

[Новостной деск] Расстановка точек над курсом рубля (отныне и навсегда), стагфляция 2025 года, особенности экономической «прошаренности» россиян, 14% на юанях в России и другие интересности

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

Сегодня у нас на повестке дня несколько тем, которые (судя по почте и СМИ) сильно заботят широкую инвесторскую общественность. От макроэкономики и курса рубля до российских IT-компаний и юаневых долговых инструментов. А ещё будет стагфляция, бюджетный дефицит, экономический коллапс, Израиль и Дмитрий Анатольевич Медведев. Всё как мы любим.

Поехали.

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 — там даже про котов есть.

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

Начнём с курса рубля, который в последнее время едет не туда, куда многим казалось, что он должен ехать. Макроэкономисты — забавные существа, которые верят в статистику и математические модели, а жизнь их ничему не учит, независимо от того, сколько раз она им наглядно и болезненно показывает, что «всё сложно» и «это так не работает».

На всякий случай напомним, что ваш покорный слуга уже примерно пару лет талдычит (с упорством римского сенатора про Карфаген, который должен быть разрушен) про юани и золото (а также золото и юани), которые должны быть куплены. Это принципиальная позиция, которую можно назвать «гипер-макро» или «прагматик-макро», в том смысле, что мне по большому счёту плевать на курс сегодня и завтра или в конкретный квартал, а также на все конъюнктурные причины его движения в ту или иную сторону — ваш покорный слуга не валютный спекулянт (а это в России, я так понимаю, чуть ли не национальный спорт со времён форекс-кухонь лихих 90-х), и потому могу ориентироваться не на эфемерную конъюнктуру, а на несколько железобетонных принципов, которые дают правильное направление движения, независимо от краткосрочных фактов, эпизодов и ценовых пертурбаций.

Ликбез по принципам, которые определяют курс рубля в долгосрочной перспективе. Заранее предупреждаю, что читать это, возможно, неприятно (но ваш покорный слуга — прагматичный патриот, а не шизопатриот), но мне представляется, что полезно.

Итак:

1. Россия — это экспортно-ориентированная экономика. Ещё раз медленно: Россия — это экспортно-ориентированная экономика, и никакие заклинания, нацпроекты и т. д. по «увеличению ёмкости российского рынка», скорее всего, в ближайшие лет 30 (минимум!) это не изменят. Экспортно-ориентированная экономика — это судьба, примерно

в том же смысле, в котором «география — это судьба» и «демография — это судьба», о чём любят говорить политологи.

Позвольте сравнение: вот если говорить про профессиональный спорт, то при взгляде на условного юного спортсмена (и/или его минимальном тестировании) специалистам обычно сразу очевидно, для каких видов спорта он подходит (хотя бы в теории), а для каких — скорее всего нет. Представьте себе стереотипного тяжелоатлета и тягателя штанги — на нём написано прямо крупным шрифтом, что из него марафонец получится очень посредственный. Посмотрите на профессионального шахматиста, и на нём прямо видно обычно, что американский футбол, скорее всего, плохая идея. С экономикой — то же самое. При очень большом желании и довольно необычных обстоятельствах, при трате огромного времени и титанических усилий, профиль экономики можно изменить, но это АДСКАЯ работа, которая не зависит на 100% от властей самой страны, ибо нужно, чтобы была ещё и подходящая ситуация, начиная от демографической и заканчивая технологической и дипломатической.

Так вот, ещё раз: Россия — это экспортно-ориентированная экономика. Это не хорошо и не плохо, это так есть. Я понимаю, что Правительство любит бравировать тем, насколько много у нас нефтегазовых доходов и всего такого, но... ёлы, ну давайте немного прагматизма. Сейчас будет прямо СИЛЬНО ГРУБО, но я хочу, чтобы вы поняли принцип: вот заработало государство на налоге на добычу полезных ископаемых, который у нас просто конский, и эти деньги ушли в бюджет. На эти деньги государство потом заплатило деньги бюджетникам, разместило заказы в оборонке, заплатило пенсии и т. д., а потом эти деньги пошли в потребление товаров и услуг, с которых бюджет состриг НДС, НДФЛ, налог на прибыль, а также всякие пошлины и акцизы и т. д. — и у меня сразу вопрос, вот это вот всё — это точно нефтегазовые доходы? Вот совсем-совсем? Понятно, что у нас не всё объясняется нефтью, мы не Саудовская Аравия (у нас ещё золото, пшеница, удобрения, газ, лес и т. д.) и у нас есть (пусть не китайского размера) какой-то внутренний рынок и т. д., но всё-таки наша экспортно-ориентированность — очень заметна, очень структурна, и её можно (и нужно) диверсифицировать, но вряд ли реалистично можно преодолеть. Мы, кстати, в хорошей компании — от КНР до Южной Кореи и Вьетнама. East Asian model — «Восточноазиатская модель капитализма» = много экспорта + много государственного влияния в экономике. Се ля ви.

У всех экспортно-ориентированных экономик (если они не привязали свои валюты к баксу) наиболее естественное (и выгодное для государства) движение курса национальной валюты — ПЛАВНО ВНИЗ. Акцент на ПЛАВНО. Т. е. национальная валюта в идеале должна слабеть в достаточной мере, чтобы стимулировать экспорт и давать бюджету дополнительные заработки, но достаточно медленно, чтобы население и частный бизнес не отказались от использования национальной валюты и сбережений в национальной валюте. Отклонения от этого тренда могут быть какие угодно, но сама логика структуры экономики и бюджетных интересов толкает курс к именно этому поведению на длинных дистанциях.

2. Россия — страна со структурно (исторически так сложилось, и это общая черта Российской империи, СССР и современной России — видимо, что-то совсем глубокое, чуть ли не этнокультурное) высокой инфляцией и «скошенной» в сторону инфляции схемой финансирования любых структурных изменений. Это плохо, но тут ничего не поделаешь, «инфляционное финансирование» у нас пережило две революции и мировые войны, мне представляется, что тут уже придётся с этим просто жить. У любого государства есть (если прямо очень грубо) 3 подхода к финансированию каких-нибудь МЕГАХОТЕЛОК, типа структурной перестройки экономики, Транссиба, ГОРЭЛОО или «поворота на Юг и Восток»:

1. Налоги

2. Инфляция (это по сути «налог на бедных», причём общество в среднем этого не понимает и не ощущает его как налог, а государство — как автора инфляции, что делает её до определённого момента НЕВЕРОЯТНО привлекательной с политической точки зрения)

3. Долги (внешние или внутренние, но обычно внешние, если речь идёт о совсем серьёзных вещах)

Исторически, в силу особенностей российского налогообложения и уровня собираемости налогов (а также зашкаливающего уровня ненависти общества-налогоплательщика к «мытарям»), вариант прямого налогообложения был не очень популярным. Внешние и внутренние долги давали определённые возможности, но и создавали периодически (например, для Российской империи) чувствительные проблемы, зато инфляция, и иногда инфляция в монструозных формах (типа раннего СССР) — это прямо заходило на ура, и иногда приводило к совсем тяжёлым последствиям, но каждый раз каждая новая власть (за исключением Путина) решительно наступала на те же самые грабли.

Феномен сохранился до наших дней, и самый чистый пример — это «антисанкции», когда в рамках превращения (очень успешного и очень быстрого по любым меркам) России из импортёра в экспортёра продовольствия, значимая часть расходов была переложена на российского потребителя в виде роста цен на продовольственные товары. При этом государство частично «смягчило» удар за счёт льготного кредитования (которое на самом деле тоже было инфляционным, но эффект был «размазан» по всей экономике, а не только по еде) сектора АПК и потом рекапитализаций долгое время системно-убыточного РСХБ.

В этом контексте опять же очевидно, что естественное долгосрочное (!) направление для валюты страны, у которой такая особенность в плане финансирования всего важного и «исторического», является более-менее (если инфляция высоковатая, но не выходит из-под контроля) плавное девальвирование по отношению к доллару (или другой «мировой валюте»). Повторюсь: ситуативные отклонения от тренда могут быть какие угодно, но в среднем и на долгой дистанции специфика российского (он не только российский) способа финансирования важных проектов, идей, трансформаций и т. д. принуждает рубль к постепенному снижению в отношении валют наших партнёров и оппонентов, тупо за счёт того, что государство периодически использует станок для «исторических моментов».

Как легко догадаться, главный риск для рубля (это уже несколько веков так и вряд ли изменится, тут эффект Линди просто в полный рост) — это риск (внезапной или нет) реализации турецкого или венесуэльского или аргентинского сценария, со всеми вытекающими последствиями. **Риск, заметим, глубоко асимметричный: шансы на резкую девальвацию всегда бесконечно выше шансов на резкий рост курса рубля.**

В целом уже этих двух аспектов, на мой вкус, более чем достаточно для того, чтобы ваш покорный слуга, как инвестор, у которого «центр жизненных интересов» (как выражаются налоговые структуры наших англосаксонских оппонентов) расположен в России, причём, скорее всего, до конца жизни, был крайне-крайне-крайне скептически настроен к любым рассуждениям про системную (долгосрочную) трансформацию рубля в долгосрочно дорожающую валюту, а все эпизоды «дорогого рубля» справедливо воспринимает как нечто (очень) временное. Это естественным образом делает рублёвые облигации *uninvestable* («не поддающиеся инвестированию») за исключением каких-то совсем специфических гиперспекулятивных ситуаций, которые бывают крайне-крайне редко.

Если учесть очевидные проблемы в использовании токсичных валют в России, то вот отсюда и рождается (с железной неизбежностью) формула про «юани и золото, золото и юани» для сбережений и оттуда же настоятельное предпочтение в плане инвестиций в акции компаний-экспортёров, у которых встроенная (в силу специфики бизнеса) страховка от девальвации рубля.

В этих условиях возникают (я давно этим занимаюсь и уже могу сделать «типологию» проблем/возражений) ситуации, в которых якобы всё вышеперечисленное «не работает» (в любую сторону, т. е. или в плане укрепления, или в плане резкой девальвации рубля), хотя на самом деле (см. выше) — это как раз из серии «и это пройдёт». Примеры:

1. *«Ой-вей, Правительство/ЦБ ввели принудительную продажу валютной выручки, ну всё, рубль будет силён»* — это так не работает. Пройдёт месяц-квартал-два, и уважаемым людям в элите понадобятся деньги на что-нибудь государственной значимости и историчности. И на это потребуются деньги. И деньги, скорее всего, возьмут «из курса». Это вопрос времени, ибо см. выше про структуру экономики и особенности финансирования.

2. *«Ой-вей, у нас идёт девальютизация, ну всё, доллары и юани не нужны будут никому, рубль будет силён»* — это тоже так не работает, и на самом деле это работает наоборот. Девальютизация банковских и корпоративных балансов нужна государству прежде всего для того, чтобы можно было не бояться слишком сильных побочных негативных последствий девальвации рубля — это всегда так работает. Правительству гораздо удобнее, когда ослабление рубля не приводит к тому, что банкам и/или важным корпоратам вдруг резко становится очень сложно (дорого) обслуживать их валютные долги. При этом бегать за физиками в плане девальютизации особого смысла для государства нет (оно намного умнее, чем кажется), ибо политические последствия огромные, а польза очень ограниченная. Плюс опыт СССР очень хорошо показывает, насколько токсичным является превращение иностранной валюты в элемент «запретного люкса» и символ статуса. Потому с инвестициями в токсичные валюты оно бороться будет, а с инвестициями в золото и дружественные валюты — нет.

3. *«У нас в теории профицит торгового баланса, а рубль всё равно падает! Ну всё, это означает, что возобновился вывод капитала, *****ц экономике, курсу и стране»* — это тоже так не работает. Вообще. Для всех стран такого типа это не работает, это не чисто российская фишка. Страна может иметь очень профицитный торговый баланс и не иметь какого-то катастрофического вывода капитала, и её валюта всё равно будет слабеть, просто потому что государству это выгодно, или потому что инфляция высокая, куча причин (и их комбинаций) может быть. В российском случае, ну ёлы, ну о каком массовом выводе капитала можно говорить в условиях, когда только очень рискованные люди готовы держать серьёзные деньги вне российского контура (даже условный Дубай опасен, как многие выясняли), массовые закупки недвижимости (на это жалуются профильные компании/брокеры) за рубежом в целом не то чтобы закончились, но сильно сократились по сравнению с 2022–2023, какой массовый вывод капитала?

4. *«У нас всё такое непредсказуемое, правительство импровизирует, ЦБ импровизирует, никто не знает, что будет завтра, у нас хаос и *****ц»* — сейчас будет очень обидно любителям поругать власть, но вот это в реальности действительно тоже так не работает. Сейчас будет минутка политического цинизма специально для некоторых академических макроэкономистов и жертв их профессиональных неврозов. Итак:

В России Правительство и ЦБ в курсе всего вышеперечисленного в плане специфики российской экономики. Точно-точно. Железно. В силу того что не всё в этом мире от него зависит (и есть куча факторов, которые могут требовать изменения курса, на которые российская власть вообще никак не может повлиять), Правительство не может железно предсказать курс и, тем более, не хочет его «фиксировать» административными методами (все, кто пробует такое, плохо кончают). При этом в плане долгосрочного направления движения курса у руководства страны нет вообще никаких иллюзий, и для этого достаточно посмотреть на «прогнозную кривую» курсов рубля из официального прогноза Минэка. Посмотрите:

Москва. 6 сентября. INTERFAX.RU — Минэкономразвития РФ прогнозирует среднегодовой курс доллара в 2024 году на уровне 91,2 руб. (против 94,7 руб. в апрельской версии прогноза), в 2025 году — 96,5 руб. (98,6 руб.), в 2026 году — 100 руб. (101,2 руб.), в 2027 году — 103,2 руб. (103,8 руб.), сообщил журналистам представитель министерства.

К концу 2024 года Минэкономразвития закладывает в прогноз курс на уровне 93,8 руб. за доллар, к концу 2025 года — 98,1 руб., к концу 2026 года — 101,1 руб., к концу 2027 года — 105 руб.

<https://www.interfax.ru/business/979893>

Лайфхак, чтобы не быть макроэкономистом: в этом прогнозе не имеют значения конкретные цифры, а имеет значение разность между цифрами. Если хотите, имеет значение «первая производная» в этой функции.

Посмотрите: прогноз меняется в плане цифр, но в плане «направления движения» он остаётся практически неизменным: средний ожидаемый курс доллара к рублю на 2025 чуть выше, чем в 2024, а ожидаемый курс на 2026 чуть выше, чем на 2025 в обеих версиях прогноза. И оно почти всегда так, потому что (см. выше) для таких экономик, как Россия, наиболее естественная (и приятная, и выгодная) траектория валютного курса — это плавная девальвация национальной валюты, с акцентом именно на «плавная».

На это можно посмотреть ещё с одной точки зрения, вот есть диапазон Белоусова (жаль, что после его ухода в Министерство обороны в финансовом блоке не нашлось человека с аппаратным весом, достаточным для того, чтобы озвучивать апдейты к этому диапазону): это 80–90 рублей за доллар, но внимание: этот диапазон был озвучен в июне 2023 на ПМЭФ.

РБК: Белоусов назвал комфортным курсом доллар по 80–90 руб.

«С моей точки зрения, сейчас рубль находится в более-менее комфортной, оптимальной для экономики зоне. Эта зона, на мой взгляд, сейчас 80–90 руб. за доллар. Она комфортна и для бюджета, и для экспортеров и импортеров», — отметил Белоусов.

<https://www.rbc.ru/finances/15/06/2023/648b36ae9a79473b8b56b416>

Давайте прикинем (это ненаучно, конечно, но в практических финансах вообще мало абстрактной академичности) суммарную инфляцию по рублю с июля 2023. Ненаучно, для простоты, будем считать, что за полтора года суммарно примерно $9\% + (9/2) = 13,5\%$. Накладываем на старый диапазон 80–90 и получаем диапазон 90,8–102,15 рублей за доллар, и если предположить, что тот самый баланс комфорта для импортёров, экспортёров и правительства (и их сравнительные аппаратные возможности в плане продвижения своих хотелок) не изменились, значит, это и есть новый «комфортный» с точки зрения балансов интересов всех заинтересованных сторон (которые имеют значение) курс рубля. Когда я это пишу, официальный курс ЦБ 96,94 рублей за доллар, курс от IDC — 96,99. Итого: я ИСКРЕННЕ не понимаю, в чём причина гевалта, потому что это как раз в середине «комфортного» диапазона Белоусова с поправкой на аккумулированную инфляцию».

Лирическое отступление/справка: иногда спрашивают/жалуются (даже чиновники) на тему того, что «непонятно, откуда этот не-ЦБ-шный курс берут западные источники». Если говорить конкретно про IDC (это то, что вы видите в Tradingview, например), то я не знаю, как конкретно по курсу рубля, но IDC — это дочерняя структура ICE (The ICE для педантов), и у них есть договора с несколькими тысячами банков планеты, включая весь Дубай и даже какую-нибудь совсем лютую экзотику типа Азии, Африки и Ближнего Востока, а также СНГ, не говоря уже о всяких ECN и т. д., т. е. условный IDC «видит» ценники по едва ли не всем активам планеты (даже тем, которые глубоко ОТС), часто напрямую из систем банков в автоматическом режиме. Как оно их там агрегирует — хрен его знает, но задача (имхо) не слишком сложная, так что «офшорный»

курс рубля (дубайско, армянско, казахско, турецкий курс) на мой вкус их цифры вполне могут отражать, и это не считая совсем ненулевой вероятности, что IDC до сих пор может видеть (через российские дочки иностранных банков, например) весь или часть российского внебиржевого рынка валюты и не только валюты. Так что я понимаю логику из серии «да это всё нарисовано же», но, скорее всего, это не тот случай, и определённая информационная ценность в цифрах IDC реально есть. Конец лирического отступления.

Итого: юани и золото, золото и юани — это для сбережений; для инвестиций — в основном экспортёры, а по поводу курса рубля нет смысла бегать по потолку, у нас всё сравнительно нормально, если брать экономики нашего типа. А если учесть, что у нас СВО, то всё вообще настолько хорошо, насколько реалистично возможно, если у нас нет машины времени, чтобы уехать в 2016 и наперекор некоторым авторитетным членам Политбюро 2.0 создать нефтерубль, а также перенести ценообразование хотя бы на российскую нефть и золото на российские площадки и в рубли.

У нас принято ныть по поводу того, какая у нас ставка высокая и как экономика медленно растёт, но, если смотреть на вещи реалистично, то мы вообще-то сейчас идём по ВВП на примерно 10% лучше (т. е. у нас ВВП ВЫШЕ на ~10%), чем прогнозировал условный Bank of America в 2022 году. Если кому-то этого мало, то это к психиатру. Сорри.

Теперь пару слов про инфляцию 2025, бюджетный импульс, риск стагфляции и т. д.

Сейчас в инфополе циркулирует набор аргументов в пользу того, что в 2025 у российской экономики и фондового рынка будут очень серьёзные проблемы, причём иногда эти аргументы продвигают экономисты банков, у которых есть довольно крупные программы по управлению портфелями акций (как их сейлзы своим клиентам это объясняют — отдельный вид искусства, но, вероятно, клиенты не сверяются с вью макроэкономистов банков) на российском фондовом рынке, а также проекты в сфере коммерческой недвижимости и даже венчурных инвестиций (тоже в России). Выглядит забавно.

Это не шпилька в кого-то конкретного, это общий феномен. Раньше я такое только в Америке и Европе видел, когда есть «макроэкономисты для красоты и солидности, потому что так положено», которые вещают в СМИ и дают «комментарии в общем», и одновременно в том же банке (но в другом отделе) «конкретные пацаны», которые рассказывают клиентам, что «срочно покупаем вот эти бумаги, и пофиг, на что там в СМИ говорят». Считать ли это прогрессом? Философский вопрос.

В сумме аргументация выглядит примерно (я огрубляю, но не сильно) так:

1. *«Власть будет и дальше разгонять инфляцию. Не стоит верить в хороший и сдержанный бюджет на 2025–2027, вот посмотрите, что сделали с бюджетом 2024 — там дефицит увеличивали несколько раз и вообще всё плохо. А ещё посмотрите, сколько расходов власть напихала на последние месяцы 2024! Ну, значит, и дальше будет ещё хуже».*
2. *«Посмотрите на планы по увеличению зарплат бюджетникам, посмотрите на запланированный рост тарифов на коммуналку и особенно на электро, а если ещё добавить подорожание импорта через ослабленный рубль, то однозначно дальше только рост инфляции, а за ним рост ставки ещё сильнее, а за ним рецессия или вообще коллапс экономики!»*
3. *«Посмотрите на динамику ВВП и динамику инфляции: у нас рост ВВП замедляется, а инфляция почти не падает! У нас будет стагфляция! Худшая комбинация: низкий или околонулевой экономический рост (или даже падение) и это всё на фоне упорно высокой инфляции! Вот до чего довела политика ЦБ, а дальше будет хуже!»*

К тому, что у большей части российского экономического комментариата работает принцип «аксиоматической подлости власти», ваш покорный слуга уже привык. Если коротко, то это такой подвид (штамм, мутация) народной «прошаренности», в котором базовым элементом мышления является следующая аксиома: **«При принятии любого решения власть поступит максимально подло по отношению к гражданам, независимо от любых других соображений»**. Я понимаю, откуда растут ноги у этого подхода (опыт СССР — мощная штука), но у этого принципа есть, как минимум, две проблемы:

1. Он предполагает, что у власти находятся исключительно идиоты-садисты. Даже в рамках антагонистического отношения к власти, которое свойственно части российского общества, это неудачный взгляд на вещи, хотя бы из-за того, что противника (раз уж они власть в целом воспринимают как своего врага, что по сути глупо) не стоит недооценивать.
2. Такой подход не видит разницы между десятками российских «башен» (а также между разными министерствами, ведомствами, группами элит и т. д.). В результате получается анализ из серии «Все бабы дуры» или «Все мужики козлы» — эмоционально (для кого-то) удовлетворительный, но катастрофически непродуктивный.

Более здравый взгляд предполагает, что разные части власти (в силу внутренних особенностей, интересов и т. д.) действуют разным образом, причём это особенно хорошо видно в кризисные периоды. Надо быть слепым, чтобы не заметить, что у нас есть части элиты (тот самый ненавидимый шизопатриотами «финансовый блок правительства», например), которые относятся к населению как к «человеческому капиталу», и это может казаться кому-то унижительным (типа «люди — это ЛЮДИ, а никакой не капитал!»), но вообще-то капитал надо беречь (сберегать) и приумножать, а уж тратить его на всякую символическую и идеологическую ****ю — недопустимо. А есть части элиты, которые воспринимают население как «ресурс», который можно и нужно эксплуатировать и кидать в топку миллионами ради реализации величественных идеологических или геополитических хотелок. Желаящие сами найдут примеры из обеих категорий.

Так вот, в вышеприведённой трёхступенчатой аргументации насчёт будущих проблем российской экономики и предстоящей стагфляции есть несколько проблем:

1. «Набивка» бюджета 2024 «на прощанье» — на мой политологический (если хотите, чиновничий) взгляд — это скорее не симптом того, что в 2025 будет «ещё больше дефицита и бюджетного импульса», а признак того, что всем сказали: «Импровизации закончились, с 2025 денег будет меньше», и в ответ на это наши дорогие элитарии (так всегда бывает) пытаются выжать из «чрезвычайного» бюджета 2024 года вообще всё, что ещё только можно, с криками «ну вы же понимаете, время такое, нам срочно надо!». Если бы они знали, что в 2025 на них и дальше будет литься водопад бюджетного бабла (ещё и с увеличением), то тратить админресурс на то, чтобы СРОЧНО себе что-то выторговать сейчас, никто бы не стал. Срочность в политике — дорогое удовольствие.
2. Может прозвучать парадоксально, но повышение тарифов (в российском случае и в ТЕКУЩЕЙ конъюнктуре — т. е. не надо эту оценку абсолютизировать) на мой вкус может даже сработать антиинфляционным образом: у населения будет меньше свободных денег на другие траты, это слегка подморозит конечный спрос. Плюс это здоровая политика, когда развитие (или поддержание) коммунального и энергетического сектора хотя бы частично оплачивается населением, а не субсидиями государства. Конечно, не нужно превращаться в условную Францию или Германию, но и быть в плане ЖКХ и электро условной Ливией при Каддафи — плохая идея, нужен здравый средний подход.
3. Самое главное: если действительно комбинация факторов (дефицит, тарифы, кризис на рынке труда, зарплатная спираль, курс и т. д.) приведут к тому, что экономика улетит

в рецессию или в очевидную (и широкую, типа рост 0% на инфляцию 7%) стагфляцию, то очевидно, что есть два варианта развития событий:

3.1. Набиуллина с адским хохотом поднимает ставку до 40% и с криком «Я — Волкер!» закапывает экономику дальше вместе с рейтингом президента.

3.2. Набиуллина (после очередного, а они периодически проходят, и об этом все знают) неформального совещания с президентом (Силуановым и т. д.) говорит: «Мы боролись с инфляцией как могли, дальше уже не получится — экономике слишком плохо, да и время неподходящее для снижения ВВП, так что сорри, все терпим, до изменения макроэкономических параметров, которые не зависят от ДКП ЦБ РФ [в переводе на человеческий: до конца СВО, когда у нас облегчится проблема с рынком труда и совсем снизится бюджетный импульс]».

Многим, как мне кажется, представляется наиболее вероятным вариант «добить экономику и рейтинг», но Ваш покорный слуга склоняется к варианту «мы сделали всё, что могли, дальше только терпеть и ждать». У меня есть, кстати, исторический прецедент, который в пользу именно этого варианта: в ковид Набиуллина и значимая часть сислибов были сильно против идеи с льготной ипотекой, причём все их аргументы реализовались на 350%: доступность жилья снизилась, бюджет деньги потратил на то, чтобы заработали банки и застройщики, механизм трансмиссии процентных ставок ЦБ в экономику был повреждён, в целом «льготкой» диспропорционально воспользовались не «бедные», а «инвесторы». С точки зрения экономики «льготка» была программой с редким уровнем токсичности, но она была нужна с политической точки зрения: нужно было сохранить сектор строительства и нужно было дать (на фоне падающей нефти и серьёзных экономических проблем) населению (которое беспроблемно экономически неграмотно) возможность радоваться «низким платежам по ипотеке».

Когда программа стала совсем невыносимо токсичной с точки зрения разгона цен на недвижимость и с точки зрения её стоимости для бюджета, её всё-таки свернули, с опозданием на два года. Так вот, практика показывает, что ЦБ готов соглашаться (и правильно делает, ибо в России надо жить долго) на неоптимальные экономические решения, если это нужно для политической стабильности или для каких-то элитных компромиссов. Соответственно, на мой вкус, если перед ЦБ встанет вопрос о том, надо ли некоторое время толерировать (по политическим, экономическим, межэлитным причинам) высокую инфляцию, то (конечно, без гарантий, ибо политика — сложная штука) баланс вероятностей склоняется к тому, что ЦБ поведёт себя политически верным образом, т. е. максимально прагматично. Заодно сислибы будут потом иметь возможность (как они уже имеют возможность по итогам «льготки») показывать, какие будут последствия у такого подхода, для того чтобы ни у кого потом не было иллюзий на тему того, насколько болезненной является высокая инфляция, которую толерируют ради сохранения экономического роста или предотвращения рецессии. Будет хорошая прививка от всяких «фракталов прироста» и другой аналогичной чуши, которая очень популярна среди любителей делать так, чтобы «страна жила поостороже».

Лирическое отступление. И ещё один момент: рано или поздно, так же как закончился «ковид» и «льготка», закончится и СВО с сопутствующим бюджетным импульсом. Это неизбежно, если мы, конечно, не свалимся (надеюсь, что нет, вроде уже все мятёжи прошли) в какую-нибудь ссср-изаторскую идиотию и бестолковщину. Так вот, после окончания СВО (так же как с «льготкой») многое из экстренных мер отмотают назад, и будет просто легче по очень многим параметрам: начиная от денежно-кредитной политики и доступности импорта и заканчивая ситуацией на рынке труда и даже доступностью мигрантской рабочей силы. У меня часто создаётся впечатление, что экономический комментарий исходит из того, что СВО не закончится никогда. Это, скорее всего, глубоко неверное суждение.

Поехали дальше, в режиме «блиц», по темам, которые в той или иной мере волнуют читателей:

1. «Китай — всё?» — много спрашивают на тему падения китайских акций и «разочарования» инвесторов в том, что китайские власти не объявили об ещё офигиарде каких-то дополнительных бюджетных стимулов для экономики.

Нет, Китай — «не всё». Просто реализуется то, о чём ваш покорный слуга писал на фоне новостей об объявленных стимулах, что после первого шока СМИ перейдут в режим обсуждения того, что стимулов всё равно мало, что всё равно инвесторы разочарованы, что всё равно всё плохо, и если не будет ещё триллионов долларов дополнительных вливаний, то Китаю конец (вместе со спросом на нефть).

В понедельник должна была состояться пресс-конференция руководства NDRC (это китайский «Госплан», который переформатировали в «Комиссию по реформам»), и вокруг этой конференции на ровном месте (на мой вкус) был раздут в СМИ и в аналитических кругах какой-то нездоровый хайп на тему того, что вот-вот объявят о выделении ещё каких-то триллионов юаней на всё хорошее против всего плохого. По моим понятиям (у меня нет инсайдов, и я просто размышляю как политолог), этого не стоило особо ожидать по двум причинам: во-первых, у NDRC нет прямого контроля над бюджетом, и хотя они могут «ставить цели» и заниматься «макроэкономическим регулированием», бабло всё-таки не в их руках, а тут как раз речь идёт про бюджетные или квази-бюджетные деньги. Во-вторых, это было бы сильно «не по понятиям», если бы заявление о выделении каких-то космических объёмов денег было бы сделано не Госсоветом и не председателем Си и не Политбюро, а NDRC — ну как-то совсем не вяжется с официальной китайской иерархией, в которой всё по-настоящему хорошее и приятное для населения должно быть связано с самыми-самыми верхними эшелонами КПК.

В результате конференция руководства NDRC «разочаровала инвесторов», произошло падение акций, а особо нервные инвесторы начали распродавать китайские бумаги, чтобы успеть получить хоть какие-то деньги с логикой «продавай до того, как оно опять всё упадёт из-за того, что Компартия всех как всегда кинула».

К вторнику-среде ситуация выровнялась (падение прекратилось), но можно ожидать, что и дальше «качели» будут в постоянном режиме, потому что, с одной стороны, уже понятно, что Компартия и Си дошли до болевого порога в плане падения рынков и общественного недовольства экономической ситуацией, а значит, бюджетная и монетарная накачка будет использована для решения проблемы, а с другой стороны, у Компартии и Си теперь настолько отвратительная репутация в плане системного разочарования внутренних и внешних инвесторов, что любая задержка, двусмысленность или даже абсолютно иррациональная шиза по поводу «обманутых ожиданий» на базе идиотских слухов будут приводить к резким коррекциям цен на китайские активы. Идеальная ситуация для долгосрочных инвесторов, отвратительная ситуация для спекулянтов.

2. Периодически поступают вопросы и/или предложения прокомментировать перспективы тех или иных российских компаний из сферы IT и особенно из сферы кибербезопасности. Логика примерно такая: «Да, это не похоже на типичный консервативный бизнес, но [перечисление аргументов в пользу инвестиционной привлекательности компании Икс]».

Коллеги, ваш покорный слуга не против покупки акций IT-компаний, хотя я ещё не видел ни одной, которая бы соответствовала критериям по-настоящему консервативной инвестиции. Просто у российского IT-сектора в текущей ситуации есть несколько свойств, которые делают его прямо неподходящим местом для поиска консервативных инвестиций:

1. У российских IT-компаний за редчайшим исключением рынок ограничен Россией и (может быть) странами СНГ. Это было бы не так уж плохо, но есть нюанс: в их ценах часто уже заложено это светлое будущее, в котором они весь российский рынок в своём секторе захватили. Ну и смысл тогда покупать? IT и биотех хороши, когда они или очень-очень дешёвые, или с потенциалом роста, который выше, чем думает рынок (т. е. рынок каким-то образом недооценил Total addressable market). В российских случаях я пока не вижу компаний, которые бы попадали под такие критерии.

2. Отдельно про сектор кибербезопасности (в целом, я сейчас специально не буду упоминать конкретные бумаги). В силу специфики сектора и его, так сказать, истории развития в России, этот сектор очень-очень политизирован и при этом очень-очень непрозрачен. Ваш покорный слуга спокойно (и даже прибыльно) оперирует в дико политизированных секторах, это в некоторой степени даже конкурентное преимущество, но тут всё слишком непрозрачно даже по сравнению с нефтегазом или золотодобычей. Сейчас я буду утрировать, но не слишком сильно: разница между компанией, которая «лидер отрасли с руководителем-визионером», и компанией, которая «нарушила закон, а руководил ей государственный преступник», может оказаться совсем неочевидной, а переход из одной категории в другую — лёгким и труднопредсказуемым. Плюс почти любой, кто имеет отношение к IT-закупкам в крупных корпорациях (и тем более в госконтрактах), может подтвердить, что закупочные решения далеко не всегда руководствуются параметрами из серии «цена/качество», что делает сравнительный анализ перспектив продуктов (и доходов соответствующих компаний) довольно сложным и зачастую даже бессмысленным занятием, а проводить сравнительный политический анализ крайне затруднительно из-за низкой прозрачности сектора.

Самый важный момент, который делает российские IT-акции интересными спекуляциями, но посредственными инвестициями: в России ОГРОМНЫЙ (даже так: ОГРОМНЕЙШИЙ) пласт держателей активов (и управляющих активами), которые уже не могут вывести деньги в условный Нью-Йорк, но у которых «Нью-Йорк стейт оф майнд» в голове остался на полную катушку, и которые теперь пытаются в России себе обязательно найти (причём срочно и за любые деньги) и новый Гугл, и новый Palantir, и, чую, скоро дело дойдёт до поиска «русского Electronic Arts» и прочего «русского Adobe». При всём уважении к российскому IT-сектору, он всё-таки более узкий, чем американский (он же глобальный) и даже китайский, а значит, довольно монструозные (по российским меркам) деньги бегут за довольно куцым списком потенциальных бенефициаров, как в формате венчурных инвестиций, так и в формате инвестиций на фондовом рынке. В такой конфигурации очень-очень тяжело найти что-то дешёвое или дисконтированное, и скорее получается вопрос о том, насколько конским будет оверпрайс любой акции, которая вызывает интерес у данного круга инвесторов.

3. «Алроса» [MOEX: ALRS] — несколько раз упоминалась на проекте как потенциальная спекулятивная история, если ФРС начнёт снижать ставки. ФРС начал снижать ставки, не пора ли брать?

Проблема в том, что в 2023 году представлялось, что главной проблемой (помимо чисто логическо-санкционных, связанных с доступом к внешним рынкам) «Алросы» надолго будет высокая ставка ФРС, из-за которой падает в цене весь тяжелый люкс, начиная от бриллиантов и заканчивая «ролексами» и «патеками» на вторичном рынке. В 2024 стало очевидным, что у «Алросы» (как и значимой части тяжелого люкса в мире) есть ещё одна проблема — состояние китайского потребителя, причём у «Алросы» есть дополнительный минус по сравнению с условным Hermes. За условными «Биркинами» (как-то уже писал на проекте) китайские любители люкса с удовольствием летают в Японию, где из-за курса йены можно купить на 18-28% дешевле, чем в КНР. Как минимум, это хотя бы частично компенсирует китайские (временные, конечно) трудности со спросом. За бриллиантами в Японию мало кто

будет летать, а если и прилетит, то не купят в Токио якутские камни, ибо их там нет из-за санкций. С учётом закрытия западных рынков и постепенного выстраивания «двухэтажного» (о чём справедливо предупреждал директор дубайского DMCC) рынка бриллиантов с разделением на «Запад» и «Юг», здоровье китайского потребителя и уровень спроса в целом на «глобальном Юге» становится очень важным фактором для рынка в целом и для «Алросы» в частности.

Итого: ставку ФРС снизили — отлично, осталось теперь, чтобы китайский потребитель почувствовал веру в себя. Если Компартия не кинет со стимулированием экономики, то недолго осталось.

4. Снова и снова повторяются вопросы про «куда вложить юани?».

Есть два (на мой вкус) полезных апдейта по этой теме. Во-первых, стало очевидно, что у фонда «Юань.Ликвидность» (CNYM) есть интересный бонус, которого нет у аналогичных рублёвых инструментов. В отличие от депозитов и облигаций, юаневый фонд денежного рынка может быть бенефициаром периодических «кризисов юаневой ликвидности», которые случаются в российском контуре. Если совсем-совсем грубо, то внутри России периодически дико не хватает юаней, и все, у кого есть потребность в юанях (но нет желания/возможности их покупать и держать курсовой риск), привлекают их под абсолютно конские проценты. Потом кризис проходит (на рынке праздник со слезами и возгласами «юаней завезли, ура!»), но так как проблема системно не решена (и решена ещё долго не будет), то следующий кризис юаневой ликвидности (и всплеск ставок по юаням) — это только вопрос времени.

Посмотрите на эту красоту:



Это график RUSFARCNY (если грубо: процентная ставка привлечения юаней на один день в России с полным обеспечением), и это та ставка, по которой вкладываются юани из CNYM.

Галочками отмечены кризисы ликвидности, при которых юани начинали брать в долг под 200% и под 40–80%, но самое интересное, что даже вне каких-то кризисных периодов сейчас юани берут под однодневную ставку в ~14%. Очень неплохая получается валютная (юаневая) доходность при минимальном риске (фонд ляжет только вместе с Мосбиржей, а это маловероятно). Получается, что CNYM — это своего рода «ловец кризисной доходности», когда получается, что его юани становятся последним (единственным?) доступным и, соответственно, очень дорогим источником юаневой ликвидности в России.

Техническое напоминание: предупреждение о необходимости сверять стоимость CNYM, которую вы видите в биржевом «стакане», со стоимостью его чистых активов на пай (чтобы не переплатить слишком много) — всё ещё в силе, хотя сейчас отклонения встречаются реже.

Теперь хочется сказать пару слов про юаневые облигации. Оказывается, у российских юаневых облигаций появился интересный дополнительный источник спроса:

ФранкРГ: «ФНБ третий месяц подряд покупает российские корпоративные юаневые облигации. На конец месяца объем вложений в них вырос до 7,75 млрд юаней

За сентябрь Фонд национального благосостояния (ФНБ) нарастил вложения в российские корпоративные облигации, номинированные в китайской национальной валюте, на 2 млрд юаней, следует из информации опубликованной Минфином. Если на конец августа средства ФНБ были вложены в облигации в юанях на сумму 5,75 млрд единиц, то на конец сентября — уже на 7,75 млрд юаней. Таким образом, за месяц рост вложений ФНБ в эти инструменты составил почти 35%.

Впервые корпоративные облигации российских эмитентов в юанях появились на балансе ФНБ в июле. Тогда Минфин сообщал, что вложил в них 3 млрд единиц китайской национальной валюты. В августе он продолжил наращивать инвестиции в этот класс инструментов, приобретя еще бондов на 2,75 млрд.»

<https://frankmedia.ru/179975>

Три месяца — это уже тренд, а не исключение. У этого феномена будет два интересных последствия:

1. У российских компаний будет дополнительный стимул выпускать юаневые облигации, потому что на рынке появился огромный источник спроса на юаневые инструменты такого рода. Понятно, что пока это всё в рынок поступает в режиме «в час по чайной ложке», но общая ёмкость юаневого спроса на облигации в России теперь однозначно чувствительно увеличилась. Это хорошо и для компаний (особенно тех, кому в рублях под «Ключ+2» кредитоваться не хочется), и для ФНБ, потому что из всех возможных способов получения дохода на юаневые государственные сбережения покупка юаневых облигаций российских компаний — это и самый прибыльный, и самый полезный для экономики вариант.
2. У российских держателей юаневых облигаций российских корпораций (рискну предположить, что речь идёт в основном об эмитентах с очень высоким кредитным рейтингом, ибо ФНБ рисковать особо не будет) появляется причина для более уверенного взгляда в будущее. Если среди держателей облигаций есть ФНБ, то это, во-первых, очень дисциплинирует эмитента (это приятно), а во-вторых, это сильно снижает риски (это в будущем, ибо сейчас ещё слишком мало так проинвестировано государством) каких-то нерыночных манипуляций с выплатой юаневого дохода в рублях (а этим прямо грешат некоторые российские эмитенты).

Итого, за последние месяцы юаневые инструменты в российском контуре внезапно приобрели дополнительные факторы привлекательности. Конечно, как и у любых долговых инструментов, у юаневых фондов денежного рынка или облигаций есть неустранимый риск внезапной девальвации юаня (этот риск бесконечно ниже, чем у рубля, но всё-таки есть), но если в портфеле достаточно золота, это не должно быть особой проблемой.

Из интересных новостей для любителей совсем скучных инвестиций есть интересное событие, которое может создать сразу несколько потенциальных кандидатур для консервативных портфелей:

Состоялось первое заседание нового состава совета директоров ПАО «Ростелеком» (МОЕХ: RTKM, RTKMP), избранного на годовом общем собрании акционеров 16 сентября 2024 года. Председателем Совета директоров компании избран Заместитель Председателя Совета Безопасности Российской Федерации Дмитрий Медведев.

<https://www.company.rt.ru/press/news/d430812/>

Prime: Зампред Совета безопасности РФ Дмитрий Медведев назвал работу по импортозамещению основной задачей компании «Ростелеком».

Ранее в «Ростелеком» сообщили, что Медведев был избран председателем совета директоров компании. «Задачи, действительно, масштабные. В первую очередь, это продолжение политики импортозамещения, которая, как и в других местах, конечно, но и здесь носит исключительно важное значение, в том числе создание отечественного программного обеспечения», — сказал Медведев на заседании совета директоров ПАО «Ростелеком», говоря о задачах, стоящих перед компанией.

<https://1prime.ru/20241002/medvedev-851925434.html>

Наличие столь респектабельного (член Политбюро 2.0) нового политического патрона может решить главную проблему «Ростелекома» — а именно невозможность невозбранно повышать тарифы, из-за которой страдают все телеком-компании (а также «коммунальщики» и иногда ритейл) России. В условиях, когда заниженная стоимость телеком-услуг (так же как и стоимость коммуналки) — это элемент социальной стабильности, государство (мы это уже несколько раз обсуждали, в том числе на примере МТС) с помощью ФАС душит любые попытки телеком-компаний как-то серьёзно зарабатывать на своей абонентской базе, не забывая при этом требовать от телекомщиков, чтобы они занимались импортозамещением, развивали собственные технологии в условиях санкций, поддерживали сети в рабочем состоянии (и чтобы скорость ещё была хорошей, а то население будет фрустрироваться!). При этом вроде все понимают, насколько это контрпродуктивно в долгосрочной перспективе, но каждый раз (это как с тарифами ЖКХ), когда дело доходит до конкретики, сиюминутные соображения «социальной стабильности» побеждают, причём зачастую в бескомпромиссной форме. Вроде бы пару раз Правительство уже подходило к точке того, чтобы сломать эту порочную практику, но каждый раз телекомщикам не хватало политического и административного ресурса. Из свежих примеров можно вспомнить то, как ФАС решил всё-таки [дожимать МТС по тарифной теме](#).

Господин Медведев справедливо обозначил приоритеты «Ростелекома», но все эти штуки требуют денег. А деньги «Ростелеком» (достаточно посмотреть на структуру выручки, в которой больше половины — это мобильная связь, широкополосный доступ в интернет и телефония) может взять или из тарифов, или залезть ещё глубже в долги, что при соотношении Debt/OIBDA около 2 и при текущей ставке ЦБ вряд ли будет приятной процедурой. Соответственно, открывается возможность того, что всё-таки с «Ростелекома» (а значит, возможно, и с МТС) снимут «тарифную удавку» в контексте необходимости (а она реально есть, и господин Медведев один из тех, кто это и реально понимает, и понимает, что это не бесплатно) обеспечения цифрового суверенитета. В общем, рейтинг «Ростелекома» моей личной шкале инвестиционной привлекательности сейчас перешёл с уровня «нафиг-нафиг!» на уровень «под наблюдением». Потенциально очень хорошие новости для всего телеком-сектора.

И последнее: про нефть и Израиль.

У господина Нетаньяху сейчас есть уникальный (с его точки зрения и с точки зрения израильских шизопатриотов) шанс на то, чтобы «решить иранский вопрос» окончательно и бесповоротно. Администрация Байден-Харрис не может «кинуть» Израиль, даже если

он ведёт себя безответственно в отношении интересов Вашингтона (коллективная «мама Блинкена» не даст), плюс нельзя отдавать Трампу лавры «главного любителя Израиля», ибо это может стоить Харрис победы на выборах. В этих условиях есть шансы (но нет гарантий, это Ближний Восток, там всё сложно), что израильская сторона (несмотря на то, что Иран уже продемонстрировал, причём наглядно, умение огрызаться, да так, что Израилю пришлось вводить почти украинский уровень цензуры для сокрытия последствий иранской ракетной эскапады) пойдёт на эскалацию в виде ударов по иранским ядерным объектам и/или по иранской нефтедобыче. Если это произойдёт, то это не только приведёт к росту цен на нефть, но ещё и откроет дополнительный веер сценариев, в которых уже ответные действия Ирана (который угрожал нанести удары по, например, саудовской нефтяной инфраструктуре) приведут к ещё большему росту цен на нефть. Но это ещё не всё. Менее очевидным, но тоже приятным (для нас) сценарием развития событий является ситуация, в которой администрация Байден-Харрис всё-таки находит способ убедить Нетаньяху не устраивать большую войну на Ближнем Востоке, но в рамках «взятки» для Нетаньяху (потому что без этого никак, плюс ему самому надо будет чем-то отчитаться перед шизопатриотами в своем правительстве и спецслужбах) администрация Байден-Харрис может предложить то, что реально нанесёт ущерб Ирану — а именно введение реальных санкций на иранскую нефть.

Напоминаю: в контексте СВО США фактически сняли (т. е. юридически оставили, но перестали вообще следить за выполнением, и это признают все участники рынка, включая западные банки) санкции с Ирана, что (по разным оценкам) обеспечило поставки на международный рынок дополнительных 1,5–1,7 миллионов баррелей нефти в сутки. Если начать снова «закручивать гайки» по иранским поставкам, примерно миллион баррелей удастся убрать (для Тегерана это будет прямо очень больно в экономическом плане), но при этом не будет риска иранского удара по арабской добыче и даже можно будет попробовать договориться с ОПЕК+ (Саудами), чтобы они частично компенсировали выпадающий иранский экспорт, что обеспечит ограничение потенциального роста цен на нефть. Оба сценария: как «ракетный», так и «санкционный» — хороши (по разным причинам) для цен на нефть, но, конечно, не факт, что хотя бы один из них реализуется. Однако, как показывает практика, все предыдущие эпизоды, когда рынок считал, что «ну сейчас-то на Ближнем Востоке все точно закончилось», заканчивались осознанием того, что ничего там ещё даже и не начинало заканчиваться.

На сегодня — всё.

Традиционно желаю вам медийной абстиненции и даже уже не буду объяснять зачем: думаю, у каждого из вас уже есть личный опыт употребления в мозг медийной продукции телеграм-бентоса, и мозг помнит, что «уж лучше палёная водка за гаражами». В условиях погодных изменений (смену сезонов наш внутренний примат справедливо воспринимает как стресс и источник опасности) надо сопровождать особо упорной медийной абстиненцией (не читать советских газет ни до, ни после еды), ибо нервы всегда в дефиците.

В средней полосе нашей прекрасной России наступил март, а местами уже иногда даже падает снег. В этих условиях организму, конечно, нужно срочно устроить себе кулинарное приключение, а мозг (ту его часть, которая, к счастью, не обременена социальными условностями) стоит срочно порадовать благотворительностью в адрес тех, кому сложнее, чем вам, и тогда мозг будет чувствовать себя ресурсным и довольно булькать правильными гормонами от возможности наглядно (и позитивно) повлиять на реальность.

Традиционно предлагаю назначить себя котом, порадоваться тому, что коту (или кошке) принципиально плевать на двуногие проблемы, и мурчать 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