

МОНИТОРИНГ МИРОВОГО КРИЗИСА

Тревожный Давос – 2010

Мир знает несколько способов координации действий великих и малых держав, официальных и неофициальных. Для посторонних все происходит на больших совещаниях. Инсайдеры знают, что все готовят скрытые в делегациях эксперты, неформальные лидеры «малых групп вокруг больших людей». Историки в таких случаях обычно вспоминают Гарри Гопкинса, который летал «решать вопросы» для Франклина Рузвельта. В романтические времена абсолютных монархий и диктаторов кто-то из доверенных людей национального лидера часто имел больше власти во внешней политике, чем послы и чиновники МИДов. Но в эпоху массовых коммуникаций, демократических многопартийных парламентов этого оказалось недостаточно. Понадобились новые средства взаимодействия элит различных стран – оказалось недостаточно курортов Адриатики. Там, между дворцом Ахиллеса на Корфу и Риекой, политические лидеры Германии, Австрии и Турции общались примерно треть века перед I Мировой войной. Нужна «площадка» более массовая и комфортная. Ею стал Давосский экономический форум – зимний горный курортный международный сбор политиков и представителей деловой и интеллектуальной элиты. Здесь обмениваются тревогами и неофициально нащупывают решения для проблем года прошедшего и года наступившего. То, что обсуждали недавно в Давосе, должно указывать, как видит проблемы года часть международной элиты или же как она хочет, чтобы весь мир видел свои проблемы.

В программе Форума-2010 было больше 200 семинаров по охвату: от судьбы капитализма до «анализа психики хакеров» и от угрозы второго финансового шока до проблем Гаити. Достаточно, чтобы занять 2500 человек на четыре дня. Январь 2010 сам по себе в судьбах мира не выглядит так драматически, как это было год назад, когда тот же форум шел на фоне свободного падения мирового промышленного производства и торговли. Но тревога – эту характеристику можно отнести почти ко всему, что может придумать себе экономист в январе 2010 года, – в контексте Форума это называется «риски»! Представление о рисках у нас в России и на Форуме, конечно, разное. Нас волнует стабильность нефтяных цен как важнейший внешний фактор развития нашей экономики – а Форум на первое место ставит риск низких инвестиций в добычу нефти и в аграрную инфраструктуру в период кризиса!

Главные тревоги зимы 2010 года для мира : относительно медленная скорость выхода мировой экономики из кризиса; угроза нового финансового шока от ряда стран; способ выхода из антикризисной бюджетной накачки; ну и климатический паралич в Копенгагене как пример конфликта интересов и трудности решения глобальных проблем.

Обсуждение глобального кризиса перешло в фазу тревоги за судьбу послекризисного восстановления. Незаметно оказалось, что кризис уже идет полтора года и безработица только достигла пиковой в большинстве развитых стран (10-11%). Восстановление мирового ВВП идет на первый взгляд довольно бодро, но промышленное производство в развитых странах на конец 2009 года ниже предкризисного уровня еще на 10 процентных пунктов в США и примерно на 17 п.п. в ЕС. Заметно отсутствие критики картельного поведения стран ОПЕК, которые снизили добычу и стабилизировали цены на нефть в диапазоне 70-90 долларов за баррель. Это довольно высокие цены для кризисной фазы. Но Форум и его доклад справедливо беспокоятся о долгосрочных инвестициях. Появились признаки того, что Китай стал сбавлять «давление» в стимулах роста – это может сдержать скорость выхода мировой экономики из кризиса.

Не прошла еще и угроза второго финансового шока – теперь это проблема падающего рейтинга суверенных долгов Греции, огромных долгов других стран Восточной Европы. Банковская система развитых стран еще не оправилась, и кредитный паралич явно сдерживает восстановление роста и развития. Постоянной темой для 2010 г. будет: как одновременно проводить ужесточение регулирования финансовых рынков и стимулирование кредитования на выходе из кризиса. Требования всех пострадавших от кризиса (граждан внутри развитых стран и в «проблемных» странах) возрастают, а бюджетные стимулы уже на пределе. Обсуждать нужно двойную проблему: как поддерживать выход из кризиса, но и одновременно повышать ставки процента (которые в США еще близки к «нулевым»), сокращать бюджетный дефицит и сдерживать будущую инфляцию. Ожидается быстрый рост критически важного показателя отношения долгов к ВВП в странах ОЭСР вперед лет на пять. Для МВФ наступает новая счастливая эпоха «надзора» за новыми глобальными дисбалансами, которые вышли из кризиса и антикризисных мер.

Давосский Форум хочет быть полезным мировым элитам, чьи представители лично выясняют, что нового, что с рисками и как будем дальше действовать. Отсутствие ожидавшегося прогресса в соглашениях по сохранению климата в Копенгагене в декабре ставит вопрос не только о позициях сторон по этому важному вопросу. Кризис отбросил назад повестку дня развития, Целей тысячелетия, сохранения климата. Два года назад общая эйфория подъема в мире и высокие цены на нефть создали ощущение, что мир (и Россия) могут просто решать одну проблему развития за другой в рамках существовавшей парадигмы. Сейчас и у нас, и в мире самой острой проблемой является ограниченность ресурсов, финансовые риски и ограниченная эффективность инструментов развития в условиях кризиса. Множественность целей при жестких ограничениях – это вопрос приоритетов и решимости.

Л. Григорьев,

Президент ИЭФ

Содержание

<i>Основные показатели мировой экономики</i>	4
<i>Мировая экономика</i>	
Украина: пора заняться экономикой	6
<i>Товарные рынки</i>	
Газопровод Набукко: туманные перспективы	9
Рынок золота: новый пузырь?	11
Россия – Белоруссия: худой мир лучше доброй ссоры	13
<i>Финансы</i>	
Суверенные долги стран PIIGS	15

Основные показатели мировой экономики

Таблица 1. Основные макроэкономические показатели по ведущим странам мира, 2007-2009, % к предкризисному максимуму

	2007	2008	2009	2009		2009	
				III	IV	ноя	дек
Динамика ВВП, % к предкризисному максимуму (II квартал 2008 г.)							
США	-1,2	-0,8	-3,2	-3,3	-1,9	-	-
ЕС-27	-1,3	-0,6	н.д.	-4,7	н.д.	-	-
Великобритания	-1,3	-0,8	-5,5	-5,8	-5,7	-	-
Германия	-1,6	-0,7	-5,6	-5,1	н.д.	-	-
Франция	-0,7	-0,4	н.д.	-2,6	н.д.	-	-
Япония	-0,6	-1,3	н.д.	-6,9	н.д.	-	-
Бразилия	-5,4	-0,6	н.д.	0,1	н.д.	-	-
Россия	-6,0	-0,5	-8,4	-8,9	-6,0	-	-
Индия	-6,0	1,0	н.д.	9,9	н.д.	-	-
Динамика промышленного производства, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)							
США	0,3	-2,0	-11,4	-11,7	-10,2	-10,2	-9,6
ЕС-27	-2,7	-4,4	н.д.	-17,4	н.д.	-17,1	н.д.
Великобритания	0,5	-2,5	-12,4	-13,0	-12,8	-12,9	-12,4
Германия	-3,0	-3,0	-19,5	-18,3	-17,9	-16,9	-19,1
Франция	-2,3	-4,7	-16,2	-15,1	-15,1	-14,9	-14,9
Япония	-0,4	-3,6	-24,5	-21,4	-17,9	-17,8	-16,2
Бразилия	-4,9	-2,3	-9,4	-6,6	-3,1	-1,5	-4,5
Россия	-4,3	-3,5	-13,9	-14,0	-12,2	-12,5	-11,2
Индия	-4,5	-0,3	н.д.	9,5	н.д.	11,6	н.д.
Китай	-11,0	0,6	12,6	15,4	18,5	18,4	19,2
Индекс потребительских цен, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)							
США	-3,5	0,2	0,1	0,6	1,5	1,6	1,7
ЕС-27	-3,2	0,3	1,3	1,4	1,9	1,9	2,1
Великобритания	-2,7	0,8	3,0	3,4	4,2	4,1	4,7
Германия	-2,1	0,6	0,8	1,0	1,0	0,7	1,6
Франция	-3,0	0,1	0,2	0,2	0,6	0,5	0,8
Япония	-0,6	0,8	-0,6	-0,6	-1,1	-1,1	-1,3
Бразилия	-4,1	1,3	6,3	6,8	7,8	7,8	8,2
Россия	-10,7	2,0	13,8	15,2	15,6	15,5	16,0
Индия	-5,3	2,6	13,8	17,1	21,2	21,7	22,4
Китай	-6,3	-0,7	-1,5	-1,9	-1,1	-1,1	-0,1
Уровень безработицы, разница в п.п. от предкризисного минимума (апрель 2008 г.)							
США	-0,4	0,8	4,3	4,6	5,0	5,0	5,0
ЕС-27	0,4	0,3	2,2	2,5	2,8	2,8	2,9
Великобритания	0,2	0,6	2,5	2,7	2,7	0,0	0,0
Германия	1,0	-0,1	0,1	0,2	0,1	0,1	0,1
Франция	0,7	0,3	1,9	2,0	2,4	2,4	2,4
Япония	-0,1	0,0	1,1	1,5	1,2	1,3	1,1
Бразилия	1,3	-0,3	0,1	-0,1	-0,8	-0,6	-1,2
Россия	0,1	0,4	2,4	1,8	2,0	2,1	2,2
Китай	0,0	0,0	0,3	0,3	0,3	-	-
Фондовые индексы, % к предкризисному максимуму (апрель 2008 г.)							
США (S&P 500)	6,0	-34,8	-19,5	-23,7	-19,5	-20,9	-19,5
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	15,0	-35,9	-22,5	-24,9	-22,5	-26,9	-22,5
Великобритания (FTSE 100)	6,1	-27,2	-11,1	-15,7	-11,1	-14,7	-11,1
Германия (DAX)	16,1	-30,8	-14,3	-18,3	-14,3	-19,0	-14,3
Франция (CAC 40)	12,4	-35,6	-21,2	-24,0	-21,2	-26,3	-21,2
Япония (Nikkei 225)	10,5	-36,0	-23,9	-26,8	-23,9	-32,5	-23,9
Бразилия (Bovespa)	-5,9	-44,7	1,1	-9,4	1,1	-1,2	1,1
Россия (RTS)	7,9	-70,2	-31,9	-40,9	-31,9	-35,2	-31,9
Индия (BSE-500)	24,8	-47,8	-0,6	-4,8	-0,6	-4,4	-0,6
Китай (Shanghai Composite)	42,5	-50,7	-11,3	-24,7	-11,3	-13,5	-11,3

Источник: МВФ, Всемирный Банк, национальные статистические комитеты, Bloomberg

Прим.: данные сезонно сглажены (исключая данные по фондовым индексам)

Таблица 2. Основные макроэкономические показатели по ведущим странам мира, 2007-2009, % к соответствующему периоду прошлого года

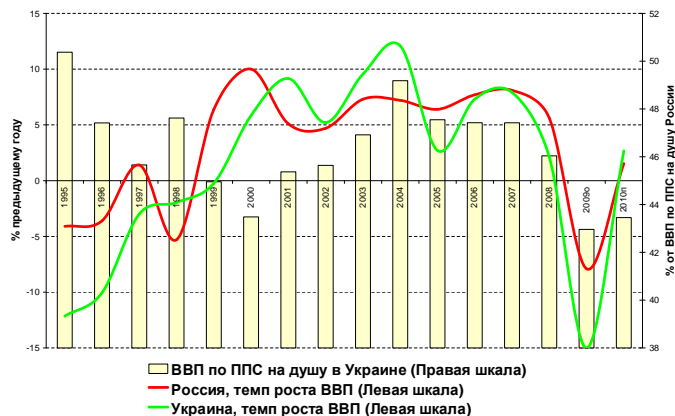
	2007	2008	2009	2009		2009	
				III	IV	ноя	дек
Динамика ВВП, % к соответствующему периоду прошлого года							
США	2,1	0,4	-2,4	-2,6	0,1	-0,5	н.д.
ЕС-27	2,9	0,7	н.д.	-4,3	н.д.	-	-
Великобритания	2,6	0,5	-4,7	-5,1	-3,3	-	-
Германия	2,6	1,0	-5,0	-4,7	н.д.	-	-
Франция	2,3	0,3	н.д.	-2,4	н.д.	-	-
Япония	2,3	-0,7	н.д.	-5,7	н.д.	-	-
Бразилия	5,7	5,1	н.д.	-1,2	н.д.	-	-
Россия	8,1	5,8	-7,9	-8,9	-4,6	-	-
Индия	9,3	7,5	н.д.	7,5	н.д.	-	-
Китай	13,0	9,0	8,7	8,9	н.д.	-	-
Динамика промышленного производства, % к соответствующему периоду прошлого года							
США	1,5	-2,2	-9,7	-9,3	-4,5	-4,9	-2,0
ЕС-27	3,5	-1,7	н.д.	-13,8	н.д.	-6,8	н.д.
Великобритания	0,3	-3,0	-10,1	-10,5	-6,1	-6,0	-3,9
Германия	6,1	0,0	-17,0	-16,6	-9,8	-8,7	-7,0
Франция	1,2	-2,5	-12,0	-11,3	-4,9	-3,9	-2,3
Япония	2,9	-3,2	-21,6	-19,2	-5,1	-5,3	5,1
Бразилия	5,8	2,7	-7,2	-7,9	6,1	4,9	18,0
Россия	12,0	0,9	-10,8	-11,1	-3,4	-3,7	0,0
Индия	9,9	4,4	н.д.	9,2	н.д.	11,7	н.д.
Китай	17,7	13,0	12,0	12,3	18,1	19,2	18,5
Индекс потребительских цен, % к соответствующему периоду прошлого года							
США	2,9	3,8	-0,1	-1,4	2,3	2,7	4,0
ЕС-27	2,4	3,7	1,0	0,4	1,0	1,0	1,4
Великобритания	2,3	3,6	2,2	1,5	2,1	1,9	2,9
Германия	2,3	2,8	0,2	-0,4	0,3	0,3	0,8
Франция	1,6	3,2	0,1	-0,5	0,4	0,5	1,0
Япония	0,1	1,4	-1,4	-2,2	-2,0	-1,9	-1,7
Бразилия	3,6	5,7	4,9	4,4	4,3	4,3	4,3
Россия	9,0	14,1	11,7	11,4	9,2	9,2	8,8
Индия	6,4	8,4	10,9	11,7	13,3	13,5	15,0
Китай	4,8	5,9	-0,8	-1,3	0,4	0,6	1,9
Уровень безработицы, % ЭАН							
США	4,6	5,8	9,3	9,6	10,0	10,0	10,0
ЕС-27	7,1	7,0	8,9	9,2	9,5	9,5	9,6
Великобритания	5,3	5,7	7,6	7,8	7,8	н.д.	н.д.
Германия	8,4	7,3	7,5	7,6	7,5	7,5	7,5
Франция	8,3	7,9	9,5	9,6	10,0	10,0	10,0
Япония	3,9	4,0	5,1	5,5	5,2	5,3	5,1
Бразилия	9,3	7,7	8,1	7,9	7,2	7,4	6,8
Россия	6,1	6,4	8,4	7,8	8,0	8,1	8,2
Китай	4,1	4,1	4,3	4,3	4,3	-	-
Фондовые индексы, % к соответствующему периоду прошлого года							
США (S&P 500)	1 468	903	1 115	1 057	1 115	1 096	1 115
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	4 400	2 451	2 966	2 873	2 966	2 797	2 966
Великобритания (FTSE 100)	6 457	4 434	5 413	5 134	5 413	5 191	5 413
Германия (DAX)	8 067	4 810	5 957	5 675	5 957	5 626	5 957
Франция (CAC 40)	5 614	3 218	3 936	3 795	3 936	3 680	3 936
Япония (Nikkei 225)	15 308	8 860	10 546	10 133	10 546	9 346	10 546
Бразилия (Bovespa)	63 886	37 550	68 588	61 518	68 588	67 044	68 588
Россия (RTS)	2 291	632	1 445	1 255	1 445	1 375	1 445
Индия (BSE-500)	8 592	3 597	6 842	6 553	6 842	6 585	6 842
Китай (Shanghai Composite)	5 262	1 821	3 277	2 779	3 277	3 195	3 277

Источник: МВФ, Всемирный Банк, национальные статистические комитеты, Bloomberg

Прим.: данные сезонно сглажены (исключая данные по фондовым индексам)

I. Украина: пора заняться экономикой

График 1. Темпы экономического роста в Украине и России и доля ВВП по ППС на душу в Украине (% России), 1995-2010



Источник: Государственный комитет статистики Украины, ФСГС, расчет ИЭФ

«Результаты выборов свидетельствуют, что разделение Украины на два лагеря – «синих» и условно «оранжевых» остается. Каждый лидер сохранил свое влияние в «своих» регионах, но степень поляризации существенно сократилась».

Таблица 1. Основные характеристики регионов Украины, 2009 г.

	Ед. измерения	г.Киев	Промышленный Восток и прибрежные регионы (Янукович В.Ф.)	Аграрный Запад и Центр (Тимошенко Ю.В.)	Украина
ВРП	млрд долл.	25	58	38	121
ВРП на душу	тыс. долл.	8,8	2,5	1,9	2,6
Средняя заработная плата	долл.	395	233	200	238
Численность населения	млн чел.	2,8	23,0	20,2	46,0
Доля населения с полным высшим образованием (перепись 2001 года)	%	29	14	11	14
Безработица (МОТ)	%	7	9	11	9

Источник: Государственный комитет статистики Украины, ЦИК Украины, расчет ИЭФ

Новости

- 7 февраля в Украине состоялся второй тур президентских выборов. Виктор Янукович, представляющий интересы крупного бизнеса восточных регионов, победил на выборах, набрав свыше 48%.

Анализ

На Украине завершается драматический период турбулентности во внутренней и внешней политике. Нестабильность стоила стране дорого, но еще предстоит преодолеть послевыборный этап перестройки позиций элит и, видимо, новые выборы в Раду. Тогда можно будет решать серьезные экономические проблемы в замечательной стране, так пока и не использовавшей свои преимущества. На смену идеологизации политики и экстравагантных проектов должна прийти прагматичная политика в интересах будущего. В противном случае новая турбулентность на фоне экономического кризиса и массы нерешенных проблем может сделать разговоры политологов и экономистов об Украине как о «нереализовавшемся» государстве актуальными. По рейтингу Всемирного банка по привлекательности ведения бизнеса Украина стоит позади Гондураса, на 142 месте из 180 стран – довольно мрачный результат для двадцатилетия.

Классический вопрос политологии – кого избиратели считают ответственным за проблемы страны – был решен на состоявшихся выборах. Избиратели сменили президента и почти (!) простили премьер-министра Тимошенко за кризис последних лет: 46% голосов за премьера во время столь тяжелого кризиса – это много. Результаты выборов свидетельствуют, что разделение Украины на два лагеря – «синих» и условно «оранжевых» остается. Каждый лидер сохранил свое влияние в «своих» регионах, но степень поляризации существенно сократилась. Многие граждане Украины уже устали от обоих политических лидеров, блещущих не конструктивными достижениями, а нападками друг на друга.

Что ждет нового президента Украины? Ясно, что ему не позавидуешь. Новому президенту предстоит очень непростой выбор. Необходимо коренное преобразование налоговой и регуляторной системы. Должен быть отменен мораторий на продажу земли сельскохозяйственного назначения, и в стране должен заработать эффективный рынок земли. Несомненным драйвером многих отраслей экономики станет и стимулирование

«Газовые «страдания» украинских металлургов понятны, но не вкладываться в модернизацию собственных предприятий было их сознательным выбором. Украина - единственная страна в мире, где массово используются сверхэнергоёмкие мартены».

Таблица 2. Производство основных промышленной продукции, 1990-2009

	1990	2000	2007	2009	2007/ 1990, %	2007/ 2000, %	2009/ 2007, %
Электроэнергия, млрд. кВт.*час	298	171	196	173	66	115	88
Уголь готовый, млн. т	130	62.4	58.9	54.8	45	94	93
Готовый прокат, млн. т	38.6	22.6	24.5	16.1	63	108	66
Трубы стальные, млн. т	6.5	1.7	2.8	1.7	43	161	61
Аммиак синтетический, млн. т	4.9	4.4	5.1	3	104	118	59
Минеральные удобрения, млн. т	4.8	2.3	2.9	2.2	59	124	76
Цемент, млн. т	22.7	5.3	15	9.5	66	2.8 раз	63
Автомобили, тыс. шт.	196	32	380	66	194	11.9 раз	17
Холодильники бытовые, тыс. шт.	903	451	824	325	91	183	39
Ткани, млн. кв. м	1210	67	114	86	9	171	75
Обувь, млн. пар	196	14	23	20	11	167	88
Колбасные изделия, тыс. т	900	175	330	260	37	189	79
Масло сливочное, тыс. т	444	135	100	75	23	74	75
Сахар, млн. т	6.8	1.8	1.9	н/д	27	105	-
Масло растительное, тыс. т	1070	973	866	н/д	81	89	-

Источник: Государственный комитет статистики Украины, расчет ИЭФ

«..почему третьим крупнейшим экспортером в мире является Украина, которая производит удобрения фактически из российского газа?»

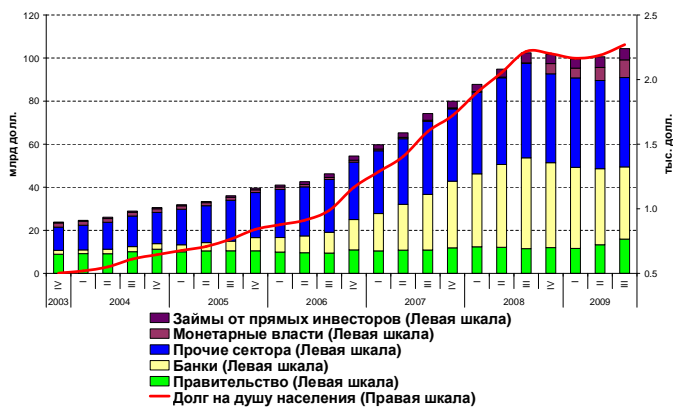
строительства жилья. Спасением для украинской металлургии должен стать не российский газ, а смещение в сторону более высокой степени переработки. Украина, производившая перед кризисом свыше 400 тыс. автомобилей, могла бы производить для них и металлический лист. Аналогично и повышение капиталовооруженности сельского хозяйства (в частности использование тракторов многократно меньше, чем в развитых странах) не только повысит его эффективность, но и существенно расширит рынок машиностроительной продукции и увеличит спрос на украинский металл.

Металлургическая промышленность, служившая источником большого дохода для небольшой группы лиц в прошедшие годы, была и заметным источником наполнения бюджета, а заодно «кормила» множество сопряженных секторов. Теперь металлургия – во многом тяжкий груз. Среди предвыборных обещаний Виктора Януковича – новое соглашение по газу с Россией, которое позволит украинским металлургам и производителям удобрений дышать более свободно. Газовые «страдания» украинских металлургов понятны, но не вкладываться в модернизацию собственных предприятий было их сознательным выбором. Украина - единственная страна в мире, где массово используются сверхэнергоёмкие мартены, причем в последние годы их удельный вес в выпуске достиг 45% (при показателе 3-5% у большинства других стран!). Металл стоил так дорого, что рост затрат на дешевую энергию металлургов не интересовал. На реконструкцию производственных мощностей в мире инвестируется порядка 30-40 долл. на тонну стали, а зачастую и больше. Украинские металлурги только перед самым кризисом вышли на сопоставимый объем инвестиций.

Подобная ситуация и с производством азотных удобрений. Крупнейшие производители азотных удобрений в мире – это страны, имеющие собственный газ: Россия, Китай, Саудовская Аравия, Нидерланды и Канада. Но почему третьим крупнейшим экспортером в мире является Украина, которая производит удобрения фактически из российского газа? Только за последние пять лет экспорт азотных удобрений принес Украине свыше 5,6 млрд долл. С определенными допущениями эту сумму можно воспринимать как упущенную выручку российских предприятий. Нужно отметить, что многие страны, импортирующие природный газ (причем им он обходится по заметно более высокой цене, к примеру, Литве), также успешно производят азотные удобрения и при этом не требуют «пересмотра газовых соглашений». Здесь не так важно, что предоставление преференций по газу

«Крайне зарегулирован бизнес, одним из следствий этому служит тот факт, что иностранные инвестиции практически обходят Украину стороной (среднегодовые ПИИ менее 4% ВВП)».

График 2. Внешний долг Украины, 2003-2009



Источник: НБУ

«Сухие цифры демографической статистики наводят дрожь — число детей в стране по сравнению с 2000 г. сократилось более чем на четверть».

«Украина — по европейским меркам одна из крупнейших многонаселенных стран. И если некоторые страны в ЕС могут продержаться на международной помощи и фондах ЕС, то для Украины этот путь закрыт. Свое будущее страна должна строить сама».

для Украины сократит выручку газовой монополии. Практически кризис на фоне высоких цен на нефть и газ в мире тяжело воздействует на украинскую промышленность, во многом конкурирующую с российской как на нашем внутреннем рынке, так и внешних. Импорт газа в Украину в 2009 году упал вдвое (с поправками на конфликты и выборку газа из хранилищ). Если кризисный спад в металлургии и химии перейдет в затяжной структурный кризис, то и спрос на газ существенно сократится.

Благом для Украины скорее стала бы структурная перестройка всей промышленности и экономики, которая так и не состоялась в полной мере за годы трансформационного периода. В стране давно назрела необходимость реформы государственного сектора, пенсионной системы. Крайне зарегулирован бизнес, одним из следствий этому служит тот факт, что иностранные инвестиции практически обходят Украину стороной (ПИИ менее 4% ВВП).

Большинство развивающихся стран за счет быстрого естественного роста населения и продолжающегося процесса урбанизации не ставят вопрос здоровья населения на первый план и тем более не озабочены вопросами стимулирования рождаемости. Украина находится в совершенно ином положении. Второе десятилетие подряд в стране стареет и сокращается население. За благополучные 2000-е гг. население Украины сократилось более чем на 3 млн. чел., что для страны с населением менее 46 млн (к нынешнему моменту) — очень большая цифра. Сухие цифры демографической статистики наводят дрожь — число детей в стране по сравнению с 2000 г. сократилось более чем на четверть. И если уровень рождаемости несколько повысился в последние годы, то убыль населения практически не меняется и остается очень высокой. Кто будет работать в стране через 20 лет и как государство будет платить пенсии - пока власти Украины особенно не думали.

Кризис перекраивает украинскую экономику и политику, и государству не удастся оставаться в стороне. Возможно, что именно сейчас общество наиболее открыто к переменам. Украина — по европейским меркам одна из крупнейших многонаселенных стран. И если некоторые страны в ЕС могут продержаться на международной помощи и фондах ЕС, то для Украины этот путь закрыт. Свое будущее страна должна строить сама. Важно встать на путь преобразований именно сейчас. Будущее страны, которая пойдет по такому пути, видится намного отчетливее, нежели той, которая останется дожимать последние соки из советских активов.

2. Газопровод Набукко: туманные перспективы

Новости

Таблица 3. Набукко и его конкуренты (за сырьевую базу или рынки сбыта).

Название	Дата ввода	Мощность, млрд м ³	Расположение
Южный Поток	2015	31-63	Россия-Австрия или Италия
TAP	2015-2016	10	Турция-Италия
ITGI	2013-2014	11,5	Турция-Италия
Набукко	2015	31	Турция-Австрия

Источник: Данные компаний

- 27 января руководитель газового дивизиона OMV В. Аули сообщил, что летом 2010 г. будут выставлены на продажу контракты на транспортировку газа по Набукко, заявки будут приниматься с июля по октябрь. При этом если не будет получено достаточного объема заявок, строительство газопровода может и не начаться. Аули также отметил, что источниками газа на первом этапе реализации проекта будут Азербайджан (8 млрд куб. м/год с месторождения Шах-Дениз), Ирак (8 млрд куб. м/год) и Египет (1 млрд куб. м/год).
- 27 января исполнительный директор «Nabucco Gas Pipeline GmbH» Р. Митчек заявил, что компания испытывает серьезные трудности в получении кредитов на строительство газопровода.

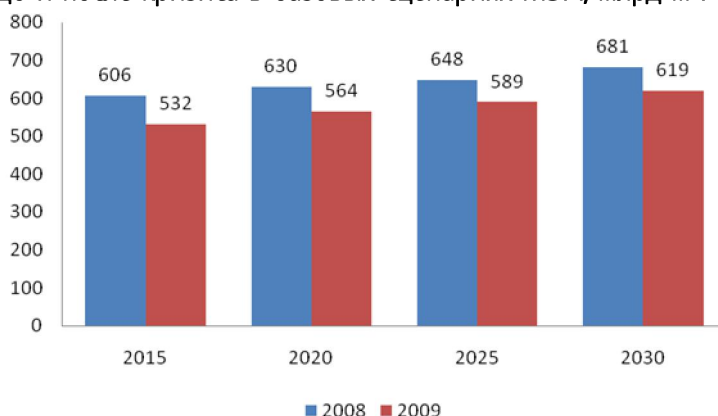
Анализ

«В этих условиях потенциальные покупатели газа Набукко могут с учетом высоких рисков проекта предпочесть заключить контракт с более надежным поставщиком, например, Россией, Алжиром, Норвегией, производителями СПГ».

Финансовые сложности проекта Набукко во многом обусловлены высокими рисками проекта (что подтверждается словами представителя одного из участников проекта - OMV о готовности от него отказаться). Можно выделить следующие основные группы рисков проекта:

- неопределенность в получении газа (отсутствие долгосрочных контрактов, конкуренция за газ предполагаемой сырьевой базы, политические аспекты);
 - неопределенность перспектив сбыта газа Набукко (отсутствие долгосрочных контрактов, снижение прогнозов спроса на газ в Европе, ужесточение конкуренции поставщиков);
 - низкая привлекательность проекта с экономической и политической точки зрения.
- Рассмотрим эти риски подробнее. На настоящий момент не заключено ни одного долгосрочного контракта на поставки газа для Набукко. При этом получение газа из основных источников для первого этапа проекта (Азербайджана и Ирака) затруднено. Сроки введения в эксплуатацию второй стадии месторождения Шах-Дениз (предполагаемая сырьевая база Набукко) перенесены на 2016 г. Набукко собирается начать поставки в 2015 г. Из-за отсутствия прогресса в реализации этого газопровода. При этом на азербайджанский газ также претендует Россия (заключен контракт на поставки не менее 0,5 млрд м³ газа/год, а в 2011 г. в Россию с Шах-Дениза поступит уже 2 млрд куб. м), Иран, Турция, ряд других европейских проектов (ITGI,

График 3. Прогнозы спроса на природный газ в ЕС-27 до и после кризиса в базовых сценариях МЭА, млрд м³.



Источник: International Energy Agency, World Energy Outlook 2008, 2009

Рисунок 1. Маршрут газопровода Набукко.


Источник: Nabucco Gas Pipeline International GmbH

«В целом, перспективы строительства Набукко весьма туманны, а его риски столь высоки, что могут привести к отказу от него»

Таблица 4. Стадии реализации проекта Набукко.

Срок	План работ	Мощность, млрд м ³	Длина, км
2011-2013	Баумгартен - Анкара	8	2000
2014-2015	Анкара - турецкая граница с Грузией/Ираном	16	1300
2017-2018	Расширение мощности газопровода	31	-

Источник: Nabucco Gas Pipeline International GmbH

Примечание: Строительство участка Баумгартен – Анкара к 2014 г. не означает, что поставки начнутся в 2014 г. Компания – оператор предполагает временно (2 года) использовать существующие мощности турецкой ГТС, но не ясно, будут ли они свободны, а также будут ли построены газопроводы от месторождений Азербайджана (инфраструктура существует, но поставки ведутся не в рамках проекта Набукко) и Ирака.

ТАР) и внутренние потребители. В то же время в Ираке сохраняется сложная политическая и социально-экономическая ситуация, а газопровод от иракских месторождений к Набукко будет проходить по территории курдов как в Ираке, так и в Турции (что обуславливает возможность терактов). Поставки из Ирана в настоящий момент крайне затруднительны из-за политического противодействия США. Для поставок из Туркмении необходимо построить Транскаспийский газопровод и решить проблему разграничения Каспийского моря. На решение этих проблем в лучшем случае потребуется несколько лет.

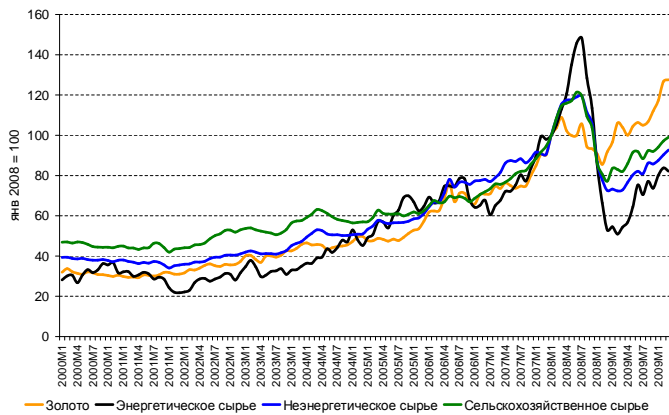
В этих условиях потенциальные покупатели газа Набукко могут с учетом высоких рисков проекта предпочесть заключить контракт с более надежным поставщиком, например, Россией, Алжиром, Норвегией, производителями СПГ. При этом кроме строительства самого Набукко (8 млрд евро), консорциуму, вероятно, придется инвестировать в газопроводы от месторождений, что потребует значительных дополнительных инвестиций. Еврокомиссия готова была выделить на проект лишь 0,25 млрд евро. В настоящее время, в связи с усилением конкурентной борьбы на европейском газовом рынке, стимулы к диверсификации поставок с помощью дорогого проекта Набукко уменьшились. Европейские финансовые институты ясно дали понять, что они не готовы выдавать Набукко политические кредиты и будут в первую очередь смотреть на его коммерческие перспективы. А они в условиях экономического кризиса, падения спроса на энергоносители и изменения конъюнктуры на рынке СПГ (в том числе, из-за расширения мощностей заводов СПГ и роста добычи нетрадиционного газа в США) значительно уменьшились. В отсутствие долгосрочных контрактов консорциуму Набукко нечего предложить в залог для получения кредитов.

Из-за сложности ведения поставок из Туркмении и Ирана в Европу Набукко, даже если он будет построен, может остановиться на первой стадии с мощностью 16 млрд м³. Это означает существенное уменьшение маржи проекта (вторая ветка при аналогичной мощности существенно дешевле первой, так как основная инфраструктура уже создана).

Чем дольше будет продолжаться задержка с реализацией проекта Набукко, тем сильнее его будут опережать конкурентные газопроводы (см. Таблицу 3). В целом, перспективы строительства Набукко весьма туманны, а его риски столь высоки, что могут привести к отказу от него.

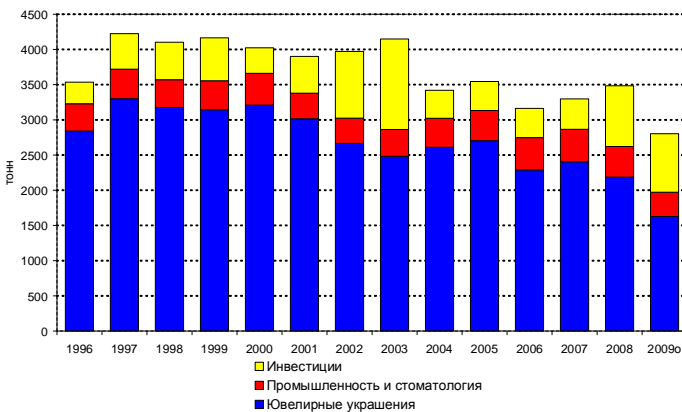
3. Рынок золота: новый пузырь?

График 4. Цены на золото и основные группы сырьевых товаров, янв 2000 – янв 2010



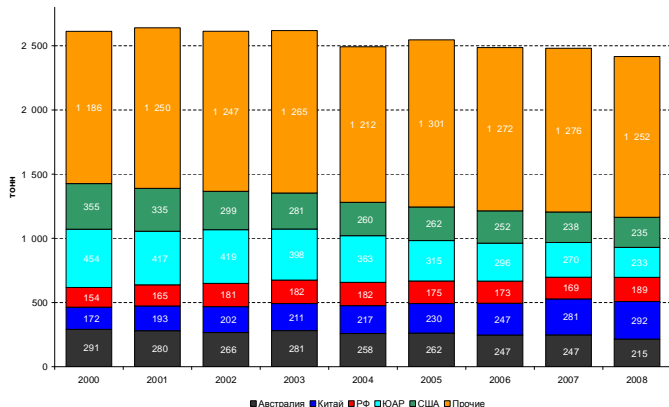
Источник: Всемирный Банк

График 5. Спрос на золото по сфере применения, 1996-2009г



Источник: GFMS

График 6. Добыча золота по странам, 2000-2008



Источник: GFMS, WGC

Новости

- В начале декабря прошлого года цены на золото достигли очередного исторического максимума на уровне около \$1200 за унцию. В настоящее время золото торгуется по цене свыше \$1000 за унцию.

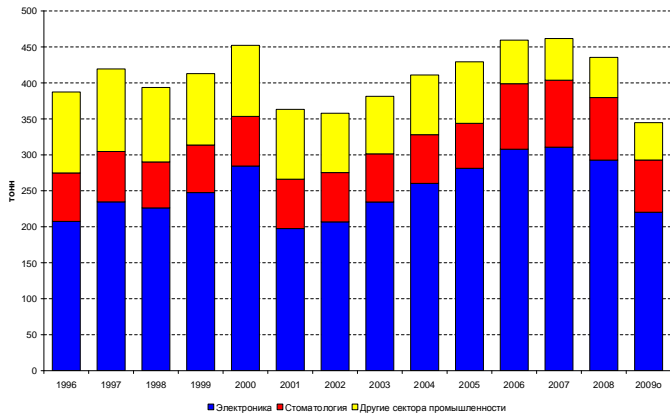
Анализ

Рынок золота, как и рынок нефти, является одним из наиболее обсуждаемых и комментируемых сырьевых рынков. В ситуации нестабильности и неопределенности к рынку золота обычно приковывается дополнительное внимание, равно как и дополнительные средства.

Золото отличается от всех других сырьевых рынков по двум простым причинам. Во-первых, золото является важным инвестиционным инструментом, который до сих пор пользуется широкой популярностью как среди населения, так и профессиональных инвесторов и центральных банков. Лишь около 15% мирового спроса на золото связано с его промышленным использованием в электронике и других отраслях промышленности, остальное – в той или иной степени инвестиционный спрос (если считать, что ювелирные украшения тоже в какой-то степени инвестиции). Поэтому на рынок золота факторы, связанные с восприятием его как объекта инвестиций, оказывают гораздо большее влияние, чем индустриальный спрос. Во-вторых, накопленные запасы золота в мире, по оценкам, превышают 160 тыс. тонн (из них около половины – в форме ювелирных украшений и лишь 16% – в форме официальных резервов центральных банков). Ежегодный спрос составляет около 3,5-4 тыс. тонн. Накопленный запас в десятки раз перекрывает и спрос, и возможности добычи. В мире добывают лишь около 2,5 тыс тонн ежегодно, то есть лишь 1,5% от запаса. Это и определяет уникальность золота как сырьевого товара.

Хотя все сырьевые товары испытали сильное снижение цен в 2008 году, золото потеряло по сравнению с максимумом того года не более 20%, а затем продолжило свой рост на протяжении всего 2009 года. К концу года золото достигло рекордного уровня в \$1200 за унцию, хотя в реальном выражении рекорды конца 70-х не побиты (тогда цены превышали \$2000 за унцию в текущих ценах). Сейчас цены опустились, но остаются выше \$1000. Существует несколько возможных объяснений такого стремительного роста: а) опасения инвесторов по поводу возможной инфляции и покупка золота как страховка на этот случай; б) покупка золота

График 7. Спрос в утилитарных целях, 1996-2009о



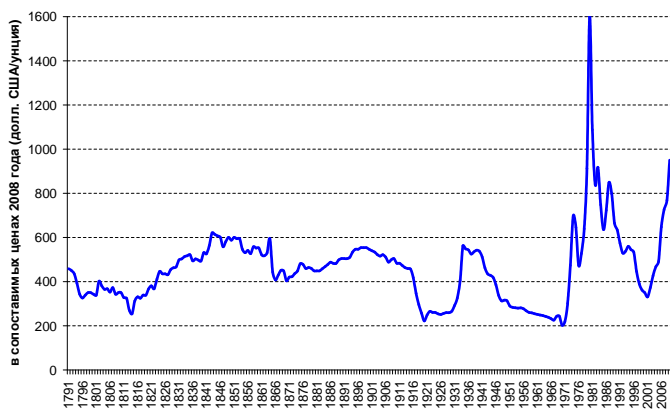
Источник: GFMS

График 8. Динамика цен на золото и курс доллара США (месячные данные), янв 1973-январь 2010



Источник: WGC, Federal Reserve

График 9. Динамика цен на золото в постоянных ценах, 1791-2009



Источник: WGC, Laurence H. Officer

центральными банками в свои резервы как попытка диверсификации вложений; в) опасения по поводу ослабления доллара и покупка золота в качестве страховки на этот случай; г) опасения инвесторов по поводу «второй волны» кризиса или какой-то иной экономической катастрофы. Рассмотрим эти аргументы. Как показывает анализ длинных рядов, золото является хорошей «защитой» от инфляции лишь на очень длительных промежутках времени. Существовали достаточно длинные периоды времени, когда золото десятилетиями теряло свою покупательную способность. Инфляционные ожидания в американской экономике остаются достаточно низкими – рынки TIPS (облигаций, индексируемых на уровень инфляции) ожидают, что в ближайшие 10 лет средний уровень инфляции не превысит 2%.

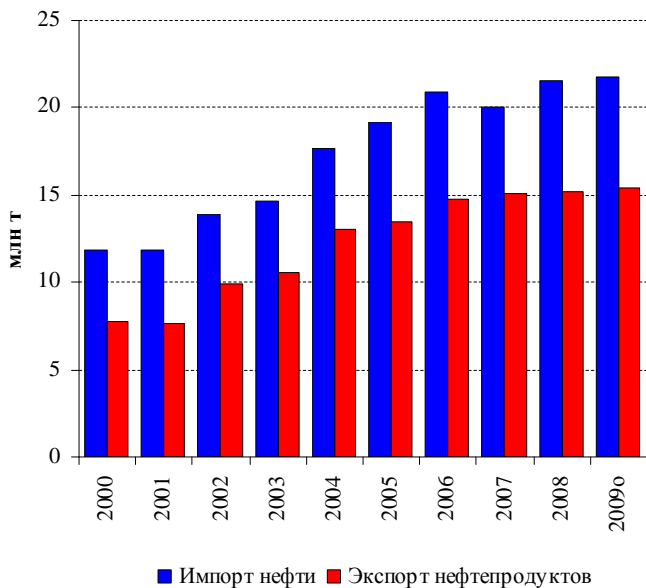
Из стран – крупных держателей золотых запасов – за 2008-2009 гг. лишь две страны существенно увеличили свои резервы: Китай – с 600 до 1054 тонн, Россия – с 460 до 590 тонн. Однако увеличение официальных резервов не идет ни в какое сравнение с ростом инвестиций в золото со стороны частного сектора. В последние годы инвестиционный спрос частного сектора на золото в разных формах (слитки, монеты, ETF и проч.) вырос в физическом выражении более чем в два раза за последние десять лет. Однако инвестиционный спрос в такой форме является в значительной степени самовоспроизводящимся – чем больше растут цены, тем больше спрос в расчете на дальнейший рост цен. Однако и при серьезном падении цен инвестиционный спрос может быстро измениться, и за счет накопленного запаса прежние инвесторы в течение многих лет могут выступать нетто-продавцами на рынке.

Цена на золото действительно имеет обратную связь с изменением курса доллара, особенно четко она проявилась в 2000-е годы (см. График 8). Однако изменение курса доллара может объяснить не более чем 20% изменения цены золота, остальное объясняется другими факторами. На длительном горизонте эта связь носит менее четкий характер.

На наш взгляд, все это говорит о том, что хотя цены на золото могут и вырасти еще в этом году (особенно в случае серьезных финансовых потрясений), долгосрочные перспективы их роста ограничены. После рекордного роста в конце 70-х последовало 20 лет снижения цен. Уникальность золота играет с ним злую шутку – низкая утилитарная полезность приводит к тому, что не существует не только пределов роста цены, но и пределов ее снижения.

4. Россия – Белоруссия: худой мир лучше доброй ссоры

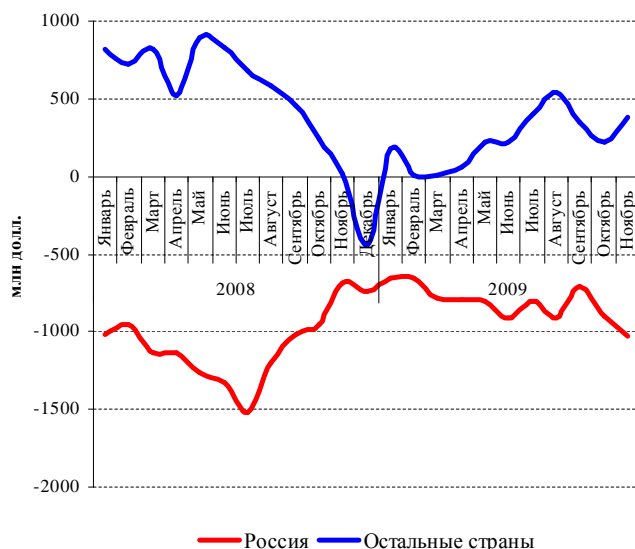
График 10. Импорт нефти и экспорт нефтепродуктов Республики Беларусь, 2000 - 2009



Источник: Национальный статистический комитет Республики Беларусь, оценки ИЭФ

«Конфликт привлек внимание третьих сторон, поскольку обострение грозило прерыванием транзитных поставок в Европу, как это произошло в начале 2007 г.»

График 11. Сальдо внешней торговли товарами Республики Беларусь, 2008 - 2009



Источник: Национальный статистический комитет Республики Беларусь

Новости

- В начале января цена нефти Brent впервые за последние 16 месяцев преодолела отметку 80 долл./барр., впоследствии опустившись до уровня 70 – 75 долл./барр.

- 27 января было достигнуто соглашение о поставках нефти из России в Беларусь, а также о ее транзите через белорусскую территорию. Стороны гарантировали беспрепятственный транзит, Россия ввела вывозные таможенные пошлины в полном объеме (кроме нефти для внутреннего потребления Беларуси), Беларусь повысила ставку транзитного тарифа на 11%.

Анализ

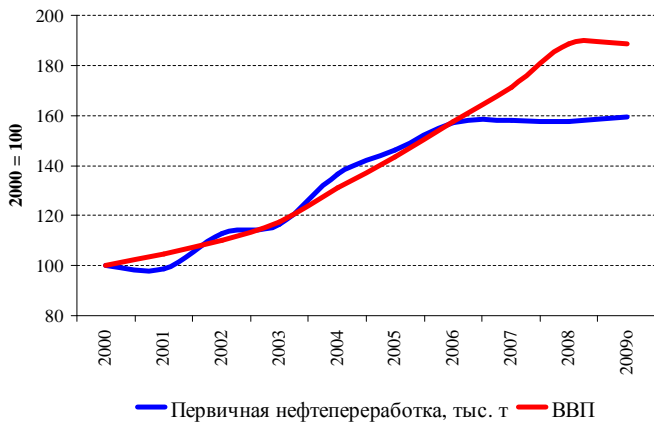
В течение января внимание аналитиков не только в СНГ, но и в Европе было приковано к очередному урегулированию конфликтной ситуации вокруг поставок энергоносителей одной из стран-транзитеров, на этот раз – Беларусь.

В декабре 2009 г. и январе 2010 г. стороны пытались договориться о порядке взимания экспортной пошлины с нефти, вывозимой из России в Беларусь. Конфликт привлек внимание третьих сторон, поскольку обострение грозило прерыванием транзитных поставок в Европу, как это произошло в начале 2007 г.

На протяжении 2000-х гг. в соответствии с рядом документов, принятых ранее в рамках создания зоны свободной торговли, а позднее – Союзного государства, Беларусь имела возможность импортировать нефть из России без уплаты вывозной таможенной пошлины. Помимо поддержки нефтеперерабатывающей отрасли, режим свободной торговли в отношении нефти де-факто обеспечивал белорусский бюджет экспортными пошлинами от вывоза нефтепродуктов.

Статья 4 Соглашения о Таможенном союзе между РФ и РБ от 1995 г. предусматривала согласованное распределение экспортных пошлин на товары, которые произведены из сырья, импортированного из страны-партнера. В то же время совместная Программа РФ и РБ по созданию Союзного государства от 1999 г. предполагала унификацию к 2002 г. таможенных тарифов в странах-партнерах. Ни одно из этих условий к 2007 г. не было выполнено. Это обусловило не только благоприятные условия для белорусской стороны, но и положительные экстерналии для российских компаний. У них появлялась возможность перерабатывать давальческую нефть на белорусских НПЗ и нефтехимических предприятиях

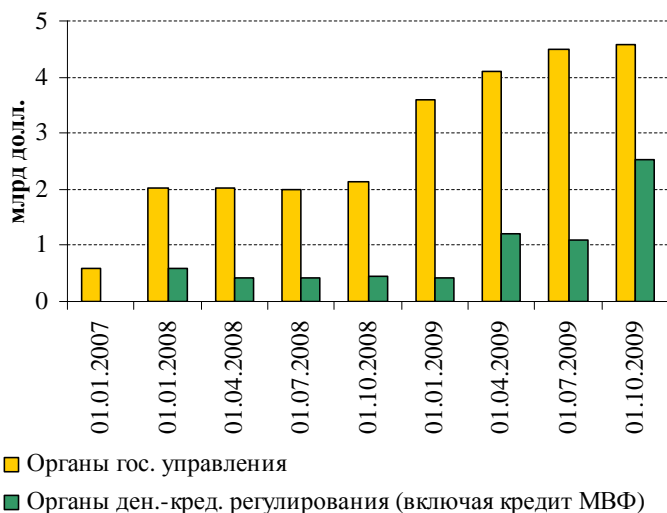
График 12. Динамика ВВП и нефтеперерабатывающей отрасли Республики Беларусь, 2000 = 100



Источник: Национальный статистический комитет Республики Беларусь, оценки ИЭФ

С учетом продолжения процессов формирования Таможенного союза в 2010 г. высока вероятность того, что достигнутые договоренности не являются окончательными.

График 13. Государственный внешний долг Республики Беларусь



Источник: Национальный банк Республики Беларусь

и впоследствии экспортировать продукты в Европу, уплачивая значительно более низкие вывозные пошлины в Беларуси.

В Межправительственном соглашении от 2007 г. была не только введена экспортная пошлина на российскую нефть с понижающим коэффициентом, но и предусмотрен механизм контроля за белорусскими экспортными пошлинами. Однако срок действия данного документа не был ограничен, хотя понижающие коэффициенты были указаны только до 2009 года.

В 2009 г. экспорт нефтепродуктов из Беларуси составлял около 6,8 млрд долл. Импорт нефти, необходимой для производства соответствующего объема продуктов, обходится в сумму примерно 5 млрд долл. В случае применения ставок экспортной пошлины в полном объеме ввоз нефти мог бы обходиться белорусской экономике более чем в 7 млрд долл., ставя сектор нефтепереработки на грань рентабельности и заставляя его повышать цены и снижать конкурентоспособность, либо увеличивать эффективность. Соответственно, дополнительные 2 млрд долл. в год с 2010 г. должны пополнить российский бюджет.

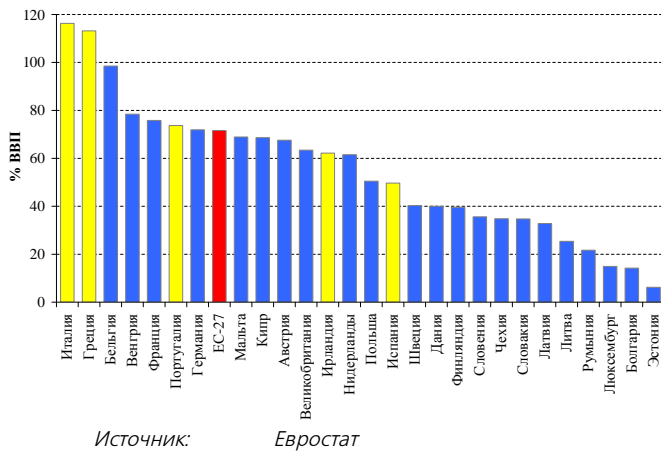
Для Белоруссии ситуация выглядит непросто: нефтепереработка и нефтехимия обеспечили в 2009 г. 22,3% промпроизводства страны. Белорусским властям сложно компенсировать убытки нефтяников: комплекс и ранее в значительной мере субсидировался государством (по некоторым оценкам, объем субсидий превышал поступления от экспортных пошлин); увеличить субсидии в условиях спада будет тяжело для бюджета, снизить собственные экспортные пошлины нельзя ввиду существующих соглашений. Существенно повлиять на схему поставок может исключение из правил: экспортными пошлинами не будет облагаться нефть для производства нефтепродуктов, впоследствии поступающих на рынок России. Это способно привести к частичной переориентации нефтеперерабатывающего комплекса РБ на восточное направление.

Выгоды российских нефтяников также неочевидны: очередное изменение правил может заставить их корректировать собственные планы. В то же время прекращение дотирования за счет российского бюджета способно склонить белорусские предприятия и правительство к вертикальной интеграции с российскими нефтяниками.

С учетом продолжения процессов формирования Таможенного союза в 2010 г. высока вероятность того, что достигнутые договоренности не являются окончательными.

5. Суверенные долги стран PIIGS

График 14. Валовый госдолг в странах ЕС, III кв. 2009 г.



Новости

- 26 января Агентство по Управлению Государственным Долгом Греции объявило об успешном окончании размещения новых 5-летних облигаций на сумму 8 млрд. евро с купоном 6,1%.
- 2 февраля Европейская Комиссия решила поддержать план Греции по сокращению государственного долга и бюджетного дефицита и рекомендовала министрам финансов стран ЕС также поддержать план.

Анализ

Аббревиатура PIIGS (Portugal, Ireland, Italy, Greece, Spain), объединяющая страны ЕС с высоким уровнем госдолга, стала популярной среди экономистов еще в конце 2009 года. В начале 2010 возросшие сомнения насчет платежеспособности стран PIIGS в среднесрочной перспективе привели к всплеску активности на рынке суверенных европейских долгов и соответствующих срочных рынках. Наибольшие сомнения у экспертов и инвесторов вызывает надежность греческого суверенного долга. Рыночная стоимость страховки от дефолта Греции за два последних месяца выросла более чем на 200 базисных пунктов. Вероятность дефолта Греции в течение ближайших пяти лет рынки сейчас оценивают примерно в 3,5% – на сопоставимом уровне год назад находились опасения инвесторов относительно платежеспособности Ирландии. Макроэкономика лишь отчасти подтверждает рыночные опасения.

График 15. Валовый и краткосрочный госдолг в странах ЕС, III кв. 2009 г.

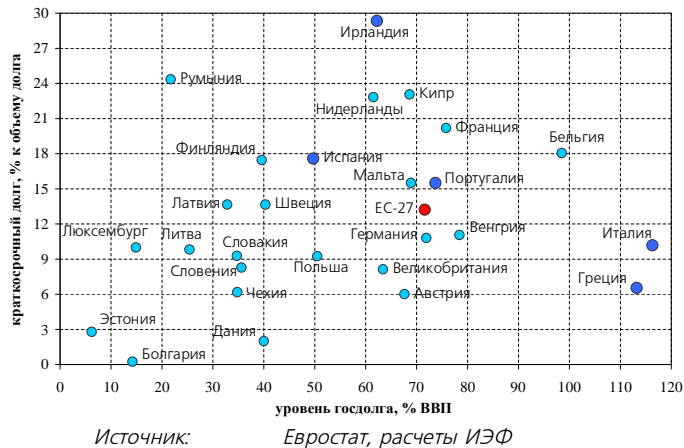
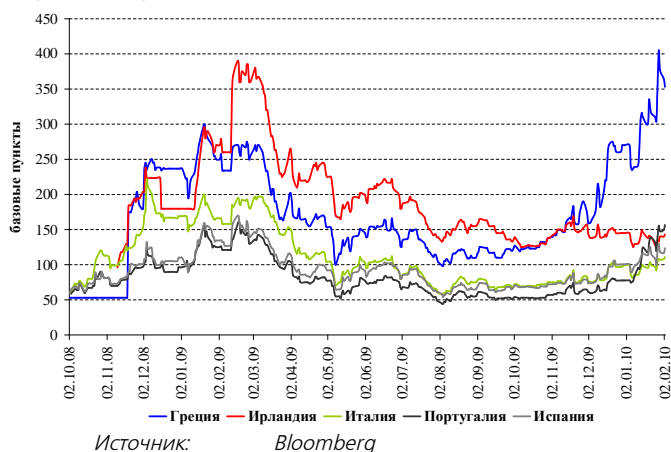


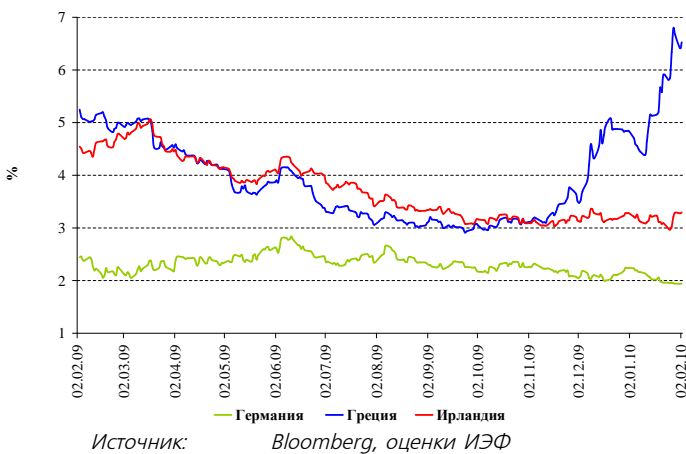
График 16. Спреды 5-летних CDS на суверенные дефолты стран PIIGS



Греция и Италия – единственные страны ЕС, валовый (и более чем на 50% внешний) госдолг которых превышает размеры ВВП. Тяжесть его обслуживания, однако, облегчается тем, что весь этот долг по большей части «длинный». С этой точки зрения большие опасения может вызывать долг Ирландии, почти 30% которого должно быть погашено либо рефинансировано в течение ближайшего года. Однако размеры ирландского долга сами по себе относительно невелики. Португалия и Испания близки по основным параметрам госдолга, который на первый взгляд выглядит наименее рискованно среди стран PIIGS.

Позиция Евросоюза по долговым проблемам стран PIIGS (и всех стран еврозоны в целом) была четко обозначена в середине января: выход стран из зоны евро невозможен даже юридически. Это практически исключает вероятность суверенного дефолта в еврозоне вследствие невозможности спрогнозировать его последствия для монетарного союза в целом. ЕС подал прозрачный сигнал о том,

График 17. Доходность государственных облигаций со сроком погашения в январе 2014 г.



«ЕС подал прозрачный сигнал о том, что между большими, но прогнозируемыми, размерами помощи «проблемным странам» и непрогнозируемыми последствиями их дефолта он выбирает первый вариант».

Таблица 5. Оценка разрыва платежеспособности стран ЕС, % ВВП

% ВВП	2008	2009о	2010п	2011п
Греция	9,3	18,5	19,2	20,5
Ирландия	8,0	16,9	17,6	16,1
Латвия	3,6	15,4	15,9	14,6
Италия	7,5	14,3	9,5	9,5
Литва	1,5	14,3	12,1	11,4
Великобритания	5,1	13,6	14,2	12,8
Испания	4,1	13,4	11,9	11,0
Венгрия	7,1	13,4	9,6	7,7
Португалия	4,1	11,9	10,5	11,5
Франция	4,7	11,5	9,9	10,0
Нидерланды	-0,9	8,8	7,7	7,0
Словакия	0,1	8,6	5,8	5,2
Австрия	0,7	8,3	6,9	7,1
Словения	0,5	8,1	7,0	7,1
Чехия	1,1	7,9	5,3	5,3
Германия	0,4	7,8	5,6	5,4
Румыния	2,6	6,9	5,2	4,4
Финляндия	-4,7	5,4	4,6	4,5
Польша	2,0	5,3	7,0	7,3
Дания	-3,2	3,8	4,7	3,3
Швеция	-2,0	3,5	3,1	2,5
Люксембург	-3,1	2,6	4,1	4,2
Эстония	1,4	2,0	0,9	0,2
Болгария	-7,0	-2,0	-3,8	-6,2

Источники: ECB, Eurostat, расчеты ИЭФ
 Оценки для Бельгии, Кипра и Мальты не приведены по причине отсутствия необходимых для расчетов данных

что между большими, но прогнозируемыми, размерами помощи «проблемным странам» и непрогнозируемыми последствиями их дефолта он выбирает первый вариант. Видимо, этот сигнал, подкрепленный заявлениями Еврокомиссии о поддержке греческого плана оздоровления экономики, дошел до рынков к концу января – началу февраля. Как доходность греческих госбумаг, так и стоимость страховки от их дефолта за неделю упали в среднем на 50 пунктов. Видимо, в ближайшие несколько месяцев чрезмерный рыночный пессимизм относительно неплатежеспособности Греции постепенно «сойдет на нет». Однако более длительные экономические последствия суверенных bail-out'ов в еврозоне можно попытаться оценить уже сейчас.

Мы оценили разрыв платежеспособности для стран ЕС вплоть до 2011 года на основании официальных прогнозов (см. Таблицу 5). Данный показатель примерно отражает объемы дополнительных заимствований, которые странам необходимо осуществить для удовлетворения финансовых обязательств. Показатель учитывает не только существующие объемы долга и прогнозы бюджетных дефицитов, но и ожидаемые темпы экономического роста, и доходы монетарных властей. Исходя из наших расчетов, положение Греции действительно выглядит удручающе. Среди стран PIIGS только в Греции разрыв платежеспособности в ближайшие два года будет расти даже в рамках программы стабилизации экономики. Остальным странам PIIGS вряд ли потребуется наращивать объемы рыночных заимствований в ближайшие два года. Возможно, к «проблемным» странам вскоре добавится и Великобритания. О «греческом характере» проблем последней уже активно говорят эксперты, с той лишь разницей, что у Великобритании есть дополнительная степень свободы в виде курса фунта стерлингов.

Финансовая помощь Греции со стороны ЕС или МВФ может понадобиться в том случае, если страна не сможет занять в ближайшие 2 года на рынке весь запланированный объем средств (более 110 млрд. евро). Подобная перспектива выглядит вполне реально. Но даже тот объем, который Греция привлекает на рынке, уже оплачивается относительно более высокими ставками. В среднесрочной перспективе (в отличие от краткосрочных тенденций, основанных на перераспределении риска) это приведет к росту стоимости заимствований не только для греческих компаний, но и в рамках еврозоны в целом. Это потенциально способно замедлить темпы выхода экономик еврозоны из кризиса, и именно в этом мы видим основные последствия долгового кризиса в странах PIIGS.

Институт энергетики и финансов

101000, Москва
Архангельский переулок, д. 6, стр. 1
www.fief.ru
+7 495 787 74 51

Президент
Леонид Григорьев

Руководитель экономического департамента
Марсель Салихов
m_salihov@fief.ru

Завсектором экономического департамента
Сергей Кондратьев
s_kondratiev@fief.ru

Старший эксперт
Сергей Агибалов
s_agibalov@fief.ru

Эксперт
Алексей Иващенко
a_ivaschenko@fief.ru

Эксперт
Александр Курдин
a_kurdin@fief.ru

Эксперт
Виталий Протасов
v_protasov@fief.ru

Institute for Energy and Finance

Arkhangelsky pereulok., 6
Moscow, 101000, Russia
www.fief.ru
+7 495 787 74 51

President
Leonid Grigoriev

Head of economic department
Marcel Salikhov
m_salihov@fief.ru

Head of sector, economic department
Sergey Kondratiev
s_kondratiev@fief.ru

Senior expert
Sergey Agibalov
s_agibalov@fief.ru

Expert
Alexei Ivashchenko
a_ivaschenko@fief.ru

Expert
Alexander Kurdin
a_kurdin@fief.ru

Expert
Vitaly Protasov
v_protasov@fief.ru