослабили его курс. Стоимость курса доллара США за прошедшую неделю понизилась на 1% по индексу DXY, достигнув в понедельник уровня 99,0, что также оказывает некоторую поддержку рынку золота.

Цены на драгоценные металлы

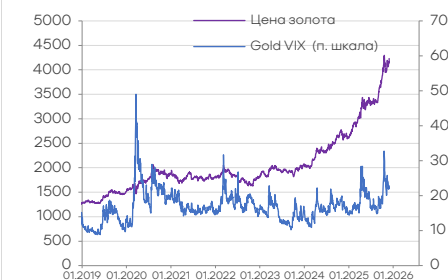
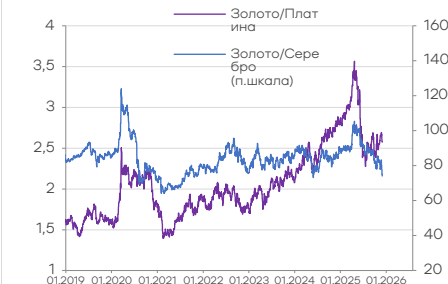
Данные London и Shanghai Fix Price PM, CME, ЦБ РФ

	последнее	Δ неделя	Δ с н.г.
Золото (Лондон), \$/oz. t	4 222,6	3,7%	61,8%
Серебро (Лондон), \$/oz. t	57,0265	16,6%	93,6%
Золото (CME), \$/oz. t	4 254,9	3,4%	61,1%
Серебро (CME), \$/oz. t	56,446	13,1%	93,0%
Золото (Шанхай), CNY/g	4 168,1	3,0%	57,3%
Серебро (Шанхай), CNY/kg	55,7	8,8%	72,0%
Золото (ЦБ РФ), P/r	10 447,6	0,5%	19,4%
Золото (ЦБ РФ), \$/oz. t	4 153,5	1,5%	55,3%
Золотая монета 7,78 гр. ЦБ РФ, P	86 972,1	0,5%	19,4%
Серебряная монета 31,10 гр. ЦБ РФ, P	5 012,4	4,0%	35,5%



Основные спреды, индекс Gold VIX

	последнее	Δ неделя	Δ с н.г.
Gold/Silver	74,05	-11,1%	-16,4%
Gold/Platinum	2,57	-3,8%	-9,9%
Gold VIX	22,87	4,3%	56,4%



Число стистых длинных контрактов трейдеров

отчет CFTC	последнее на 7 октября 2025	Δ неделя	Δ с н.г.
Золото (GC)	150 320	9,0%	55,3%
Серебро (SI)	57 814	5,6%	-9,4%

Цены на золото и серебро в рублях

	последнее	Δ неделя	Δ с н.г.
Золото (XAU), P /r	10 620,2	2,6%	24,5%
Серебро (XAG), P /r	143,4	15,4%	48,9%
GLDRUB_TOM (Мосбиржа), P/r	10 400,0	0,6%	21,6%
SLVRUB_TOM (Мосбиржа), P/r	142,8	12,1%	21,5%

Производимые операции также оказывают отрицательное влияние на американский фондовый рынок, который может начать новый месяц с падения. Урезание позиций крупными институциональными инвесторами приводит к перераспределению средств в портфелях, часть из которых направляется в золото.

Ослаблению курса доллара США и росту стоимости золота способствуют ожидания рынка по снижению процентной ставки ФРС в ходе декабрьского заседания. Последние данные по занятости, вероятно, заставят FOMC сосредоточиться на рисках для рынка труда. Двумя наиболее тревожными сигналами на прошлой неделе стали еженедельный выпуск ADP и "Бежевая книга".

Четырехнедельное кумулятивное изменение ADP за неделю, закончившуюся 8 ноября, составило -54 тыс., что предполагает, что будут опубликованы более слабые отчеты по заработной плате после того, как Бюро трудовой статистики (BLS) показало рост на 119 тыс. в сентябре.

В "Бежевой книге" краткое заявление о рынке труда заключалось в том, что "уровень занятости немного снизился за текущий период, и примерно половина округов отметила более слабый спрос на рабочую силу". Это было снижением по сравнению с предыдущим отчетом, когда уровень занятости был "в основном стабильным".

На прошлой неделе рынок также получил данные о разнице на рынке труда в ноябре в отчете Conference Board о потребительских настроениях. Хотя он остается вблизи недавнего сентябрьского минимума в 8,7%, позитивным моментом является то, что и в октябре (10,3%), и в ноябре (9,7%) он практически не изменился, что может указывать на некоторую краткосрочную стабильность уровня безработицы после его недавнего роста до 4,4%.

При этом опубликованный индекс цен производителей (PPI) за сентябрь показал довольно сильный рост в +2,7% г/г, что пока не слишком затронуло внимание рынка, ожидающего снижения процентной ставки ФРС в декабре с вероятностью почти 88%.

На этом фоне доходность 10-летних казначейских облигаций понизилась к 4,045%. Показатель стоимости нефти в унциях золота на прошедшей неделе вырос до 67,3 баррелей за 1 унцию золота, отражая сложную ситуацию в мировой экономике и политике.

Данные Всемирного золотого совета (WGC) по состоянию на 28 ноября 2025 г. показали прирост запасов золота в биржевых ETF на 12,3 тонн до 3 927,5 тонн. Прирост инвестиций в золотые ETF наблюдался во всех регионах. Прирост запасов золота в биржевых ETF с начала года составил 708,4 тонн (+22% г/г), с начала ноября запасы увеличились на 46,5 тонн.

Текущая неделя может пройти под знаком продолжения роста либо некоторой консолидации на рынке золота. "Бычья" техническая картинка указывает на возможное продолжение роста до уровней сопротивления \$4 337 - 4 382 за унцию. При этом постепенное исключение влияния на рынок технических факторов может постепенно снизить импульс покупок, что потенциально приведет к тестированию уровней поддержки \$4 207 - 4 167 за унцию.

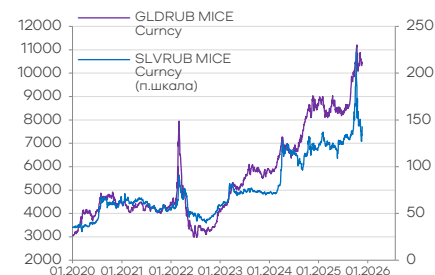
Рынок серебра завершил ноябрь и открыл зиму резким ростом цен. Стоимость февральских фьючерсов на серебро (CME) на прошедшей неделе выросла от \$51,0 за унцию до \$57,6 за унцию. Соотношение цен между золотом и серебром (gold/silver ratio) резко упало до 74,0 (среднее значение за 5 лет - 84,77, за 20 лет - 68,95). В Шанхае стоимость серебра на бирже SGE выросла к \$55,7 за унцию.

Резкому росту цен способствует увеличение дефицита необремененного серебра на лондонском рынке, который растет в связи с ростом инвестиционного спроса в серебряных ETF. Общие запасы серебра под управлением биржевых фондов в октябре достигли 139 млн унций (4 323,4 тонн).

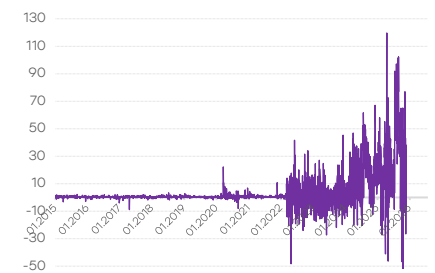
Впервые резкий дефицит серебра на мировом рынке обозначился в октябре, когда рост спроса в Индии пересекся с ростом спроса в серебряных биржевых фондах, что привело к росту цен на серебро до \$53,8 за унцию. В результате дефицит на лондонском рынке восполнился переброской около 1 000 тонн металла из США и Китая. Запасы LBMA в октябре выросли до 844 млн унций (26 250 тонн) против 790 млн унций (24 570 тонн) в сентябре.

По данным Metals Focus, импорт серебра в Индию за первые 10 месяцев 2025 г. превысил 170 млн унций (5 287,5 тонн), что на 20% ниже, чем в аналогичный период 2024 г. Однако в последние месяцы наблюдался рост импорта. Резкий рост спроса на серебро в Индии, вероятнее всего, связан с ростом инвестиционного спроса в биржевых фондах, запасы металла под управлением которых в октябре 2025 г. достигли около 43 млн унций (1 337 тонн). Кроме того, в стране по-прежнему высокое потребление ювелирных и столовых изделий из серебра.

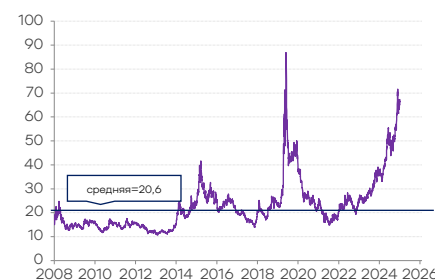
Структурный дефицит серебра на мировом рынке вновь отразился в ценах в середине ноября. Стоимость серебра в ноябре вновь превысила \$54,0 за унцию. В ответ на рост цен



Спрэд активный фьючерс COMEX - LONDON FIX PM



Стоимость нефти в унциях золота (отражает сколько баррелей нефти можно купить за 1 унцию золота)



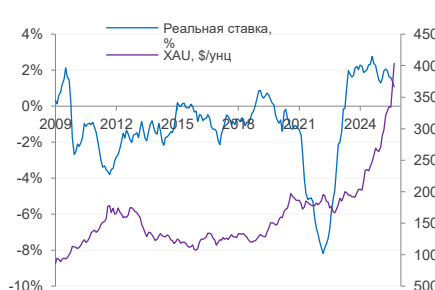
Макроэкономические показатели

	ВВП, г/г	Инфляция, %	Безработица, %
США	2,1%	3,0%	4,4%
ЕС	1,4%	2,1%	6,3%
Великобритания	1,3%	3,6%	5,0%
Япония	1,1%	3,0%	2,6%
Китай	4,8%	0,2%	5,1%
Индия	8,2%	0,25%	5,2%
Россия	0,6%	7,7%	2,1%
Бразилия	2,2%	4,7%	5,4%

Предстоящие заседания центробанков

	Текущая ставка, %	Дата предстоящего заседания	Ожидаемая ставка, %
ФРС США	3,75-4,0%	10/12	3,50-3,75%
ЕЦБ	2,0-2,15%	18/12	2,0-2,15%
Банк Англии	4,0%	18/12	3,75%
Банк Японии	0,50%	19/12	0,50%
НБК	3,0%	20/12	3,0%
ЦБ РФ	16,5%	19/12	16,0%

Реальная процентная ставка в США и цены золота



со складов COMEX в Лондон было отправлено еще 7,6 млн унций металла (236 тонн), в результате чего общие запасы серебра в США сократились до 462 млн унций (14 370 тонн) - самого низкого уровня с марта 2025 г.

Приближение экспирации декабрьского фьючерса на серебро предварительно привело к выводу под поставку 8 305 контрактов, что в сумме составляет около 41,525 млн унций или 1 291,5 тонн металла. В совокупности с переносом позиций в более ликвидный мартовский контракт это способствовало резкому росту цен до \$58,6 за унцию в начале нового месяца.

Ситуацию усугубило снижение доступных запасов серебра в Китае, который много лет подряд накапливал вторичное и попутное серебро от рециклирования и производства цветных металлов. Экспорт серебра в октябре из Китая составил 660 тонн, что понизило биржевые запасы серебра в стране до многолетнего минимума - около 1 235 тонн.

Наряду с наблюдаемым в Китае после отмены льгот по НДС при покупке золота ростом внутреннего ювелирного спроса на серебро и ростом промышленного потребления, это ограничивает доступные к экспорту объемы серебра. Восполнение биржевых запасов серебра, по оценкам китайских аналитиков, может занять около 2-х месяцев. Запасы внебиржевого серебра в стране также сократились из-за падения производства и высокого потребления.

Производство серебра в Китае в 2024 г., по данным SMM, составило 1 276,1 тонн, из которых добыча составила 976 тонн, а переработка - 300 тонн. Это значительно ниже показателя 2022 г., когда Китай произвел 4 581,6 тонн серебра (включая 2 600 тонн добытого и 1 981,6 тонн переработанного).

Значительный рост цен на металл, по наблюдению Heraeus, уже привел к сокращению использования серебра в солнечных батареях в пользу меди, алюминия или никеля, что не обязательно влияет на качество солнечных элементов и модулей. Общее промышленное потребление в 2025 г., по оценке Metals Focus, упадет на 2,2% г/г до 665 тонн.

Совокупные запасы серебра в мире в 2024 г. оценивались в 78 млн унций (2 426 тонн). Совокупное сокращение запасов серебра за последние 15 лет может составить около 580 млн унций (18 040 тонн). Дефицит серебра по итогам 2025 г. оценивается в 295 млн унций (9 175,5 тонн) с учетом инвестиционного спроса в ETF.

В среднесрочной перспективе рынок серебра остается под влиянием растущих факторов, а техническая картина остается крайне "бычьей" и может усиливать растущий тренд.

Ближайшими уровнями поддержки выглядят \$56,8-54,48-52,0 за унцию, ближайшими уровнями сопротивления - \$58,6-60,0-63,25 за унцию.

Денежно-кредитная политика центральных банков

Баланс ФРС США по состоянию на 26 ноября 2025 г. сократился до \$6,602 трлн (-\$17,3 млрд к предыдущей неделе, -\$0,363 трлн к уровню по состоянию на 27 ноября 2024 г.).

С 1 декабря 2025 г. ФРС завершила программу сокращения баланса (QT). Дальнейшее постепенное погашение портфеля MBS будет компенсироваться покупкой векселей Минфина США. Ожидается, что в 2026 г. ФРС постепенно перейдет к расширению баланса, которое, однако, не будет носить стимулирующий характер.

Риторика представителей ФРС с момента выступления главы ФРБ Нью-Йорка Уильямса в прошлую пятницу носила "голубиный" настрой. В отсутствие какого-либо сопротивления со стороны "ястребиной" части FOMC рынок резко повысил вероятность снижения процентной ставки в декабре. Кроме того, вполне вероятно повторное снижение процентной ставки в январе 2026 г.

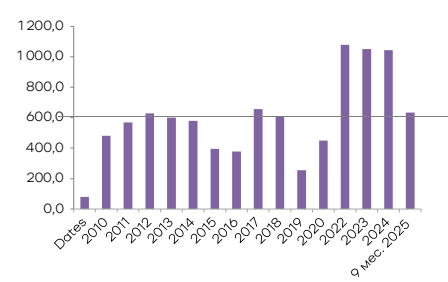
Цены фьючерсов CME FedWatch свидетельствуют, что с вероятностью 87,6% на декабрьском заседании регулятор снизит процентную ставку на 0,25% до 3,5-3,75%, а с вероятностью 12,4% оставит ставку без изменений на текущем уровне. В январе 2026 г. с вероятностью 67,5% ожидается снижение процентной ставки до 3,5-3,75%. Следующее снижение до 3,25-3,5% ожидается в апреле 2026 г.

Банк Японии рассмотрит "за и против" повышения процентных ставок на декабрьском заседании по вопросам денежно-кредитной политики. Опасения по поводу резкого ослабления иены возвращаются, а политическое давление в пользу сохранения ставок на низком уровне ослабевает. Ужесточение денежно-кредитной политики Банка Японии может вызвать дополнительное ослабление курса доллара США.

Курс российской валюты на прошедшей неделе укрепился до 77,7 рублей за доллар США на фоне геополитических новостей.

Данные Росстата РФ показали рост цен с 18 по 24 ноября на 0,14% после повышения на 0,11% в предыдущую неделю. С начала месяца цены выросли на 0,4%, с начала года - на 5,23%, годовая инфляция оценивается в 6,97%.

Покупки золота центральными банками в резервы по данным МВФ, WGC, в тоннах

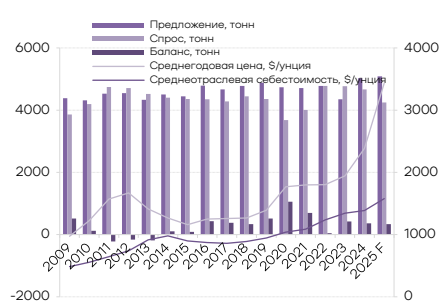


Ежемесячное поступление средств в золотые биржевые ETF по данным WGC, тонн



Баланс мирового рынка золота по данным WGC, расчеты Уралсиб, в тоннах

Ноябрь 2025	2023	2024	2025 F
Мировое предложение	4 349,0	5 029,0	5 087,0
В т.ч добыча	3 640,0	3 661,0	3 694,0
Мировое потребление	4 769,0	4 669,0	4 246,0
Ювелирное	2 206,0	2 011,0	1 696,0
Промышленное	305,0	326,0	332,0
Инвестиционное	1 207,0	1 191,0	1 218,0
Центральные банки	1 050,8	1 086,0	1 000,0
ETF	-244,3	-7,0	500,0
Баланс	419,0	366,0	340,0



Баланс мирового рынка серебра по данным The Silver Institute и Metals Focus, расчеты Уралсиб, в млн унций

Ноябрь 2025	2023	2024	2025 F
Мировое производство	998,0	1 009,0	1 022,0
Добыча	811	813	813
Рециклирование	185	194	197
Мировое потребление	1 208,0	1 160,0	1 117,0
Ювелирное	201	207	199
Промышленное	657	680	665
Инвестиционное	255	189	182
ETF	-38	62	200
Баланс	-173	-213	-295

Цены на драгоценные металлы в рублевом эквиваленте в прошедший период выросли под влиянием роста мировых цен. Укрепление курса российской валюты замедляло рост цен.

Спотовые рынки драгоценных металлов

Спрос на спотовом рынке золота в Азии на прошедшей неделе стабилизировался на фоне геополитической напряженности. В Индии по состоянию на 28 ноября дисконт при покупке золота составил -\$8,4 за унцию (премия +\$34,9 унцию на 21 ноября). Внутренние цены на золото на прошедшей неделе упали на 0,5%.

По состоянию на 28 ноября премия при покупке золота в Китае составила +\$9,4 за унцию (премия +\$4,8 за унцию на 21 ноября). Стоимость золота на SGE на прошлой неделе была на \$54,5 за унцию ниже лондонских цен. Оптовый спрос на SGE в ноябре упал на 57,5% к октябрьскому уровню. Розничный спрос оставался высоким на фоне геополитической напряженности и снижения фондового рынка.

Прогнозы и ожидания

Долгосрочный растущий тренд на рынках золота и серебра продолжается. В динамике курса рубля пока сохраняется долгосрочная тенденция на ослабление.

Ожидания и прогнозы по трендовой модели

	последнее*	2 кв 25	3 кв 25	4 кв 25 F	2024 (средняя)	2025 (средняя) F	2026 (средняя) F
Золото (Лондон), \$/oz. t	4 222,6	3 282,0	3 457,0	4 156,0	2 387,9	3 438,1	4 433,8
Серебро (Лондон), \$/oz. t	57,03	33,59	39,39	51,12	28,25	39,01	54,51
Курс ЦБ РФ	78,2284	80,83	80,62	79,86	92,55	83,65	83,44

*обычно London FIX PM последней торговой сессии

Последние прогнозы цен на золото от инвестиционных банков

	2025 (средняя)	2026 (средняя)	Комментарий	Дата прогноза
Deutsche Bank	\$3 291	\$4 450 (\$3 950 - \$4 950)	\$5 150 в 2027 г.	26 ноября 2025
UBS		\$4 500	К середине 2026 г.	20 ноября 2025
Scotiabank	\$3 450	\$3 800		17 ноября 2025
Morgan Stanley		\$4 500		14 ноября 2025
Saxo Bank		\$5 000 \$65 (серебро)	В течение следующих 12 месяцев	10 ноября 2025
JP Morgan	\$3 468	\$4 753	Ожидается рост цен в среднем до \$5 200 - 5 300 к концу 2026	14 ноября 2025
HSBC	\$3 455	\$4 600	\$4 600 к концу 2025	17 октября 2025
ANZ	\$3 494	\$4 445	\$4 400 к концу 2025 и \$4 600 к июню 2026	16 октября 2025
Bank of America	\$3 352	\$4 438	\$5 000 в 2026	13 октября 2025
Societe Generale			\$5 000 к концу 2026	13 октября 2025
Standart Chartered		\$4 488		13 октября 2025
Goldman Sachs	\$3 400	\$4 525	\$4 900 к декабрю 2026	7 октября 2025
Commerzbank	\$4 000		\$4 200 к концу 2026	7 октября 2025
City Research	\$3 400	\$3 250		29 сентября 2025

Источник: Reuters

Банк Уралсиб © 2025

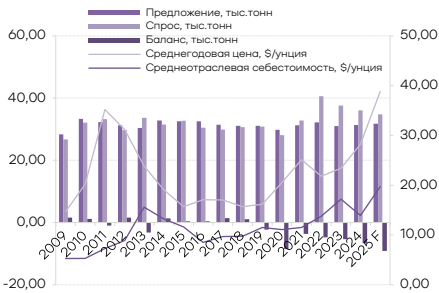
DISCLAIMER: This communication is purely of an informative nature and cannot be considered as an offer or an invitation to make an offer or an investment recommendation, forecast, professional advice or advertisement unless expressly stated in a given message and/or its attachments.

Neither Financial Corporation URALSIB nor URALSIB Bank – Financial Services can accept responsibility for the accuracy or completeness of this communication. Any views expressed by an individual in this communication do not necessarily reflect views of Financial Corporation URALSIB or URALSIB Bank or URALSIB Broker.

ОГРАНИЧЕНИЕ ОТВЕТСТВЕННОСТИ:

Содержащаяся в настоящем материале информация носит исключительно информационный характер, и ни при каких обстоятельствах не может быть использована или рассматриваться как оферта, приглашение делать оферты или как рекомендация к принятию инвестиционных решений, не является прогнозом событий, профессиональным советом или рекламой, если иное прямо не указано в настоящем сообщении и/или любых приложениях к нему. Несанкционированное использование, раскрытие, копирование, распространение либо иные действия или бездействие в отношении данного сообщения запрещены и могут быть незаконными.

ПАО «Банк УРАЛСИБ» не принимают на себя ответственности за достоверность и полноту содержащейся в данном сообщении информации. Любые взгляды, выраженные в данном сообщении указанными в нем лицами, являются мнениями такого лица и не обязательно отражают позицию или мнение ПАО «Банк УРАЛСИБ» и ООО «УРАЛСИБ Брокер».



Контактные данные Управления операций с драгметаллами

+7 495 788 61 76 МОНЕТЫ

+7 495 788 08 88 СЛИТКИ

gold@uralsib.ru