

Торговля металлами: управление ценовыми рисками в условиях волатильного рынка

Июнь 2026 года



The better the question. The better the answer.
The better the world works.



Shape the future
with confidence



Содержание

Введение	3
Металлы и минералы эволюционируют из сырьевых товаров в стратегические активы, определяя структуру будущего спроса	4
Концентрация цепочек поставок и усиление экспортного контроля существенно повышают глобальные риски обеспечения критическими минералами	7
Волатильность закрепляется как структурная характеристика рынков металлов	10
Рост роли глобальных трейдеров усиливает конкуренцию и интеграцию рынков	12
Структурный сдвиг рынка торговли металлами: от непрозрачных сделок к финансовизации	14
Инструментарий управления ценовыми рисками типичный для энергетических рынков развивается на рынке металлов	16
Горнодобывающие компании постепенно смещают фокус с пассивного принятия цен к управлению рисками	17
Трейдинг и хеджирование на рынке металлов: риск или возможность для производителей Центральной Азии?	19
Контактная информация	21



Введение

Рынки металлов проходят структурную трансформацию: ключевые ресурсы – прежде всего медь, литий, никель, кобальт и РЗЭ – становятся стратегическими активами, критически важными для энергоперехода, цифровизации и энергетической безопасности.

Спрос на них демонстрирует устойчивый опережающий рост и, по прогнозам,кратно увеличится к 2040 году, что закрепляется на уровне государственной политики через инициативы по обеспечению доступа к критическим минералам.

При этом глобальные цепочки поставок остаются высококонцентрированными, особенно в сегменте переработки, что усиливает геополитические и операционные риски. Возможности быстрой диверсификации ограничены длительными инвестиционными циклами, что повышает значимость вторичной переработки и локализации цепочек создания стоимости.

Волатильность закрепляется как базовая характеристика рынка вследствие неэластичности предложения, геополитических факторов и логистических ограничений. Это требует от компаний перехода к проактивному управлению рисками, включая сценарное планирование и выборочное хеджирование.

Одновременно растёт роль глобальных трейдеров и финансовизация рынков, что повышает ликвидность, но усиливает влияние макроэкономических факторов на цены. В ответ горнодобывающие компании постепенно переходят от пассивного ценообразования к более активному управлению коммерческими и ценовыми рисками.

В долгосрочной перспективе ключевым фактором конкурентоспособности становится не только доступ к ресурсам, но и способность эффективно управлять волатильностью и интегрировать коммерческие и финансовые инструменты.

Для производителей Центральной Азии это создаёт значительные возможности, но и выявляет уязвимости, связанные с высокой зависимостью от отдельных рынков, логистики и ограниченным развитых инструментов управления рисками. Одним из ключевых факторов реализации потенциала региона может стать внедрение хеджирования, структурированных контрактов, диверсификации рынков и развития внутренних компетенций в области трейдинга и управления рисками.

Металлы и минералы эволюционируют из сырьевых товаров в стратегические активы, определяя структуру будущего спроса

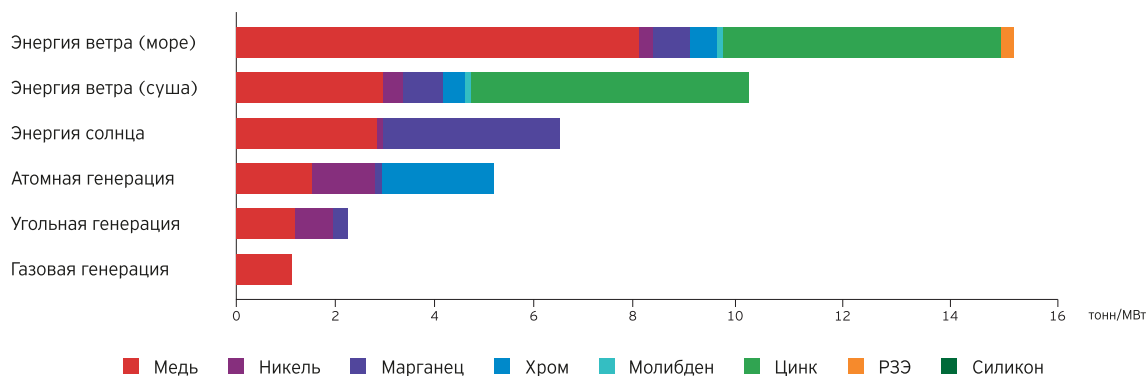
Глобальный энергопереход, обусловленный не только климатической повесткой, но и стремлением стран-импортеров энергетического сырья укрепить свою энергобезопасность, радикально повышает статус ряда металлов и минералов – от традиционных товарных категорий до стратегических активов, критически важных для экономики будущего.

По мере отказа от ископаемого топлива и роста электрификации энергетических систем спрос на ключевые металлы – медь, литий, никель, кобальт и редкоземельные элементы (РЗЭ) – стремительно увеличивается.

Согласно данным Международного энергетического агентства, в 2021–2024 годы мировой спрос на литий вырос на 115%, на никель – на 19%, на кобальт – на 18%, на РЗЭ – на 8%, на медь – на 7%¹.

Особое значение имеют РЗЭ – 17 минералов с уникальными магнитными и электронными свойствами, необходимыми для высокоэффективных магнитов (ветровые турбины, электродвигатели, электроника).

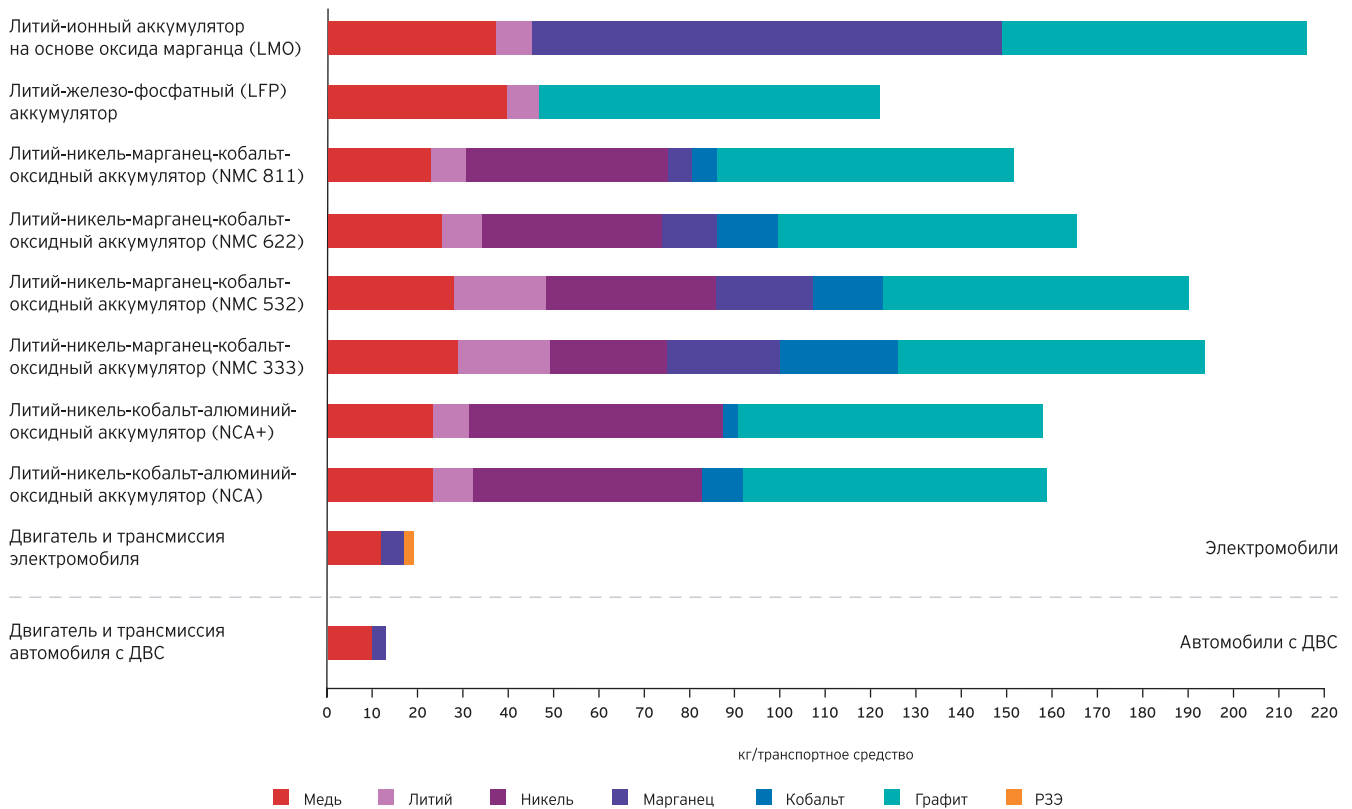
Применение критически важных минералов в чистой энергетике в сравнении с традиционными процессами



Источники: анализ EY, Международное энергетическое агентство.

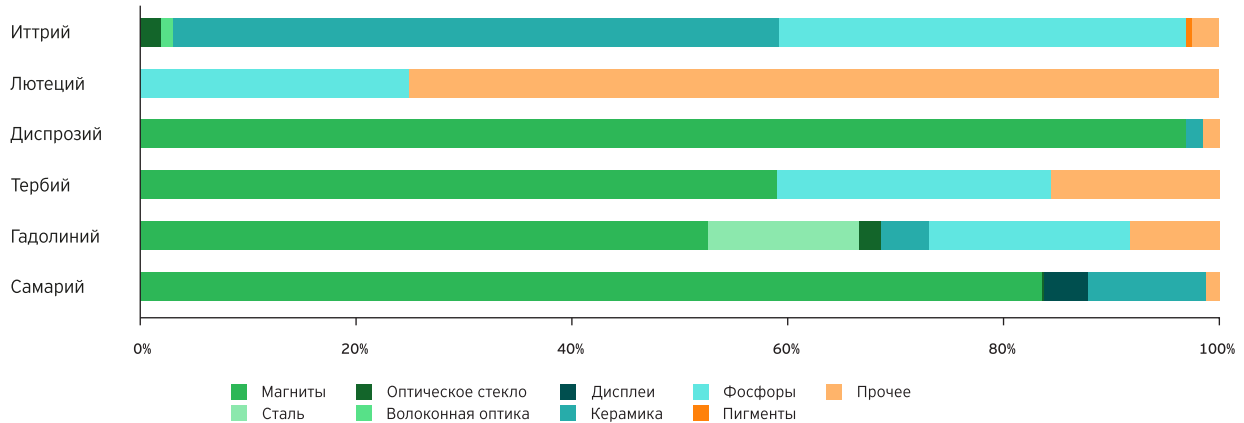
¹ <https://iea.blob.core.windows.net/assets/ef5e9b70-3374-4caa-ba9d-19c72253bfc4/GlobalCriticalMineralsOutlook2025.pdf>

Интенсивность использования критически важных минералов в электромобилях и в транспорте с двигателем внутреннего сгорания (ДВС)



Источники: анализ EY, Международное энергетическое агентство.

Основные области применения отдельных РЗЭ в ключевых секторах



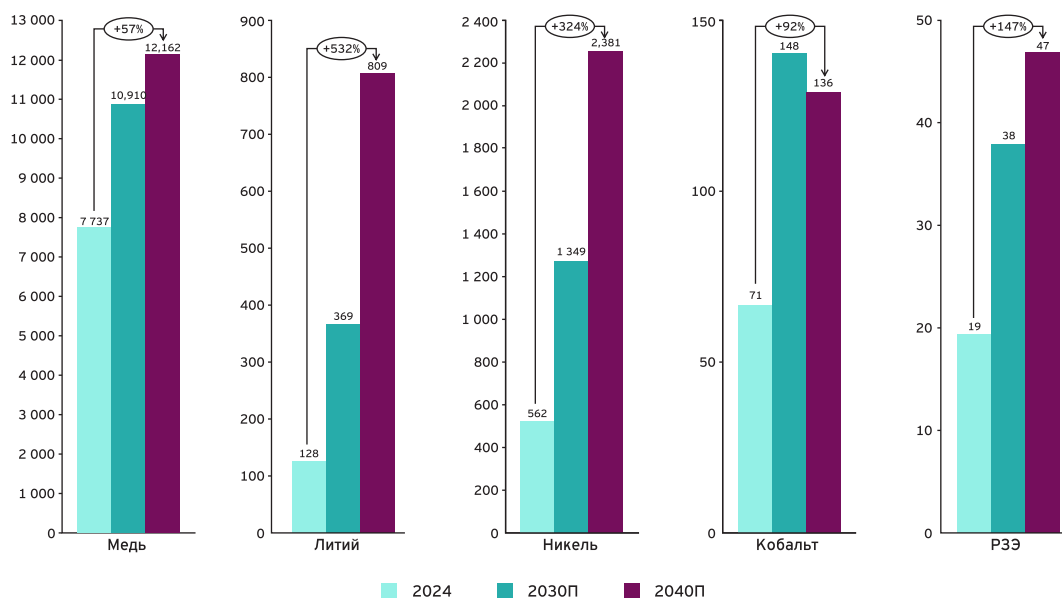
Источники: Международное энергетическое агентство, The Global Rare Earth Industry Association, US Geological Survey.

Согласно сценарию реализуемых (объявленных) политик Международного энергетического агентства (Stated Policies Scenario, STEPS), спрос со стороны сегментов, связанных с энергопереходом, будет расти опережающими темпами. К 2040 году (относительно 2024 года) спрос на медь в этих сегментах увеличится почти на 60%, на литий – более чем в шесть раз, на никель – более чем в четыре раза, на кобальт – почти на 100%, а на РЗЭ – примерно на 150%.

В результате доля энергоперехода в общем объеме потребления будет последовательно расти: для меди – с 29% до 36%, для лития – с 62% до 87%, для никеля – с 17% до 42%, для кобальта – с 32% до 41%, для РЗЭ – с 20% до 31%.



Спрос на ключевые металлы и минералы для технологий энергоперехода, тыс. т (сценарий действующих и объявленных политик)



Источник: Международное энергетическое агентство (сценарий Stated Policies Scenario).

При поддержке новых сегментов спроса, в аналогичном сценарии ожидается, что к 2040 году потребление меди может вырасти почти на 30% относительно уровня 2024 года, лития – в 4,5 раза, никеля – примерно на 70%, кобальта – на 50%, а РЭЭ – на 65%.

Ожидаемый общий рост спроса на металлы и минералы в мире к 2040 году относительно 2024 года (сценарий действующих и объявленных политик)

~4,5 раза Литий	~70% Никель	~65% РЭЭ
~50% Кобальт	~30% Медь	

Источник: Международное энергетическое агентство (Stated Policies Scenario)

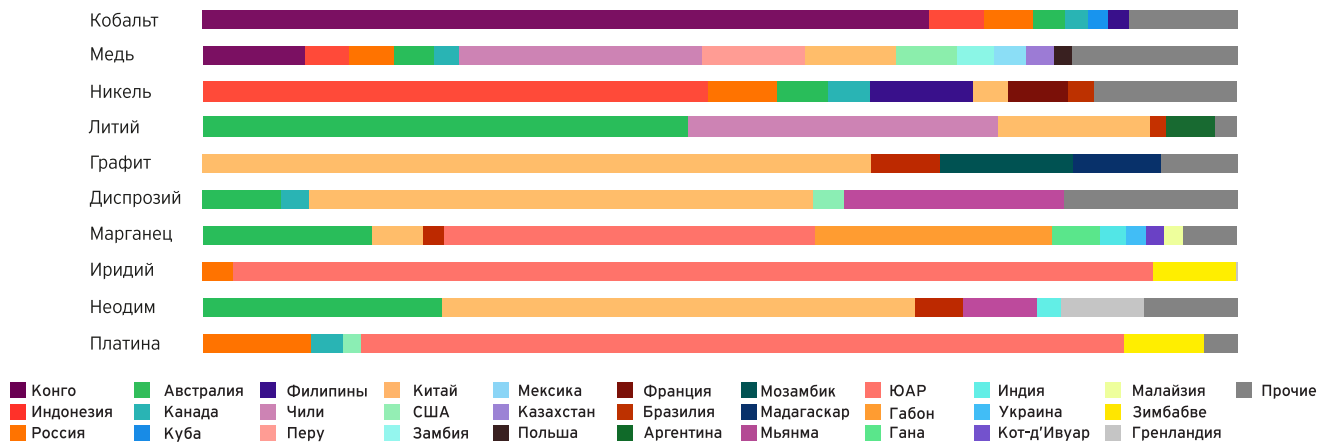
На этом фоне рост значимости металлов закрепляется на уровне государственной политики. Многие страны ввели и закрепили списки стратегических и критически минералов (например, Critical Raw Materials Act (Евросоюз)) с целью стимулирования локальной добычи, переработки и повторного использования, а также разработки мер по защите цепочек поставок.

Концентрация цепочек поставок и усиление экспортного контроля существенно повышают глобальные риски обеспечения критическими минералами

Глобальные цепочки поставок критически важных минералов остаются высоко концентрированными как на этапе добычи, так и переработки. Добыча сосредоточена преимущественно в странах Азиатско-Тихоокеанского региона, Латинской Америки и Африки, Китай активно участвует в проектах разведки и добычи и доминирует

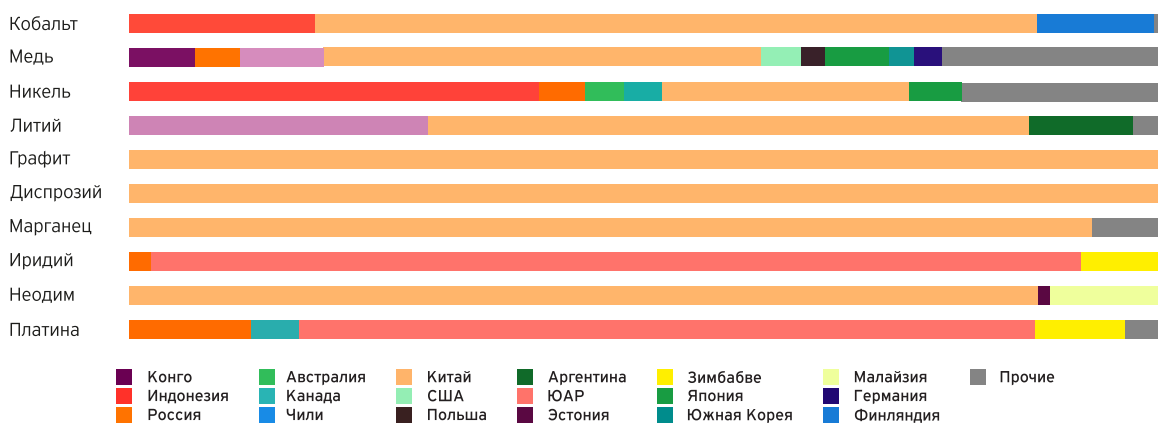
в сегменте переработки, контролируя значительную долю мировых мощностей – около 70% переработки кобальта, почти 60% лития, более 40% меди, порядка 25% никеля и до 90% РЗЭ. Такая структура формирует системную зависимость глобальных рынков от ограниченного числа игроков.

Ключевые страны, добывающие критически важные минералы



Источники: анализ ЕУ, Международное энергетическое агентство, IRENA.

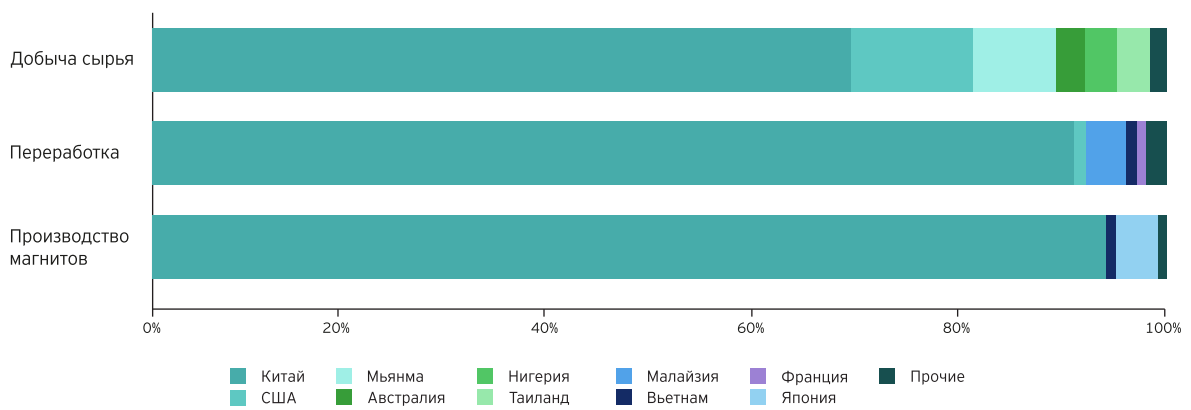
Ключевые страны, перерабатывающие критические минералы



Источники: анализ ЕУ, Международное энергетическое агентство, IRENA.



Роль Китая в мировой цепочке поставок РЗЭ



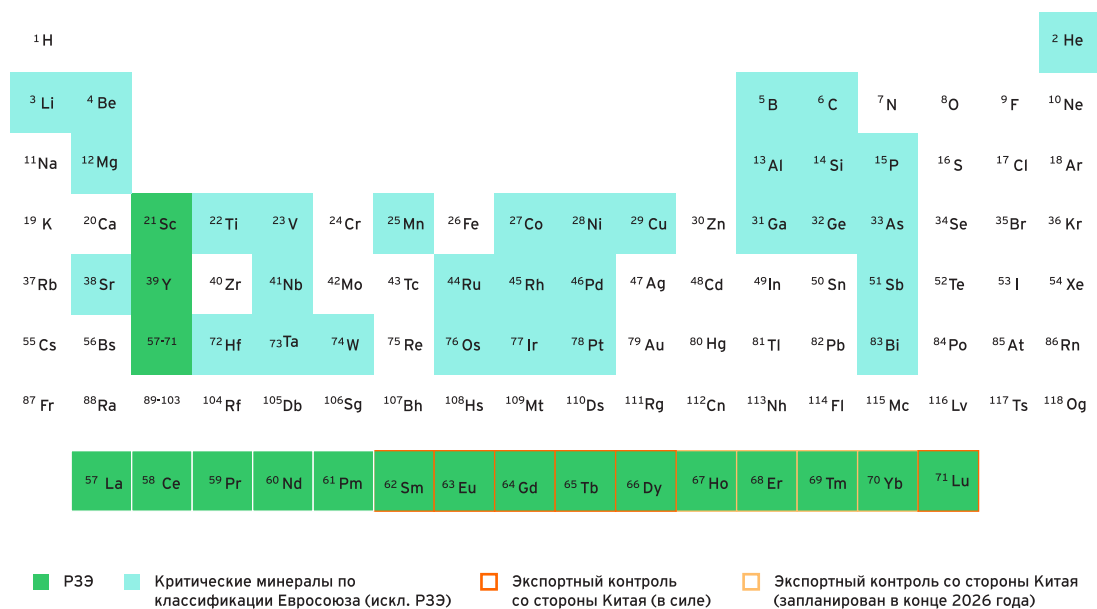
Источники: Международное энергетическое агентство, US Geological Survey.

Концентрация усугубляется последовательным ужесточением экспортного регулирования. Например, в 2025 году Китай ввёл ограничения на экспорт ключевых РЗЭ с обязательным лицензированием, а в октябре 2025 года объявил новую волну мер, включающую дополнительные элементы, ограничения на технологии и экстерриториальный контроль продукции. Несмотря на

временную приостановку части ограничений до 2026 года, ожидается дальнейшее расширение регулирования: к концу 2026 года лицензирование может охватывать до 12 из 17 РЗЭ. Такой подход дополняет ограничения в отношении других критически важных минералов (в том числе признанных ЕС).



Критические минералы, вкл. РЗЭ, попадающие под экспортный контроль Китая



Примечание: Графит состоит из углерода, поэтому элемент ⁶C выделен как критически важное сырьё ЕС. Рутений, родий, палладий, осмий, иридий и платина – совокупно известные как металлы платиновой группы – классифицируются как драгоценные металлы и включены в список критически важных сырьевых материалов ЕС.

Источники: анализ Энергетического центра ЕУ.

Это усиливает давление на цепочки поставок и стимулирует потребителей к диверсификации источников, включая инвестиции в новые проекты вне традиционных центров добычи.

В этих условиях особую значимость приобретает развитие переработки и вторичных источников сырья как ключевых инструментов снижения зависимости и повышения устойчивости цепочки поставок.

Однако возможности быстрой диверсификации ограничены длительными инвестиционными циклами: запуск новых добычных проектов занимает от 10 до 30 лет, при среднем сроке около 15-16 лет от открытия месторождения до начала коммерческой эксплуатации.^{2,3}

² Анализ на базе 127 месторождений (золото, медь, никель, серебро и цинк), введенных в эксплуатацию в период с 2022 по 2023 годы (при открытии после 1980 года).

³ <https://www.spglobal.com/marketintelligence/en/news-insights/research/discovery-to-production-averages-15-7-years-for-127-mines>

Волатильность закрепляется как структурная характеристика рынков металлов

Длительные инвестиционные циклы и неэластичность предложения формируют фундаментальный дисбаланс между спросом и способностью отрасли быстро реагировать. В сочетании с внешними шоками это делает волатильность не временным явлением, а устойчивой характеристикой рынка, которая, по всей вероятности, сохранится в долгосрочной перспективе.

Если ранее отрасль развивалась через редкие суперциклы, сменявшиеся периодами относительной стабильности, то с 2020 года рынок находится в состоянии непрерывных шоков. При этом, если в начале 2000-х годов доминировали шоки предложения, то после пандемии COVID-19 цены всё сильнее определяются геополитическими шоками.

Ключевым фактором остаётся неэластичность предложения: длительные циклы разработки месторождений не позволяют быстро наращивать производство в ответ на рост спроса.

В периоды оживления экономики или масштабных инфраструктурных программ это приводит к резкому росту цен; при снижении спроса – к столь же резким корректировкам, поскольку предложение не может быстро сократиться.

Дополнительное давление оказывают последовательные глобальные события. Пандемия COVID-19 в 2020 году вызвала спад спроса, за которым последовал резкий восстановительный рост и скачок цен в 2021 году. Например, средняя цена меди на Лондонской бирже металлов увеличилась всего на 3 % в 2020 году по сравнению с 2019 годом, но уже в 2021 году взлетела на 50% относительно 2020 года. Карбонат РЗЭ в Китае подешевел почти на 10% г-к-г в 2020 году, а в 2021 году подорожал в среднем более чем на 90%.

В 2022 году геополитические события, включая конфликт в восточной Европе, привели к дальнейшим сбоям в поставках и ценовым пикам. Показательным примером стал так называемый «никелевый кризис» с марта 2022 года, когда цена на данный металл взлетела более чем на 250% (крупнейший скачок цен в истории Лондонской биржи металлов). Инвесторы и промышленные потребители, продавшие металл в короткую, были вынуждены выкупать контракты на фоне опасений по поводу российских поставок. В результате биржа была вынуждена временно остановить торги, а также отменить сделки по никелю за несколько часов торговли совокупной стоимостью 12 млрд долл. США.^{4,5} В среднем, цена никеля в 2022 году выросла на примерно на 40% г-к-г, в то время как рафинированный кобальт подорожал на 14%, а карбонат РЗЭ более чем на 60%. При этом, медь подешевела в аналогичный период на 5%.

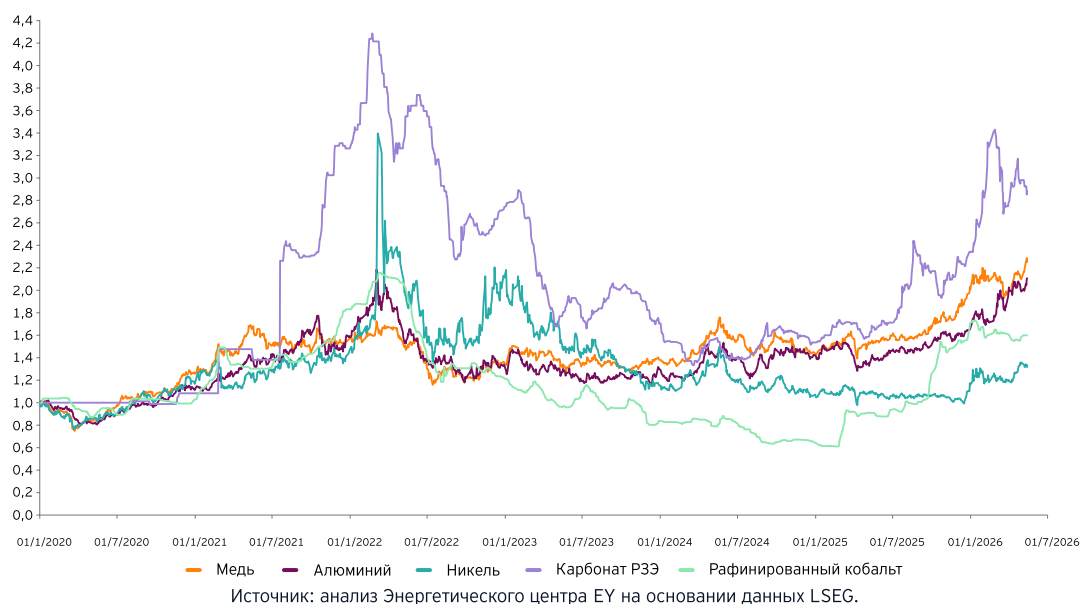
Конфликт на Ближнем Востоке в 2026 году, который на сегодняшний день больше всего затронул нефть и газ, удобрения, нефтехимическую продукцию и алюминий, подчеркнул риски не только доступности сырья, но и стоимости его доставки, превращая логистику в самостоятельный фактор ценовой волатильности на рынках металлов. Удлинение маршрутов поставок – в частности, переориентация через мыс Доброй Надежды – в сочетании с ростом фрахтовых ставок и страховых премий геополитического риска напрямую увеличивает транспортную компоненту себестоимости металлов. Средняя цена меди в 1 кв. 2026 года выросла почти на 40% г-к-г и на 30% относительно 1 кв. 2022 года, на заре конфликта России и Украины. Однако, динамика отличалась по другим металлам: никель подорожал на 11% г-к-г, но подешевел на 34% относительно 1 кв. 2022 года; средняя цена на карбонат РЗЭ увеличилась на 74% г-к-г, но снизилась на 25% относительно аналогичного периода 2022 года; рафинированный кобальт прибавил 130% в цене г-к-г, но потерял 18% относительно января-марта 2022 года.

⁴ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2022-03-08/lme-suspends-nickel-trading-after-unprecedented-price-spike>

⁵ <https://www.nortonrosefulbright.com/en/inside-disputes/blog/202403-london-metal-exchange-wins-high-court-battle-over-us12-billion-cancelled-nickel-trades>



Индекс изменения цен на отдельные виды металлов (1 января 2020 года = 1)



Для компаний это требует смены парадигмы: волатильность следует рассматривать как базовый сценарий, а не как исключение.

Планирование по сценариям, стресс-тестирование финансовых показателей, а также динамическое и оппортунистическое хеджирование становятся ключевыми элементами устойчивости, позволяя не только смягчать риски, но и принимать более осознанные коммерческие и инвестиционные решения в условиях ценовой неопределённости.



Рост роли глобальных трейдеров усиливает конкуренцию и интеграцию рынков

На фоне ожиданий устойчивого роста спроса на металлы глобальные торговые дома усиливают своё присутствие в сегменте металлов. Рынок, ранее характеризовавшийся ограниченным числом специализированных игроков, привлекает новые категории участников, включая крупные диверсифицированные трейдинговые компании.

В текущей структуре рынка можно выделить две взаимодополняющие группы участников, формирующие динамику торговли металлами.

- С одной стороны, это традиционные лидеры – крупные торговые компании, исторически работающие в сегменте металлов и зачастую интегрированные с добывающими активами. Они опираются на глубокую отраслевую экспертизу, масштаб операций и доступ к физической инфраструктуре, включая глобальные логистические сети и устойчивые связи с производителями и потребителями. Эти факторы позволяют им сохранять сильные позиции на рынке и извлекать выгоду из его расширения. Glencore и Trafigura традиционно входят в число крупнейших игроков на рынке торговли металлами, в то время как IXM является одним из крупнейших независимых трейдеров⁷.

- С другой стороны, существенно возросла активность диверсифицированных трейдеров, в последние годы последовательно расширяющих присутствие в сегменте металлов. Среди них можно выделить три подгруппы с разной логикой входа на рынок.
- Возвращающиеся игроки.** Ряд крупных трейдинговых домов, ранее покинувших рынок металлов, возвращается на него с обновлёнными командами и амбициями. Например, Gunvor закрыла направление торговли базовыми металлами в 2016 году, однако с 2023 года компания вернулась на рынок, восстанавливая своё присутствие^{8,9,10,11}. Аналогично, Vitol возобновила развитие торгового направления в металлах и усилила позиции в Азии через приобретение Noble Resources^{12,13,14}.

⁶ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-10-17/metals-traders-are-enjoying-their-most-profitable-year-on-record>

⁷ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2023-09-13/oil-trader-gunvor-re-enters-metals-in-bet-on-energy-transition>

⁸ <https://oilprice.com/Latest-Energy-News/World-News/Gunvor-Returns-To-Metals-As-Oil-Traders-Expand-Into-Energy-Transition-Materials.html>

⁹ <https://www.gtreview.com/magazine/the-commodities-issue-2025/large-traders-gear-up-for-metals-boom/>

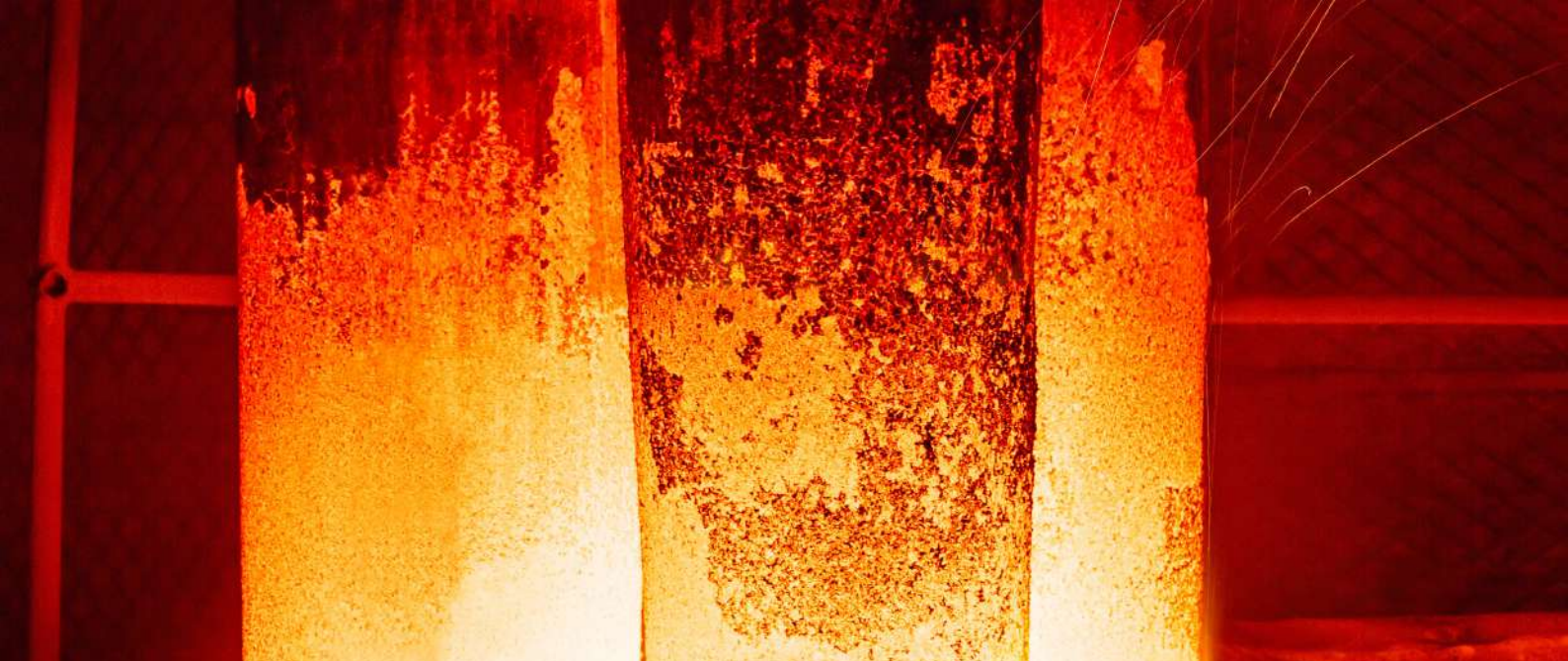
¹⁰ <https://www.mining.com/web/worlds-biggest-energy-traders-are-returning-to-metals-markets/>

¹¹ <https://www.gtreview.com/magazine/the-commodities-issue-2025/large-traders-gear-up-for-metals-boom/>

¹² <https://www.vitol.com/vitol-completes-acquisition-of-noble-resources/>

¹³ <https://www.theassay.com/articles/feature-story/energy-trading-giant-vitol-to-re-enter-metals-trading-sphere/>

¹⁴ <https://www.mining.com/mercuria-bets-big-on-copper-in-bid-to-rival-oil-trading/>



- **Активно масштабирующиеся игроки.** Отдельную категорию представляют трейдеры, присутствовавшие в металлах номинально, но перешедшие к принципиально иному масштабу операций. Mercuria, ранее ограничивавшая своё присутствие в сегменте, к 2025 году масштабировала команду торговли металлами до примерно 70 человек, с целью развития бизнеса до масштабов, сопоставимых с нефтяным направлением^{15,16,17}. На пути к этому компания заключила ряд соглашений в Замбии и Демократической Республике Конго с целью получения доступа к медным концентратам¹⁸.
- **Потенциальные новые игроки.** Наконец, интерес к торговле металлами проявляется и со стороны нефтегазовых мейджоров. Например, в конце 2024 года одна из компаний с развитым трейдинговым подразделением рассматривала возможность вхождения в сегмент торговли медью, что отражает растущую стратегическую значимость этого направления¹⁹.

При этом значимую, хотя и менее заметную роль продолжают играть китайские трейдеры и государственные компании.

Расширение участия крупных и хорошо капитализированных трейдеров оказывает комплексное влияние на рынок. С одной стороны, это повышает ликвидность и способствует интеграции рынков металлов в более широкую систему глобальной товарной торговли. С другой – усиливает конкуренцию за доступ к ресурсной базе и повышает риск концентрации влияния в цепочках поставок.

Для производителей это создаёт двойственный эффект: рост доступности финансирования и расширение выхода на рынки сочетаются с риском усиления зависимости от крупных торговых посредников, особенно в рамках долгосрочных оффтейк соглашений.

В результате роль трейдеров выходит за рамки традиционного посредничества и всё больше смещается в сторону интеграции цепочек поставок и управления рисками. По мере усиления этой функции рынок металлов начинает сближаться с энергетическими рынками, где ключевое значение имеет не только доступ к ресурсам, но и глубина используемого торгового инструментария и моделей организации трейдинга.

¹⁵ <https://www.mining.com/mercuria-bets-big-on-copper-in-bid-to-rival-oil-trading/>

¹⁶ <https://www.bloomberg.com/news/articles/2025-10-08/mercuria-s-new-metals-unit-reaps-300-million-so-far-this-year>

¹⁷ <https://www.mining.com/web/eurasian-resources-and-mercuria-sign-100-million-copper-deal/>

¹⁸ <https://www.reuters.com/markets/commodities/totalenergies-considers-foray-into-copper-trading-ft-reports-2024-10-06/>

¹⁹ <https://www.reuters.com/markets/commodities/totalenergies-considers-foray-into-copper-trading-ft-reports-2024-10-06/>

Структурный сдвиг рынка торговли металлами: от непрозрачных сделок к финансовизации

За последние десятилетия рынки металлов претерпели значительную трансформацию, став более прозрачными, ликвидными и финансово инструментированными. Традиционно многие сделки с металлами осуществлялись в рамках долгосрочных двусторонних контрактов или спотовых сделок, информация о которых была доступна главным образом узкому кругу участников отрасли. Механизмы формирования цен были ограниченными, и лишь по немногим металлам (таким как медь и олово) существовала организованная биржевая торговля в середине 20 века, преимущественно на Лондонской бирже металлов (LME).

Ключевыми драйверами эволюции трейдинга металлами стали следующие этапы.

- **Появление товарных бирж и ценовых бенчмарков.** Создание Лондонской биржи металлов, а затем запуск фьючерсной торговли на таких площадках, как товарная биржа Нью-Йорка COMEX и Шанхайская фьючерсная биржа (SHFE), постепенно привели к формированию централизованных ценовых ориентиров и механизмов хеджирования для базовых и драгоценных металлов. Со временем объёмы торговли на этих биржах значительно выросли, отражая увеличение участия финансовых инвесторов и хеджеров. Сегодня деривативы на металлы торгуются на триллионы долларов в год в номинальном выражении – например, LME обеспечивает глубокий рынок фьючерсов на алюминий и медь, который служит глобальным ценовым ориентиром для физических сделок. Рост биржевой торговли сблизила рынки металлов по ликвидности и масштабу с другими товарными рынками, хотя они по-прежнему уступают по размеру гигантским нефтяным рынкам.

Сравнение товарных бирж

Параметр	COMEX (США)	LME (Великобритания)	SHFE (Китай)
Роль в системе	Центр финансового ценообразования	Центр хеджирования и физического рынка	Региональный центр спроса
Ключевые металлы	Золото, серебро, медь, платина, палладий	Алюминий, медь, цинк, никель, свинец, олово	Медь, алюминий, цинк, никель, сталь, золото
Тип рынка	Деривативный (фьючерсы и опционы)	Комбинированный (физический + деривативы)	Деривативный с привязкой к физическому рынку
Физическая поставка	Ограниченная	Существенная (через складскую систему)	Умеренная
Основные участники	Финансовые инвесторы и банки	Производители, трейдеры, промышленные компании	Локальные производители и трейдеры
Функция в ценообразовании	Мировой бенчмарк для драгоценных металлов	Глобальный бенчмарк для базовых металлов	Индикатор китайского спроса
Ключевая особенность	Высокая ликвидность и концентрация финансовых потоков	Прямая связь с физическим рынком	Отражение внутренних китайских циклов спроса



- **Расширение использования хеджирования и деривативов.** Наряду с биржами активно развивался рынок внебиржевых (over-the-counter, OTC) деривативов, предлагающий индивидуализированные решения для управления рисками производителей и потребителей металлов. Форвардные контракты и свопы позволяют фиксировать цены на будущие поставки с учётом конкретных объёмов и сроков, выходя за рамки стандартных биржевых контрактов. Опционы дают возможность застраховаться от резких ценовых колебаний, сохраняя потенциал роста. Сегодня многие производители регулярно хеджируют часть своей продукции или затрат, сглаживая доходы и защищая инвестиции – практика, которая была значительно менее распространена в отрасли исторически. При этом хеджирование требует взвешенного подхода к применению.
- **Рост доступности информации и развитие технологий.** Торговля металлами также выиграла от глобальной цифровой трансформации. Рыночные данные стали доступнее в режиме реального времени, а аналитические инструменты позволяют отслеживать фундаментальные показатели спроса и предложения, а также уровни запасов. Трейдеры используют алгоритмы и спутниковые данные для оценки производственных мощностей и запасов, что снижает информационную асимметрию, ранее дававшую преимущество ограниченному кругу участников. Инициативы по повышению прозрачности и контроль со стороны бирж – в том числе после событий наподобие вынужденного закрытия коротких позиций по никелю на LME в 2022 году – стимулируют улучшение раскрытия информации и усиление контроля рисков в торговых операциях.

Несмотря на эти изменения, ряд структурных особенностей рынков металлов сохраняется. Не для всех металлов сформированы глубокие финансовые рынки (например, литий и РЗЭ по-прежнему в основном торгуются через переговорные контракты из-за сложностей стандартизации).

Кроме того, в отличие от, например, агропромышленных товаров, металлы могут храниться неограниченно долго, что позволяет запасам сглаживать рыночные колебания, но также создаёт возможности для физического арбитража и манипуляций, нехарактерных для скоропортящихся товаров. Сочетание физических и финансовых факторов остаётся ключевой особенностью эволюции торговли металлами.

В целом торговля металлами стала более развитой, ликвидной и взаимосвязанной. Участники на всех уровнях получили доступ к инструментам управления ценовыми рисками, а сами цены всё чаще формируются на основе широких рыночных факторов, отражённых на биржах. Например, корреляция цен на медь с динамикой фондовых рынков усилилась и в период с 2020 по 2025 годы достигла ~0,8, что указывает на рост чувствительности к глобальному инвестиционному аппетиту и финансовым факторам. В результате медь, сохраняя статус промышленного сырья, всё больше ведёт себя как часть глобального финансового цикла.

Корреляция MSCI World Index и цены на медь

2005-2010 годы: +0.6 уже значимая связь


2010-2015 годы: -0.6 разрыв (цикл сырьевых рынков, развивающийся независимо от фондовых рынков)

2015-2020 годы: +0.74 восстановление связи

2020-2025 годы: +0.80 максимальная синхронизация

Источник: оценка Энергетического центра EY.

Эта эволюция ведёт к формированию более глубоких и устойчивых, хотя и по-прежнему волатильных рынков, предоставляя возможности для опытных участников извлекать выгоду из финансовизации, одновременно учитывая уникальные особенности торговли металлами. При этом финансовизация носит двойственный характер: с одной стороны, она повышает ликвидность и способствует более эффективному ценообразованию, с другой – усиливает волатильность за счёт влияния макроэкономических факторов и инвестиционного позиционирования.



Инструментарий управления ценовыми рисками типичный для энергетических рынков развивается на рынке металлов

Энергетические рынки – прежде всего нефтяной и газовый – формировали инфраструктуру управления рисками на протяжении сорока лет. Теперь эта инфраструктура активно адаптируется и в ряде случаев напрямую переносится на рынок металлов.


Фьючерсы и форварды LME и COMEX являются первичными инструментами хеджирования. В отличие от энергетических рынков, контракты LME предусматривают физическую поставку на конкретных складах в определённых локациях – структурная особенность, порождающая базисный риск между биржевой ценой и локальной физической ценой.

Там, где биржевые фьючерсы создают базисный риск или не охватывают конкретный продукт, внебиржевые свопы заполняют пробел. Например, рынки фьючерсов ограничены или только формируются для лития, кобальта, РЗЭ. В данном случае производитель лития может заключить своп с фиксированной и плавающей ценой с банком или трейдером, зафиксировав цену для номинального объёма на определённый период, а контрагент самостоятельно управляет собственным хеджированием на доступных рынках. Именно так развивалось раннее хеджирование на рынке природного газа – до формирования глубоких ликвидных фьючерсных рынков.

Если в энергетике хеджирование производителей посредством пут-опционов пут является стандартной практикой, то на рынке металлов данное направление активно развивается. Например, медедобывающая компания может приобрести опцион пут на уровне \$10 000 за тонну, сохраняя потенциал роста выше этого уровня, – выплачивая опционную премию в обмен на защиту баланса. Потребители (производители электромобилей, кабельной продукции), в свою очередь, приобретают опционы колл для ограничения затрат на сырьё. Одновременная продажа колл и покупка пута позволяют устанавливать ценовые диапазоны без предварительной выплаты премии; данная структура получает всё более широкое распространение на рынках меди и никеля.

Проектное финансирование в энергетике заложило основу долгосрочных офтейк-соглашений со встроенными ценовыми структурами для поддержки долгового финансирования. Горнодобывающие проекты осваивают аналогичные модели: стриминговые соглашения (авансирование в обмен на будущие поставки металла по фиксированной или дисконтированной цене), роялти и гибридные офтейки, сочетающие объёмные обязательства с минимальными ценовыми порогами и правом участия в росте. Данные структуры особенно значимы для новых проектов, которым необходимо продемонстрировать предсказуемость выручки для привлечения капитала.

Энергетические трейдеры традиционно хеджируют фрахтовые риски (через форвардные фрахтовые соглашения, FFA) и валютный риск наряду с товарными позициями. Трейдеры металлами всё активнее действуют аналогичным образом – особенно применительно к производителям на развивающихся рынках, чьи затраты номинированы в местной валюте, а выручка – в долларах США, и чьи экспортные маршруты пролегают через юрисдикции с различной структурой фрахтовых затрат.



Горнодобывающие компании постепенно смещают фокус с пассивного принятия цен к управлению рисками

В горнодобывающем секторе доминирующим подходом является отказ от долгосрочного хеджирования цен на реализуемую продукцию. Большинство диверсифицированных горнодобывающих компаний придерживаются принципа продажи по спотовым ценам, позволяя прибыли выручке следовать за текущей рыночной конъюнктурой. Компании утверждают, что систематическое хеджирование товарных цен, как правило, не создает дополнительной стоимости для акционеров в долгосрочной перспективе.

Тем не менее, прагматичное хеджирование применяется в отдельных случаях. Крупные диверсифицированные компании иногда используют тактические инструменты хеджирования для краткосрочных задач (например, для синхронизации выручки по контрактам с фиксированной ценой с рыночными ценами через форвардные контракты). Некоторые компании управляют рисками затрат на входные ресурсы с помощью деривативов или контрактов с фиксированной ценой – например, хеджируют расходы на топливо и перевозки с использованием опционов и форвардных соглашений, чтобы снизить волатильность затрат на энергию и логистику. В ряде случаев такие решения носят оппортунистический характер и принимаются исходя из текущей рыночной конъюнктуры и стратегического взгляда компании на динамику цен.

Тем не менее, волатильная среда 2020-х годов подталкивает компании к развитию внутренних торговых функций и компетенций в области управления рисками – не для спекуляций, а для более осознанного управления диапазоном финансовых результатов. При этом ключевая ценность хеджирования заключается в снижении волатильности денежных потоков, повышении кредитного качества и обеспечении устойчивости инвестиционной программы.

В целом, на уровне горнодобывающей промышленности можно выделить четыре модели зрелости управления ценовыми рисками:

Модель 1 – Интегрированный трейдинг (Glencore, Казатомпром²⁰): торговая функция генерирует самостоятельную прибыль, а не только обслуживает производство.

Модель 2 – Активное хеджирование (Norsk Hydro²¹, KGHM²², Vale²³): формализованные программы хеджирования ценовых и валютных рисков с раскрытием в отчётности, прямой доступ к биржевым инструментам, но без спекулятивной компоненты.

²⁰ <https://thk-ag.ch/>

²¹ <https://www.hydro.com/globalassets/06-investors/reports-and-presentations/quarterly-reports/2026/q1a0n5lk/first-quarter-report-2026.pdf>

²² <https://kghm.com/en/investors/corporate-governance/risk-management>

²³ <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/53207d1c-63b4-48f1-96b7-19869fae19fe/af71b4c0-eeb3-949a-787f-18db61673356?origin=2>

²⁴ https://www.bhp.com/-/media/documents/investors/annual-reports/2025/250819_bhpannualreport2025.pdf

²⁵ <https://cdn-rio.dataweavers.io/-/media/content/documents/invest/reports/annual-reports/2025-annual-report.pdf>

²⁶ <https://boliden-ir.pid2-e1.investis.com/sites/boliden-ir/files/pr/202604274497-1.pdf?ts=1777387036>

²⁷ <https://www.erdemir.com.tr/en/investor-relations/reports-and-presentations/financial-statements>



Модель 3 – Коммерческая оптимизация (BHP²⁴, Rio Tinto²⁵, Boliden²⁶, Erdemir²⁷): оптимизация физических продаж, управление сроками и условиями контрактов, операционное хеджирование запасов, валютное хеджирование – без полноценной трейдинговой книги.

Модель 4 – Принципиальный отказ от хеджирования: осознанная политика предоставления инвесторам прямой зависимости от цен на золото – уникальная позиция, характерная для золотодобытчиков после болезненного опыта начала 2000-х. Тем не менее, золотодобытчики также осторожно внедряют инструменты, как «коллар с нулевой стоимостью» (покупка пут-опционов и продажа колл-опционов) с целью защиты от резкого падения цен при одновременном ограничении части потенциального роста. В 2025 году, Barrick Mining запустила многолетнюю программу хеджирования для покрытия около 900 000 унций будущей добычи путем покупки пут-опционов и продажи колл-опционов с ценами исполнения 3100 долл. США за унцию и 4300 долл. США за унцию, соответственно.

Во всех случаях стратегии хеджирования реализуются в рамках строгого корпоративного управления – под контролем совета директоров, с установленными лимитами риска и запретом на спекулятивные операции, что обеспечивает соответствие использования деривативов целям управления рисками, а не генерации дохода.

Трейдинг и хеджирование на рынке металлов: риск или возможность для производителей Центральной Азии?

Производители металлов в Центральной Азии находятся на пересечении рисков и возможностей в условиях высокой волатильности рынков. Регион богат ресурсами – от меди и золота до урана и редкоземельных металлов – что делает его естественным выгодоприобретателем глобального металлургического цикла.

Несмотря на ресурсное богатство, производители региона в основном сохраняют пассивную модель принятия цен. Продажи преимущественно осуществляются в рамках долгосрочных контрактов с российскими, китайскими и европейскими контрагентами – нередко на условиях, формируемых покупателем. С учетом ограниченного развития финансовой инфраструктуры, позволяющей самостоятельно использовать инструменты хеджирования, за редким исключением, производители Центральной Азии полностью подвержены ценовой волатильности.

Помимо общей волатильности на рынке металлов, дополнительными ценовыми рисками для региона являются:

- валютный риск (производственные затраты в национальной валюте, выручка, кредитование в иностранной валюте);
- фрахтовый риск;
- риск контрагента (концентрация покупателей и зависимость от китайских переработчиков).

Ключевой вопрос для компаний региона – как управлять ценовыми рисками так, чтобы волатильность не подрывала рост, а становилась источником стратегического преимущества. Ниже приведены ключевые подходы, которые могут быть использованы для превращения рисков в возможности.

Примеры подходов по управлению ценовыми рисками в торговле металлами

Выборочное хеджирование для стабилизации выручки

Использование финансовых инструментов (фьючерсы, форварды, свопы, опционы) для фиксации цен или установления ценовых лимитов на часть добычи может защитить компанию от резких снижений рынка.

Структурированные оффтейк соглашения и предоплаты

Заключение долгосрочных контрактов с трейдерами, включающих защиту цены (например, минимальные уровни) или предоплатное финансирование обеспечивает стабильные денежные потоки для операционной деятельности и инвестиций.

Диверсификация рынков и логистики

Расширение экспортных маршрутов и клиентской базы снижает зависимость от отдельных направлений сбыта и транспортных коридоров.

Усиление системы управления рисками на локальном уровне

Формирование внутренней экспертизы в управлении рисками и внедрение контрольных процедур; начало с пилотных решений по хеджированию и согласование стратегий с регуляторными требованиями и ожиданиями стейкхолдеров.



- **Выборочное хеджирование для стабилизации выручки.**

Компании могут использовать финансовые инструменты для сглаживания волатильности доходов. Реализация части будущей продукции через фьючерсы LME или форвардные контракты, а также покупка пут-опционов (страхование цены), позволяет зафиксировать минимальный уровень цены. Это обеспечивает покрытие операционных затрат и долговых обязательств даже при снижении рынка. В хеджировании важно сочетать структурный компонент (частичную защиту базовых потоков) с оппортунистическим компонентом, позволяющим производителю использовать благоприятную рыночную конъюнктуру. При этом программу хеджирования требуют строгого контроля: как правило, компании начинают с небольших объемов и постепенно наращивают их по мере накопления опыта и доверия со стороны заинтересованных сторон.

- **Структурированные оффтейк соглашения и предоплаты.**

Дополнительным инструментом управления рисками являются структурированные контракты с глобальными трейдерами. Многие производители региона уже работают по долгосрочным оффтейк соглашениям. Включение в них ограничений минимальной цены или фиксированной доли продаж позволяет добиться эффекта, сопоставимого с хеджированием, но через физические поставки.

Предоплатные соглашения, при которых трейдер предоставляет финансирование в обмен на будущие поставки, дают доступ к капиталу и одновременно переносят часть ценового риска на трейдера. Это особенно важно для финансирования расширения или модернизации. Несмотря на стоимость таких соглашений (обычно скидка к цене или обязательства по поставке), они обеспечивают ликвидность и инвестиционную устойчивость в циклической среде.

- **Усиление системы управления рисками на локальном уровне.** Внедрение торговых функций и инструментов управления рисками требует развития новых компетенций, требующих от компаний инвестиций в обучение, во внедрение систем управления рисками и в использование внешней экспертизы. Одновременно важно выстраивать систему лимитов и контроля, чтобы трейдинг выполнял функцию управления рисками, а не становился источником дополнительной волатильности.

Не менее важна согласованность с регуляторами и государственными акционерами. В некоторых случаях возможно использование косвенных инструментов (фиксированные контракты, формульное ценообразование) как промежуточного этапа к полноценному применению деривативов.

Таким образом, Центральная Азия имеет значительный потенциал в условиях глобального роста спроса на металлы. Реализация этого потенциала требует проактивного управления волатильностью. Комбинация хеджирования, структурированных контрактов, диверсификации и эффективного риск-менеджмента, развития трейдинговых и риск-менеджерских функций может позволить стабилизировать денежные потоки. При этом международные инвесторы и рейтинговые агентства, как правило, положительно оценивают наличие устойчивой системы управления рисками, что может улучшать доступ к капиталу и условия финансирования.

Контактная информация



Алексей Лоза

партнер EY, руководитель направления по оказанию услуг компаниям сектора металлургии, добычи, энергетики и промышленного производства в странах Кавказа и Центральной Азии
alexey.loza@uz.ey.com



Наргиз Каримова

партнер EY, глава практики консалтинга в странах Кавказа и Центральной Азии
nargiz.karimova@az.ey.com



Виктор Коваленко

партнер EY, руководитель группы услуг в области изменения климата и устойчивого развития в странах Кавказа, Центральной Азии и Украины
victor.kovalenko@kz.ey.com



Андрей Цой

партнер EY-Parthenon
andrey.tsoy@parthenon.ey.com



Роман Юртаев

партнер EY, руководитель группы услуг в области корпоративное налогообложения и подготовки отчетности компания добывающего и нефтегазового сектора
roman.yurtayev@kz.ey.com



Ольга Белоглазова

руководитель Энергетического центра EY по региону Центральная Европа
olga.v.beloglazova1@pl.ey.com

Следуя своей миссии – совершенствуя бизнес, улучшать мир, – EY содействует созданию долгосрочного полезного эффекта для клиентов, сотрудников и общества в целом, а также помогает укреплять доверие к рынкам капитала.

Используя данные, ИИ и новейшие технологии, мы помогаем клиентам уверенно формировать будущее и вырабатывать решения в ответ на самые насущные вопросы повестки дня.

Специалисты EY оказывают весь комплекс услуг в области аудита, консалтинга, налогообложения, стратегии и сделок. Благодаря отраслевой аналитике, поддержке специалистов единой международной сети и различных партнеров, работающих в одной экосистеме, многопрофильные команды EY могут оказывать услуги более чем в 150 странах мира.

Вместе мы вовлечены в выполнение главной задачи – уверенно формировать будущее.

Название EY относится к глобальной организации и может относиться к одной или нескольким компаниям, входящим в состав Ernst & Young Global Limited, каждая из которых является отдельным юридическим лицом. Ernst & Young Global Limited – юридическое лицо, созданное в соответствии с законодательством Великобритании, – является компанией, ограниченной гарантиями ее участников, и не оказывает услуг клиентам. С информацией о том, как EY собирает и использует персональные данные, а также с описанием прав физических лиц, предусмотренных законодательством о защите данных, можно ознакомиться по адресу: ey.com/privacy. Фирмы, входящие в состав международной сети EY, не занимаются юридической практикой в случае, если это запрещено местным законодательством. Более подробная информация представлена на нашем сайте: ey.com.

© 2026 ТОО «Эрнст энд Янг – консультационные услуги». Все права защищены.

ED None.

Данный материал подготовлен исключительно в целях представления общей информации и не предназначен для использования в качестве консультации по бухгалтерским, налоговым, юридическим или иным вопросам. Для получения рекомендаций по конкретному вопросу, пожалуйста, обратитесь к своим консультантам.

ey.com/kz