

Обзор рынка золота

Тенденции, тренды и перспективы его развития

Актанов Амир
Главный аналитик Департамента Торговых Идей
a.aktanov@halykfinance.kz

Июль 2025 г.

Уважаемый клиент,

Данный обзор предлагает анализ текущего состояния рынка золота, выделяя тренды, причины роста его стоимости, перспективы дальнейшего развития и наше мнение относительно будущего уровня цен. Не секрет, что геополитические сдвиги 2022 года заставили иначе посмотреть на традиционно защитный актив, и бенефициаром судьбоносных перемен в мире выступило золото, которое, несмотря на заметный рост, всё ещё продолжает штурмовать новые рекордные вершины. Известно, что на протяжении 2024 года золото 40 раз переписывало новые абсолютные исторические максимумы и 26 раз в первом полугодии 2025 года.

Золото растёт с 2023 года и в прошлом году отметились новыми вершинами в условиях рекордного роста индексов по всему миру, которые зафиксировали впечатляющие темпы подъёма. Подобное на рынке наблюдалось в 2019 году, когда при росте индекса S&P 500 на 29% золото выросло в стоимости на 19%, а уже в следующем году переписало новые исторические максимумы в самый пик пандемии COVID-19, когда американские индексы столкнулись с рекордными темпами падения.

Текущий рост золота в большей степени был связан с рекордными покупками металла со стороны мировых центробанков, которые на протяжении пятнадцати лет кряду являются нетто-покупателями металла и в течение трёх лет подряд поддерживают покупки золота свыше 1 000 тонн в год. В большей степени в покупках преуспели регуляторы развивающихся рынков, главным образом Китай, который на протяжении последних лет распродал казначейские облигации США и наращивает позицию по золоту. Кроме того, после шоков 2022 года на повестку дня стал вопрос диверсификации резервов, и физический актив стал фаворитом среди инвесторов, активизировавших вложения в металл, который не может быть изъят.

Приведя в пример аналогии прошлого, можно отметить, что риски непредсказуемых будущих потрясений на рынке, которые участились в последние годы, по нашему мнению, должны поддерживать сохранение высокого интереса к золоту. Несмотря на факт того, что рынок акций США в настоящий момент переписал новые вершины, покупательские настроения на Уолл-стрит доминировали не на всём протяжении года. В феврале-апреле биржи США захлестнули рекордные распродажи, а индекс S&P 500 перешёл на «медвежью» территорию (падение с локальных максимумов более чем на 20%). Это, в свою очередь, хотя и привело в моменте к падению стоимости золота, однако в дальнейшем драгоценный металл продемонстрировал свои защитные свойства и после кратковременного снижения возобновил подъём, отметившись устойчивостью к потрясениям.

Принимая во внимание возвращение индексов к рекордным вершинам и с учётом сохраняющейся геополитической напряжённости в мире, мы ожидаем, что во второй половине года на биржи может вернуться волатильность, а это, в свою очередь, может позитивно отразиться на котировках золота. В приведённом обзоре мы делимся перспективами на остаток года, а также своим мнением относительно того, как инвестор может обратить текущие тренды на рынке золота себе на пользу.

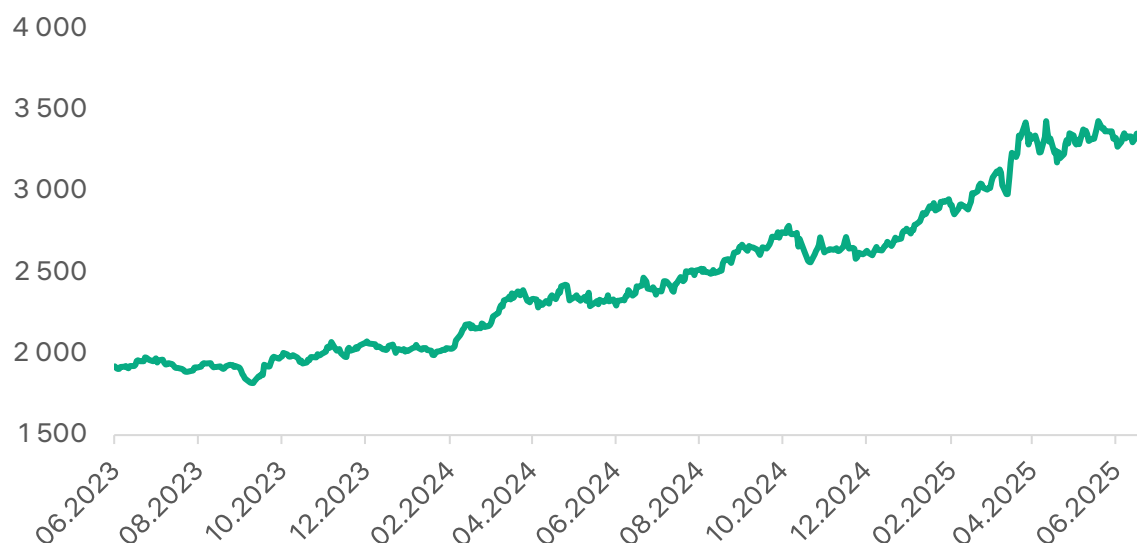
С учетом впечатляющего ралли с начала года мы **ожидаем сдержанный потенциал роста от текущих уровней и** выносим **«нейтральную»** рекомендацию по металлу. Несмотря на отдельные крайне оптимистичные оценки по золоту, мы не считаем, что текущие уровни по золоту могут быть достаточно интересны инвесторам. В большей степени это касается долевого инструмента золотодобывающих корпораций, которые с начала года показали впечатляющие темпы роста и значительно опередили темпы подъёма стоимости базового актива.

Несмотря на небольшую коррекцию с годовых максимумов, популярные игроки отрасли находятся в восходящем тренде и, исходя из 12-месячных прогнозных оценок экспертов, на сегодняшний день некоторые из них имеют ограниченный потенциал роста. С учётом вышеизложенного мы

рекомендуем выкупать акции золотодобывающих корпораций на их падениях. Золото подходит как инструмент хеджирования и диверсификации для портфеля инвестиций, так как слабо коррелирует с другими активами. В последние годы интерес к металлу остаётся стабильно высоким, и мы ожидаем сохранения данной тенденции, что может послужить «попутным ветром» для котировок защитного актива.

Золото после ралли 2023–2024 гг. продолжило дорожать и выросло с начала года на 29%, переписав ряд значимых рекордов. Эскалация конфликта на Ближнем Востоке в июне отправила котировки золота к абсолютным историческим максимумам. В результате вооруженного конфликта между Ираном и Израилем золото выросло до \$3 432 за тройскую унцию и обновило максимум, достигнутый в мае 2025 года. Тем не менее защитный актив по мере деэскалации конфликта в регионе скорректировался в стоимости до \$3 300 за тройскую унцию и к настоящему моменту торгуется у границ \$3 400 за тройскую унцию. Дополнительную поддержку золоту также оказывают не только активные покупки металла со стороны мировых центробанков, но и ослабление курса доллара США. Долларовый индекс DXY снизился накануне до 3.5-летних минимумов и ослаб с начала года на 10%. С учетом впечатляющего ралли с начала года мы ожидаем сдержанный потенциал роста от текущего уровня цен и выносим «нейтральную» рекомендацию по металлу.

Рисунок 1: Динамика изменения стоимости золота, \$/тройская унция



Источник: Bloomberg

Цены на золото штурмуют новые максимумы. Основным хедлайнером последних лет остаётся золото, которое, несмотря на высокие темпы роста стоимости, продолжает штурмовать новые максимумы, побуждая аналитиков на регулярной основе пересматривать свои прогнозные цели по металлу на будущее.

Восходящий тренд по золоту зародился в последней четверти 2023 года. В ноябре этого же года драгоценный металл впервые в истории завершил месяц выше \$2 000 за тройскую унцию и в декабре 2023 года переписал новые максимумы. Несмотря на рост стоимости базового актива, инвесторы не спешили вкладываться в акции золотодобывающих корпораций.

Одной из причин более медленного роста курса их бумаг аналитики связывали с тем, что большая часть инвесторов выражала скептицизм в отношении перспектив золота закрепиться на уровнях выше \$2 000 за тройскую унцию на продолжительный срок времени. Однако по мере понимания того, что золото способно удивить, инвесторы активизировали повышенный интерес к котировкам

золотодобывающих корпораций, которые нагнали и следом перегнали рост стоимости базового актива.

В 2023 году золото подорожало на 13.1% и ускорило восходящую динамику в прошлом году, подорожав сразу на 27.2%. В текущем году золото впервые в истории закрылось выше психологического уровня в \$3 000 за тройскую унцию и выросло с начала года более чем на 29% до границ \$3 400 за тройскую унцию. Текущий уровень цен на \$30–40 меньше рекордных максимумов, которые были достигнуты в мае и в июне на фоне обострения геополитической напряжённости на Ближнем Востоке. Даже с учётом данного коррекционного движения золото в долларовом выражении обеспечило инвесторам более высокую доходность, чем другие классы активов в валюте, и в первом полугодии 2025 года 26 раз обновляло новые вершины (40 раз в 2024 году).

Тренды

Активные покупки золота со стороны мировых ЦБ. С 2022 года мировые центробанки продолжают активно скупать золото. По данным World Gold Council, мировые регуляторы в 2024 году приобрели 1 086 тонн золота (+3.3%), что впервые в истории стало **третьим годом подряд**, когда объёмы покупок металла превышали уровень 1 000 тонн. Доля ЦБ в покупках золота в общем объёме спроса на металл в прошлом году выросла до 21.8% в сравнении с 5.4% в 2020 году и 9.6% в 2021 году (см. таблицу №1).

С 2022 года мировые центробанки продолжают активно скупать золото. Хотя объёмы покупок металла в текущем году меньше высокой базы прошлого года, они продолжают существенно превышать объёмы приобретения золота прошлых лет. К примеру, в период с 2010–2021 гг. средний годовой объём покупок золота составлял 473 тонны, что более чем в два раза меньше объёмов покупок на сегодняшний день.

Примечательно, что мировые ЦБ являются нетто-покупателями золота на протяжении 15 лет подряд. В первом квартале 2025 года спрос на золото со стороны ЦБ составил 243.7 тонны в сравнении с 309.9 тонны годом ранее. Замедление покупок золота со стороны регуляторов было прогнозируемым, и прошлый год показал, что высокие цены на металл сдерживают их покупки. К примеру, в 2024 году мировые ЦБ приобрели 1 086 тонн золота в сравнении с 1 080 тоннами и 1 050.8 тоннами в 2022–2023 гг.

Таблица 1. Покупки золота со стороны мировых ЦБ

	Единица измерения	2019	2020	2021	2022	2023	2024	LTM
Спрос со стороны мировых ЦБ	тонн	605	255	450	1 080	1 051	1 086	1 020
Средняя стоимость золота	\$/тройская унция	1 393	1 770	1 799	1 800	1 941	2 386	3 176
Итого спрос на золото (включая сделки ОТС)	тонн	4 888	4 739	4 703	4 768	4 951	4 988	5 000
Доля ЦБ в мировом спросе	%	12.4%	5.4%	9.6%	22.7%	21.2%	21.8%	20.4%

Источник: World Gold Council

Средняя стоимость золота в 2024 году составляла \$2 386 за тройскую унцию, против \$1 800 за тройскую унцию в 2022 году и \$1 941 за тройскую унцию в 2023 году. Текущие цены на золото на уровне выше \$3 400 за тройскую унцию привели к тому, что объёмы покупок металла мировыми ЦБ в первом квартале 2025 года снизились более чем на 21%, что стало первым снижением в первом квартале с 2022 года.

Диверсификация резервов. Тем не менее центробанки сохраняют приверженность золоту, несмотря на снижение объёмов покупок металла. Не секрет, что геополитические сдвиги заставили обратить внимание на традиционно защитный актив. После заморозки российских активов на сумму более чем \$300 млрд в 2022 году по причине начала военных действий между Россией и Украиной мировые центробанки получили сигнал о необходимости диверсификации своих резервов в пользу физических активов, которые не могут быть изъяты. В большей степени в покупках преуспели ЦБ

развивающихся стран, в особенности Китай, отношения которого с США значительно ухудшились в последние годы, главным образом в период первого правления Дональда Трампа.

В проведённом исследовании организации WGC (World Gold Council), большинство респондентов (73%) прогнозируют умеренное или значительное сокращение доли доллара США в мировых резервах в течение следующих пяти лет, свидетельствуют данные опроса (см. рис. №2). При этом 95% участников опроса прогнозируют, что доля золота в резервах мировых ЦБ увеличится в 2025 году, что выше результатов прошлых лет: 2024 г. (81%), 2023 г. (71%), 2022 г. (61%).

Респонденты полагают, что основными бенефициарами ротации из доллара США в другие классы активов станут золото, евро и юань. К слову, курс валютной пары EUR/USD накануне вырос до многолетних максимумов до 1.18 (+14% с начала года), а сам доллар США к корзине основных мировых валют с начала года ослаб более чем на 10%.

Таблица 2. Опрос WGC: Какая доля общих резервов (иностранной валюты и золота) будет выражена в золоте в следующие 5 лет? (ответ умеренно выше)

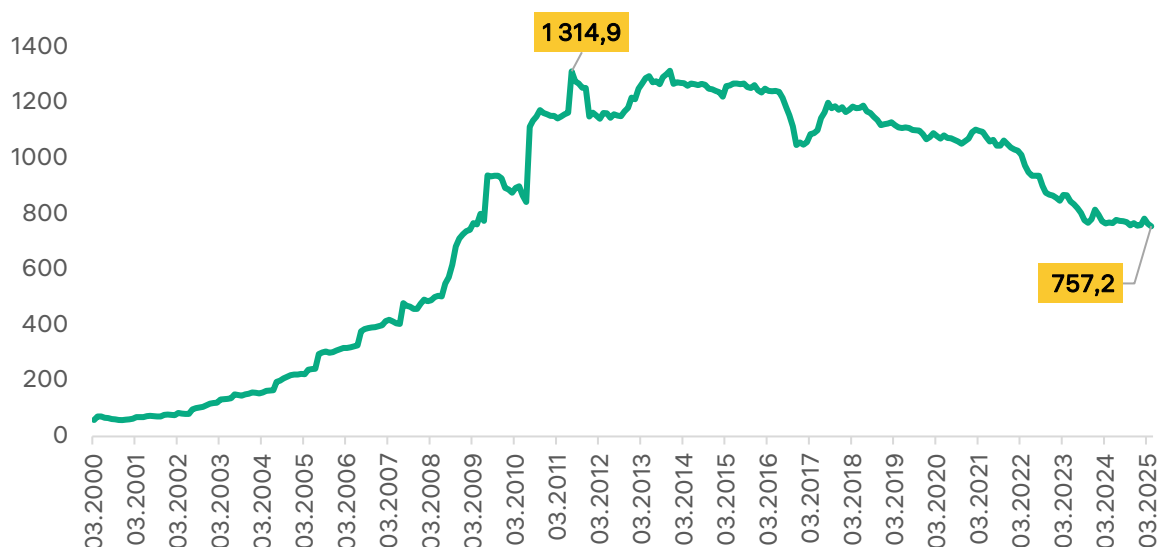
	2022	2023	2024	2025
Значительно ниже	4%	5%	6%	6%
Умеренно ниже	20%	3%	7%	1%
Без изменений	30%	29%	18%	17%
Умеренно выше	46%	59%	66%	72%
Значительно выше	0%	3%	3%	4%

Источник: World Gold Council

В лидерах роста покупок металла со стороны регулятора преимущественно выступают центробанки развивающихся стран, которые в условиях падения цен на казначейские облигации США и усиления геополитических рисков предпочитают вкладываться в защитный металл. Как отмечалось прежде, больше всех в покупках преуспел Китай, чьи отношения с США ухудшились вследствие торговых войн и взаимных обвинений.

Китай меняет структуру резервов. Несмотря на снижение объёмов покупок металла со стороны ЦБ в 2025 году, Китай продолжает наращивать золото и в январе-мае 2025 года приобрёл 16.8 тонн металла в сравнении с объёмом покупок в 44 тонны и 225 тонн соответственно в предыдущие два года. Переизбрание Дональда Трампа на пост президента США негативным образом сказывается на отношениях между странами. Напомним, что в период своего прошлого правления Трамп пошёл на эскалацию американо-китайских отношений, развязав торговую войну против КНР.

Рисунок 2. Казначейские облигации США в резервах КНР, \$ млрд



Источник: Bloomberg

КНР распродаёт US Treasuries и наращивает покупки золота. В новых условиях Пекин перешёл к покупкам золота, избавляясь от казначейских облигаций США, причем распродажи американского государственного долга приобрели характер стабильного и устойчивого тренда, который сохраняется не один год. За последние восемь лет в семи случаях Китай избавлялся от государственного долга США.

Так, к примеру, объём владения Китаем казначейских облигаций США в апреле 2025 года снизился до минимума с февраля 2009 года и составил \$757.2 млрд. На пиках ноября 2013 года КНР владела US Treasuries в объёме \$1 317 млрд, и с максимумов объём владений снизился сразу на 42%. Если прежде Китай был активным покупателем государственного долга США (с 2010–2010 гг. Пекин приобрёл US Treasuries на сумму 1 160 млрд), то в год победы Дональда Трампа на президентских выборах в США в 2016 году объём владения US Treasuries КНР снизился сразу на \$187.7 млрд, что является максимальным снижением за рассматриваемый период (с 2000 года) и выше, чем в 2022 году (–\$173 млрд).

Пик торговой напряженности между странами пришелся на 2018–2019 гг., и суммарно за первый президентский срок Трампа Китай приобрел золота в объеме 186 тонн. Отдельно в 2022 году Китай купил 62 тонны металла (распродал US Treasuries на \$173 млрд) и нарастил покупки до 225 тонн золота в 2023 году (распродал US Treasuries на \$51 млрд). В прошлом году данная тенденция сохранилась. Поднебесная приобрела 44 тонны золота и сократила свои владения американского государственного долга на \$57 млрд.

Таблица 3. Изменение объёмов золота и US Treasuries в резервах КНР по годам, \$ млрд/тонн

	Единица измерения	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	УТМ
Казначейские облигации США	\$	1.8	-187.7	126.5	-60.6	-54.4	2.4	-32	-173.2	-50.8	-57.3	-1.8
Золото	Тонн	708.2	80.2	0.0	10.0	95.8	0.0	0.0	62.2	224.9	44.2	16.8

Источник: Bloomberg

ЦБ развивающихся рынков – лидеры по объёмам покупок золота. Основной рост спроса на золото со стороны мировых центробанков исходил прежде всего от регуляторов развивающихся стран. Помимо Китая в последние годы серьёзный интерес к защитному активу демонстрировали Индия, набирающая обороты в Европе — Польша, а также Турция и Кипр. С 2018 года Индия приобрела 321.5 тонн металла и отдельно 72.6 тонн золота в 2024 году (третий показатель в прошлом году).

Рисунок 3. Крупнейшие покупатели (продавцы) золота за 2024 г., тонн



Источник: World Gold Council

Рисунок 4. Крупнейшие покупатели (продавцы) золота за 5М2025 г., тонн



Польский фактор. Активные покупки Польши продолжаются в последние годы. В 2023 году ею было приобретено сразу 130 тонн металла, что не только стало рекордным объёмом приобретения с момента начала сбора статистики, но и превзошло уровень 2019 года, когда были приобретены

беспрецедентные 100 тонн. В 2024 году Польша купила 89.5 тонн золота и ещё 67.2 тонн защитного металла в январе-мае 2025 года. Таким образом, за неполные 2.5 года Варшава нарастила золотовалютные резервы (ЗВР) сразу на 287 тонн и стала лидером по покупкам золота среди европейских центробанков.

В лидерах роста покупок металла в январе-мае 2025 года оказались (см. рис. №4) практически те же страны, что и лидеры по итогам января-мая 2025 года. Как уже отмечалось прежде, Польша нарастила покупки до 67.2 тонн, следом расположились Турция (23.5 тонн), Азербайджан (18.7 тонн), Китай (16.8 тонн) и Казахстан (14.7 тонн).

Казахстан прежде являлся активным покупателем золота, наращивая покупки металла на протяжении одиннадцати лет подряд. За период 2011–2021 гг. включительно республика приобрела более 335 тонн металла. Всё изменилось в период 2022–2024 гг., когда Казахстан реализовывал драгоценный металл с целью диверсификации резервов. В 2022–2023 гг. Казахстан распродал 50.7 тонн и 57.4 тонн золота соответственно. В прошлом году продажи золота сократились до 10.2 тонн, а в первые пять месяцев 2025 года Казахстан, напротив, стал нетто-покупателем золота, нарастив покупки до 14.7 тонн, восстановив частично «похудевшие» резервы ЗВР.

Всё ещё невысокая доля золота в резервах мировых ЦБ. Несмотря на высокие объёмы покупок металла со стороны мировых ЦБ, доля золота в резервах накоплений у мировых центробанков составляет 21.8%, что в два раза меньше исторического значения в 40%. Невысокая доля золота в ЗВР открывает потенциал для дальнейшего наращивания активов в золоте со стороны мировых регуляторов, которые могут использовать защитный актив в качестве хеджа от множества рисков.

Например, у Китая, который в последние годы занимался активным приобретением металла, доля золота в резервах составляет всего 6.7%, что существенно меньше, чем у развитых стран мира (США — 79%, Германия — 78%, Италия — 74%, Франция — 75%). На наш взгляд, сохранение тренда по диверсификации резервов прежде всего со стороны центробанков развивающихся стран мира выступят поддержкой для золота.

Таблица 4. Доля золота в резервах мировых ЦБ

	Тонны	Доля в резервах
США	8 133.5	78.5%
Германия	3 350.3	77.6%
МВФ	2 814.0	-
Италия	2 451.8	74.4%
Франция	2 437.0	75.1%
Россия	2 329.6	36.2%
Китай	2 296.4	6.7%
Швейцария	1 039.9	11.2%
Индия	879.6	13.2%
Япония	846.0	6.9%

Источник: World Gold Council

По состоянию на июль 2025 года крупнейшими держателями физического золота являлись США (8 113.5 тонн), Германия (3 350.3 тонн), Италия (2 451.8 тонн), Франция (2 437 тонн), Россия (2 329.6 тонн) и Китай (2 296.4 тонн). Их доля в общем мировом объеме держателей физического золота превышает 58%.

Наше мнение по покупкам золота со стороны ЦБ. Мы ожидаем, что мировые центробанки в условиях усиления геополитических и других рисков в 2025 году продолжат покупать золото, однако в годовом исчислении прогнозируем снижение покупок металла в большей степени за счёт высокой базы прошлого года (1 086 тонн) и, главное — рекордных цен на металл, установившихся в текущем году. Тем не менее, объёмы покупок металла всё же будут заметно превышать уровни приобретений до 2022 года.

Несмотря на высокую стоимость металла, мировые регуляторы, по нашим ожиданиям, сохранят приверженность диверсификации своих резервов, что положительно скажется на спросе на золото. Ослабление доллара США, геополитические риски, перспективы эскалации торговых войн между крупнейшими экономиками мира и другие факторы выступают поддержкой для сохранения интереса к защитному металлу.

Умеренный рост спроса на золото. Согласно данным World Gold Council (WGC), в первом квартале 2025 года спрос на золото увеличился на 1.0% до 1 206 тонн. Основным источником спроса на драгоценный металл является ювелирная промышленность, потребление которой в отчётном периоде сократилось сразу на 19.4% до 434 тонн во многом за счёт падения спроса на ювелирные украшения в Индии и в Китае.

Снижение спроса на продукцию ювелирной промышленности в главных странах, формирующих спрос. Резкое удорожание стоимости золота негативно сказывается на продажах ювелирных изделий в этих странах, которые выросли в стоимости вслед за ростом металла. Так, например, спрос на золото со стороны ювелирной промышленности в Китае в январе-марте 2025 года уменьшился сразу на 32% до 133 тонны, а в Индии упал на четверть до 71.4 тонны. В разбивке государств позитивная динамика роста потребления металла была зафиксирована лишь по немногим странам. Отдельно стоит выделить рост потребления золота в Саудовской Аравии до 11.5 тонн (+35%) и в Южной Корее до 4.1 тонн (+16.4%).

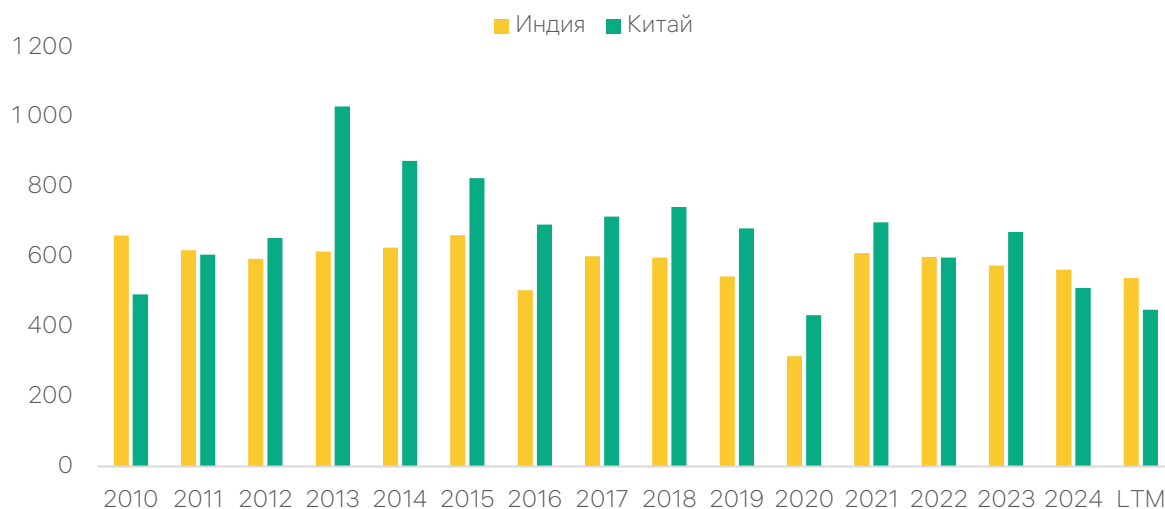
Таблица 5. Динамика спроса на золото, тонн

	2019	2020	2021	2022	2023	2024	LTM	1K25	1K24	Изм.
Ювелирная промышленность	2 151.8	1 323.7	2 247.4	2 228.3	2 206.0	2 012.2	1 907.6	434.0	538.5	-19.4%
Технологический сектор	332.7	309.0	337.2	314.8	305.2	326.3	326.5	80.5	80.2	0.3%
Электроника	268.6	255.3	278.7	257.7	248.7	270.8	271.8	67.0	66.0	1.5%
Прочие индустрии	50.1	41.9	47.1	46.8	47.1	46.5	45.9	11.3	11.9	-5.3%
Стоматология	13.9	11.9	11.4	10.3	9.4	8.9	8.8	2.1	2.3	-6.0%
Инвестиции	1 274.6	1 794.9	991.5	1 112.6	945.6	1 181.7	1 529.2	551.9	204.4	170.0%
Золотые слитки, монеты, медали	871.0	902.3	1 180.3	1 222.1	1 189.9	1 188.4	1 196.5	325.4	317.3	2.5%
Золотые слитки	583.6	542.7	810.9	802.2	781.8	861.8	892.6	257.6	226.8	13.6%
Монеты	220.7	290.4	284.4	320.9	293.5	201.1	180.3	45.2	66.0	-31.6%
Медали	66.8	69.1	84.9	98.9	114.6	125.6	123.6	22.6	24.6	-7.9%
Биржевые инвестиционные фонды (ETF)	403.6	892.5	-188.8	-109.5	-244.2	-6.8	332.7	226.5	-113.0	-300.5%
Центральные банки и прочие институты	605.4	254.9	450.1	1 080.0	1 050.8	1 086.0	1 019.7	243.7	309.9	-21.4%
Внебиржевые сделки OTC	523.4	1 056.6	677.3	32.3	443.3	381.7	216.5	-104.0	61.2	-269.8%
Итого спрос	4 887.9	4 739.2	4 703.5	4 768.0	4 950.9	4 987.8	4 999.5	1 206.0	1 194.2	1.0%

Источник: World Gold Council

Пиковый спрос на золото со стороны ювелирной промышленности пришёлся на 2021 год (2 247.4 тонн). Из них более чем 58% потребления обеспечили Индия и Китай. На сегодняшний день спрос на ювелирные изделия в этих странах продолжает снижаться и упал до многолетних минимумов. Например, спрос в Поднебесной в 2024 году снизился до 511.3 тонн, что более чем в два раза меньше пикового 2013 года (1 031.3 тонн) и локального максимума в 699.3 тонн, который был зафиксирован в 2021 году. В результате резкого снижения спроса в КНР в прошлом году сразу на 23.9%, спрос на ювелирные изделия в Индии в абсолютном значении впервые с 2011 года превысил спрос в Поднебесной (в 2022 году между странами установился практически паритет).

Рисунок 5. Спрос на золото со стороны ювелирной промышленности в Китае и в Индии, тонн



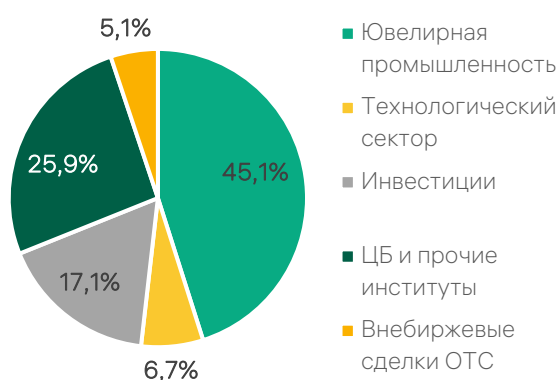
Источник: World Gold Council

Снижение спроса со стороны ювелирной промышленности в Китае и в Индии объясняется существенным удорожанием стоимости металла. К примеру, если взять во внимание пиковый спрос Поднебесной в 2013 году в объеме 1 031.3 тонн, средняя стоимость драгоценного металла в этот период составляла \$1 411 за тройскую унцию в сравнении с \$2 386.2 за тройскую унцию в 2024 году и текущим значением в \$3 300 за тройскую унцию.

Основную часть спроса на золото формирует ювелирная промышленность с долей в совокупном спросе в 45.1%. Следом двигателями спроса являются центробанки (25.9%) и блок инвестиции (17.1%), которые включают в себя золотые слитки, монеты, медали и инвестиции в биржевые инвестиционные фонды (ETF).

Спрос на золото со стороны внебиржевых сделок ОТС составляет всего 5.1% от совокупного спроса на металл, который в январе-марте 2025 года составил 1 206 тонн и почти в 5 000 тонн за последние 12 месяцев.

Рисунок 6. Структура спроса золота (3М2025 г.)



Источник: World Gold Council

Положительная динамика увеличения спроса была обеспечена притоком в золотые биржевые инвестиционные фонды (ETF), который позволил нивелировать негативный эффект от снижения спроса со стороны других источников потребления золота. В первом квартале 2025 года притоки в золотые ETF составили 226.5 тонн в сравнении с оттоком в 113 тонн в аналогичном периоде прошлого года. Стоит отметить, что это первый крупный приток в ETF с 2020 года.

Крупнейшие биржевые инвестиционные фонды физического золота наращивают объёмы владения металлом. По данным World Gold Council (WGC), биржевые инвестиционные фонды (ETF) нарастили в первом квартале 2025 года объёмы владения металлом сразу на 332.7 тонны или на 10.7%. Среди топ-10 крупнейших держателей физического золота сразу семь фондов увеличили позицию в золоте. Самым крупным держателем драгоценного металла является фонд SPDR Gold Shares, чья позиция в отчётном периоде выросла на 12.4% до 933.1 тонны. Другой популярный ETF iShares Gold Trust нарастил объём владения золотом на 9.8% до 424.8 тонны. С динамикой изменения объёмов владения золотом крупнейших ETF вы можете ознакомиться в таблице №6.

Таблица 6. Крупнейшие ETF владельцы физического золота на конец 1кв2025 г., тонн

№	Фонд	Страна	Тиккер	Объём владения	Изменение, % (г/г)
1	SPDR Gold Shares	США	GLD	933.1	12.4%
2	iShares Gold Trust	США	IAU	424.8	9.8%
3	iShares Physical Gold ETC	Великобритания	SGLN.L	215.1	5.9%
4	Invesco Physical Gold ETC	Великобритания	SGLD.L	203.9	-3.4%
5	Xetra-Gold	Германия	4GLDD.XD	174.3	-3.9%
6	SPDR Gold MiniShares Trust	США	GLDM	132.1	34.6%
7	Sprott Physical Gold Trust	США	PHYS	106.1	10.7%
8	Amundi Physical Gold ETC	Франция	GLDA.L	70.7	9.9%
9	Xtrackers IE Physical Gold ETC	Германия	XGDU.L	64.4	26.1%
10	Swisscanto CH Gold ETF EA CHF ₣	Швейцария	ZGLD.SW	63.6	-5.7%
Глобально по миру				3 445.3	10.7%

Источник: Respective ETP providers, Bloomberg, ICE Benchmark Administration, World Gold Council

SPDR Gold Shares — крупнейший в мире биржевой инвестиционный фонд, стоимость акции которого обеспечена золотом. Листинг на Нью-Йоркской фондовой бирже состоялся в ноябре 2004 года. Акции биржевого инвестиционного фонда также представлены на биржах Сингапура, Токио, Гонконга и Мексики. Фонд выделяется на фоне конкурентов не только самым высоким объёмом владения физическим золотом, но и самыми низкими комиссиями за управление.

С начала года котировки GLD выросли аналогичными с золотом темпами и прибавили более чем 29%, что оказалось ниже темпов роста биржевого инвестиционного фонда VanEck Gold Miners ETF — GDX (+56%), который включает в себя популярных производителей золота, а именно Newmont Corp (13%), Agnico Eagle Mines (11.9%), Wheaton Precious Metals Corp (8.0%), Barrick Mining Corp (7.2%) и другие.

Данный фонд управляется компанией State Street Global Advisors, которая является дочерней организацией компании State Street Corporation. Компания предлагает продукты и услуги по инвестиционному обслуживанию, в том числе депозитарное хранение, ссуды и лизинговое финансирование, аутсорсинг, управление портфелем и так далее.

iShares Gold Trust — второй после SPDR Gold Shares биржевой инвестиционный фонд по объёму владения физическим золотом. По данным World Gold Council (WGC), по состоянию на конец первого квартала компания владела 424.8 тоннами золота, что на 9.8% больше аналогичного периода прошлого года. Стоимость чистых активов фонда по состоянию на 21 июля 2025 года превышает \$48.8 млрд. С начала года котировки IAU выросли практически аналогичными темпами, что и золото и GLD, и прибавили за данный период более чем на 29%. Управляющим фонда является компания BlackRock Inc. Таким образом, можно заключить, что инвестирование в популярный биржевой инвестиционный фонд, включающий в себя популярных игроков отрасли, оказалось куда более выгодной инвестицией, чем инвестирование в сам базовый актив.

Прогнозы стоимости золота. Принимая во внимание заметный рост котировок золота с начала года (+29%), рынок пересмотрел в сторону роста прогнозный уровень цен по золоту, однако медианные и средние прогнозы на 2025 год по-прежнему находятся ниже текущего уровня цен. К примеру, при текущей стоимости золота в районе \$3 400 за тройскую унцию, медианные значения прогнозов на

2025–2026 гг. составляют \$3 155 и \$3 239 за тройскую унцию соответственно. Максимальные прогнозы стоимости золота на 2026–2027 гг. составляют \$4 150 и \$4 025 за тройскую унцию.

Таблица 7. Прогнозы стоимости золота, \$/тройская унция

	2025П	2026П	2027П	2028П	2029П
Форвард	3 301	3 587	3 728	3 879	4 073
Медиана	3 155	3 239	3 050	2 879	2 500
Среднее	3 168	3 262	3 056	2 886	2 804
Максимум	3 421	4 150	4 025	3 800	4 100
Минимум	2 709	2 463	2 175	2 023	1 975

Источник: World Gold Council

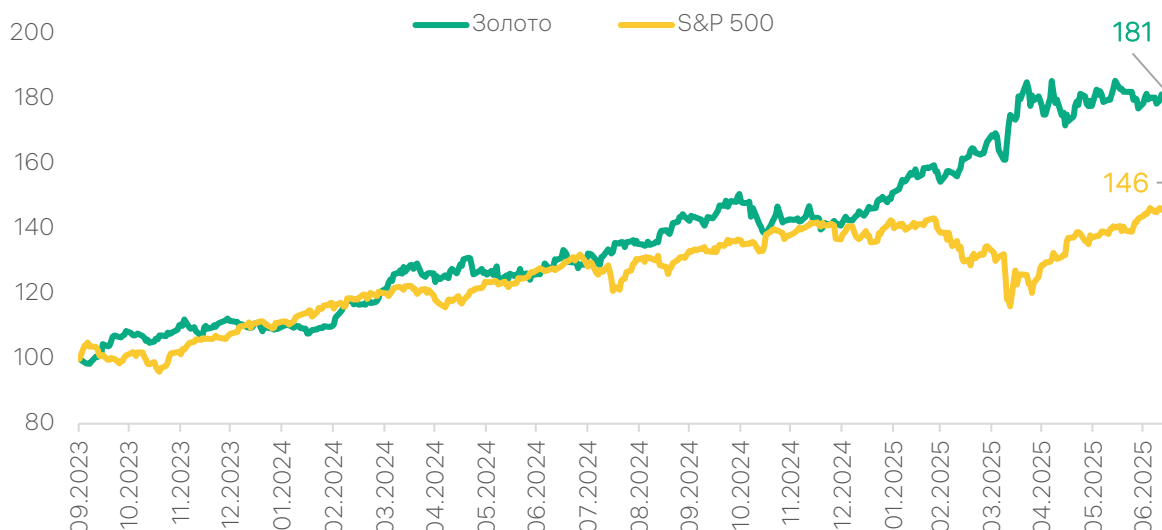
Чего ожидать во втором полугодии 2025 года. Перспективы дальнейшего ослабления курса доллара США ввиду некоторого снижения популярности американской валюты в вопросе диверсификации резервов наряду с сохраняющейся геополитической напряжённостью в мире продолжают оказывать поддержку золоту. Стоимость золота, на наш взгляд, уже в полной мере включает вышеуказанные факторы в текущую стоимость, однако ожидаемое снижение процентных ставок во второй половине года, а также сохраняющаяся геополитическая напряжённость в мире могут повлечь сохранение интереса к металлу.

Во второй половине текущего года, по ожиданиям рынка, ФРС США дважды снизит ставку темпами по 25 бп. Вероятнее всего, смягчение курса денежно-кредитной политики в США состоится на сентябрьской встрече американского регулятора. На сегодняшний день фьючерсы оценивают вероятность снижения ставки на четверть процентных пункта на уровне 56.2%, свидетельствуют данные CME FedWatch Tool.

«Бычьи» прогнозы World Gold Council указывают на перспективы удорожания металла ещё на 10–15% с текущих уровней, что потенциально может привести к тому, что золото по итогам года вырастет на 40%. Крайне оптимистичными в своих прогнозных оценках являются аналитики JPMorgan Chase, которые в своей недавней аналитической записке клиентам (2025 Mid-Year Outlook) ожидают, что цены на металл достигнут среднего значения в \$3 675 за тройскую унцию в четвёртом квартале 2025 года и превысят \$4 000 за тройскую унцию ко второму кварталу 2026 года.

Эксперты ведущего инвестиционного банка США аргументируют свои высокие оценки всё ещё сильным спросом на золото со стороны мировых центробанков и инвесторов. По их оценкам, мировые регуляторы в 2025 году обеспечат спрос на золото на уровне 900 тонн (1 086 тонн в 2024 году). JPMorgan Chase отмечает, что золото является наиболее оптимальным инструментом хеджирования от рисков стагнации, рецессии и непредсказуемой политики США, с которыми рынки столкнутся в 2025–2026 гг.

Рисунок 7. Сравнение S&P 500 и золота с 4кв2023 г.



Источник: Bloomberg

В случае вхождения экономик развитых стран в состояние рецессии аналитики инвестиционного банка особенно выделяют золото. Вдобавок дальнейшее ослабление курса доллара США может оказать поддержку золоту. Драгоценный металл имеет относительно высокую обратную корреляцию с индексом DXY, которая с начала 2011 года составила -0.493.

Таблица 8. Недельная корреляция золота и других классов активов с 2011 года

	Золото	S&P 500	DXY	EURO STOXX 50	Hang Seng
Золото	1.000	0.102	-0.493	0.010	0.146
S&P 500	0.102	1.000	-0.278	0.722	0.434
DXY	-0.493	-0.278	1.000	-0.166	-0.244
EURO STOXX 50	0.010	0.722	-0.166	1.000	0.507
Hang Seng	0.146	0.434	-0.244	0.507	1.000

Источник: Bloomberg

Золото и исламские финансы. Золото занимает особое место в исламских финансах, поскольку оно считается одним из двух рибави (ростовщических) товаров наряду с серебром. Это накладывает очень строгие правила на операции с ним, которые были кодифицированы в Шариатском стандарте № 57 от AAOIFI.

Основные правила стандарта AAOIFI № 57:

- **Немедленный расчет (спот-транзакция):** сделка по купле-продаже золота за валюту должна быть урегулирована немедленно («из рук в руки», или кабд). Это означает, что право собственности и оплата должны быть переданы в рамках одной торговой сессии. Этот принцип категорически запрещает фьючерсные контракты, форварды и большинство деривативов на золото, поскольку они предполагают отсроченную поставку;
- **Полное владение:** покупатель должен получить полное и безусловное право собственности на золото. Для инвестиционных продуктов это означает, что золото должно быть **физически обеспеченным и полностью распределенным (allocated)**. Это значит, что конкретные слитки с серийными номерами должны быть зарегистрированы на имя инвестора и храниться от его имени. «Нераспределенное» (unallocated) золото, где инвестор имеет лишь общее право требования на пул металла, не соответствует шариату;
- **Отсутствие долга:** золото нельзя покупать в кредит или с отсрочкой платежа.

Стандарт AAOIFI по золоту, хотя и кажется ограничительным, на самом деле стал мощным катализатором, который открыл современные, масштабируемые инвестиционные продукты в золоте для исламских инвесторов, выходя за рамки простых физических монет и слитков. До принятия

стандарта в 2016 году существовала значительная неопределенность (гарар) относительно соответствия шариату современных продуктов, таких как ETF или цифровые платформы. Стандарт предоставил окончательные разъяснения, особенно в отношении «конструктивного владения» (qabd hukmi).

Он уточнил, что владение сертификатом на конкретный, распределенный и доступный для поставки слитков золота равносильно физическому владению. Это разъяснение открыло двери для создания таких продуктов, как цифровые токены на золото (где каждый токен является правом требования на конкретный грамм распределенного золота) и ETF с физическим обеспечением, которые могут быть структурированы в соответствии с шариатом. Таким образом, стандарт не просто кодифицировал старые правила, но и интерпретировал их для современной финансовой системы, что непосредственно способствовало созданию продуктов, перечисленных в исследовании.

iShares Physical Gold ETC (Exchange Traded Commodity), представленный на рынке под тикерами IGLN, является одним из популярных и прямолинейных способов для инвесторов получить доступ к рынку физического золота. Этот финансовый инструмент отслеживает спотовую цену золота, предоставляя инвесторам возможность диверсифицировать свой портфель и защитить капитал от инфляционных рисков без необходимости физического владения слитками.

Наше мнение: С учетом впечатляющего ралли с начала года мы **ожидаем сдержанный потенциал роста от текущих цен** и выносим **«нейтральную»** рекомендацию по металлу. Несмотря на отдельные крайне оптимистичные оценки по золоту, мы не считаем, что текущие уровни по золоту могут быть достаточно интересны инвесторам. В большей степени это касается долевых инструментов золотодобывающих корпораций, которые с начала года показали впечатляющие темпы роста и значительно опередили темпы подъема стоимости базового актива и мировых индексов.

Несмотря на небольшую коррекцию с годовых максимумов, популярные игроки отрасли находятся в восходящем тренде, и исходя из 12-месячных прогнозных оценок экспертов, на сегодняшний день некоторые из них имеют ограниченный потенциал роста. С учётом вышеизложенного мы занимаем нейтральную позицию по золоту и рекомендуем выкупать акции золотодобывающих корпораций на их падениях.

В первую очередь это касается стабильных компаний, чьи производственные активы расположены в безопасных юрисдикциях, что лишает производителей золота рисков национализации месторождений, забастовок и других форм страновых рисков. В меньшей степени мы рекомендуем инвесторам анализировать также компании по значению показателю AISC, который отражает денежную стоимость издержек на извлечение металла. Чем меньше значение показателя, тем меньше компания несёт издержек и является более маржинальной. Наши прошлые инвестиционные идеи, показавшие высокие темпы роста с момента их публикации, канадские золотодобывающие компании Agnico Eagle Mines и Kinross Gold, в первую очередь были отобраны из группы горнодобывающих предприятий именно по этому параметру.

Таблица 9. Основные золотодобывающие компании мира

Компания	Тикер	Апса йд	Капит., млрд\$	Forw. P/E	PEG	EV/EBITDA	P/S	ROE	ROA	Beta	Див. Дох- ть
Newmont Corp	NEM US Equity	17%	64.5	11.8	0.6	5.7	3.4	16.9%	9.1%	0.8	1.7%
Agnico Eagle Mines Ltd	AEM US Equity	19%	59.7	17.4	0.9	11.3	6.7	11.4%	8.0%	0.6	-
Wheaton Precious Metals Corp	WPM US Equity	13%	40.4	37.7	2.6	34.7	27.7	8.5%	8.3%	0.7	-
Barrick Mining Corp	B US Equity	26%	35.7	8.4	0.3	5.9	2.7	9.7%	4.9%	0.7	1.9%
Franco-Nevada Corp	FNV US Equity	25%	29.8	29.4	2.1	27.3	24.3	10.2%	9.7%	0.5	-
Anglogold Ashanti Plc	AU US Equity	12%	23.7	8.0	-	6.0	3.5	19.4%	9.4%	0.8	3.4%
Gold Fields Ltd	GFI SJ EQUITY	6%	22.2	7.2	0.2	4.8	4.3	25.7%	13.6%	1.2	1.5%
Kinross Gold Corp	KGC US Equity	16%	18.9	11.0	1.3	4.7	3.4	18.1%	11.3%	0.8	0.8%
Zijin Mining Group Co Ltd H Share	2899 HK Equity	13%	71.7	10.5	0.6	8.8	1.6	27.4%	9.4%	0.9	-
Northern Star Resources Ltd	NST AU Equity	25%	15.4	12.7	0.3	6.9	3.4	10.8%	7.2%	0.9	3.0%

Источник: Bloomberg, Finviz

Эпоха золота. Одним из главных хедлайнеров сводок биржевых лент в последние годы является золото, которое ныне из некогда старомодного, консервативного актива преобразилось в любимый

актив для многих инвесторов. Ещё недавно, в эпоху впечатляющего роста котировок технологических гигантов, стабильный подъём стоимости драгоценного металла игнорировался или вовсе не замечался инвесторами, которые жаждали получать высокие доходности в самые короткие сроки.

Таким образом, золото не всегда пользовалось чрезмерным интересом среди розничных клиентов. Однако эпизоды резкого падения рынка, приведшие к потерям значимой части рыночной капитализации изрядно подорожавших историй (преимущественно из сектора IT), а также последствия геополитических сдвигов 2022 года привели к тому, что рынок пересмотрел инвестиционный потенциал металла.

Таблица 10. Динамика золота и мировых индексов с начала 2020 года

	17.07.2025	31.12.2019	Изменение
Gold	3 359.0	1 517.3	121.4%
S&P 500	6 297.4	3 230.8	94.9%
GDX	51.2	29.3	75.0%
Euro Stoxx 600	547.5	415.8	31.7%
FTSE 100	8 981.0	7 542.4	19.1%
Nikkei 225	39 819.1	23 656.6	68.3%
Hang Seng	24 825.7	28 189.8	-11.9%
Shanghai	3 534.5	3 050.1	15.9%

Источник: Bloomberg

Золото по мере дальнейшего роста популярности продолжает привлекать в свои ряды (через покупку физических слитков, ETF, акций золотодобывающих компаний и т. д.) всё большее число инвесторов. С 2020 года котировки драгоценного металла выросли на 121% (см. таб. №10) и по темпам роста опередили все главные мировые фондовые индексы. Как отмечалось прежде, тенденции ротации из доллара США, активные покупки золота со стороны мировых регуляторов, риски рецессии будут поддерживать интерес к металлу. С учётом впечатляющего роста золота с начала года, мы считаем, что текущие уровни по золоту не могут в достаточной мере быть интересны инвесторам, и, как уже отмечалось прежде, рекомендуем выкупать акции золотодобывающих корпораций на их падениях.

АО «Halyk Finance» (далее – HF), дочерняя организация АО «Народный банк Казахстана». Настоящая публикация носит исключительно информационный характер и не является предложением или попыткой со стороны HF купить, продать или вступить в иную сделку в отношении каких-либо ценных бумаг и иных финансовых инструментов, на которые в настоящей публикации может содержаться ссылка, предоставить какие-либо инвестиционные рекомендации или услуги. Указанные предложения могут быть направлены исключительно в соответствии с требованиями применимого законодательства. Настоящая публикация основана на информации, которую мы считаем надежной, однако мы не утверждаем, что все приведенные сведения абсолютно точны. Мы не несем ответственности за использование клиентами информации, содержащейся в настоящей публикации, а также за сделки и операции с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, упоминающимися в ней. Мы не берем на себя обязательство регулярно обновлять информацию, которая содержится в настоящей публикации или исправлять возможные неточности. HF, его аффилированные и должностные лица, партнеры и сотрудники, в том числе лица, участвующие в подготовке и выпуске этого материала и (или) члены их семьи, оставляют за собой право участвовать в сделках в отношении упоминающихся в настоящей публикации ценных бумаг и иных финансовых инструментов. АО «Halyk Finance» и (или) ее аффилированные лица осуществляют широкий спектр операций и предоставляют множество разных услуг на финансовых рынках, такие как услуги финансового консультирования, андеррайтинга, маркет-мейкера включая эмитентам, упомянутым в данном материале. Инвестиции в активы на финансовых рынках имеют высокую степень риска. При этом прошлая доходность не является показателем доходности инвестиций в будущем. Также отмечаем, что на ценные бумаги и иные финансовые инструменты, рассматриваемые в настоящей публикации и номинированные в иностранной валюте, могут оказывать влияние обменные курсы валют. Изменение обменных курсов валют может вызвать снижение стоимости инвестиций в указанные активы. Следует иметь в виду, что инвестирование в депозитарные расписки также подвержено риску изменения обменного курса валют. Инвесторы до принятия решения об участии в сделках с ценными бумагами и иными финансовыми инструментами, рассматриваемыми в настоящей публикации, должны проводить собственное исследование относительно надежности эмитентов данных ценных бумаг и иных финансовых инструментов.

Настоящая информация не предназначена для публичного распространения и не может быть воспроизведена, передана или опубликована, целиком или по частям, без предварительного письменного разрешения АО «Halyk Finance».

© 2025 г., все права защищены.

Департамент торговых идей

E-mail

dti@halykfinance.kz

Департамент продаж

E-mail

sales@halykfinance.kz

Адрес:

Halyk Finance
пр. Абая, 109 «В», 5 этаж
A05A1B9, Алматы, Республика Казахстан
Тел. +7 727 339 43 77
www.halykfinance.kz

Bloomberg
HLFN
Refinitiv
Halyk Finance
Factset
Halyk Finance
Capital IQ
Halyk Finance