



Еженедельный обзор рынков: 14.07 – 21.07.2023г

АКЦИИ

Американские индексы показали разнонаправленную динамику на неделе. S&P 500 и DJIA снова в плюсе, а NASDAQ продемонстрировал снижение. Разочаровывающая отчетность и прогнозы Tesla, Netflix и TSMC стали поводом для фиксации прибыли и в других IT бумагах.

Российский рынок продолжает двигаться боковике. В фокусе – решение ЦБ РФ по ключевой ставке и новый пакет санкций от США.

Китайские рынки – цвет настроения красный. На это раз в авангарде падения были девелоперы, чьи проблемы всплыли еще ярче на фоне проблем в макроэкономике и кризиса потребления.

ОБЛИГАЦИИ

Кривая ставок UST почти не изменилась на фоне разнонаправленных макроданных о перспективах в экономике. Рыночные ожидания о возможно последнем подъеме ставки ФРС на 25 б.п. до 5,5% в июле остались прежними.

Доходности коротких ОФЗ выросли на 25 б.п., длинных – остались вблизи прежних уровней. ЦБ РФ повысил ключевую ставку сразу на 100 б.п. до 8,5%, сохранив «ястребиный» сигнал. Регулятор неожиданно и заметно пересмотрел прогноз по средней ставке вверх на 1,5-2,5% в 2024-25гг, отмечая усиление инфляционных рисков. Цены 1-2-летних облигаций, вероятно, останутся под давлением.

ВАЛЮТЫ

В целом спокойная неделя на валютных рынках. Несмотря на громкие новости, рубль практически не изменился, а его волатильность даже снизилась. При этом доллар продолжает терять ко всем популярным валютам, кроме юаня, который отыгрывает макроданные в Китае.

ТОВАРНЫЙ РЫНОК

Металлы вернулись к падению, а энергоносители в солидном плюсе. Рост металлов на слабости доллара продолжался недолго: проблемы в Китае и ЕС быстро вернули их на уже привычный понижательный тренд. А вот в энергетике намечается разворот: ограничивающая предложение политика ОПЕК+, потерявшие амбиции по росту добычи сланцевые компании в Северной Америке, ожидаемая ожесточенная конкуренция на рынке СПГ в 3К23-1К24 и аномальная жара во многих частях света, требующая повышенное энергопотребление для охлаждения, вытянули не только цены на нефть и газ, но и поддержали котировки угля.

СПЕЦИАЛЬНАЯ ТЕМА

Долгожданная покупка длинных ОФЗ «не за горами». После роста доходности 10-летнего гос.долга на ~90 б.п. с начала года ужесточение монетарной политики уже во многом учтено рынком. Мы полагаем, что в отсутствие «шоков» потенциал их дальнейшего подъема достаточно ограничен, оцениваем возможность покупок в ближайшем будущем.

РЫНОЧНЫЕ ИНДИКАТОРЫ

Класс активов	Значение	Изменение за период		
		неделя	месяц	с начала 2023г
Индексы акций				
S&P 500	4 536,3	0,7%	3,9%	18,1%
Nasdaq Comp	14 032,8	-0,6%	3,9%	34,1%
Euro Stoxx 600	465,4	1,0%	1,8%	9,5%
Shanghai Comp	3 167,8	-2,2%	-0,9%	2,5%
Мосбиржи	2 923,5	0,7%	3,8%	35,7%
Ставки долга 10Y (Δ, б.п.)				
US Treasuries	3,8%	1	4	-4
Germany Bunds	2,5%	-4	-3	-10
UK Gilts	4,3%	-17	-9	61
China Bonds	2,6%	-4	-6	-24
Russia OFZ	11,0%	3	29	86
Валютный рынок				
EUR/USD	1,11	-0,9%	1,3%	3,9%
USD/CNY	7,19	0,6%	0,1%	4,0%
USD/RUB	90,9	0,4%	7,4%	23,1%
EUR/RUB	101,2	0,0%	8,9%	26,6%
CNY/RUB	12,6	0,0%	7,7%	21,4%
Товарный рынок				
Нефть Brent, \$/барр.	81,1	1,5%	9,3%	-5,6%
Нефть Urals, \$/барр.	65,4	3,4%	11,3%	16,2%
Медь, \$/т	8 384,2	-3,0%	-2,2%	-0,1%
Алюминий, \$/т	2 212,0	-2,7%	0,3%	-7,0%
Золото, \$/унц.	1 960,2	0,3%	2,4%	7,4%

Источник: открытые источники, УК Система Капитал

Асатуров Константин (Управляющий директор)
kasaturov@sistema-capital.com

Костин Антон (Руководитель инвестиционного блока)
akostin@sistema-capital.com

Терпелов Дмитрий (Портфельный управляющий)
dterpelov@sistema-capital.com

Митрофанов Павел (Портфельный управляющий)
pmitrofanov@sistema-capital.com



Глобальные рынки акций и сырья

- Широкий американский рынок вырос за неделю, несмотря на снижение в акциях технологических компаний.** Квартальные результаты Tesla, Netflix и TSMC разочаровали повышенные после ралли с начала года ожидания инвесторов, что привело к фиксации в акциях технологических компаний в целом. В лидерах за неделю были защитные сектора (здравоохранение и электроэнергетика) и прибавивший на росте черного золота нефтегазовый сектор. Аутсайдером недели стали акции входящей в «большую четверку» рекламных холдингов Interpublic Group: менеджмент снизил прогноз роста выручки на год на фоне слабости в технологической вертикали рынка рекламы и высокого уровня макроэкономической неопределенности. В лидерах же были акции банковских групп (Zions Bancorp, Charles Schwab, Keucor и пр.): динамика депозитов по широкому кругу финансовых институтов превзошла ожидания, что снижает опасения все еще обеспокоенных недавними набегами на банки инвесторов.
- Российский рынок закрылся в нейтральной зоне.** При этом рубль также не показал какой-либо ярко выраженной динамики за неделю. Главной новостью недели стали новые анонсированные санкции от США, в результате чего опять больше всего досталось финансовому сектору: под SDN попали Тинькофф банк, Солидарность, Локо-банк, Юнистрим и ПСКБ. В корпоративном мире выделим сильные операционные результаты ЛСР, ММК и Х5 за 2К23, а также перерегистрацию дочерней структуры ТМК, ТМК Steel Holding, с Кипра в САР на острове Русский. Отдельно отметим анонсированный запуск на Яндекс Маркете продаж из зарубежных магазинов, обновленную дату завершения редомициляции Polymetal в Казахстан (7 августа) и судебное решение о взыскании с Мечела 244,2 млн долл в пользу Газпромбанка.
- Очередная «красная» неделя в Китае.** За последнюю неделю гонконгский Hang Seng стал одним из лидеров снижения среди глобальных площадок, растеряв уже 4% на утро понедельника. Shanghai Composite показал динамику не сильно лучше, также отыгрывая все еще очень слабые макроданные. В эпицентре негатива вновь оказались проблемы девелоперов, поэтому неудивительно, что худшими по доходности на этой неделе были их акции во главе с Country Garden, который вместе со своими «дочками» потерял более 20% на неделю. Немного смогли отскочить банки в лице HSBC и Hang Seng Bank, поддержав движение своих коллег из США, но о начале какой-то долгосрочной тенденции говорить не приходится.
- Нефть прибавила 1,5% на фоне усилий ОПЕК+.** Нефть продолжила слабо расти, в основном благодаря слабости доллара в последние недели и сокращению предложения на фоне стабильного спроса. Отметим статью WSJ, где утверждается, что российский сорт Urals стал торговаться выше потолка цен на нефть в 60 долл за баррель. Минэнерго США выпустило отчет по бурению: организация впервые за долгое время прогнозирует снижения сланцевой добычи в стране на 18 тыс барр. в сутки в августе, причем сокращение пришлось на две ключевые формации – Пермиян и Игл Форд. Ежедневная статистика в США была нейтральной: запасы нефти сократились на 0,7 млн барр. (ожидали падения на 2,4 млн барр.), добыча осталась на уровне 12,3 млн барр. в сутки, а количество вышек снизилось на 7 до 530 единиц.

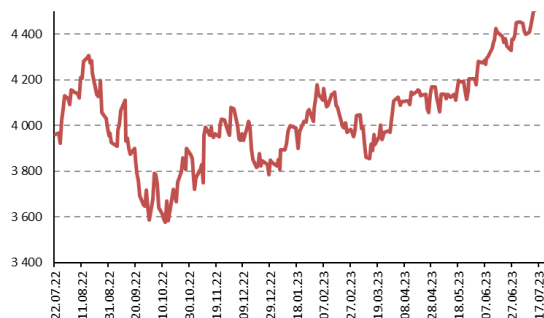
Лидеры роста/падения	Значение	Изменение за неделю	
		рост	падение
Акции США			
Zions	36,1	15,2%	
DISH Network	7,4	15,0%	
The Charles Schwab	66,5	13,4%	
Discover	105,1		-12,7%
Omnicorn	83,8		-14,7%
IPG	32,9		-18,4%
Российские акции			
X5	1 943,0	12,1%	
Globaltrans	574,4	8,8%	
En+	521,0	7,0%	
Polymetal	563,4		-1,7%
АФК Система	17,3		-2,4%
Транснефть, прив.	125 750		-10,2%

Источник: открытые источники, УК Система Капитал

Динамика индекса Мосбиржи



Динамика индекса S&P 500





Инструменты с фиксированной доходностью

Кривая ставок UST почти не изменилась на фоне смешанных макроданных в экономике США. После стремительного подъема ставки ФРС монетарный эффект должен начать проявляться в ближайшие месяцы. Если макропоказатели в промышленности и потребительском сегменте указывают на некоторое замедление экономической активности, то рынок труда остается достаточно стабильным. По нашим наблюдениям рыночные ставки пока в большей степени реагируют на состояние рынка труда. В результате после их публикации ставки UST на участке 2-10 лет восстановили снижение, закрывшись на уровнях предыдущей недели в 3,8-4,8%.

Между тем в еврозоне базовая инфляция, за исключением расходов на продукты питания и топливо, остается на повышенном уровне. В июне Core CPI вырос с 5,3 до 5,5% в годовом выражении, а месячная инфляция ускорилась с 0,2 до 0,4% м/м. На этой неделе ЕЦБ, вероятно, повысит процентные ставки на 25 б.п., сохранив взвешенный тон.

Доходности коротких ОФЗ выросли на 25 б.п., длинных – остались вблизи прежних уровней. ЦБ РФ повысил ключевую ставку сразу на 100 б.п. до 8,5%, сохранив «ястребиный» сигнал. Решение ЦБ РФ повысить ключевую ставку на 100 б.п. до 8,5% оказалось более решительным, чем предполагал консенсус и наш прогноз в 50 б.п. Поскольку заседание являлось опорным, то регулятор пересмотрел прогнозы ключевых параметров базового сценария по сравнению с прошлым заседанием в апреле '23:

- рост реального ВВП в 2023г оценивается в 1,5-2,5% vs. 0,5-2,0% ранее (и -1,0 +1,0% в феврале '23), в 2024г 0,5-2,5% без изменений;

- инфляция (г/г) в 2023г составит 5,0-6,5% vs. 4,5-6,5% ранее, в 2024г 4,5-5,4% vs. 4,0% ранее;

- средняя ключевая ставка в 2023г будет находиться в диапазоне 7,9-8,3% vs. 7,3-8,2% ранее, в 2024г 8,5-9,5% vs. 6,5-7,5% ранее.

Основной неожиданностью оказалось заметное повышение уровня средней ключевой ставки на 1,5-2,5% в 2024-25гг, при этом диапазон нейтральной ставки был повышен на умеренные 50 б.п. до 5,5-6,5%. Такой резкий пересмотр связан с усилением инфляционных рисков на фоне восстановления экономики при превышении спроса над предложением с учетом ограничений по трудовым ресурсам, а также из-за фактора ослабления рубля. Для сдерживания растущей инфляции и возвращения ее к 4%-ой цели понадобится, вероятно, дальнейшее ужесточение ДКП в текущем году. По нашим расчетам и на основе прогнозируемой регулятором величины средней ключевой ставки до конца 2023г в диапазоне 8,5-9,3%, ЦБ РФ потенциально может ее повысить с 8,5 до 9,75-10,0% на следующих 3 заседаниях.

Рынок отреагировал умеренным повышением доходностей ОФЗ, причем наиболее заметным было движение в коротких 1-2-летних выпусках в пределах 25 б.п., цены которых останутся под давлением. Длинный участок кривой оказался относительно устойчивым, как это традиционно бывает в преддверии будущего смягчения цикла ДКП. В разделе «Специальная тема» мы говорим об оценке 5-10-летних ОФЗ и возможностей их покупок в ближайшем будущем.

Сегмент/география	УТВт	Изменение значений индексов облигаций			
		неделя	месяц	год	с начала 2023г
Еврооблигации (USD)					
US Treasuries	3,7%	0,0%	-0,3%	-2,8%	1,7%
US IG	4,9%	0,2%	0,5%	0,0%	3,6%
US HY	6,7%	0,1%	1,9%	7,0%	6,5%
Рублевые облигации					
ОФЗ	10,1%	-0,6%	-1,2%	5,6%	2,1%
Муниципальные	9,5%	-0,3%	-0,1%	8,3%	3,0%
Корпоративные	10,7%	-0,5%	-1,1%	6,4%	1,8%

УТВт - доходность к погашению/опциону-колл(пут)

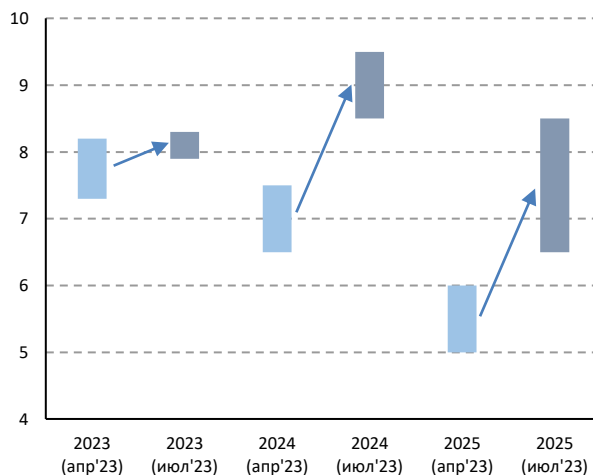
IG - Investment Grade (рейтинг BBB- и выше)

HY - High Yield (рейтинг BB+ и ниже)

Изменение значений индексов - изменение цен облигаций + купон

Источник: Bloomberg, Московская биржа, УК Система Капитал

Изменение прогнозов ЦБ РФ по средней ключевой ставке, %



Источник: ЦБ РФ, УК Система Капитал

Центробанк	Ставка	Заседание	Прогноз
ФРС США	5,25%	26 июля	5,5%
ЕЦБ	4,0%	27 июля	4,25%
ЦБ РФ	8,5%	15 сентября	8,5-9,0%

Источник: Центробанки, УК Система Капитал



Специальная тема: долгожданная покупка длинных ОФЗ «не за горами»

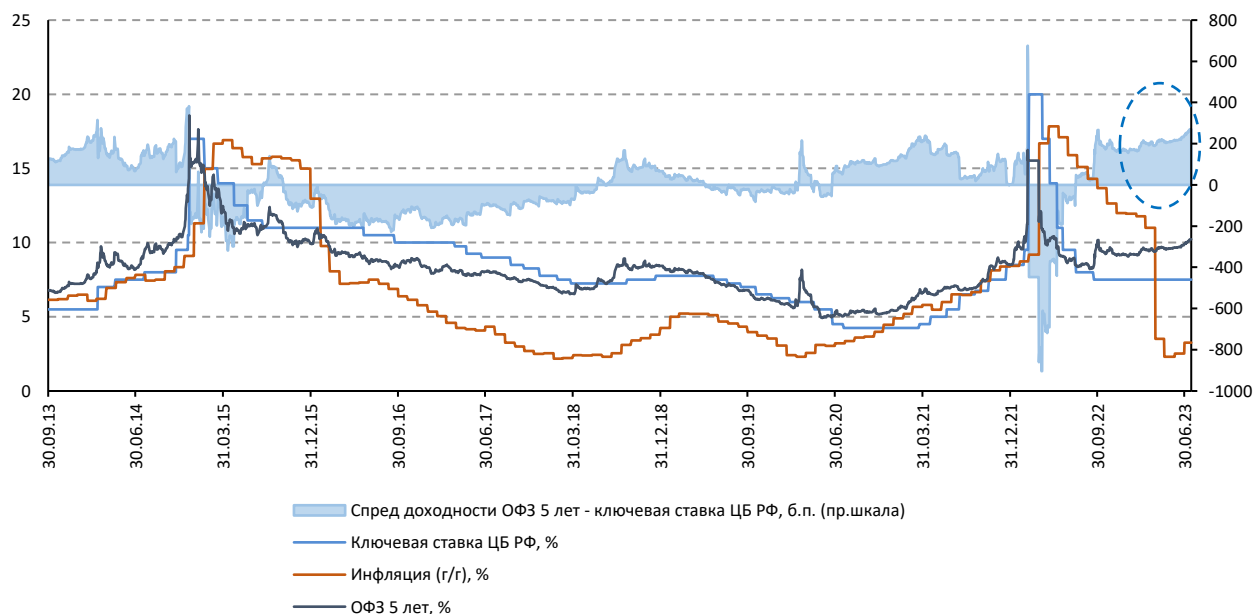
В прошедшую пятницу ЦБ РФ повысил ключевую ставку с 7,5 до 8,5% впервые с сентября 2022г, что по длительности соответствует сроку проведения «взвешенной» политики регулятора в прошлые периоды неопределенности инфляции. Интересно, что если в начале текущего года как регулятор, так и участники рынка оценивали первостепенным источником проинфляционных рисков расширение дефицита бюджета при выпадающих нефтегазовых доходах и одновременном росте гос.расходов, то по мере нормализации баланса бюджета на первый план вышли фундаментальные факторы, свойственные режиму ужесточения ДКП. Помимо более заметного улучшения экономической активности, к ним относятся факторы превышения спроса над возможностями выпуска товаров и предоставления услуг, роста заработных плат при низкой безработице, а также ослабления курса рубля. В результате при наличии выраженных и преобладающих инфляционных рисков ЦБ РФ вынужден занять жесткую позицию для сдерживания растущей инфляции с целью ее возвращения к 4%-му targetу.

Решительный шаг в +100 б.п. на заседании в июле, хотя обсуждались варианты +75 б.п. и более радикальные подъемы, а также высокая вероятность последующего подъема ключевой ставки до конца 2023г, скорее всего, приведут к более заметному повышению ставки по сравнению с рыночными ожиданиями. Однако с учетом того, что ужесточение монетарной политики в определенной степени уже было учтено рынком мы полагаем, что потенциал дальнейшего повышения доходностей средне/долгосрочных ОФЗ достаточно ограничен. В свою очередь это позволяет говорить о растущей привлекательности покупки 5-10-летних гос. бумаг с целью получения ценового прироста, помимо купонов.

До июльского заседания ЦБ РФ рынок уже учитывал в ценах 5-летних ОФЗ подъем ставки на 125 б.п., а спред их доходности к ключевой ставке составлял почти 300 б.п., что является максимальным уровнем с кризисных 2013-14гг и свойственно периодам ожиданий ужесточения ДКП. Безусловно, при повышении ставки этот спред будет сокращаться. При этом следует ожидать, что ЦБ РФ будет действовать решительно для сдерживания инфляции. Поэтому не исключен подъем ключевой ставки вплоть до уровня 9,75-10,0% к концу 2023г, однако это означает повышение более быстрыми темпами доходностей на коротком участке кривой, нежели на среднем/длинном.

В базовом сценарии при отсутствии «шоков» мы считаем, что при умеренном потребительском спросе рост инфляции в будущем окажется, скорей всего, временным явлением, что, вероятно, снизит вероятность существенного ужесточения ДКП в 2024г. Вместе с максимальными за последние 10 лет величинами спредов доходностей ОФЗ на участке 2-5 и 2-10 лет около 110 и 180 б.п. соответственно вложения в средне/долгосрочные выпуски выглядят достаточно защищенными в перспективе 12-18 месяцев. Отметим, что при сохраняющейся неопределенности степени проявления инфляционных рисков мы считаем рациональным формировать экспозицию на 5-10-летние ОФЗ постепенно для снижения рыночного риска. Примечательно, что доходности длинных ОФЗ выглядели весьма устойчивыми, несмотря на решение и жесткую риторику ЦБ РФ.

Рисунок 1. Динамика инфляции, ключевой ставки ЦБ РФ и доходности ОФЗ



Источник: Росстат, ЦБ РФ, Московская Биржа, УК Система Капитал



Макроэкономическая статистика

Статистика на прошедшей неделе была нейтральной. В США неделя с макроэкономической точки зрения началась плохо: данные по розничным продажам и промышленному производству оказались хуже ожиданий. Однако хорошая статистика по количеству обращений по пособиям по безработице нивелировала данный негатив. В других развитых странах статистика была преимущественно позитивной, хотя слишком медленно замедляющаяся производственная инфляция в Германии смазала общую картину. В развивающихся странах тренд по замедлению инфляции в целом сохраняется. Отметим поднятие ЦБ РФ ключевой ставки на 1 б.п. против 0,5 б.п. у консенсуса.

На этой неделе (включая утро следующего понедельника) будет довольно много статистики. Сразу бросается в глаза количество решений по ключевой ставке сразу в нескольких странах и регионах – США, ЕС, Япония, Индонезия и Саудовская Аравия. Их решения, по крайней мере, могут локально оказать сильное влияние на местные рынки. Из других важных данных отметим предварительные данные по ВВП за 2К23 от США, ЕС, Германии и Саудовской Аравии, а также статистику по инфляции в Германии, ЕС, Бразилии и ЮАР. Также ждем розничные продажи за июнь в Японии и Германии и закладку новых домов в США.

Что есть что в статистике. Trade Balance – внешний торговый баланс страны. Считается как разница между экспортом и импортом товаров. В отрыве от других макроэкономических показателей интерпретация может сильно отличаться. Например, две крупнейшие экономики мира занимают противоположные полюса. В Китае самый профицитный в мире баланс, а в США самый дефицитный. Из этого можно сделать вывод, что Китай более важен для мировой экономики, так как его товары пользуются большим спросом. Но это довольно однобокий взгляд, так как на потреблении США держится экономика тех стран, кто экспортирует туда товары.

Дата	Страна	Показатель	Период	Факт	Прогноз	Пред.	Пересм.
18 июл	USA	Retail Sales MoM	Июнь	0,2%	0,5%	0,3%	0,5%
18 июл	USA	Industrial Production MoM	Июнь	-0,5%	0,0%	-0,2%	-0,5%
19 июл	UK	CPI MoM	Июнь	0,1%	0,4%	0,7%	--
19 июл	UK	PPI MoM	Июнь	-0,3%	-0,3%	-0,5%	-0,6%
19 июл	ZA	CPI YoY	Июнь	5,4%	5,6%	6,3%	--
19 июл	EU	CPI MoM	Июнь Final	0,3%	0,3%	0,0%	--
19 июл	USA	Housing Starts	Июнь	1,43M	1,48M	1,63M	1,56M
19 июл	Russia	PPI YoY	Июнь	0,0%	1,5%	-3,6%	--
20 июл	Japan	Trade Balance	Июнь	43B JPY	-46,7B JPY	-1372,5B JPY	-1381,9B JPY
20 июл	Germany	PPI MoM	Июнь	-0,3%	-0,4%	-1,4%	--
20 июл	USA	Initial Jobless Claims	15 июл	228K	242K	237K	--
21 июл	Japan	CPI MoM	Июнь	0,2%	0,2%	0,0%	--
21 июл	UK	Retail Sales MoM	Июнь	0,7%	0,2%	0,3%	0,1%
21 июл	Russia	Interest rate decision	-	8,5%	8,0%	7,5%	--

Данные из открытых источников

Дата	Страна	Показатель	Период	Факт	Прогноз	Пред.	Пересм.
24 июл	USA	S&P Global Services PMI	Июль F	--	54,0	54,4	--
25 июл	SAR	Trade Balance	Май	--	42,1B SAR	45,1B SAR	--
25 июл	ID	Interest rate decision	-	--	5,75%	5,75%	--
26 июл	USA	New Home Sales	Июнь	--	0,76M	0,73M	--
26 июл	Russia	Industrial Production YoY	Июнь	--	6,7%	7,1%	--
26 июл	USA	Fed rate decision	-	--	5,5%	5,25%	--
26 июл	SAR	Interest rate decision	-	--	6,0%	5,75%	--
27 июл	ZA	PPI YoY	Июнь	--	6,0%	7,3%	--
27 июл	Brazil	PPI YoY	Июнь	--	-8,0%	-9,2%	--
27 июл	EU	ECB interest rate decision	-	--	4,25%	4,0%	--
27 июл	USA	GDP QoQ	2K23 A	--	1,7%	2,0%	--
27 июл	USA	Initial Jobless Claims	22.июл	--	235K	228K	--
28 июл	Germany	CPI MoM	Июль P	--	0,3%	0,3%	--
28 июл	Germany	GDP QoQ	2K23 F	--	0,3%	-0,3%	--
28 июл	Japan	Interest rate decision	-	--	-0,1%	-0,1%	--
28 июл	Brazil	Unemployment rate	Июнь	--	8,2%	8,3%	--
31 июл	Japan	Retail Sales MoM	Июнь	--	0,8%	1,3%	--
31 июл	China	NBS General PMI	Июль	--	52,0	52,3	--
31 июл	SAR	GDP QoQ	2K23 P	--	2,5%	3,8%	--
31 июл	Germany	Retail Sales MoM	Июнь	--	0,9%	0,4%	--
31 июл	EU	GDP QoQ	2K23 F	--	0,3%	0,0%	--
31 июл	EU	CPI MoM	Июль F	--	-0,2%	0,3%	--

Данные из открытых источников



ООО УК «Система Капитал». Российская Федерация, г. Москва, вн.тер.г. муниципальный округ Даниловский, пр-кт Андропова д.18 к.1., телефон: +7 (495) 228-15-05, +7 (800) 737-77-00, www.sistema-capital.com. Лицензия профессионального участника рынка ценных бумаг на осуществление деятельности по управлению ценными бумагами № 045-13853-001000 выдана Центральным Банком Российской Федерации (Банк России) 13.03.2014 г., лицензия на осуществление деятельности по управлению инвестиционными фондами, паевыми инвестиционными фондами и негосударственными пенсионными фондами № 21-000-1-00041, выдана ФКЦБ России 17.01.2001 г. Представленные материалы и информация (далее - материал) не являются предложением финансовых инструментов, а также не являются индивидуальной инвестиционной рекомендацией, и финансовые инструменты либо операции, упомянутые в них, могут не соответствовать Вашему инвестиционному профилю. Определение соответствия финансового инструмента либо операции инвестиционным целям, инвестиционному горизонту и толерантности к риску является задачей инвестора. ООО УК «Система Капитал» (далее – Компания) не несет ответственности за возможные убытки инвестора в случае совершения операций, либо инвестирования в финансовые инструменты, упомянутые в представленных материалах и информации.

Настоящий материал подготовлен работниками Компании исключительно в информационных целях, содержит исключительно личное мнение работников и не направлен на побуждение Вас к приобретению финансовых инструментов, упомянутых в нем. Содержащиеся в материале информация и мнения были собраны или получены на основании информации, полученной из источников, которые, по мнению работников, являются надежными и достоверными. В настоящем материале не дается ни прямых, ни косвенных заявлений или гарантий в отношении точности, полноты или надежности содержащейся в нем информации, полноты обзора ценных бумаг, рынков или исследований, указанных в настоящем материале. Любое мнение, выраженное в настоящем материале, может быть изменено без предварительного уведомления, и может отличаться или даже быть противоположным мнению, изложенному в других материалах Компании. Любые суждения или мнения, представленные в настоящем материале, актуальны на момент публикации настоящего материала. Если дата настоящего материала неактуальна, его содержание может не отражать текущее мнение работников Компании и текущую ситуацию на рынке. Цены, указанные в настоящем материале представлены исключительно для информации и не являются оценкой конкретной ценной бумаги или другого инструмента. Компания не гарантирует, что сделка, которая возможно будет заключена, будет совершена по указанным здесь ценам. Настоящий материал не следует рассматривать в качестве предложения или побудительной причины принять участие в инвестиционной деятельности, и на него нельзя рассчитывать как на заверение того, что какая-либо конкретная транзакция может быть осуществима по указанной в материале цене. Инвесторам следует самим принимать решения об обоснованности инвестиций в каждый финансовый инструмент или инвестиционных стратегий, упомянутых в настоящем материале.

Настоящий материал является собственностью Компании. Использование и распространение настоящего материала (полностью или частично) разрешено только с указанием активной ссылки на конкретный материал. Компания не несет ответственности за действия третьих лиц в результате такого использования и распространения.