Несбыточные надежды

Ксения СМИРНОВА

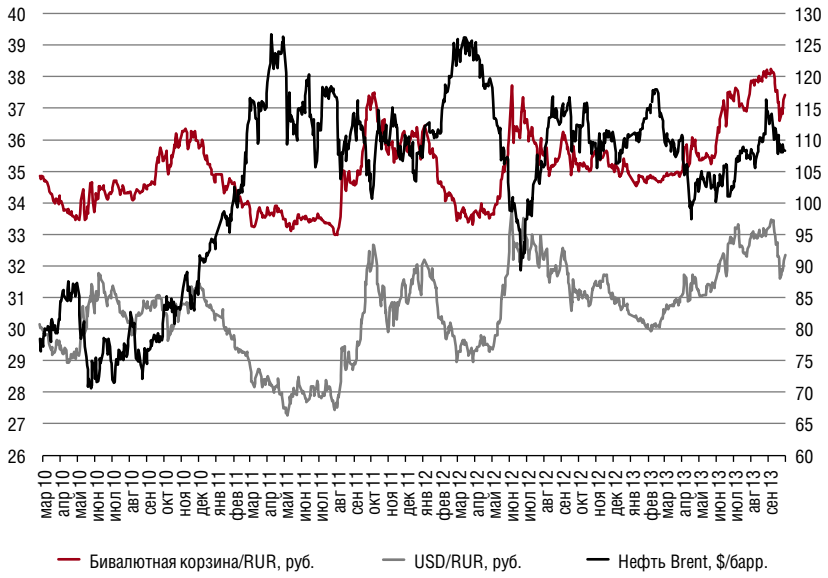
МАКРОЭКОНОМИКА

Экономика продолжает балансировать на грани стагнации и вялого роста. Минэкономразвития понизило оценку роста ВВП, инвестиции продолжают снижаться, промышленность также демонстрирует спад. Поддержку экономике по-прежнему оказывает лишь потребительский спрос. Однако, несмотря на довольно пессимистичный настрой и понижение основных макропрогнозов, аналитики все же надеются на первые признаки восстановления экономики к концу года.

Макроэкономическая ситуация в третьем квартале 2013 года не улучшилась. Разочаровывающие результаты заставили Минэкономразвития задуматься об очередном снижении оценки роста ВВП в этом году, который может не дотянуть и до 1.5% (вместо ожидавшихся летом 1.8%), комментирует ситуацию Антон Струченевский, старший экономист Sberbank CIB. Стагнация по-прежнему продолжается, соглашается Ольга Стерина, аналитик «УРАЛСИБ Кэпитал».

Пока еще не опубликована окончательная оценка экономического роста в третьем квартале 2013 года, но, согласно предварительным данным, экономика выросла всего на 1.2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Такая цифра полностью соответствует показателю роста за второй квартал 2013 года. Учитывая слабые данные, аналитики «УРАЛСИБ Кэпитал» скорректировали годовой прогноз по росту ВВП в сторону понижения с 2.1% до 1.7%. Хотя в четвертом квартале шанс на ускорение все же есть, очевидно, что 1.5% роста, которые мы теперь ожидаем по итогам года, — это даже оптимистичный сценарий, считает Дмитрий Долгин, аналитик по макроэкономике Альфа-Банка.

Рисунок 1
Курс рубля ЦБ РФ и цены на нефть Brent



ТОЛЬКО ЦИФРЫ

На **0.3%** (г/г) выросло промпроизводство в сентябре по сравнению с ростом на 0.1% (г/г) в августе

На **1.4%** (г/г) сократились инвестиции в основной капитал в сентябре по сравнению со снижением на 3.9% (г/г) в августе

На **6.6%** (г/г) вырос уровень реальных зарплат в сентябре по сравнению с ростом на 5.9% (г/г) в августе

5.3% составил уровень безработицы в сентябре по сравнению с 5.2% в августе

ПРОГНОЗ

ПРОМПРОИЗВОДСТВО И ИНВЕСТИЦИИ

Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

Хотя в четвертом квартале возможен некоторый сезонный всплеск, по итогам года рост промпроизводства и инвестиций будет близок к нулю. В следующем году инвестиционная активность будет находиться под давлением заморозки тарифов естественных монополий, поскольку последние будут вынуждены сократить свои программы капитальных вложений. Это, в свою очередь, скажется на денежных потоках их многочисленных подрядчиков. При этом остальные секторы экономики вряд ли расширят свои инвестпрограммы, учитывая краткосрочной характер заморозки тарифов.

Владимир КОЛЫЧЕВ,
главный экономист аналитического департамента, «ВТБ Капитал»

Годовые темпы промышленного производства, вероятнее всего, удержатся в положительной зоне за счет бурного роста добычи (и экспорта) газа, а также ускорения выпуска электричества на фоне аномальных холодов в начале месяца. Инвестиции в основной капитал, вероятно, продолжат стагнировать, а потребительские расходы, пока еще поддерживаемые двузначными темпами индексаций зарплат в бюджетной сфере, могут стабилизироваться после резкого замедления в конце третьего квартала. Ситуация на рынке труда в таких условиях продолжит постепенно ухудшаться, что вкупе с завершением сезонных работ может подтолкнуть уровень безработицы к 5.5%.

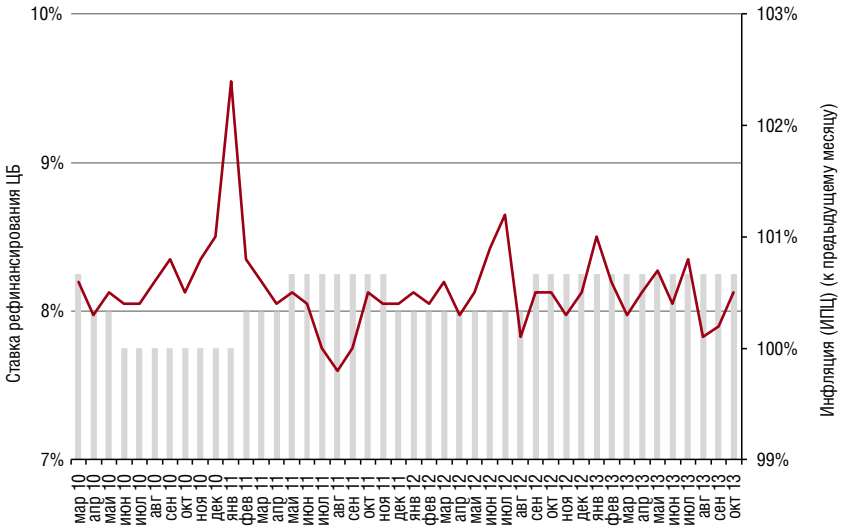
Ускорение роста в следующем году базируется на крайне неочевидной предпосылке, что инвестиции перестанут падать. В банке прогнозируют замедление роста ВВП до 1.3% г/г в 2014 году. Хотя об отрицательных темпах роста речи пока не идет, по стремительности ухудшения ожиданий этот год напоминает кризисный 2008 год, подытожил аналитик.

Рассуждая о причинах столь резкого замедления в динамике макроэкономических показателей (в 2011 и 2012 годах рост ВВП составил 4.3% и 3.4% соответственно), нельзя сказать, что внешние условия ухудшились, говорит Антон Струченевский. Действительно, с 2011 года цены на нефть находятся на уровне $110 за баррель, а степень нервозности инвесторов, возможно, даже снизилась. Причины замедления роста надо искать во внутренней политике. Так, во втором полугодии прошлого года Минфин начал активно занимать на внутреннем рынке с целью увеличения отчислений в суверенные фонды. Отчисления в резервный фонд по итогам года составили около 700 млрд руб. при практически сбалансированном бюджете, констатирует аналитик. Это привело к росту процентных ставок и «вытеснению» частного сектора государством на долговом рынке. Естественно, темпы роста экономики (и инвестиций) начали притормаживать на этом фоне.

Очень слабую динамику показывают инвестиции в основной капитал, которые за девять месяцев 2013 года сократились на 1.4%. В текущем году был завершен ряд крупных инвестпроектов, в частности подготовка инфраструктуры к зимней Олимпиаде в Сочи, при этом частный сектор пока не спешит наращивать инвестиционную активность, отмечает Ольга Стерина. Несмотря на некоторое смягчение бюджетной политики в третьем квартале, инвестиции по-прежнему снижаются, промпроизводство остается в состоянии стагнации, продолжает Дмитрий Долгин. Структура экономического роста указывает на то, что с начала этого года компании активно сокращают запасы. Сильный отток капитала ($48 млрд за девять месяцев 2013 года против $46 млрд за аналогичный период прошлого года) и вялые темпы роста корпоративного кредитования (на уровне 13% г/г) указывают на низкий спрос на деньги в реальном секторе. Промышленность балансирует на грани спада, демонстрируя скромные 0.1% роста за девять месяцев 2013 года, ключевым драйвером здесь является добывающий сегмент, комментирует Ольга Стерина. Согласно прогнозам аналитиков «УРАЛСИБ Кэпитал», по итогам года рост промпроизводства составит всего 0.4%.

Поддержку экономике по-прежнему оказывает потребительский спрос, подстегиваемый ростом кредитования физических лиц. «В начале года мы отмечали, что при снижении темпов роста розничного кредитования ниже 30% г/г домохозяйствам бу-

Рисунок 2
Инфляция и ставка рефинансирования ЦБ



дет недостаточно прироста нового долга для обслуживания уже накопленной задолженности перед банками, и выплаты процентов уже должны будут проходить из имеющихся доходов», — вспоминает Дмитрий Долгин. — К октябрю темпы роста действительно замедлились до 31% г/г, а номинальный объем просрочки вырос на 35% с начала года и составил 4.5% от портфеля. Давление долгов по кредитам на финансы домохозяйств привело к тому, что, несмотря на ускорение темпов роста реальных зарплат до 7.1% г/г в третьем квартале против 5.4% г/г в первом полугодии, темпы роста розничной торговли остались на уровне 3.8% г/г. В дальнейшем потребление останется главным и единственным драйвером экономического роста, но и его потенциал будет снижаться, предупреждают в Альфа-Банке.

Рост цен в этом году не удалось замедлить до целевого коридора ЦБ РФ (5–6% г/г), пессимистично отмечает Дмитрий Долгин. В сентябре замедление роста ИПЦ остановилось на отметке 6.1% г/г, и хотя официальные прогнозы предполагают замедление инфляции к концу года, аналитикам Альфа-Банка это представляется слишком оптимистичным. В сентябре было зафиксировано значительное ускорение роста цен на ряд продовольственных товаров: помимо сезонных факторов это спровоцировано наводнением на Дальнем Востоке и ограничениями на импорт продовольствия в Россию из нескольких стран. Кроме того, недавние акции протеста против нелегальной иммиграции привели к ужесточению административного контроля за рынками, что будет оказывать дополнительный инфляционный эффект. Замедление экономического роста говорит о том, что ИПЦ может и не достигнуть обозначенных Альфа-Банком целевых 6.5% г/г к концу года, поэтому сентябрьские 6.1% г/г фактически представляют собой «дно» инфляции 2013 года.

ДЕНЕЖНЫЙ И ВАЛЮТНЫЙ РЫНКИ

Несмотря на имеющиеся аргументы в пользу снижения ключевой ставки, в октябре регулятор продемонстрировал приверженность политике инфляционного таргетирования и в очередной раз не стал снижать ставки. Аналитики уверены, что в сложившейся ситуации ЦБ РФ сохранит осторожность и отложит понижение ставок до следующего года.

Поскольку замедляющиеся темпы роста сказываются не только на динамике кредитования, но и на притоке депозитов, банки продолжают предъявлять повышенный спрос на госфондирование, комментирует ситуацию Дмитрий Долгин. Только за сентябрь долг банков перед ЦБ вырос на 310 млрд руб., а перед Минфином — на 140 млрд руб. В итоге за последний год объем госфондирования вырос на 1.2 трлн руб., до 4.7 трлн руб., и суммарно сейчас государство финансирует 8.6% активов банковского сектора, что является

ПРОГНОЗ

ЭКОНОМИЧЕСКИЙ РОСТ, ИНФЛЯЦИЯ

Ольга СТЕРИНА,
аналитик, «УРАЛСИБ Кэпитал»

Уходящий год можно смело назвать годом несбыточных надежд для российской экономики: рост так и не возобновился. На это повлияли как внешние, так и внутренние факторы. Однако к концу года все же есть надежды на первые признаки восстановления. При этом о дальнейшем ускорении роста речи быть не может раньше второго полугодия 2014 года. В следующем году перспективы российской экономики выглядят несколько лучше. Согласно нашему прогнозу, рост должен ускориться до 2.4%.

Одним из самых позитивных моментов следующего года можно считать ограничение роста тарифов естественных монополий. Тарифы для промышленных потребителей индексироваться не будут, рост тарифов для населения будет ограничен уровнем в 70% от потребительской инфляции текущего года (то есть составит 4.2% при условии достижения инфляцией целевого ориентира 6% в текущем году). По нашей оценке, ограничение тарифов в 2014 году способно ускорить экономический рост примерно на 0.4 п.п. В этой ситуации выиграют прежде всего крупные потребители электроэнергии. Безусловно, решение ограничить тарифы самым позитивным образом должно сказаться на инфляции, ведь ежегодно тарифы индексировались на 10–15%, что добавляло к росту потребительских цен минимум 0.5 п.п. Согласно нашей оценке, замедление роста потребительских цен начнется со второй половины следующего года и по итогам года инфляция имеет все шансы выйти на уровень 4.2%.

Антон СТРУЧЕНЕВСКИЙ,
старший экономист, Sberbank CIB

Инфляция в годовом выражении находится на уровне 6% и, судя по всему, останется на этом уровне до конца года. Хотя цели регулятора по инфляции выглядят достижимыми, итоговый показатель слишком уж близок к верхней границе целевого коридора 5–6%. Улучшения ситуации в экономике скорее можно ожидать благодаря изменениям в политике кредитования самих банков. Некоторые признаки этого уже наблюдаются: началось снижение процентных ставок по кредитам для населения. Банки начнут проявлять больший интерес к кредитованию малого и среднего бизнеса, что и обеспечит оживление в экономике.

важным фактором сдерживания роста ставок, подсчитал аналитик. Сезонность исполнения госбюджета предполагает изъятие депозитов Минфина с ноября, что означает вероятный рост зависимости банков от средств ЦБ РФ и сохранение давления на ставки в конце года.

Несмотря на столь разочаровывающие макроданные, ЦБ РФ занял весьма жесткую позицию и не пошел на снижение ставок в октябре, вместо этого изменив параметры денежно-кредитной политики, рассказывает Ольга Стерина. Регулятор продемонстрировал приверженность политике инфляционного таргетирования, хотя, по мнению аналитиков «УРАЛСИБ Кэпитал», имело смысл снизить ставки. Однако если ЦБ и дальше будет придерживаться выбранного курса, то снижение ставок произойдет не раньше середины следующего года, когда инфляция опустится ниже 5%, однако насколько своевременной и уместной будет такая мера — вопрос открытый. В настоящий момент ЦБ находится в непростой ситуации, поскольку замедление экономического роста для рынка и реального сектора выглядит как аргумент в пользу снижения ключевой ставки, соглашаются аналитики Альфа-Банка. Вместе с тем очевидно, что ухудшение качества кредитного портфеля банков и слабость платежного баланса, наоборот, диктуют регулятору необходимость сохранять осторожность в вопросах монетарной политики. Поэтому не исключено, что в ближайшие шесть месяцев регулятор смягчит риторику, однако до снижения ключевой ставки дело вряд ли дойдет. Напротив, действия ЦБ будут направлены на снижение рисков в банковском секторе и на валютном рынке, прогнозирует Дмитрий Долгин.

Цикл понижения может начаться не раньше первого квартала 2014 года, полагают аналитики БКС. Достижение даже нижней границы целевого показателя Минэкономразвития по годовому росту ВВП в 1.5% становится все более амбициозной задачей, так как для этого в четвертом квартале рост валового внутреннего продукта должен составлять как минимум 2.5%. По мнению начальника управления анализа долговых рынков БКС Леонида Игнатьева, в первом квартале 2014 года монетарное стимулирование экономики станет вынужденной необходимостью.

Бюджетный ступор в США послужил дополнительным аргументом против сворачивания мер монетарного стимулирования (QE) ФРС, что в настоящий момент является главным фактором поддержки спроса на риск в мире. Ослабление доллара на мировых рынках даже несколько превзошло ожидания аналитиков Альфа-Банка, и в результате пара евро/доллар недавно обновила многомесячный максимум $1.38. Данный фон можно считать достаточно благоприятным для рубля, который, воспользовавшись случаем, прервал курс на ослабление. Вместе с тем риски возникновения негативных новостей из банковского сектора Китая и Европы, где растут опасения относительно качества кредитов, делают текущее укрепление рубля достаточно хрупким, считает Дмитрий Долгин.

На слабых показателях занятости в США евро укрепился до 1.38, продолжает комментировать ситуацию на валютном рынке Леонид Игнатьев. На отметке 1.38+ доллар встретит сильнейшее сопротивление. Аналитики БКС считают диапазон 1.39–1.40 максимально достижимым в 2013 году. Эти уровни представляются им некомфортными для ЕС, так как укрепление курса евро вновь стало тормозить темпы восстановления

ПРОГНОЗ

СТАВКИ

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

Показатели российской экономики пока указывают на некое статистическое ускорение роста ВВП в четвертом квартале до 2–2.2% годовых, при этом показатель по итогам 2013 года, по нашим оценкам, составит около 1.6%. Шансы на понижение базовых ставок со стороны ЦБ РФ в декабре текущего года все еще есть, однако в случае, если мы будем завершать текущий год при инфляции 6%, регулятор может в очередной раз отложить понижение процентных ставок до следующего года.

Дмитрий ДОЛГИН,
аналитик по макроэкономике, Альфа-Банк

Наше главное опасение относительно рубля связано с состоянием платежного баланса: если отток капитала остается стабильным, то профицит текущего счета резко снизился с $62 млрд до $30 млрд (девять месяцев 2012 года и аналогичный период 2013 года), и это связано не столько с импортом товаров, рост которого составил всего $8 млрд (3% г/г), сколько с импортом услуг, который вырос на $17 млрд (21% г/г). В итоге в третьем квартале профицит текущего счета сжался до $1 млрд — минимального значения за последние 15 лет, несмотря на то, что уровень цен на нефть за этот период вырос почти на $100 за баррель. По итогам 2013 года текущий счет должен сжаться до $45 млрд и $20 млрд в 2014 году, предполагая рост уровня бездефицитности текущего счета с $85 за баррель в 2012 году до $95 за баррель в 2013 и $103 за баррель в 2014 году. Уязвимость текущего счета может стать дополнительным фактором оттока капитала из России, когда основное внимание валютного рынка переключится с внешнего фона на внутренние фундаментальные факторы.

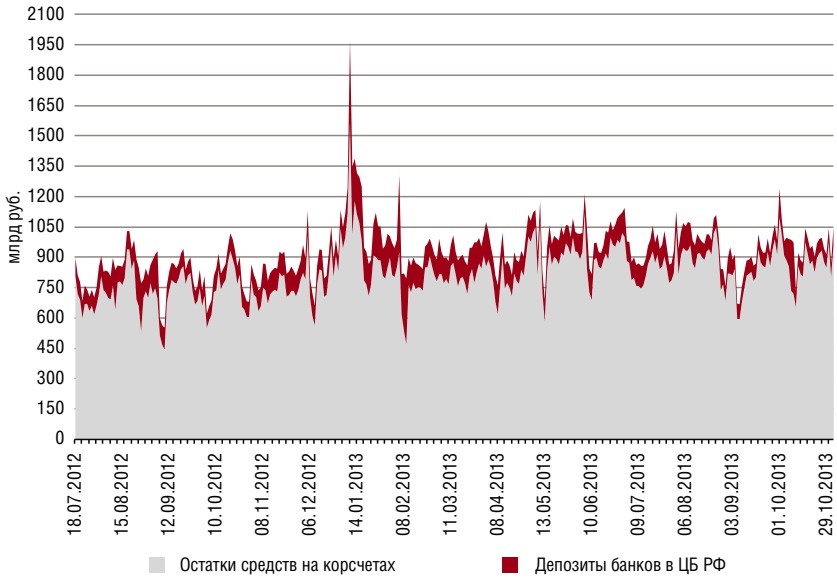
ТОЛЬКО ЗА СЕНТЯБРЬ ДОЛГ БАНКОВ ПЕРЕД ЦБ ВЫРОС НА 310 МЛРД РУБ., А ПЕРЕД МИНФИНОМ – НА 140 МЛРД РУБ. В ИТОГЕ ЗА ПОСЛЕДНИЙ ГОД ОБЪЕМ ГОСФОНДИРОВАНИЯ УВЕЛИЧИЛСЯ НА 1.2 ТРЛН РУБ., ДО 4.7 ТРЛН РУБ.

экономики еврозоны. Вероятность запуска новых стимулирующих мер в Европе крайне невелика, так что глава ЕЦБ Марио Драги, очевидно, ограничится словесными интервенциями, утверждает Леонид Игнатьев.

Антон Струченевский видит лишь два способа снизить спекулятивное давление на национальную валюту. Первый — увеличить процентные ставки на денежном рынке, что грозит серьезными осложнениями в банковской системе и экономике в целом и на практике применяется очень редко. Второй способ — перестать поддерживать национальную валюту. Как это ни парадоксально, но по большей части валютные спекуляции ведутся против центральных банков. Поведение центральных банков легко отслеживается (например, по динамике золотовалютных резервов) и прогнозируется (задача сильно упрощается, если банк использует некие правила при формировании обменного курса, что мы и наблюдали). Снижение объема золотовалютных резервов — верный признак того, что появляется возможность поиграть на ослаблении национальной валюты, считает аналитик. Это провоцирует дальнейшее давление и отток капитала. Яркий пример — вторая половина 2008 года в России. Опыт показывает, что наиболее эффективным решением является отказ от поддержки национальной валюты. При этом рынок самостоятельно находит новые равновесные уровни для обменного курса, но отток капитала резко сокращается (что и имело место в начале 2009 года).

Можно сказать, что в конце октября потенциальная эффективность денежно-кредитной политики выросла. Если Банк России воздержится от интервенций на валютном рынке, денежный рынок станет более управляемым, считают в Sberbank CIB. Валютный рынок также перестанет притягивать к себе излишнее внимание инвесторов даже в случае изменения внешних условий, поскольку они будут отыгрываться рынком моментально (в отличие от ситуации, когда банк вмешивается в курсообразование, позволяя в итоге большему кругу инвесторов играть с валютой). На этом фоне можно ожидать некоторого улучшения в экономике страны в четвертом квартале и в следующем году. Однако этот процесс будет очень медленным, подытожил Антон Струченевский.

Рисунок 3
Ликвидность банковского сектора



ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Ноябрь для российского долгового рынка, скорее всего, пройдет достаточно спокойно. Замедление инфляции убедит локальных игроков сохранить присутствие в длинных бумагах. По мнению аналитиков, на фоне снижения волатильности и роста реальной доходности ОФЗ приток средств иностранных инвесторов возобновится.

Для сектора госбумаг октябрь завершился достаточно удачно. По итогам месяца снижение доходностей ОФЗ срочностью 5–15 лет составило в среднем около 10–15 б.п., подсчитал Михаил Гонопольский, начальник аналитического управления БИНБАНКа. Российский рынок достаточно спокойно держался в первой половине месяца на фоне напряженности на мировых рынках в связи с бюджетным кризисом в США. Основной виток роста цен и снижения доходностей на среднем и длинном участках кривой ОФЗ пришелся на вторую половину октября.

По данным ЦБ РФ, на конец августа 2013 года, как раз перед ростом рынков в сентябре-октябре, вложения нерезидентов в ОФЗ достигли $26 млрд, приводит статистику Леонид Игнатьев. За два осенних месяца нерезиденты сократили позиции в ОФЗ, но не более чем на $1–2 млрд. Аналитики БКС считают, что приток средств иностранцев возобновится, этому будет способствовать снижение волатильности и рост реальной доходности ОФЗ на фоне снижения инфляции ниже 6%. Локальные игроки будут отыгрывать на ОФЗ ожидания снижения ставок в начале 2014 года и внутримесячные колебания рубля. Предпосылок для укрепления рубля и поддержки для ОФЗ больше во второй половине ноября, уверен Леонид Игнатьев.

Аукционы Минфина 23 октября прошли на фоне локальных максимумов для вторичного долгового рынка с доходностью 7.47–7.5% годовых для ОФЗ 26207 (соответствует котировкам около 106.50–106.75% от номинала). По мнению Леонида Игнатьева, до конца года доходность длинных ОФЗ может опуститься еще на 25–30 б.п. с уровней конца октября (7.6% годовых для ОФЗ 26207), причем эти уровни могут быть достигнуты как в ноябре, так и в декабре в зависимости от новых решений по поводу потолка госдолга в США.

В октябре высокая активность наблюдалась в секторе субфедеральных выпусков. Причем на рынок выходили даже субъекты с относительно слабым для данной категории заемщиков рейтингом (уровня B+): например, Смоленская и Костромская области, отмечает Михаил Гонопольский. Безусловно, наиболее слабым представителям субфедеральных займов пришлось привлекать инвесторов с повышенными уровнями доходностей для данного кластера долгового рынка. Так, Смоленская область разместила выпуск с доходностью 9.2% годовых (дюрация три года), что предполагает премию к суверенной кривой порядка 265 б.п. Это достаточно высокий спред для субфедеральных заемщиков, который отражает более слабый рейтинг и финансовое состояние региона. Серьезный спрос пришелся на регионы с рейтингом BB+/BBB–: Башкортостан, Новосибирская область, Удмуртия.

Ближайший месяц российский долговой рынок, вероятно, останется относительно спокойным, зато в декабре-январе волатильность может возрасти, полагает Михаил Гонопольский. Это скорее связано с внешними факторами, так как рынок большую часть месяца будет сконцентрирован на анализе публикуемой макростатистики по США за октябрь с целью оценки степени ущерба для американской экономики от бюджетно-политического кризиса. В декабре-январе шансы на рост волатильности на внешних рынках и в сегменте длинных рублевых бумаг российского госсектора более высоки, так как будут формироваться итоги очередных бюджетных переговоров в США при параллельном важном заседании ФРС США. Данные события могут привести к росту волатильности уровней долларовых процентных ставок на длинном конце кривой US Treasuries и спровоцировать определенные действия нерезидентов в секторе ОФЗ. В ноябре аналитики БИНБАНКа ожидают некой аморфности поведения иностранных игроков в секторе ОФЗ, доля которых к осени составила около 25%. Основной спрос будет исходить от локальных игроков, которые начнут формировать облигационные портфели с прицелом на 2014 год. Среднесрочная идея для покупок со стороны локальных игроков в секторе ОФЗ сейчас привязана к ожиданиям замедления инфляции и, как следствие, понижения процентных ставок.

В первичном сегменте основной объем предложения Минфина придется на выпуски сроком обращения 5–10 лет, предложение этих бумаг до конца года может превысить 100 млрд руб. В то же время в более длинном сегменте (пятнадцатилетние бумаги и возможный дебют двадцатилетних облигаций) ведомство, скорее всего, ограничится предложением в несколько десятков миллиардов до конца года. В этой связи при отсутствии внешних шоков в ноябре некое понижательное давление на длинном конце кривой доходностей ОФЗ может сохраниться.

ПРОГНОЗ

ДОЛГОВОЙ РЫНОК

Михаил ГОНОПОЛЬСКИЙ,
начальник аналитического управления, БИНБАНК

Уровни доходностей суверенных долларовых евробондов России к концу октября обновили свои локальные минимумы, и в ближайшие месяцы велика вероятность некоторого роста доходностей с текущих уровней. Мы расцениваем текущие уровни доходностей на длинном конце US Treasuries (2.5% годовых по десятилетнему выпуску) как локальные минимумы, уже учитывающие перенос начала сокращения программы QE на весну 2014 года. По мере приближения или же переноса на более близкие даты изменений в политике ФРС США доходности десятилетних бумаг будут несколько отдаляться от уровня 2.5% годовых. Если говорить в контексте сложившихся спредов (например, Russia–23 к US Treasuries–10 на уровне около 160–170 б.п.), то их уровень вполне соответствует периоду спокойного отношения к рисковым активам при отсутствии в ближайшей перспективе позитивных изменений в кредитных рейтингах России. Идеи для сокращения спредов доходностей российских долларовых евробондов к US Treasuries в ближайший месяц мы не видим.

Леонид ИГНАТЬЕВ,
начальник управления анализа долговых рынков, БКС

Мы полагаем, что доходность UST–10 на уровне 2.47% годовых — сильный уровень сопротивления, для перелома которого нужны очень веские поводы. Однако, несмотря на небольшой потенциал снижения доходности базовых активов, мы отмечаем наличие возможностей для сужения спредов между UST и корпоративными еврооблигациями. Ценовой спекулятивный интерес в суверенных еврооблигациях России практически полностью отыгран: достигнуты и перекрыты уровни начала мая 2013 года.