

## **[Новостной деск] Где учиться на «воротилу Уолл-стрит», когда уволят Набиуллину и немного апдейтов по российским бумагам.**

***\*\*это не инвестиционные рекомендации\*\****

Сразу к делу, коллеги!

Сегодня у нас насыщенная программа передач с темами в широком диапазоне: от образования до прикладной элитологии и использования опыта Вьетнамской войны для анализа инфляционных перспектив в России.

Традиционные технические предуведомления:

Для новых читателей: дорогие коллеги, знакомство со мной лучше всего начинать с вот этого текста (я его специально оставил доступным для всех подписчиков): [Философское] Систематизация принципиального: вопросы про личные финансы, распределение активов в портфеле, «золото для чайников», критерии хорошей недвижимости...

— [sponsr.ru/crimsonanalytics/39071](https://sponsr.ru/crimsonanalytics/39071) — там даже про котов есть.

Для полноты картины также рекомендую к прочтению -> [Философское] «Корпоративная скотина» — краткий учебник прикладного и финансового карьеризма — <https://sponsr.ru/crimsonanalytics/59984/>

**0. Частый вопрос (уже, емнип, один раз писал на эту тему, но стоит вернуться к вопросу): куда пойти учиться, чтобы взяли в финансовый сектор (варианты: инвестмент бэнкинг, трейдинг и т. д.)?**

Коллеги, прежде чем думать о том, как попасть в финансовый сектор, нужно прямо очень хорошо подумать о том, нужно ли вам в финансовый сектор. Рискну предположить, что, скорее всего, не нужно. Если вы туда собрались за деньгами, то это (сейчас будет шок-контент) скорее всего **ОЧЕНЬ** плохая идея, ибо финансовый сектор относится к той категории экономической деятельности, в которой доходы распределены очень-очень неравномерно, и это, конечно, не до такой степени плохо, как в условном футболе, ютуб-блоггинге или фигурном катании, но прямо очень-очень-очень неравномерно, причём эта неравномерность совмещается с катастрофически токсичной секторальной культурой (на Западе и в России токсичность немножко разная, но всё равно прямо очень чувствительная). Если нужны именно деньги, то в России лучше заниматься фактически чем угодно другим, особенно с учётом российского дефицита кадров и российского просто катастрофического качества среднестатистического человеческого капитала.

Если в финансовый сектор хочется попасть «ради вайба» — то есть потому что вас или вашего ребёнка, извините за выражение, прёт от самого процесса, нравится эстетика, не пугают ненормированные рабочие дни, прожжённые намертво нервы и убитая печень — то это другое дело, тут уже рациональные аргументы вряд ли помогут, и я прекрасно понимаю эту ситуацию (сам такой), но всё-таки предложил бы немного включить тыкву и поразмышлять вот о чём.

В реальности финансовый сектор делится на три очень неравных сегмента, которые лучше всего описывать через некий образный ряд или фильмы, просто чтобы было легче понять, о чём речь. На глаз, 95% из тех, кто «работает в финансовом секторе» — это просто типичные «office drones», т. е. там нет или почти нет того самого «уолл-

стритовского» вайба (и тем более денег), и это просто бесконечные таблицы, отчёты, нулевая креативность и бессмысленное выгорание, смешанное с вечным ожиданием даунсайзинга — потому что увольнение сотрудников (заккрытие отделений, отделов и т. д.) является самым доступным (и эффективным) способом для продвижения вашего менеджмента по корпоративной лестнице, и в финсекторе это чувствуется прямо намного сильнее, чем в любом другом известном мне секторе экономики. Более того, это создаёт крайне нездоровое отношение менеджмента к сотрудникам, которое прямо очень сложно выдержать. Если вы не пришли в финансовую структуру через ай-ти (и то это не гарантия) или через знакомство с кем-то из менеджмента, то хайли лайкли вы попадёте именно в эти 95%. Подумайте трижды, нужно ли вам или вашему ребёнку это.

Второй сегмент — 4% (на глаз) — это фильм «Бойлерная» в разных вариациях, в том смысле, что (в среднем) всё легально, но по большому счёту это история не про финансы и понимание финансов, а про продажи и умение продавать, и там не очень много (есть, конечно, но реально чуть-чуть) отличий в плане продажи свежего pre-IPO или структурного продукта от продажи условной элитной недвижимости, серо-импортных «Поршей» или «Ролексов» на «вторичке». Самый крутой (и с самым большим бонусом) — это тот, кто напихивает клиентам больше всего «продуктов», а не тот, кто делает им хорошо или обладает самым глубоким пониманием рынка или продуктов. Простите за цинизм, но в этом жанре очень часто глубокое декольте заруливает в минуса глубокие финансовые знания. Бонусом к необходимости уметь продавать ещё идёт и необходимость быть психологом (психиатром и грушей для битья одновременно) для клиентов (в этом смысле работа уже близка к продажникам в сфере медицины, юридических услуг и «эскорта») — опять же, стоит подумать трижды, хочется ли с этим иметь дело.

Третий сегмент (1%, на глаз) — это уже ближе к фильму «Игра на понижение» — анализ, решения сложных задач, менеджмент рисков и т. д., правда, в современном мире это всё намного сильнее компьютеризировано (в силу роста HFT и прочего алготрейдинга), т. е. в большей степени напоминает микс НИИ, IT-стартапа и покерного синдиката, т. е. вайб уже ближе к Operation Hummingbird, а не Big Short или Margin Call. Если хочется туда — понимаю всем сердцем (хотя мне было бы убийственно скучно этим заниматься в корпоративной среде, но я уже старый и выгоревший :)), но тогда (емнип, уже писал об этом) нужно идти не на финансы, а куда-нибудь, где хорошо учат Machine Learning. Это и хедж от неудач в плане захода в финсектор (с таким образованием без денег и работы вряд ли останетесь), и хороший задел для того, чтобы выдержать собеседование на деск в один из российских банков или финансовых групп, которые занимаются-таки трейдингом, проп-трейдингом, хеджингом того, что их сейлзы напродавали клиентам (в том числе корпоративным), маркет-мейкингом, арбитражем деривативов и т. д.

От себя отмечу, что гораздо веселее зарабатывать деньги каким-то другим бизнесом, а трейдить в параллели — это позволяет сохранить три важных преимущества, которые есть у индивидуальных трейдеров (или очень небольших фондов) по сравнению с институционалами:

- способность работать с более низкими «ёмкостями» в плане рыночной неэффективности (крупному фонду/банку нет смысла торговать слишком неликвид — туда поместятся тысячные доли процента его денег, т. е. даже тратить время разработчиков, аналитиков и т. д. на такое нет финансового смысла);

- отсутствие регуляторных ограничений: смогли получить доступ к какой-то деривативной экзотике в офшорах на паспорт армянской бабушки? Ну супер, никаких согласований с начальством, комплаенсом, ЦБ и т. д.;
- способность применять стратегии, которые «уходят в минус» на квартал-два-три, и не получать выволочку от начальства, у которого КПЭ и бонусы горят (и клиенты ещё мозг жуют).

Если прямо очень-очень хочется двигаться в этом направлении, посмотрите (или пересмотрите, или дайте ребёнку посмотреть) [видео, которое сделал коллега Антонов](#) с высокопоставленным банковским деривативщиком — там всё максимально реально, максимально мудро, максимально по делу, плюс становится понятен калибр профессионализма, на который нужно равняться.

Два важных момента: если вам в финансовый сектор нужно не просто из-за вайба, а из-за «вайба старой школы», т. е. вы где-то слышали или видели истории типа того, что творилось в нулевых на London Metal Week или на проп-десках в Нью-Йорке, т. е. смесь фильма «Волк Уолл-Стрит», фильмографии Тарантино и Скорсезе, а также антологии произведений Тинто Брассо, то мой долг предупредить о том, что «духа старой школы» уже нет и, видимо, ещё долго или никогда не будет (ну разве что вы каким-то чудом прорветесь в экосистему «южного Уолл-Стрита» — Флорида, Кайман, Коста-Рика — но даже там всё уже очень вегетарианское), ибо сектор сейчас заполнили айтишники (а они при всём уважении обычно не блещут навыками социализации) в свитерах с оленями, всем рулят эйчарки и комплаенс-офицеры, diversity hires и прочие «негры, набранные по квоте», вперемешку с хипстерами, которые сделали себе вазектомию и голосуют за Берни Сандерса для получения одобрения бойфрендов своих жён.

В России всё получше (парадоксально, современная Россия не только в финансовом секторе, а в целом очень напоминает Австрию или Италию моей молодости), но тоже далеко до тех легендарных времён «чада кутежа». Предупреждаю на всякий случай, чтобы не пришлось в голову потратить время и силы в стиле российских содержания с интеллигентскими замашками и засмотренным до дыр сериалом «Эмили в Париже» в анамнезе, которые приезжают в Париж и не находят там того, к чему стремились всю жизнь. Я видел (у моих знакомых даже дети такие есть) ситуации, когда было то же самое с Лондоном, Цюрихом и Нью-Йорком в мужском (финансовом/трейдерском) варианте... В общем, мир, в котором рулил тестостероново-токсичный Майкл Дуглас, в рубашке «винчестер», с золотым Картье Сантос на руке и агрессивно-капиталистическим вайбом — это уже нечто мифическое, эдакий «город, которого нет». Не стоит за ним гоняться и тратить жизнь ради того, чтобы попасть «на тот самый Уолл-Стрит». Вместо этого стоит прочитать «Икслан-Петушки» Пелевина (да, я очень старый) и со спокойным сердцем пойти грызть условную кибернетику в условном МФТИ — вам же лучше будет.

**Второй момент: всё, что написано выше — это про спекуляции, не про инвестиции.**

Хорошим инвестором (не спекулянтом) обязан быть каждый взрослый человек, и особенно глава семьи, ибо никто и никогда не позаботится о его финансах и о передаче детям правильных навыков (и правильных активов, но активы — это глубоко вторичная история по сравнению с навыками) кроме него самого. Спекуляции как профессия (а именно об этом самом ярком 1% финансового сектора мечтают многие юноши и некоторые взрослые) — это совсем другое, и если это не высокорисковые 10% от портфеля (которые показаны, на мой вкус, любому инвестору), а именно профессия (т. е. основной заработок), то это по сути аналог профессионального спорта, где-то в диапазоне от профессиональных

шахмат до профессионального покера — с такими же рисками, последствиями, требованиями и (мизерными) шансами на успех.

Я с абсолютно спокойной совестью рисую такую биографию очень чёрными красками по одной простой причине: я прекрасно знаю, что настоящих фанатиков (я сам такой, я из этого мира, у меня сейчас значимые деньги «висят» в очень экзотических деривативных конструкциях, и это значимая часть моей жизни, без которой я себя не представляю) никакие «чёрные краски» (а также гарантии бессонных ночей, убитых нервов, просаженного здоровья и кучи других проблем) не остановят, а всем остальным могут спасти жизнь или долгие годы жизни. Теперь можно переходить к самой любимой рубрике дорогих коллег, которые пишут письма: блиц-комментарии по поводу конкретных бумаг. Поехали!

### **1. Газпромнефть [MOEX: SIBN] вызывает два типа вопросов:**

— Насколько велики шансы, что с компанией будет всё плохо, в смысле всё пойдёт по «сценарию Башнефть — Роснефть», т. е. по сценарию, в котором контролирующей акционер откровенно «доит» подконтрольную компанию, но делает это не по-джентельменски, а так, чтобы миноритариям подконтрольной компании не досталось почти ничего.

— Как сочетаются перспективы (ваш покорный слуга, напоминая, считает их довольно высокими) превращения Газпромнефти в «российский Petrobras [NYSE: PBR]» (на всякий случай: это СОВСЕМ НЕ ТО ЖЕ САМОЕ, что Башнефть, Petrobras — компания с высокими дивидендами, неплохими перспективами, но очень высокими (перманентными) политическими рисками) с тем, что ваш покорный слуга назвал её «консервативной инвестицией» в недавнем тексте.

Вопросы разные, но ответы связаны.

Итак: ситуация Газпромнефти очевидным образом принципиально отличается от ситуации «Башнефть — Роснефть» как в плане персональных особенностей руководства Газпрома (по сравнению с Роснефтью), так и в плане специфики миноритариев Газпромнефти (компания не зря не была «вынесена» с биржи, хотя все возможности для этого у государства всегда были), так и с точки зрения просто имеющегося опыта. Ваш покорный слуга прекрасно знает, что на российском рынке среди ритейла есть твёрдая уверенность в том, что Газпром — «кидалы и сволочи» из-за эпизода с отменой дивидендов, но у меня другое мнение: несмотря на то, что ситуация была откровенно некрасивой, отмена дивидендов, рекомендованных менеджментом, была вынужденной мерой, причём крайне нехарактерной для всей корпоративной структуры и её государственных покровителей. При этом государство даже близко (понимаю, что ритейлу так не кажется) не сделало всего того, что могло бы сделать в режиме «ну у нас же СВО, сами понимаете, время такое, и вообще скажите спасибо, что вас, буржуев-миноритариев, не расстреливают за амбаром». Например: с Газпромнефтью не стали делать даже в самые чёрные дни 2022 и 2023 ничего неспортивного — никакой национализации, никакой отмены дивидендов, никакого переноса дохода государства из дивидендов в налоги (хотя могли бы повторить, как с большим Газпромом). При первой же возможности Минфин снял с Газпрома «удавку» в виде так называемой «нашлёпки» на НДСП, которая добывала финансы самого Газпрома, и это начнёт позитивно отражаться на финансах Газпрома уже в 2025.

Более того, Газпрому вроде бы дадут немного улучшить своё финансовое положение за счёт роста цен для внутренних потребителей (кстати, давно пора), и это тоже хороший признак. Итого, конечно, в России всё бывает, и иногда случаются «чёрные чудеса», но сейчас ситуация Газпрома однозначно лучше, чем в 2022–2023 и даже в начале

2024: легче с налогами + лучше с внутренними ценами. Соответственно, наиболее вероятное развитие событий заключается в том, что Газпромнефть будут продолжать «доить» в том же формате, в котором её доили до этого, т. е. через дивиденды, которые кормят Газпром (и радуют миноритариев). Если компанию не уничтожили и не национализировали в откровенно кризисные годы (когда вообще-то страна балансировала на грани гражданской войны и/или «мобилизационной экономики»), то уж сейчас-то, на фоне более-менее нормализованного бюджета (понятно, что не до конца, но всё-таки) делать какие-то резкие антирыночные движения было бы довольно нелогичным шагом.

Теперь насчёт «бразильскости». Моё мнение про будущее компании в данном случае не имеет значения, потому что оно — про будущее, а оценка консервативности или её отсутствия — она про настоящее, т. е. для того чтобы сделать компании даунгрейд оценки, а потом (в крайнем случае) начать сокращать её долю в портфеле, мне нужно чтобы сначала какой-то негативный сценарий реализовался, а потом ещё и оставался неисправленным несколько кварталов (если не произошло чего-то катастрофического), как было с Полюсом, например: сначала крайне некрасивая история с нерыночным выкупом доли «любимого и привилегированного миноритария» на астрономическую сумму, потом ожидание в течение нескольких кварталов, чтобы менеджмент объяснился, извинился, компенсировал или исправился, и только потом уже окончательный вынос негативной оценки.

Итого: шансы на то, что с Газпромнефтью всё будет хорошо, т. е. на то, что её не «выдоят» досуха через налоги или дивиденды в ущерб развитию или даже нормальному функционированию, очевидно повысились из-за того, что государство (в довольно сюрпризном режиме) начало давать Газпрому больше денег на внутреннем рынке и (что ещё важнее) сняло с Газпрома налоговую «нашлёпку» (введённую в экстраординарном режиме), и даже милостиво разрешило Газпрому не загоняться насчёт дивидендов, а сконцентрироваться на программе развития (трубы на Восток, газификация и т. д.). Более того, после первых сообщений в СМИ о попытках агрессивной ассимиляции корпоративной культуры Газпромнефти в газпромовскую структуру (при всём уважении к большому Газпрому, рынок справедливо ставил премию на специфическую уникальную культуру Газпромнефти, так исторически сложилось), никаких дополнительных катастрофических инсайдов/инфоповодов вроде бы не поступало, так что есть шансы, что «ассимиляция» будет приторможена или подморожена. И кстати, Россия — страна не только «чёрных чудес», но ещё и позитивных сюрпризов, так что есть даже небольшие (но всё-таки) шансы на то, что процесс будет развёрнут вспять, тем более, что господин Дюков позитивно себя зарекомендовал в кризисный (2022-2023) период, особенно в плане решения всяких санкционных проблем.

## **2. Полюс [MOEX: PLZL] — дивиденды вернули, теперь всё хорошо, и компанию можно считать консервативной инвестицией?**

Уже писал на эту тему ещё до окончательного решения по размеру и выплате дивидендов, и значит, стоит уточнить позицию: нет, конечно. «Не до конца консервативная» — это самая лучшая оценка из тех, что возможны лично для меня сейчас.

После абсолютно свинского поведения с выкупом по нерыночной цене «любимого миноритария» и принципиального отказа объясниться с остальными инвесторами, просто восстановления дивидендов — мало, потому что проблема была не в дивидендах, а в отношении к остальным миноритариям. Дивиденды — это однозначно шаг в правильном направлении, но его мало. Есть быстрый вариант восстановления репутации и медленный. Быстрый: всё-таки дать чёткое описание того, каким образом будет заглажено свинское действие в плане «казначейского пакета» — т. е. каким образом

и в какие сроки его монетизируют или используют на благо акционеров (ну тех, которые не привилегированные по жизни), желательно с торжественным посыпанием пеплом тех, кто отвечает за IR в компании. Медленный: ещё пару лет платить хорошие дивиденды и при этом не повторять аналогичных эпизодов, при демонстрации зримого прогресса (т. е. дивиденды выплачиваются не в ущерб) Сухого Лога.

### **3. Фосагро [МОЕХ: PHOR] — поступают вопросы двух типов:**

— (традиционный, к сожалению) вопрос из серии «а чегой-то не растёт?» и «может, уже никогда не вырастет?»;

— (тоже, к сожалению, традиционный) вопрос от тех, кто начитался банковской аналитики на эту тему (есть исключения, но в основном это читатели российской банковской аналитики): «вот цены на газ будут низкими на планете, и вот будет профицит СПГ (и СПГ будет ещё дешевле в будущем), а цены на удобрения скоррелированы с ценами на газ, ну и значит, у Фосагро всё будет плохо с ценами на удобрения! Зачем тогда Фосагро?»

По пунктам:

— Для компаний такого рода характерны периоды длительного миспрайса, в прошлый раз про «скучно» и «не растёт» было в период 2018–2020. Потом, когда она «прыгнула», были жалобы на то, что «ну вот, всё слишком дорого уже», потом были жалобы на «что-то она падает, видно, нет уверенности в будущем». Проблема Фосагро (и любых аналогичных скучных компаний) в том, что она «ломает челюсть» потенциальным инвесторам, в том смысле, что она скучная до зевоты (оттого челюсти болят), и оттого, чем бы ни занимался график самой акции, практически никогда не бывает именно хайпа, который бы вдохновлял ритейл. На мой вкус — это скорее хорошо, чем плохо, но мои представления о прекрасном не всегда совпадают с массовыми вкусами.

— Насчёт газа, стоит повторить (неочевидный в том числе для банковских аналитиков, у которых часто фиксация на циферках вместо понимания процессов) тезис про структурный дефицит на рынке удобрений: проблема рынка удобрений НЕ В ТОМ, ЧТО ГАЗ ДОРОГОЙ (он сейчас дешёвый везде, кроме Европы), проблема рынка удобрений (на ближайшие годы) в том, что желающих перерабатывать газ и фосфор в удобрения (особенно если речь про «не-зелёные», классические удобрения) очень немного по сравнению со спросом (который вообще-то растёт вместе с уровнем жизни в Азии, Африке, Южной Америке и т. д.) и на фоне выбывающих (скорее всего, перманентно) мощностей в Европе, которым никакой СПГ не поможет (экономика всё равно не сшивается). Это в целом по теме удобрений.

Конкретно по DAP (т. е. по фосфорной «специальности» Фосагро) позиция вашего покорного слуги даже не является особо маргинальной (что не очень часто случается). Даже условный Commodity Research Unit (CRU Group) — «мозг по товарным рынкам» агентства Fitch считает (и повторяет эту оценку уже много кварталов), что:

«Неизменные прогнозы о ценах на фосфаты отражают наше мнение о том, что восстановление спроса, обусловленное Азией и Америкой, будет удовлетворено более высоким экспортом из Марокко, Иордании и Сирии. По данным CRU, в 2024 году будет лишь ограниченное увеличение мощностей. Мы по-прежнему ожидаем серьёзного увеличения мощностей в Китае в 2025 году и в Саудовской Аравии в 2027 году, однако рост спроса будет опережать предложение до конца 2027 года, по данным CRU.»

У CRU, конечно, другие представления о будущем цен (в их версии, если грубо: стабилизация на ценах выше, чем до пандемии), но оценка перспектив роста производства по сравнению с ростом потребления — одинакова по направлению, и мне этого более чем достаточно.



Плюс напомню, что компании такого рода ваш покорный слуга любит не за астрономические перспективы роста (хотя они случаются), сколько за то, что они (а) продают что-то невероятно нужное, от чего прямо очень сложно отказаться, и что обладает более-менее стабильным спросом в разных экономических циклах (а кушать хочется всегда), и (б) они являются экспортёрами, т. е. даже при прочих равных на их собственных (экспортных) рынках они дают вполне неплохую (не всегда идеальную, но неплохую) защиту от девальвации рубля, а с рублём она в той или иной мере и форме периодически случается. Кстати, от долларовой инфляции такие компании тоже сравнительно защищены, ибо при общем росте долларовых цен «на всё» они спокойно транслируют цены (может, с лагом в один «сельскохозяйственный год») потребителям.

Плюс, если когда-нибудь Москва и Эр-Рияд всё-таки договорятся о создании «ОПЕК+ по удобрениям», будет совсем хорошо (можно ещё и китайцев взять, но они вряд ли захотят портить отношения с Африкой) — но это из серии «лотерейный билет», встроенный в акцию.

По азотным удобрениям (e.g. urea fertilizer) можно посмотреть на аналогичную ситуацию, вот норвежская Yara показывает на пальцах:

## Tighter urea market balance with limited Chinese exports



Горизонтальная линия на графике — средний рост спроса за последние 10 лет, столбики — сколько дополнительного предложения появляется на рынке. Заметим, что сами норвежцы (у них-то доступ к газу в принципе есть) вместо того, чтобы наращивать капзатраты ударными темпами и всё такое, наоборот, пишут акционерам, что они не против принципа «Premium over volumes» (грубо: маржа важнее объёмов), причём заметно, что капзатраты уходят не на то, чтобы сделать новые объёмы производства, а на то, чтобы условно «закрыть европейский завод, открыть американский завод» (Трамп одобряет!).

Когда что-то очень нужное становится очень немодным в плане производства и инвестирования, то ваш покорный слуга прямо радуется — это признак хорошего потенциала на будущее. Без гарантий, конечно.

**4. «Инарктика» [МОЕХ: AQUA] — периодически поступают вопросы о том, почему компания с такой политической крышей и вроде бы интересной (стабильной) бизнес-моделью не попадает в «русский список» консервативных (и/или спекулятивных) инвестиций.**

В целом, «Инарктика» — вполне интересная компания, но есть несколько тормозящих меня факторов:

— К сожалению, бизнес компании, хотя и является продовольственным (а это хороший, стабильный сектор), попадает (на мой вкус) в его самую неудачную часть в плане профиля потребителя: в российский средний класс, в чьё будущее ваш покорный слуга не очень верит. Это не российская проблема, это глобальная штука — у «среднего класса» на мировом уровне есть определённые сложности. Ваш покорный слуга постоянно писал до СВО (во время СВО появились более насущные темы, риски и вопросы, но ситуация со средним классом не особо изменилась, и можно сказать, что стала хуже), что «бедные беднеют, богатые богатеют» и что при любой возможности (это не обязательно, но желательно) ваш покорный слуга предпочитает выбирать компании, которые ориентируются на обслуживание или бедной части потребителей, или люксовой части, т. е. применительно к продовольствию наиболее интересные инвестиции — это условный «Доширак» и красная икра, это условный «Макдоналдс» и мишленовские рестораны, это условная «Кола» (с зашкаливающим количеством сахара) или гипердорогое шампанское. Повторюсь: это не обязательное условие, но это важный дополнительный фактор в плане устойчивости бизнес-модели компании.

— Специфическая особенность бизнес-модели «Инарктики» (это на самом деле свойство всех таких компаний) — высокий уровень «биологического» риска, т. е. в любой квартал/год рыба может тупо заболеть и вымереть полностью (повторюсь: это специфическое свойство всех компаний из этого сектора, без исключений, и даже у самых лучших компаний с лучшими практиками и т. д. этот риск всё равно присутствует), что довольно болезненно повлияет на финансовые результаты конкретного периода. Это опять же не катастрофа, и можно было бы принять этот риск «на грудь», но тут проблема в том, что за него не платят хорошую компенсацию в виде высоких дивидендов. Можно сказать: «Но ведь у „Белуги“ сравнимые (ну примерно) дивиденды» — да, но у «Белуги» нет риска, что вся водка на складах возьмёт и испортится через ночь, плюс про рыбу не рассказывают анекдоты из серии «Нет, деточка, ты будешь меньше есть», которые рассказывают про потребителей алкогольных напитков — это совершенно другой профиль риска, плюс в случае условной «Белуги» или «Абрау» примерно понятно, как выглядит «премиумизация» (возможность извлекать больше денег из того же физического объёма поставленной продукции за счёт создания «премиальности» в брендинге, качестве и т. д., с разницей цены в разы или порядки), а с «Инарктикой» ничего аналогичного не получится, в том смысле, что премиумизация возможна и даже желательна, но там вряд ли можно извлечь «иксы» в плане дохода на килограмм проданной премиальной продукции.

В этом смысле у условного «Русагро» есть преимущество в виде диверсификации бизнеса: свиньи могут погибнуть из-за АЧС, но у компании много других сегментов, причём два из них — это прямо идеальная «нямка» (местами круче, чем алкоголь) — т. е. сахар и особенно майонез (россияне без майонеза не могут функционировать, так же как мексиканцы не могут функционировать без колы). Продуктовые «монолайнеры» типа «Инарктики» и (в меньшей степени в силу внутрисекторальной диверсификации) «Черкизово» в этом смысле более уязвимые.

В пользу компании стоит отметить очень низкую долговую загрузку, очень неплохой (вменяемый!) менеджмент, квартальные дивиденды (т. е. компания хочет платить и платит), политическое прикрытие — федеральное, не 5 звёзд, но вполне неплохое (на прямо сейчас).

Итого: уникальная (единственная из этого сектора на Мосбирже) компания, которая хорошо подходит для тех, кому прямо сильно нравится её «тема» (бизнес-модель и её специфика) и кто верит в светлое будущее российского среднего класса, а также не боится (или считает, что получает достаточную дивидендную компенсацию) инвестировать в компанию, которая



радикально завязана на российский рынок (она не компания-экспортёр по бизнес-модели, по крайней мере на сегодня).

Напоминаю, что проект — это лайвстрим моего личного рабочего процесса, и в моих представлениях о прекрасном она, скорее, компания-диверсификатор для тематических портфелей, связанных с «продуктовой» темой.

**А сейчас будет традиционный блок насчёт ставки ЦБ, повышение которой вызвало очередной приступ истерики на рынке, а также очередные письма с просьбами прокомментировать решение ЦБ в стиле «что же будет с родиной и с нами?».**

При прочих равных не было бы смысла комментировать, но благодаря распространённой «общественной реакции» можно будет объяснить, почему ваш покорный слуга крайне скептически относится к хранению хоть сколь-нибудь серьёзных средств на рублёвых депозитах, в рублёвых облигациях или в рублёвых фондах денежного рынка.

Смотрите, на Набиуллину набросились буквально все, начиная от около-АП-эшных политологов и заканчивая олигархами-сталелитейщиками (причём не только традиционным Дерипаской, там сейчас расширился состав публично недовольных). Уже два члена Политбюро 2.0 открыто жалуются на денежно-кредитную политику ЦБ. Я не знаю, сколько ещё Набиуллина и ЦБ выдержат держать ставку и, тем более, её поднимать для дальнейшей борьбы с инфляцией. Владимир Путин пока демонстрирует просто титаническую волю к здоровой экономической политике и отказывается идти на поводу у большей части элиты, начиная от «промышленников» и части «силового контура» (некоторым представителям которого легче поверить в то, что Набиуллина — агент ЦРУ, чем в то, что «печатать деньги как при СССР» — это очень плохая идея) и заканчивая строительным лобби и «широкими народными массами», которые очень хотят, чтобы им вернули доступ к дешёвым кредитам.

Я не знаю, насколько хватит господина Путина и его железной воли, тем более, что Путин (повторюсь) — не диктатор, а просто верховный арбитр в межэлитных разборках, а политика — это прежде всего искусство возможного, и если слишком большая коалиция разных «элитных башен» будет требовать «ставку в пол» и скальп Набиуллиной, то с каждым днём их шансы на реализацию этой мечты будут крепнуть. Я не готов поставить цифру в процентах на вероятность того, что главу ЦБ и её окружение «снесут» в ближайшие месяцы, но мне представляется, что эта вероятность прямо сильно ненулевая, причём она увеличивается ещё и из-за того, что сами условные коллективные сислибы в личном смысле от ухода Набиуллиной и «инфляционной детонации» по турецкому сценарию вообще не пострадают и даже могут на этом заработать (профессиональные навыки легко обеспечат просто космическую личную доходность), и в какой-то момент им даже чисто по-человечески может быть проще сказать «окей, делайте что хотите, мы посмеемся потом» — я это очень хорошо понимаю, потому что прошёл личную эволюцию от яростного защитника вменяемой монетарной политики (ибо боялся, что «венесуэлизация» страны может дать шанс на майдан под шизопатриотическими лозунгами) до сторонника идеи «давайте уже ставку в ноль, я хочу заработать денег и насладиться тем, насколько больно будет тем, кто в комментах требует, чтобы им напечатали и раздали „как в СССР“, тем более, что попытка госпереворота (2023) уже была, и сейчас политические риски будут ниже. Хрен его знает, может стране нужно пройти через опыт гиперинфляции, так же как части общества нужно было пройти через опыт СВО для того, чтобы понять ценность некоторых вещей.

На мой вкус, для того чтобы сейчас держать прямо серьёзные деньги в рублёвых долговых инструментах, нужно быть очень смелым (и верить в железобетонную волю президента и негибкость главы ЦБ) или вообще не понимать того, насколько близко, буквально в одном 5-минутном разговоре Путина и Набиуллиной, мы находимся от сценария, в котором

рубль и рублёвые сбережения просто превращаются в тыкву за неделю в плане покупательной способности.

С чисто экономической точки зрения ситуация проста до безобразия, но обсуждать её в этих терминах никто не хочет: сислибы в силу соблюдения правил (и нежелания поднимать некоторые болезненные вопросы), а их оппоненты — в силу того, что им выгодно сохранять иллюзию того, что отмена сверхжёсткой позиции ЦБ по инфляции не будет иметь никаких негативных последствий для населения и бизнеса, а также для бюджета и рейтинга президента.

**Итак: СВО (которое ваш покорный слуга поддерживает и желает максимальной победы Российской Федерации) НЕ БЕСПЛАТНОЕ и физически не может быть бесплатным. Вот не может. Невозможно физически «находить» триллионы рублей на финансирование (это не считая сопутствующих вопросов типа дефицита кадров в экономике и т. д.) СВО и не жертвовать чем-то в остальной экономике.**

По большому счёту есть три сценария прохождения сложного (он всегда сложный) экономического периода в условиях серьёзного военного конфликта (мы тут в прокси-войне с целым НАТО, между прочим). Эти сценарии для простоты можно назвать: советский, российский и турецкий.

Простой, надёжный, советский сценарий, по лекалам ВОВ:

- Мобилизация тотальная, в приказном порядке, с применением массового государственного принуждения;
- Трудовая мобилизация (это когда граждане работают не там, где они хотят, а там, куда их отправило государство), с применением массового государственного принуждения;
- Мобилизационная экономика, с карточной системой распределения благ;
- Заморозка вкладов (с последующей фактической экспроприацией, а-ля 1947 год и советской «денежной реформы», того, что не удалось «заморозить») населения для борьбы с инфляцией (цен на чёрном рынке, который был крайне важным в условиях дефицита всего) прямо в первые же месяцы войны. Правда, фактическая заморозка была для всех, кроме заслуженных деятелей культуры и прочей пропаганды (для них Госбанк СССР организовал отдельное обслуживание в специальных отделениях).

Многие не знают этого милого эпизода, и потому на всякий случай [напомню](#):

*«Уже на второй день войны были введены ограничения по выдаче вкладов из сберегательных касс: в месяц разрешалось снимать не более 200 руб. Но и тут были свои исключения. „В постановлении об ограниченной выдаче наличных денег из сберегательных касс были установлены льготы для творческой интеллигенции, — вспоминал тогдашний заместитель председателя правления Госбанка СССР Владимир Геращенко. — Для писателей, композиторов, художников и скульпторов, входящих в творческие союзы, а также для народных и заслуженных артистов ежемесячная норма выдачи наличных денег составляла 1000 руб. Для предупреждения социальной напряженности между вкладчиками было принято решение о переводе вкладов творческой интеллигенции из сберегательных касс в учреждения Госбанка“.*»

*Для справки: ваш покорный слуга плохо думает о людях, а ещё долгое время работал в медийке и в политике, и на 100% уверен в том, что телеграмный бентос и прочие медийщики, которые всё ещё топят за «мобилизационную экономику», безусловно рассчитывают, что они-то на своих люксовых оранжевых тачках будут заезжать на спецобслуживание в банковские спецотделения, в то время как остальные будут сидеть с замороженными счетами и надеяться, что в ближайшую «госпятьёрочку» таки*

*завезут масло, чтобы можно было потратить талоны с Госуслуг. Когда вот эти люди говорят про то, что страна «должна сплотиться» и что нужна срочно «социальная справедливость» — они подразумевают именно это.*

**Спасибо господину Белоусову, который в свою бытность «главного по экономике при Путине» спас нас всех от этого варианта, прикончив тему «мобилизационной экономики» — [t.me/crimsondigest/1686](https://t.me/crimsondigest/1686) + [sponsr.ru/crimsonanalytics/26691](https://sponsr.ru/crimsonanalytics/26691)**

Второй сценарий: сложный, капиталистический, российский:

- отказ от мобилизационной экономики и карточной системы;
- отказ от повтора бестолковщины;
- торможение инфляции (вызванной резким ростом «бюджетного импульса», задействованного прежде всего для обеспечения расходов на СВО) через охлаждение кредитного спроса в экономике и стимулирование сберегательного поведения вместо потребительского поведения с помощью повышения ставки.

Это то, с чем мы имеем дело сейчас.

Третий сценарий: попытка сделать вид, что финансирование военного конфликта — бесплатное, а с инфляцией бороться не надо (или надо бороться по заветам Эрдогана — снижая ставку ЦБ).

Результаты всегда одни и те же: резкий рост инфляции, валютный кризис, резкий рост социального недовольства (если кому-то кажется, что сейчас народ сильно недоволен из-за ставки 21%, это фигня и мелочь по сравнению с тем, как будет недоволен народ, когда не ставка, а официальная инфляция будет 21%), попытки майдана (Турция, Венесуэла), если речь не про США, потому что в США нет американского посольства. В российском случае это ещё и гарантированное сильное падение рейтинга президента среди всех социальных страт, за исключением (и то не факт) пенсионеров.

Это не только турецкая история. Эрдоган умудрился влезть в официальную инфляцию 50–70% без прямого участия в серьёзном военном конфликте, а из более аналогичных ситуаций лучшая параллель (не в моральном плане, а чисто в экономическом!) — это США и война во Вьетнаме, когда США:

- провели частичную мобилизацию;
- финансировали вьетнамскую войну (в основном) из бюджетного дефицита, что приводило к «бюджетному импульсу» и росту инфляции;
- политическая элита прямо сильно мешала ФРС бороться с инфляцией через подъём ставок, а президент Джонсон в 1965 году даже применил ([это известный эпизод](#)) физическое насилие в адрес президента ФРС, который посмел поднять ставку (там было чуть-чуть совсем) для борьбы с инфляцией, что мешало спонсорам Джонсона, хотелкам Джонсона, усилиям по финансированию вьетнамской войны и особенно массированным социальным программам Джонсона, которые были нужны для поддержки уязвимых слоёв населения (и привлечению их голосов для поддержки Демпартии в условиях вьетнамской войны).

Американскую «Великую инфляцию», которая закончилась только после того, как пришёл Волкер и поднял ставку по баксу до ~21%, сам ФРС США [отсчитывает](#) как раз от того самого 1965 года. Понятно, что Вьетнам был не единственной причиной (там ещё были нефтяные кризисы и т. д.), но комбинация «бюджетного импульса» (он же «экспансивная фискальная политика») и мягкой (или сильно недостаточно жёсткой) монетарной политики ФРС (это признавали сами руководители американского ЦБ) привели к мощному инфляционному кризису, который не пошёл по венесуэльскому варианту только потому, что США были

крупнейшей экономикой мира, а также всё-таки смогли воздержаться от совсем катастрофических глупостей до момента, когда финансовые олигархи, заинтересованные тупо в спасении страны, десантировали в руководство ФРС Волкера, попутно дав ему картбланш на то, чтобы посылать \*\*\*\*й даже президента США и Конгресс в полном составе. У нас об этом не очень знают, но вообще-то американская ситуация с инфляцией в начале 70-х (до падения Сайгона ещё 4–5 лет) была такой, что Ричард Никсон вводил административные ограничения — на цены и зарплаты [cato.org/commentary/remembering-nixons-wage-price-controls](https://cato.org/commentary/remembering-nixons-wage-price-controls) — для борьбы с инфляцией (ставку двигать вверх Никсон не хотел, чтобы не расстраивать бизнес, который был согласен на что угодно, только бы ему продолжали давать дешёвые кредиты).

Описывая причины, по которым ФРС не мог в 1960-х поднять ставку на нужную высоту, OMFIF — один из известных «мозговых центров» западных центральных банков, объясняет, что «время было такое» и [списывает всё на «политическую атмосферу»](#):

*«На более чем 100 заседаниях Федерального комитета по открытому рынку [прим. Кримсон: совет директоров ФРС] в течение шести лет много говорилось о деньгах и перегреве [экономики], вызванном [бюджетным] дефицитом и кредитной [накачкой]. Хотя безработица много обсуждалась, ФРС не была одержима этой проблемой (вопреки некоторым сообщениям того времени). Мартин [глава ФРС] и другие видные должностные лица ФРС были настроены на повышение ставок. Однако общая политическая атмосфера, характеризующаяся расходами на социальные программы Джонсона и наращиванием войны во Вьетнаме, сделала соответствующее ужесточение [денежно-кредитной политики] невозможным».*

Именно в это направление нас толкают те, кто вопит про необходимость снижения ставки ЦБ. И они могут, так же как произошло в США в 1965–1975, победить. В любой момент. И это не потому, что «страна такая», а потому, что даже в США (казалось бы, эталоне капитализма, особенно в XX веке) политическая элита и экономическая элита очень-очень склонны к тому, чтобы выбирать простые, приятные и неправильные решения, если эти решения предполагают комфорт лично для них, а распределение проблем в адрес кого-то другого, в основном — населения, ибо инфляция — это налог на бедных.

В практической плоскости ситуация выглядит следующим образом:

Можно, грубо говоря, иметь антиинфляционный портфель из акций и коммерческой недвижимости (я специально сейчас для простоты выношу за скобки золото, юани и тот факт, что не каждая акция на эту роль подходит), которые приносят дивидендность меньше, чем ключевая ставка ЦБ, но зато не имеет риска «детонации» в случае резкой реализации «турецкого сценария». Пусть это риск на (условно) 5% вероятности, но лично мне (я не агитирую, я объясняю свою логику) спокойнее спать, если я знаю, что если завтра Набиуллиной всё-таки удастся уволиться (по рынку очень давно ходят слухи, что её регулярно уговаривают остаться, несмотря на то, что некоторые «государственники» сделали из неё общественного врага номер один), то с моим портфелем всё будет очень хорошо — сначала он рванёт вверх номинально, потом за мои акции будут готовы платить ещё и увесистую «антиинфляционную премию» (как в Иране), а дальше (вместе с девальвацией, инфляцией и т. д.) подтянется доходность по дивидендам и арендным платежам за мою коммерческую недвижимость.

Можно иметь портфель из депозитов и LQDT (и аналогичных инструментов), но в случае реализации «турецкого риска» нужно буквально молиться, чтобы успеть переложить всё (ещё и по хорошим ценам, лол) в какие-то другие активы. Но зато ожидаемая доходность выше, чем дивиденды, на 5–7%, пока ставку не снизят.

Готовность или наоборот нежелание держать этот риск за эту дополнительную доходность — это чисто психологическая штука, тут бесполезно кому-то что-то доказывать. Кстати, забавный момент: многие уверены, что «турецкий вариант», если он произойдёт, будет медленным. Он может быть медленным, но может быть и в очень быстром формате, буквально на уровне часов: от сообщения о принятой отставке Набиуллиной (и назначении какого-нибудь любителя «стимулировать экономику доступными кредитами») до «детонации рубля» и бешеной скупки всего, что будет хоть как-то защищено от девальвации/инфляции, могут пройти буквально часы. Подчеркну: на мой вкус, риск ОЧЕНЬ маловероятный (пусть будет ~5% до самого конца СВО), но очень реальный и с тяжелыми последствиями.

Единственное, что даёт некоторую надежду на то, что Набиуллина (и жёсткая политика ЦБ) сможет продержаться подольше, — это то, что я ни на секунду не верю в отсутствии господина Путина во всей этой истории, в том смысле, что идти на такие радикальные и дико непопулярные среди элит шаги (типа того что Набиуллина сейчас делает со ставкой 21%) без согласования с президентом и его узким кругом самых доверенных лиц по экономике (того же Белоусова) вряд ли возможно. Сколько продлится эта согласованность — большой вопрос, но господин Путин 100% знаком с соответствующими историческими прецедентами и вряд ли хочет повторить ошибки руководства СССР, Линдона Джонсона или Ричарда Никсона.

Для тех, кто в целом «переживает за экономику» и считает, что повышенная («официальная 8%») инфляция — это норм, если сопровождается экономическим ростом или хотя бы позволяет избежать рецессии, тоже есть хорошие новости, ну или просто исторические соображения. ЦБ, в случае захода экономики в рецессию, скорее всего пойдёт на разворот ставок, даже если это приведёт к росту инфляции. Сейчас ЦБ ищет тот максимум по ставкам, который экономика может выдержать без того, чтобы уйти в глубокий кризис, с дефолтами, ростом безработицы и т. д. Вполне возможно, что сделать так, чтобы и экономика не ушла в рецессию, и при этом инфляция пришла в норму (4%), невозможно, и придётся искать какой-то компромисс между инфляцией и экономическим ростом. В любом случае «убить» экономику ЦБ не хочет, да и никто не даст.

Как справедливо заметил пару месяцев назад зампред ЦБ Заботкин, есть исторические прецеденты, при которых ЦБ очень резко снижал ставку, например, в условиях начала 2020 года (и потом держал её часть 2021-го, добавлю я) в качестве меры поддержки экономики:

*РБК: Заботкин назвал неверной идею о том, что Центральный банк всегда проводит жесткую денежно-кредитную политику. «В 2020 году мы проводили мягкую политику с [ключевой] ставкой 4,25% для того, чтобы быстрее позволить экономике восстановиться в условиях крайне сложного пандемийного кризиса», — напомнил он.*

<https://www.rbc.ru/economics/17/09/2024/66e965d39a79478e4ec19152>

Также добавлю, что примерно в тот же период ЦБ (с диким скрипом, но под огромным политическим давлением) согласился на введение «льготной ипотеки» — той самой программы, которую так хотело строительное лобби и огромное количество граждан, которым казалось, что это сделает жильё более доступным: как показала практика, жильё стало сильно менее доступным, а основными пользователями «льготки» (за государственный счёт!) стали богатые индивидуальные инвесторы в недвижимость, а остальными бенефициарами (опять же за бюджетный счёт) стали девелоперы недвижимости и банки. Это было полностью предсказуемо, но ЦБ «продавили» по политическим причинам, и я на этом примере показываю, что ЦБ может (при определённой политической атмосфере) посчитать, что лучше снизить ставку (не прямо «в ноль», но хотя бы чуть-чуть), несмотря на последующий рост инфляции, чисто из политических (элитологических, если хотите) соображений. Такой сценарий я оцениваю на ближайшие 2–3 квартала в 40% вероятности (я не очень люблю



*давать такого рода оценки, но вынужден писать «в цифрах», потому что иначе придётся отвечать на десятки писем с вопросами «А сколько это в процентах?»): это будет не «турецкий вариант», но инфляция при этом будет однозначно далеко от желаемого «таргета» в 4% — это уж точно.*

Вообще, то, что это ЦБ до сих пор может заниматься очень рестриктивной денежно-кредитной политикой, если честно, я воспринимаю как настоящее чудо (условный вариант «8 на 8» выглядит гораздо более логичным и естественным с политической точки зрения), и оттого постоянно готовлю портфель на случай, если это чудо закончится. С другой стороны: если бы мне показали состав правительства (и некоторые другие элитные перестановки) 2024 года в году 2023 или тем более осенью 2022, я бы сказал, что это ненаучная фантастика и тоже слишком хорошо, чтобы быть правдой, так что, может быть, чудеса и дальше будут сопутствовать нашей любимой родине.

### **На сегодня — всё.**

Один из самых важных вопросов, которые стоит себе задавать едва ли не каждый день, — это вопрос «В какие игры я играю?». Это только кажется, что люди живут (т. е. занимаются «формой существования белковых тел» в физической реальности), а на самом деле «живут», то есть оперируют в основном в физической реальности, сверяясь исключительно с её объективными законами, разве что животные и растения, да и то далеко не все.

Люди не живут, люди в основном играют, т. е. занимаются деятельностью, ограниченной искусственными правилами, ради реализации искусственно заданных целей. И это было бы не так страшно, если бы не два нюанса: во-первых, людям свойственно путать игры с жизнью, а из-за этого у них исчезает самая возможность помыслить о том, чтобы поменять игру. Во-вторых, и в главных: у людей в среднем очень плохой вкус в плане игр, но это ожидаемо с учётом того, что их с детства учат (под угрозой вполне реального психологического насилия) играть с максимальной отдачей в две крайне тупые игры: первая называется «быть хорошим мальчиком/девочкой (которого принимает стая/общество)», а вторая — «быть прошаренным мальчиком/девочкой». Попытка играть в эти две игры одновременно в сумме превращает человека в довольно несчастного невротика, который дёргает пальцем (скроллит) ленту в соцсетях с тем же упорством, с которым крысы из известного эксперимента [пускали себе кокаин](#) под общественным давлением и ради сохранения социализации, дико переживая при этом, что если он или она перестанут потреблять те же «стимулы», которые потребляют другие члены стаи (общества), то они «проиграют» в самой главной игре, т. е. окажутся плохими и непрошаренными. «Плохость» (что на практике равно «непохожести на стаю») и непрошаренность (что на практике означает нежелание шизеть по популярным в стае поводам, что делает человека изгоем) в их представлении означает «социальную смерть», которую их сознание на самом деле боится даже больше, чем смерти физической. Собственно, на эксплуатации этой особенности человеческой психики и человеческого общества работает (если смотреть в корень) примерно половина рекламы и пиара (вторая половина рекламы и пиара — про секс, но об этом в другой раз).

Применительно к финансовой стратегии конкретного россиянина нужно чётко себе отдавать отчёт в том, что играть в игру «Максимизировать доходы любой ценой, а иначе лох» — идея сильно так себе, хотя прошаренность из неё так и прёт, плюс эта игра крайне соблазнительна для внутреннего «отличника» или «отличницы» — т. е. максимально несчастных частей личности. Как минимум стоит рассмотреть вариант игры «Инвестировать в кайф, с удовольствием и спокойствием, дожидаясь счастливого конца СВО» — как минимум есть шансы на то, что и портфель, и нервы целее будут по итогу, но за это придётся заплатить торжественным расставанием с надеждой побороться до кровавых соплей за «приз самому прошаренному и идеальному» хорошему мальчику или девочке.



Способность выбирать игры — это и есть единственная настоящая человеческая свобода, и, положив руку на сердце, вот реально — назначить себя котом или кошкой, это намного благороднее и полезнее для вас как человека, чем всё, что предлагают в человеческом обществе, начиная от коллективной «марьянны» и заканчивая коллективным телеграм-бентосом. Порадуйте вниманием близких, сделайте себе кулинарное приключение, напомните себе о том, что котам плевать на двуногие истерики, и мурчите громче. Всё получится.

-----

***\*\* Данная информация не является инвестиционной рекомендацией, и все финансовые инструменты либо операции, упомянутые в ней, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю и инвестиционным целям или ожиданиям. Определение соответствия финансового инструмента либо операции Вашим интересам, инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и уровню допустимого риска является исключительно Вашей задачей и ответственностью. Автор не несет ответственности за возможные убытки в случае совершения операций либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в данной информации, и не рекомендует использовать указанную информацию в качестве единственного источника информации при принятии инвестиционного решения \*\****

***\*Данный документ не является инвестиционной рекомендацией\****

***\*Данный документ не является личной инвестиционной рекомендацией\****

***\*Данный документ не является предложением по покупке или продаже финансовых инструментов или услуг\****