

# Metals Focus

## ЗОЛОТО 2016



100g  
fine gold  
999,9  
CHI  
ESSAYEUR  
FONDEUR

# Metals Focus

## ЗОЛОТО 2016

### АВТОРЫ ИССЛЕДОВАНИЯ

Philip Newman  
Nikos Kavalis  
Philip Klapwijk  
Neil Meader  
Oliver Heathman  
Junlu Liang  
George Coles  
Peter Ryan  
Simon Yau, Гонконг  
Elvis Chou, Тайбэй  
Chirag Sheth, Мумбаи  
Çagdas Küçükemiroglu, Стамбул  
Yiyi Gao, Шанхай  
Madeleine Hinton  
Ayako Furuno

### ПРИ УЧАСТИИ

Издание на английском  
языке:

Charles de Meester  
Carmen Eleta  
Neelan Patel  
Jadwiga Zajac  
Lisa Mitchell

Издание на русском  
языке:

Александр Лопатников  
Михаил Лесков  
Маргарита Андреева  
Анна Белоусова  
Оксана Громова



Unit T, Reliance Wharf, 2-10 Hertford Road, London, N1 5ET  
Telephone: +44 20 3301 6510, Email: [info@metalsfocus.com](mailto:info@metalsfocus.com)  
Bloomberg chat: IB MFOCUS  
[www.metalsfocus.com](http://www.metalsfocus.com)  
ISBN : 978-0-9935876-0-3



119180, г. Москва, 1-ый Хвостов пер., 11а  
Тел.: +7 (495) 795-24-50  
Email: [aar@american-appraisal.com](mailto:aar@american-appraisal.com)  
[www.american-appraisal.ru](http://www.american-appraisal.ru)

# Metals Focus

Компания Metals Focus — один из мировых лидеров в области консультирования на рынке драгоценных металлов. Мы специализируемся на исследованиях глобальных рынков золота, серебра, платины и палладия, регулярно выпускаем отчеты, прогнозы цен и отраслевую аналитику, а также оказываем консультационные услуги по запросам клиентов.

Высокое качество работы Metals Focus обеспечивается за счет сочетания профессиональных аналитических исследований и посещений предприятий отрасли, результаты которых ложатся в основу публикуемых нами прогнозов и консультирования. Наши аналитики регулярно встречаются с участниками крупнейших рынков металлов из компаний всей отраслевой цепочки от производителей до конечных потребителей, получая из первых рук уникальную информацию для наших отчетов.

## ААР

ААР входит в число ведущих компаний – консультантов для предприятий горно-металлургического сектора России, Казахстана и других стран СНГ. Исследования и аналитика, которые мы предоставляем нашим клиентам, помогают им принимать важнейшие инвестиционные решения.

Развивая традиции «НБЛзолото» и American Appraisal и используя уникальный опыт, накопленный нашими специалистами более чем за 20 лет работы на рынке, мы продолжаем расширять спектр консультационных и аналитических услуг для геологоразведочных и горных компаний, работающих в сегменте добычи золота.

При поддержке



[www.gokhran.ru](http://www.gokhran.ru)

Золотые спонсоры российского  
издания обзора ЗОЛОТО 2016



[www.krastsvetmet.ru](http://www.krastsvetmet.ru)



[www.lanta.ru](http://www.lanta.ru)



[www.gold.org](http://www.gold.org)



[www.arlan.ru](http://www.arlan.ru)



[www.gazprombank.ru](http://www.gazprombank.ru)

## Авторские права

---

Компания METALS FOCUS и все упомянутые в данной публикации, как участвовавшие в ее подготовке или соавторы, обладают правами или лицензиями на интеллектуальную собственность в отношении данного обзора. Данный обзор защищен законодательством и соглашениями по защите авторских прав на территории всех стран мира. Все авторские права закреплены за правообладателями.

Организациям или частным лицам запрещается без согласия METALS FOCUS копировать или передавать документ целиком или его части, включая отдельные таблицы и иллюстрации, в том числе запрещены фотокопирование и сохранение в электронном или ином виде. При предоставлении доступа к отчету в электронном виде нашим официальным подписчикам, только пользователь, являющийся обладателем соответствующей лицензии на данное издание, может сохранить на своем компьютере электронную копию данного обзора. Дополнительные лицензии можно приобрести, связавшись с нами.

Несанкционированное тиражирование, передача, распечатка, копирование или скачивание на компьютер в электронном виде (кроме оговоренных случаев) данного обзора или его частей является нарушением лицензионных условий, и может повлечь ответственность в соответствии с гражданским или уголовным кодексом.

## Ограничение ответственности

---

Несмотря на то, что мы стараемся обеспечить максимальную точность информации, содержащейся в данном обзоре, информация предоставляется без каких-либо гарантий, условий, или обязательств в отношении ее точности, полноты или надежности. Данный обзор не может быть истолкован как рекомендация или предложение о покупке или продаже драгоценных металлов, содержащей их продукции, сырьевых товаров, ценных бумаг или финансовых инструментов. В случаях, когда подобное разрешено действующим законодательством, METALS FOCUS, соавторы, и третьи стороны, сотрудничающие с METALS FOCUS, исключают следующее:

Принятие любых условий предоставления услуг, обязательств и прочих условий, которые не оговорены действующим порядком регулирования, общим законодательством, или законодательством о рынке ценных бумаг. Любую ответственность за прямые или косвенные убытки или ущерб причиненный частным лицам или организациям, прочитавшим данный отчет или полагавшимся на содержащуюся в нем информацию, включая (без каких-либо ограничений) потери дохода или выручки, потери бизнеса, потери прибыли или отношений с контрагентами, отсутствие ожидавшейся экономии, репутационный ущерб, как в результате недолжного исполнения обязательств (включая небрежность), нарушения контрактных обязательств или по иным причинам, включая случаи, которые можно было предвидеть заранее.

# Содержание

<b>1. Основные выводы</b>	<b>8</b>
Введение <b>8</b> Баланс спроса и предложения в 2015 <b>10</b>	
Предложение золота в 2015 <b>10</b> Спрос на золото в 2015 <b>11</b>	
<b>2. Прогноз состояния рынка и цены</b>	<b>13</b>
Введение <b>13</b> Прогноз предложения <b>15</b> Прогноз спроса <b>16</b>	
<b>3. Добыча золота и хеджирование производителями</b>	<b>18</b>
Добыча золота <b>18</b> Затраты на производство золота <b>26</b>	
Запасы и ресурсы золота <b>29</b> Капитальные затраты и геологоразведка <b>30</b>	
Активность компаний сектора <b>32</b> Хеджирование производителями золота <b>33</b>	
<b>4. Государственный сектор</b>	<b>35</b>
Покупки и продажи государственного сектора <b>35</b>	
Займы, предоставляемые государственным сектором <b>38</b>	
<b>5. Инвестиции</b>	<b>39</b>
Введение <b>39</b> Активность институциональных инвесторов <b>42</b>	
Инвестиции в физическое золото <b>47</b>	
<b>6. Металлическое золото в обращении</b>	<b>52</b>
<b>7. Приложения</b>	<b>57</b>

# Таблицы

Баланс предложения и спроса на мировом рынке золота	<b>8</b>	Запасы золота в государственном секторе	<b>36</b>
20 крупнейших стран-производителей золота	<b>19</b>	Годовой оборот на основных товарных биржах	<b>42</b>
20 крупнейших золотодобывающих компаний мира	<b>20</b>	Инвестиции в физическое золото	<b>46</b>
Добыча золота	<b>22</b>	Инвестиции в физическое золото — покупки слитков и монет	<b>47</b>
Затраты на производство золота	<b>26</b>	Прогноз инвестиций в физическое золото	<b>48</b>
Запасы и ресурсы золота в мире	<b>29</b>	Производство медалей и негосударственных памятных и коллекционных золотых монет	<b>49</b>
Структура хеджирования производителями	<b>33</b>	Производство государственных золотых монет	<b>49</b>





Аффинаж всех драгоценных металлов  
в промышленных масштабах.

Переработка минерального  
и вторичного сырья.



Сотрудничество со 192 недропользователями из 18 регионов  
России и зарубежными партнерами из 17 стран мира.

# ЧЕТВЕРТЬ ВЕКА НАДЕЖНЫЙ ПАРТНЕР ДЛЯ БИЗНЕСА И ЧАСТНЫХ ЛИЦ

- ✓ **Обезличенные металлические счета**
- ✓ **Инвестиционные и памятные монеты**
- ✓ **Открытие счета корпоративным клиентам за 30 минут**
- ✓ **Беззалоговые овердрафты**
- ✓ **Слитки драгоценных металлов: продажа и покупка**
- ✓ **Маржинальная торговля и хеджирование**

## ВЫБИРАЙТЕ СТАБИЛЬНОСТЬ!

- **«А+»** по национальной шкале – подтвержденный рейтинг банка
- Стабильно входит в **топ-5 лидеров** рынка драгметаллов
- Ланта-Банк финансирует ОАО «Русские Самоцветы» - **лидирующее предприятие** ювелирной промышленности
- Ланта-Банк – сооснователь ОАО «Высочайший», входящего в **топ-8 золотодобывающих предприятий** России



**(495) 957-00-00**  
**WWW.LANTA.RU**

**(495) 959-35-54**  
ОТДЕЛ ПО РАБОТЕ  
С ДРАГОЦЕННЫМИ МЕТАЛЛАМИ



# Глава 1

– По мнению Metals Focus с восстановлением котировок золота в начале 2016 г. завершился «медвежий» период ценового цикла. К концу текущего года цена может вырасти до 1 350 долл./унц.

– В 2015 г. добыча золота увеличилась на 2% до рекордного значения в 3 211 т. Однако, сокращение объемов переработки лома ювелирных изделий и хеджирование производителей превысили прирост добычи.

– Ослабление спроса на золото в ювелирной промышленности и других отраслях, сокращение покупок металла в государственном секторе привели к снижению общего спроса на 2%.

## Основные выводы

### Введение

Для цены на золото начало этого года стало самым удачным с 2008 г. Смена ожиданий относительно изменения процентных ставок в США, распространение политики отрицательных процентных ставок и турбулентность на рынке акций привели к оживлению интереса институциональных инвесторов к золоту. Результатом этого стал приток инвестиций в ETF-фонды, фьючерсы, опционы и внебиржевые финансовые инструменты. Мы полагаем, что эти перемены могут означать завершение «медвежьего» периода ценового цикла на рынке золота, начавшегося в конце 2011 г., в ходе которого цена на золото к декабрю 2015 г. снизилась на 45% по отношению к пиковому значению сентября 2011 г. Почти все это время профессиональные инвесторы относились к инвестициям в золото либо равнодушно, либо негативно.

Подобные настроения преобладали на рынке золота и в 2015 г. Ожидания первого с 2006 г. повышения процентных ставок в США на фоне снижения ставок в других странах поддерживали американский доллар, ухудшая прогнозы для рынка золота.

### Баланс предложения и спроса на мировом рынке золота

	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016П	2015	2016
<b>Тонны</b>									
<b>Предложение</b>									
Добыча	2 765	2 849	2 938	3 074	3 153	3 211	3 197	2%	0%
Переработка лома драгоценных металлов	1 532	1 674	1 659	1 266	1 202	1 127	1 118	-6%	-1%
Предложение за счет хеджирования	-	32	-	-	106	9	10	-91%	8%
<b>ИТОГО предложение</b>	<b>4 297</b>	<b>4 555</b>	<b>4 597</b>	<b>4 340</b>	<b>4 462</b>	<b>4 348</b>	<b>4 325</b>	<b>-3%</b>	<b>-1%</b>
<b>Спрос</b>									
Потребление в ювелирной промышленности	2 094	2 164	2 180	2 728	2 503	2 439	2 420	-3%	-1%
Промышленное потребление*	411	385	364	351	349	334	323	-4%	-3%
Нетто-инвестиции в физическое золото	1 118	1 380	1 283	1 700	1 008	1 021	1 036	1%	2%
Нетто-хеджирование производителями	118	-	47	28	-	-	-	na	na
Нетто-покупки центральными банками	104	516	582	646	584	566	490	-3%	-13%
<b>ИТОГО спрос</b>	<b>3 846</b>	<b>4 445</b>	<b>4 456</b>	<b>5 452</b>	<b>4 443</b>	<b>4 359</b>	<b>4 269</b>	<b>-2%</b>	<b>-2%</b>
<b>Баланс спроса и предложения</b>	<b>450</b>	<b>110</b>	<b>141</b>	<b>-1 112</b>	<b>19</b>	<b>-12</b>	<b>56</b>	<b>na</b>	<b>na</b>
Нетто-инвестиций в фонды ETF	421	239	307	-916	-185	-134	400	-28%	na
Баланс за вычетом ETF	30	-128	-166	-197	204	122	-344	-40%	na
Цена на золото (долл. США / унц.)	1 225	1 572	1 669	1 411	1 266	1 160	1 200	-8%	3%

\*Кроме ювелирной промышленности. Источник: Metals Focus

## Вероятность повышения учетной ставки исходя из данных рынка облигаций на даты разных заседаний ФРС (FOMC)



\* Вероятность в процентах, основанная на ценах на гособлигации

Источник: Bloomberg

Общее снижение цен на сырьевые товары и рост интереса институциональных инвесторов к рынку акций также не способствовали улучшению перспектив золота. Периоды укрепления цены на него были краткосрочными, и даже тогда активность на рынке оставалась ограниченной. Оживление розничных инвестиций в золото на рынках некоторых стран чаще следовало за резкими колебаниями цен, а не являлось их источником. В целом за год объем инвестиций в физическое золото в мире почти не изменился, существенный рост был на рынках западных стран и в Китае, инвестиции на остальных рынках падали.

Фундаментальные факторы слабо поддерживали цену на золото. Потребление в ювелирной промышленности вновь незначительно сократилось, наибольший спад зафиксирован в Китае. Объемы покупки центральными банками оставались высокими, но ниже, чем в предыдущем году. В целом небольшое сокращение спроса на золото в мире было в прошлом году сбалансировано снижением предложения, упали объемы переработки лома ювелирных изделий и хеджирования золотодобывающими компаниями. Баланс спроса и предложения на рынке золота сохраняется уже второй год подряд.

Цена на золото в течение 2015 г. продолжала снижаться. Избыточный спрос, сформировавшийся за период бума на рынке, сошел на нет еще в 2013 и 2014 гг. Поэтому потенциал для дальнейшего роста продаж золота в 2015 г. оставался ограниченным. В результате, минимальная цена на золото в 1 046 долл./унц. в 2015 г. оказалась всего на 8% ниже, чем максимум 2014 г.

Мы с оптимизмом смотрим на динамику цены на золото до конца года и ожидаем, что в 4-м квартале ее максимум составит 1 350 долл./унц. В краткосрочной перспективе тактические продажи золота возможны. Однако, заметно изменившиеся ожидания рынка относительно будущего золота будут поддерживать рост покупок. Несмотря на недавний значительный приток инвестиций в золото, на рынке сохраняется серьезный потенциал для новых покупок. Эти выводы основаны на нашем представлении о перспективах развития мировой экономики и глобальных рынков. Мы давно полагали, что процентные ставки в США будут расти медленно, и считаем, что к концу года их увеличение не превысит 1%. По нашему мнению, доллар США продолжит укрепляться и вырастет до нового максимума по отношению к другим валютам, который, при этом, будет лишь незначительно выше прошлогоднего.

Повышение цены на золото, по нашему мнению, не окажет существенного воздействия на фундаментальные факторы, определяющие спрос/предложение на него. Рост спроса на рынках, чувствительных к цене на золото, начинается с низких отметок, поэтому вряд ли стоит ожидать его нового ослабления. Более того, снижение спроса, вызывающее падение цены на золото, будет частично компенсироваться покупками потребителей в расчете на последующий ее рост.

## Соотношение спроса и предложения



Источник: Metals Focus, Bloomberg

## Баланс спроса и предложения на рынке в 2015 году

Анализ рынка золота показывает, что он и в прошлом году оставался хорошо сбалансированным: спрос превысил предложение всего на 12 т. Снижение предложения не идет в сравнение с объемом продаж ETF фондами, которые в прошлом году достигли 134 т. При этом резкое сокращение нетто-длинных позиций инвесторов в золотые фьючерсы на бирже Comex свидетельствует о том, что наш баланс спроса и предложения на рынке физического золота учитывает не все нетто-продажи металла. Наличие этого дополнительного источника металла может означать, что покупки золота были гораздо выше, чем следует из нашего анализа. Этот факт удивляет, поскольку по нашей информации, инвесторы вряд ли были крупными нетто-продавцами золота на внебиржевом рынке. Можно предположить, что покупки золота в слитках на рынке совершали некие институциональные инвесторы — частные компании, государственные или квази-государственные организации.

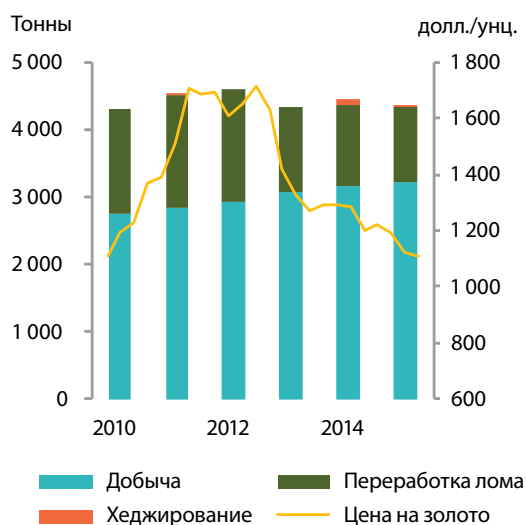
## Предложение золота в 2015 году

В 2015 г. **добыча золота** выросла на 1,8% и достигла нового рекордного значения в 3 211 т. При этом продолжающееся замедление темпа прироста добычи говорит о снижении влияния новых рудников, введенных в период бума на рынке, на объем предложения. Анализ отдельных рудников показывает, что наибольший прирост добычи дали те несколько из них, где добыча началась в 2014 г. Наибольшее влияние оказали рудники Cerro Negro в Аргентине, Eleonore в Канаде, и Otjikoto в Намибии, которые вместе добавили 22 т золота. Значительный прирост добычи в прошлом году был достигнут за счет производства попутного золота на медных рудниках. Наибольший вклад внес рудник Batu Hijau в Индонезии, где добыча выросла в 9 раз до 21 т. Прирост добычи также обеспечило расширение рудников Salobo в Бразилии и Оуу Tolgoi в Монголии. При этом даже низкие цены на золото в долларах не привели к падению объемов добычи, поскольку внедрение программ по сокращению затрат позволило избежать массового закрытия рудников. Снижения курсов национальных валют и более низкие цены на нефть способствовали тому, что полные затраты (all-in-sustaining costs) золотодобывающих компаний снизились на 8% по сравнению с 2014 г. и в среднем составили 897 долл. на унцию.

В течение 2015 г. **хеджирование производителями** увеличивало предложение. Однако объем нетто-предложения составил всего 9 т и слабо повлиял на рынок. Восстановление цены на золото в конце июля вызвало всплеск активности на рынке хеджирования, который впоследствии был компенсирован поставками по открытым ранее позициям.

Объем переработки лома ювелирных изделий в 2015 г. сократился на 6% и составил 1 127 т, что почти на треть меньше рекордного значения 2011 г. Это снижение, совпавшее с падением цены на золото на 8%, маскирует заметные различия между разными рынками. Например, Турция укрепила позиции мирового лидера по переработке лома ювелирных изделий,

## Предложение (в мире)



Источник: Metals Focus, Bloomberg

нарастив на фоне рекордного роста цены на золото в местной валюте объемы переработки на 35%. Если исключить Турцию, снижение общемировых объемов превысит 11%. Отчасти это стало реакцией чувствительных к цене развивающихся рынков Азии, особенно Китая и Индии, причем в Индии эффект усилил рост объемов обмена ювелирных изделий. Ощутимое уменьшение предложения «околорыночного» золота стало главной причиной сокращения объемов переработки лома ювелирных изделий в странах Северной Америки и Европы, снижение объемов в Европе было меньшим за счет устойчивых цен на золото в евро.

## Спрос на золото в 2015 году

В прошлом году потребление золота в **ювелирной промышленности** продолжало снижаться, хотя размер снижения –3% оказался меньше, чем в 2014 г. Как и прежде, наибольшие потери связаны с Китаем, где замедление роста национальной экономики ослабило потребительскую уверенность. Снижение спроса было также вызвано изменением предпочтений потребителей, как в сегменте ювелирных изделий, так и в сегменте неювелирных товаров-заменителей. Следующим по размеру было падение спроса в России, Турции и большинстве стран Персидского Залива. Во многих из них основными факторами стало ухудшение состояния национальных экономик, падение курсов валют и геополитическая напряженность. Уменьшение спроса в этих странах вызвало сокращение объемов производства в европейской ювелирной промышленности на 3% и привело к падению экспорта ювелирных изделий из Италии.

В ряде стран в прошлом году потребление росло. В Индии после небольшого восстановления в 2014 г. потребление в прошлом году выросло на 6% до максимального за последние 5 лет уровня. Основными факторами стали устойчивый рост ВВП и стремление потребителей к выгодным покупкам в период низких цен. В США на продажи ювелирной продукции положительно повлиял возврат некоторых розничных продавцов к каратному золоту, из-за чего они выросли после снижения цены на золото, а также повышение маржи продаж этих изделий. Другая картина наблюдалась в странах Европы, где негативное влияние на потребление ювелирных изделий продолжали оказывать экономическая неопределенность и продолжающаяся конкуренция с другими потребительскими товарами, брендовыми серебряными украшениями и бижутерией.

После значительного падения в 2014 г., объем инвестиций в **физическое золото** в 2015 г. увеличился на 1% и достиг 1 021 т. Большую часть прироста обеспечил Китай, хотя нужно отметить, что повышение произошло на фоне относительно низкого показателя 2014 г. Максимум роста на китайском рынке пришелся на 2-е полугодие, когда волатильность местного рынка акций и неожиданная девальвация курса юаня, привели к росту спроса на надежные активы. В странах Европы и Северной Америки в 2015 г. инвестиции в золото также увеличились, но по иным причинам. В Европе интерес инвесторов к золоту вызвали растущие опасения по поводу курса евро в результате политики денежного



## Спрос (в мире)



Source: Metals Focus, Bloomberg

стимулирования, объявленной ЕЦБ и перспектив долгового рынка в Греции в середине года. Восстановление спроса в США, напротив, в значительной мере связано со снижением цены на золото летом 2015 г.

Однако далеко не все складывалось хорошо для рынка золота в прошлом году. Например, в Индии объем инвестиций в золото падает второй год подряд. Их привлекательность снижается из-за ожиданий уменьшения цены на золото в будущем и роста доверия к национальному рынку акций. Спрос также упал в странах Ближнего Востока, в первую очередь в Турции, где он пострадал от ухудшения состояния экономики, роста цен на золото в национальной валюте и сохраняющейся геополитической напряженности.

Спрос на золото со стороны **промышленности** в прошлом году снизился на 4%, падая уже пятый год подряд. Наибольшее снижение спроса отмечено в электронике за счет резкого падения розничных продаж, особенно на развивающихся рынках, а также тенденции к уменьшению удельного расхода золота и его замещению другими металлами при производстве ключевых электронных изделий. Переход на более дешевые материалы вызвал в прошлом году дальнейшее сокращение спроса на золото в стоматологии. Несмотря на положительную динамику на двух крупнейших рынках — в Индии и Италии — меньше золота стали использовать для декоративных и иных промышленных применений, в том числе в связи с падением продаж позолоченных украшений.

Несмотря на то, что объем нетто-закупок золота **в государственном секторе** сократился на 3% и составил 566 т, в прошлом году он оставался одним из крупных потребителей. Как и в предыдущие годы, основные покупки приходились на страны, представляющие развивающиеся экономики, центральные банки (ЦБ) которых диверсифицировали структуру своих золотовалютных резервов, где преобладают активы, номинированные в долларах США. Основными покупателями выступили центральные банки Китая и России. В частности, в июле 2015 г. Народный Банк Китая подтвердил, что с 2009 г., не афишируя свои покупки, приобретает золото, и к концу июня 2015 г. увеличил запасы металла на 604 т. Позднее ЦБ Китая начал публиковать более своевременную статистику покупок золота, согласно которой во втором полугодии прошлого года официальные запасы золота в Китае выросли еще на 104 т.