

## МОНИТОРИНГ МИРОВОГО КРИЗИСА

Длительность мировой рецессии становится не только важной проблемой экономического анализа, но и предметом веры и особенно надежды. Для обычного экономиста споры в прессе по поводу короткого или длинного кризиса выглядят разновидностью конфликта между «остро- и тупоконечниками» Дж. Свифта. Кризисные процессы имеют огромную сложность: все становится текучим и зыбким, потребители и инвесторы, фирмы и правительства с трудом ориентируются в море противоречивой информации. Одни пытаются спасти свои инвестиции и сбережения, другие – принять правильные деловые решения в условиях огромной неопределенности. Их внезапные действия («бегства и набеги») часто идут вразрез с экономической теорией, которая написана для «гладких» стационарных периодов развития. Предсказания становятся шаткими, но политики и пресса, похоже, верят, что экономисты «скрывают» цену нефти, курс доллара и норму безработицы через месяц или год.

Центральным показателем для России остается цена на нефть. Удержание цены нефти во время острой стадии снижения производства и мирового спроса на уровне 50-60 долларов за баррель является огромным достижением стран ОПЕК (российский выпуск остается плоским) и эффективности принятых ими мер по снижению добычи. Необычным является «внезапное» исчезновение критики картельного поведения ОПЕК в условиях кризиса.

Ко многим сторонам на рынке приходит понимание того, что при падении цены на нефть ниже 60 долларов исчезнут новые инвестиции, ослабнут тенденции к энергосбережению, будут подорваны многие программы в этой области. Никому не нужна социальная нестабильность при низких ценах в странах-экспортерах и последующие политические осложнения, то есть падение добычи и взлет нефтяных цен в недалеком будущем. Увеличение цены нефти выше 100 долларов не только даст большую ренту экспортерам, повысит инвестиции в отрасль, но и ускорит процессы отхода от углеводородной энергетики в среднесрочном горизонте. Развитые страны, похоже, готовы переживать рецессию при относительно высоких ценах на нефть, что дает некоторый шанс как на укрепление процессов энергосбережения, так и на выход из порочного круга больших колебаний нефтяных цен в будущем.

Разумеется, экономическая (в частности, антикризисная) политика всех стран зависит от прогноза мирового цикла, а для нашей страны – особенно от цены на нефть. Объективные данные показывают, что в ЕС промышленное производство упало очень значительно, в США продолжается снижение экономической активности и рост безработицы. Кредитный паралич все еще препятствует продвижению ликвидности,

предоставленной центральными банками, в реальный сектор. В американской экономической истории длительности периодов сокращения производства и последующего восстановления до предкризисного уровня в общем равны. Безработица носит лаговый характер и растет не менее полугода после нижнего пика активности. А сократившийся уровень экономической активности останется длительным фактором социальной жизни.

Стало заметно появление объемных докладов о послекризисном будущем. Кризис еще только входит в свои наиболее мучительные стадии, но самые активные элементы экспертного сообщества уже подводят его итоги. Самое загадочное в этой истории – это легкость сочетания (в СМИ и у ряда экспертов) совершенно противоречивых обещаний. Например, что кризис перевернет все в мире, центры силы переместятся в Азию, утонет доллар, но ... сам кризис будет не таким тяжелым и скоро вообще кончится. К сожалению, надо выбирать между легкостью и последствиями. Логически либо это тяжелый длительный кризис с огромными сдвигами в структуре мировой экономики, как географической, так и отраслевой – либо легкий, при котором все в мире могло бы остаться как прежде (что очень маловероятно). Но точно не может быть легкого кризиса с последующими крупными сдвигами и модернизацией мировой и российской экономики. По всей видимости, это кризис, который произведет глубокие сдвиги в географической и отраслевой структуре мировой экономики, но, самое главное, он изменит характер поведения экономических агентов и государственных регуляторов.

Скрытый спор между «партией короткого и партией длинного кризиса» приобретает трагикомические черты. Недавно некая организация проводила в Москве опрос экономистов по электронной почте на предмет того, не являются «сторонники идеи длительного кризиса» злодеями, разлюбившими национальную экономику. Создается впечатление, что есть спрос на «заклинание» кризиса! Глубина и длительность кризиса являются объективными и не зависят от наших дискуссий по этому поводу. Нужно быть очень осторожным в обещаниях и расчетах – прекращение падения производства переходит в этап низкого уровня экономической активности, низких бюджетных поступлений, низкой занятости. Длительность кризиса, повторим, для многих будет не легче глубины падения. Кризис еще не исчерпал себя, своих рисков, своих угроз – подождем данных за первое полугодие 2009 года – будущее будет чуть яснее.

Л. Григорьев,  
Президент ИЭФ

## **Содержание**

<i>Основные показатели мировой экономики</i>	4
 <i>Мировая экономика</i>	
Нефть и металлы: новая надежда	5
Личное потребление: постоянное ухудшение	8
Индексы – вверх, экономика – вниз?	10
GM: неизбежное банкротство	12
 <i>Экономика России</i>	
Потребительское поведение населения в условиях кризиса	15
 <i>Финансы</i>	
Реформа системы регулирования финансового сектора США: есть ли надежда?	17

**Основные показатели мировой экономики**

	2007	2008	2008		2009	2009	
			III	IV	I	апр	май
<b>Динамика ВВП, % к соответствующему периоду прошлого года</b>							
США	2,0	1,1	0,7	-0,8	-2,5	-2,2	н.д.
ЕС-27	2,9	0,9	0,7	-1,3	-4,4	-	-
Великобритания	3,0	0,7	0,2	-1,9	-4,1	-	-
Германия	2,6	1,0	0,8	-1,6	-6,9	-	-
Франция	2,1	0,7	0,6	-1,0	-3,2	-	-
Япония	2,4	-0,7	-0,3	-4,3	-8,8	-	-
Бразилия	5,7	3,8	6,8	1,3	-1,8	-	-
Россия	8,1	5,6	6,2	1,2	-9,8	-10,5	-11,0
Индия	9,3	7,5	7,7	5,8	5,8	-	-
Китай	13,0	9,0	9,0	6,8	6,1	-	-
<b>Динамика промышленного производства, % к соответствующему периоду прошлого года</b>							
США	1,7	-2,2	-3,2	-6,7	-11,6	-12,5	-13,4
ЕС-27	3,3	-1,4	-1,8	-7,2	-16,8	-18,2	н.д.
Великобритания	0,4	-2,7	-2,6	-7,5	-12,2	-12,1	н.д.
Германия	6,2	0,0	0,0	-7,7	-20,3	-23,1	н.д.
Франция	1,4	-2,6	-2,2	-8,8	-16,0	-19,1	н.д.
Япония	2,9	-3,1	-1,8	-14,0	-34,6	-28,2	-22,5
Бразилия	5,8	2,8	5,9	-6,5	-13,3	-14,8	н.д.
Россия	6,3	2,3	4,5	-5,9	-13,1	-15,8	-15,9
Индия	9,9	4,4	4,8	0,7	-0,2	1,4	н.д.
Китай	15,9	11,5	13,0	6,4	5,1	7,3	8,9
<b>Индекс потребительских цен, % к соответствующему периоду прошлого года</b>							
США	2,9	3,8	5,3	1,6	0,0	-0,7	-1,3
ЕС-27	2,4	3,7	4,3	2,9	1,6	1,3	0,7
Великобритания	2,3	3,6	4,8	3,9	3,0	2,3	2,2
Германия	2,3	2,6	3,1	1,6	0,8	0,8	0,0
Франция	1,5	2,8	3,3	1,8	0,7	0,1	-0,3
Япония	0,1	1,4	2,2	1,0	-0,1	-0,1	-1,1
Бразилия	3,6	5,7	6,3	6,2	5,8	5,5	5,2
Россия	9,0	14,1	14,9	13,7	14,0	13,2	12,5
Индия	6,3	8,3	9,4	10,2	9,4	8,7	8,6
Китай	4,8	6,3	5,3	2,5	-0,6	-1,5	-1,4
<b>Уровень безработицы, % к экономически активному населению</b>							
США	4,6	5,8	6,1	6,9	8,1	8,9	9,4
ЕС-27	7,1	7,0	7,0	7,3	8,1	9,2	н.д.
Великобритания	5,3	5,7	5,8	6,3	7,1	7,4	н.д.
Германия	8,4	7,3	7,2	7,1	7,4	7,7	7,4
Франция	8,3	7,8	7,7	8,2	8,6	8,9	н.д.
Япония	3,9	4,0	4,0	4,4	4,8	5,0	5,2
Бразилия	9,3	7,9	7,8	7,3	8,6	8,9	8,8
Россия	6,1	6,4	5,9	7,1	9,5	10,2	9,9
Китай	4,1	4,2	4,0	4,2	4,3	н.д.	н.д.
<b>Фондовые индексы (на конец периода), пункты</b>							
США (S&P 500)	1 468	903	1 165	903	798	873	919
ЕС-27 (Eurostoxx 50)	3 684	2 065	2 635	2 065	1 816	2 027	2 125
Великобритания (FTSE 100)	6 457	4 434	4 903	4 434	3 926	4 244	4 418
Германия (DAX)	8 067	4 810	5 831	4 810	4 085	4 769	4 941
Франция (CAC 40)	5 614	3 218	4 032	3 218	2 807	3 160	3 278
Япония (Nikkei 225)	15 308	8 860	11 260	8 860	8 110	8 828	9 523
Бразилия (Bovespa)	63 886	37 550	49 541	37 550	40 926	47 290	53 198
Россия (RTS)	2 291	632	1 212	632	690	833	1 088
Индия (BSE-500)	8 592	3 597	4 898	3 597	3 524	4 140	5 520
Китай (Shanghai Composite)	5 262	1 821	2 294	1 821	2 373	2 478	2 633

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

## 1. Нефть и металлы: новая надежда

### Новости

Таблица 1. Прогнозы среднегодовых цен на нефть

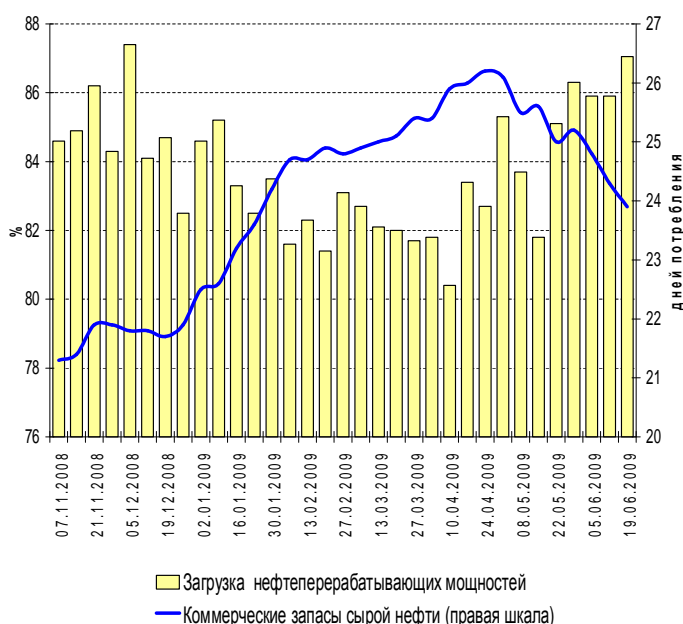
Источник	Дата	Марка	2009	2010
МВФ	22.04.09	Среднее значение	52	63
BNP Paribas	01.06.09	Brent	52	76
Goldman Sachs	04.06.09	WTI	59	80
JP Morgan	08.06.09	WTI	65*	70*
Министерство Энергетики США	09.06.09	WTI	59	67
ОЭСР	17.06.2009	Brent	50	н.д.
Всемирный Банк (Россия)	24.06.2009	Urals	56	63

Источник: Bloomberg, Reuters, MarketWatch, МВФ, Министерство Энергетики США

\*- значения цен на конец года

«Положительная динамика спроса на сырьевые товары пока относится скорее к области ожиданий»

График 1. США: загрузка нефтепереработки и запасы сырой нефти, ноябрь 2008 – июнь 2009



Источник: Министерство Энергетики США

- Несмотря на отказ ОПЕК от сокращения квот на добычу в конце мая, цены на нефть уверенно держатся на позициях выше 60 долл./барр.
- 11 июня впервые в 2009 г. МЭА скорректировала прогнозы мирового спроса на нефть на текущий год в сторону повышения. Тем не менее, прогнозируемое сокращение потребления по-прежнему составляет около 3%.
- По итогам мая выплавка стали в Китае превысила показатели предыдущего года.

### Анализ

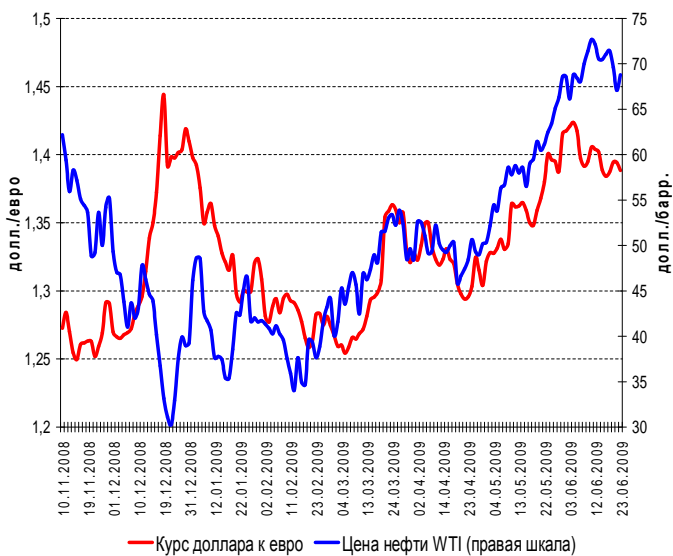
Конец весны и начало лета 2009 г. отмечены резким подъемом цен на нефть. Однако как отмечают многие аналитики, этот процесс не имеет под собой устойчивой фундаментальной базы.

Действительно, ОПЕК на внеочередной встрече в Вене отказалась пересматривать квоты: это было мотивировано неустойчивой ситуацией в мировой экономике и нежеланием препятствовать её восстановлению. Более того, уже в течение двух месяцев картель увеличивает выпуск, хотя предполагаемые целевые значения квот так и не были достигнуты. С другой стороны, отклонения от квот каждого члена составляют всего 0,1 – 0,2 млн барр./день. Максимальная величина – 0,4 млн барр./день – зафиксирована для Ирана. Рост политической напряженности в этой стране в связи с выборами стал одним из факторов роста цен.

Положительная динамика спроса пока относится скорее к области ожиданий. Майские данные свидетельствуют, что мировое потребление жидкого топлива сократилось на 4,2% по сравнению с маем 2008 г. – примерно такие же значения отмечались и в предыдущие 4 месяца. Негативная динамика имеет место во всех крупных регионах, за исключением Индии и африканского континента.

Вместе с тем можно выделить и некоторые позитивные тенденции. Свою роль сыграл фактор сезонности: весной и летом традиционно возрастает активность автомобильных поездок. Начинают активнее работать нефтеперерабатывающие предприятия, что становится позитивным сигналом для рынка. При этом в апреле и мае 2009 г. был даже зафиксирован небольшой рост автомобильного

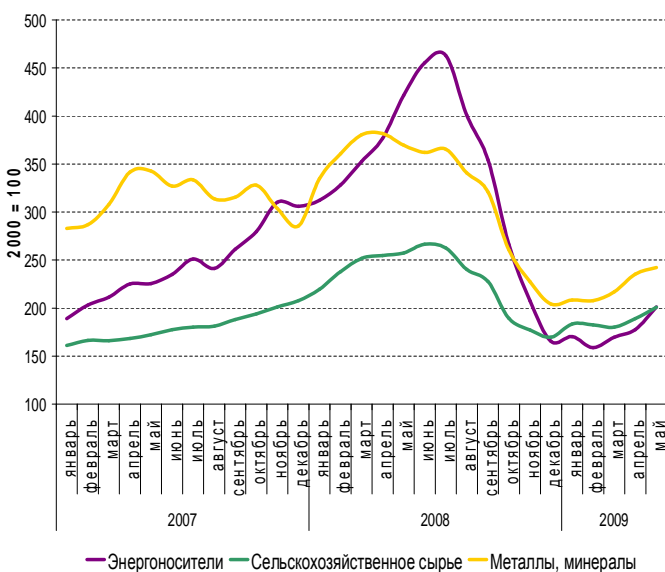
График 2. Сравнительная динамика цен на нефть и курса доллара, ноябрь 2008 — июнь 2009



Источник: Bloomberg, Министерство Энергетики США

«Общее оживление на сырьевых рынках заставляет говорить о наметившейся тенденции к повышению деловой активности»

График 3. Индексы цен по группам сырьевых товаров, 2007 — 2009



Источник: Всемирный Банк

пробега в США по сравнению с аналогичным периодом предыдущего года: влияние на это могло оказать общее снижение цен на топливо по сравнению с пиковым уровнем.

Впрочем, с начала года цены на бензин активно росли и в США, и в Европе, и в Азии — за последний месяц прирост составил 13-20%. Такая тенденция уже начинает вызывать тревогу у экспертов ввиду угрозы стагфляции на базе инфляции издержек.

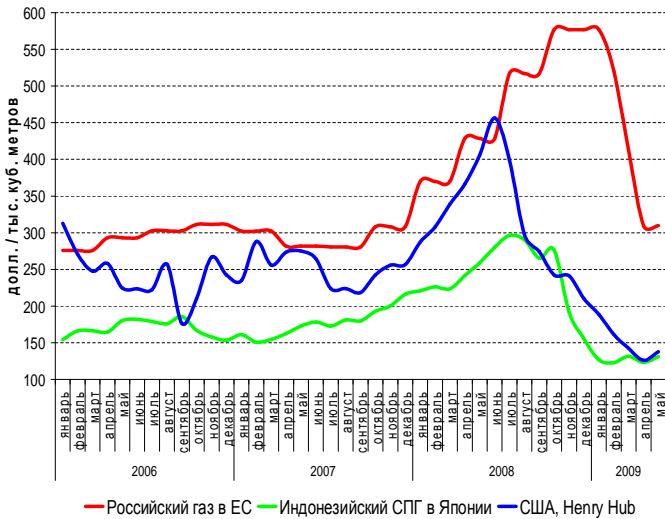
Большое значение имеют и финансовые факторы: нынешний взлет цен на нефть зачастую приписывается ослаблению доллара и поиску инвесторами альтернативного инструмента для вложений. Можно отметить, что в последние месяцы действительно восстановилась привычная обратная зависимость между курсом доллара и ценами на нефть, хотя в конце предыдущего года явная закономерность отсутствовала. По всей видимости, это объясняется постепенной нормализацией функционирования финансовых рынков после осеннего шока.

Рынки других сырьевых товаров также демонстрируют определенное оживление. Этот общий процесс сложно представить исключительно как следствие динамики валютных курсов. Он заставляет говорить уже о наметившейся тенденции к повышению деловой активности.

На рынках энергоносителей после почти трехкратного падения, произошедшего с лета 2008 г., в апреле-мае стабилизировались и даже показали некоторый рост цены на австралийский и южноафриканский уголь. В мае, также впервые с лета прошлого года, укрепилась и котировка американского природного газа (Henry Hub). На европейских газовых рынках тенденции к росту цен пока не заметны: долгосрочные контракты (в частности, с Россией) на основе специфического ценообразования обуславливают медленную адаптацию к текущим изменениям. Как следствие, среднеевропейские цены до сих пор находятся на довольно высоком уровне: «предкризисный» пик был здесь достигнут только в четвертом квартале 2008 г., соответственно, снижение цен началось с полугодовым опозданием и может еще продолжаться. Однако в данный момент спред между ценами газа в Европе и Америке остается очень большим: если до середины 2008 г. газ в Европе стоил в среднем на 20-40% дороже, чем в США, то в последний год разница существенно превышала 100%. В этой связи попытки европейцев, оказавшихся перед лицом риска снижения конкурентоспособности собственных



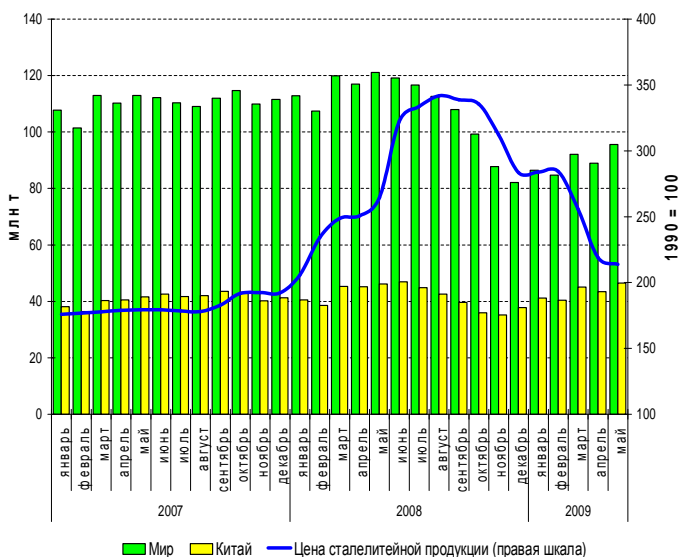
График 4. Динамика цен на природный газ, 2006 – 2009



Источник: МВФ

«Продажи легковых автомобилей в Китае по итогам мая 2009 г. превысили аналогичный показатель предыдущего года на 47%, превзойдя самые оптимистичные ожидания»

График 5. Выплавка стали в Китае и мире и динамика цен сталелитейной продукции, 2007 – 2009.



Источник: Всемирная ассоциация стали, Всемирный Банк

предприятий, изменить структуру импорта на газовом рынке в пользу более дешевых альтернатив выглядят вполне оправданными.

Цены на металлы в начале 2009 г. также стабилизировались. В условиях продолжающегося спада в мировом строительстве и автомобилестроении позитивную роль сыграл спрос со стороны Китая. Пользуясь благоприятной конъюнктурой и отчасти поддерживая собственных металлургов, государство проводило активную политику наращивания запасов – это привело к значительной разнице цен на Лондонской и Шанхайской биржах, предоставившей широкие возможности для арбитражных операций.

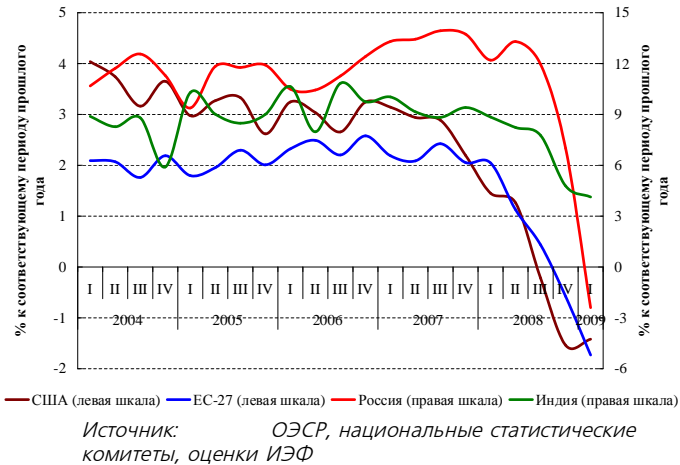
Существенный вклад в укрепление цен металлов внесло начало реализации китайским руководством пакета антикризисных мер: как инвестиций в металлоемкую инфраструктуру, так и стимулирования спроса. К примеру, сокращение налогов на розничную торговлю и предоставление субсидий сельским автовладельцам способствовало увеличению спроса на автомобили. В результате продажи легковых автомобилей в Китае по итогам мая 2009 г. превысили аналогичный показатель предыдущего года на 47%, превзойдя самые оптимистичные ожидания.

С учетом этих данных достаточно благоприятная ситуация в китайской черной металлургии не вызывает удивления. В мае выплавка стали в Китае превысила аналогичный показатель 2008 г., и вполне вероятно, что уже в текущем месяце будет преодолен исторический месячный максимум в 46,94 млн т. В других странах ситуация в черной металлургии является намного более удручающей: за последний год сокращение производства стали в ЕС составило 44,8%, в странах СНГ – 33,6%. Это позволило Китаю увеличить свою долю в мировой выплавке стали с 40% почти до 50%.

Однако эффект увеличения китайского спроса в 2010 г. и даже во втором полугодии 2009 г. может сократиться как по причине достижения предела формирования запасов, так и в связи с ограниченностью срока действия антикризисных мер. Например, упомянутые выше субсидии и сокращения налогов будут действовать лишь до конца года.

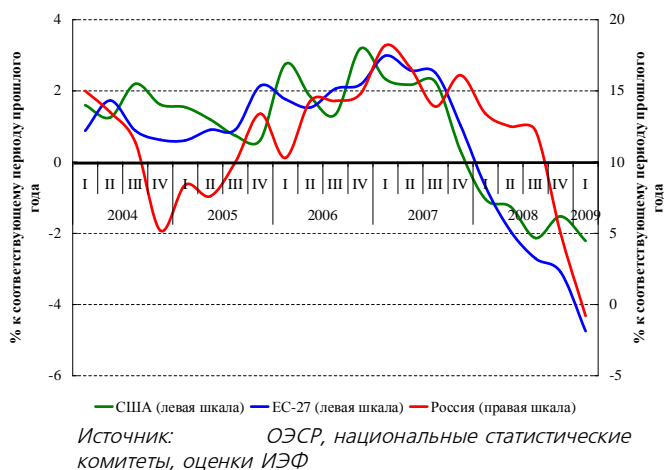
## 2. Личное потребление: постоянное ухудшение

График 6. Динамика конечных расходов домохозяйств на потребление в ведущих странах мира, 2004-2009



«Реальные доходы населения в развитых странах начали снижаться еще с лета 2008 г. Осенью темпы сокращения возросли – из-за снижения доходов от собственности (обвал на фондовых рынках, снижение цен на рынке недвижимости и т.д.), сокращения поступлений от других источников дохода. В США на динамику доходов серьезное влияние оказывали единовременные выплаты населению из бюджета»

График 7. Динамика реальной заработной платы в некоторых странах мира, 2004-2009



### Новости

- По оценке Всемирного банка, в 2009 г. конечное потребление домохозяйств в целом по миру сократится на 1,5%, в основном, из-за снижения на 2,2% в развитых странах.
- По предварительной оценке, в I квартале текущего года потребление домохозяйств в развитых странах сократилось на 1,5% к январю-марту 2008 г., при росте на 2% к соответствующему периоду прошлого года в IV квартале 2008 г.
- Снижение потребления в развитых странах происходит не только из-за роста безработицы и сокращения реальных доходов, но и из-за роста нормы сбережений. В мае норма сбережений населения в США достигла 6,3%, что стало самым высоким значением показателя за последние 16 лет.
- Рост личного потребления в ведущих развивающихся странах (БРИК) в I квартале 2009 г. составил 2,9% к январю-марту 2008 г., наиболее высокие темпы роста потребления населения наблюдаются в Китае.

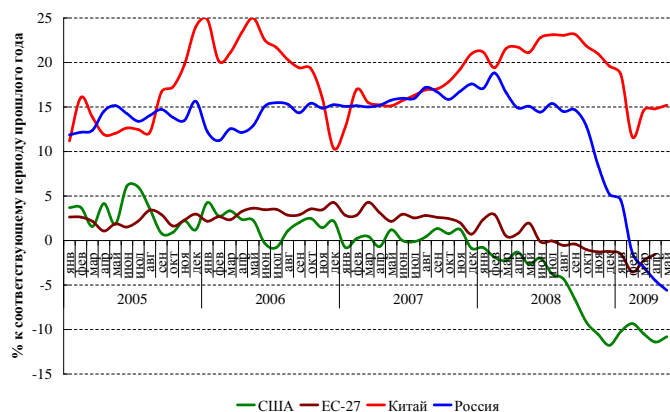
### Анализ

Снижение экономической активности, рост безработицы и сокращение реальных доходов на фоне ужесточения условий потребительского кредитования привели к сокращению потребительских расходов населения в большинстве ведущих экономик мира. Исключением стали лишь Китай и Индия, где в первом квартале 2009 г. потребительские расходы населения выросли на 4,5-5,0% к январю-марту 2008 г.

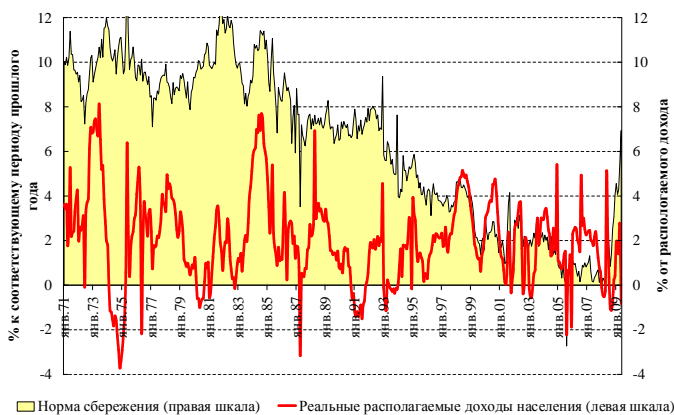
Реальные доходы населения в развитых странах начали снижаться еще с середины прошлого года, в первую очередь, из-за ускорения темпов роста потребительских цен, а также экономической стагнации. Осенью, несмотря на замедление темпов роста цен, сокращение реальных доходов ускорилось – из-за снижения доходов от собственности (обвал на фондовых рынках, снижение цен на рынке недвижимости и т.д.), сокращения доходов от предпринимательской деятельности и общего фонда оплаты труда из-за роста увольнений. В I квартале 2009 г. реальная заработная плата в США сократилась на 2% по сравнению с январем-мартом 2008 г., в странах ЕС снижение превысило 4%.

Сокращение доходов и совпавшее с ним ужесточение условий потребительского кредитования привели к значительному снижению потребления домохозяйств. В наибольшей степени это отразилось на продажах товаров длительного пользования. Значительная часть этих товаров продавалась с использованием



**График 8. Динамика розничных продаж в ведущих странах мира, 2005-2009**


Источник: ОЭСР, национальные статистические комитеты, оценки ИЭФ

**График 9. Динамика реального душевого располагаемого дохода и нормы сбережения населения США, 1971-2009**


Источник: БЭА

**Таблица 2. Динамика конечного потребления домохозяйств по крупнейшим экономикам мира, 2007-2010, % к предыдущему году**

	2007	2008	2009п	2010п
Мир	3,4	1,6	-1,5	1,6
Развитые	2,4	0,5	-2,2	1,0
США	2,8	0,2	-2,2	1,5
Еврозона	1,5	0,3	-2,3	0,2
Развивающиеся	7,0	5,3	1,0	3,8
Бразилия	-2,9	5,4	0,9	3,1
Россия	13,7	11,3	-5,0	3,0
Индия	8,3	2,9	4,0	6,5
Китай	11,3	7,0	6,6	6,7

Источник: Всемирный Банк

кредитных схем, остановка кредитования (а в случае с жилищным строительством еще и падение цен на недвижимость) привела к сокращению продаж на 20-50%. В то же время практически не сократились продажи продовольственных товаров, выросли продажи фармацевтической продукции.

Снижение продаж жилья коснулось практически всех развитых стран, однако наиболее серьезно затронуло престижные регионы, где в последние годы наблюдался быстрый рост цен, в том числе и за счет увеличения спроса со стороны иностранных покупателей. В I квартале 2009 г. на Балеарских островах продажи жилья упали на 43,6% к январю-марту 2008 г., в Каталонии сокращение составило 42,2% (при среднем по Испании снижении на 33,3%), значительно сократились продажи жилья в Италии, на юге Франции.

Помимо сокращения доходов и роста безработицы, на снижение личного потребления в развитых странах (прежде всего, в США) сильное влияние оказывает рост нормы сбережений населения. В предыдущие кризисы влияние данного фактора было незначительным – норма сбережения населения оставалась относительно постоянной как во время кризиса, так и в периоды экономического подъема. Норма сбережений снизилась с 9-11% валового дохода в начале 1980-х гг. до 0,4% в 2005 г. Текущий кризис привел к возврату к традиционной модели сбережения, как результат, даже выплаты из бюджета не привели к оживлению спроса – домохозяйства предпочитают сберечь, а не тратить.

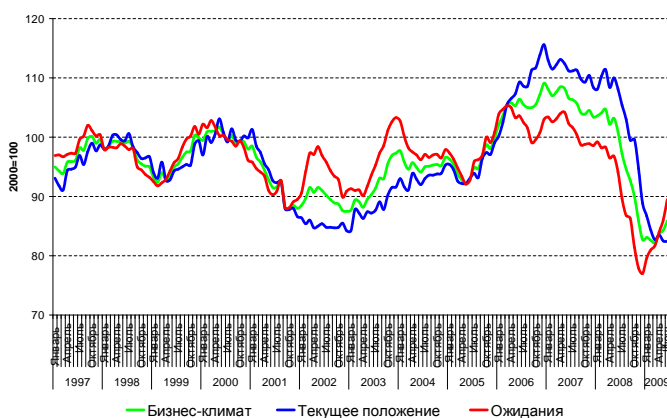
Значительно выросло потребление населения лишь в Индии и Китае. В Китае розничные продажи в мае 2009 г. выросли на 15,2% к аналогичному периоду прошлого года. Рост был достигнут в основном за счет увеличения продаж автомобилей и бытовой техники – в рамках программ по стимулированию внутреннего спроса населения, принятого правительством страны. Темпы роста розничных продаж в Индии значительно ниже, чем в Китае, структура продаж также почти не претерпевает изменений (в ней по-прежнему преобладает продажа продовольствия и товаров первой необходимости). Так, продажи легковых автомобилей в мае выросли всего на 2,5% к аналогичному месяцу 2008 г., в то время как продажи коммерческой техники падают уже 10 месяцев подряд (в мае снижение составило 14,8% к маю 2009 г.).

По оценке Всемирного Банка, в 2009 г. мировое личное потребление снизится на 1,5%, из крупных экономик наиболее серьезное сокращение произойдет в России (-5% к 2008 г.).

### 3. Индексы вверх – экономика вниз?

«В крупнейшей экономике Еврозоны, Германии, одним из самых авторитетных индексов является индекс бизнес-климата (Ifo Business Climate), рассчитываемый Мюнхенским институтом экономических исследований Ifo»

График 10. Индекс Ifo бизнес-климата, текущего положения и ожиданий, 1997-2009



Источник: Ifo

«Росстат с 1998 г. рассчитывает Индекс потребительской уверенности и ряд индексов ожиданий, но они выходят только на квартальной основе. В условиях кризиса возрастает необходимость в оперативных данных, и такой важный индикатор теряет ценность ...»

#### Новости

- Индекс бизнес-климата Ifo, свидетельствующий о состоянии экономической сферы Германии, в июне 2009 года продолжил рост, увеличившись до 85,9 пункта против 84,2 пункта в мае.
- Объем новых заказов в промышленности в апреле, по данным Евростата, сократился на 39,5% по отношению к соответствующему периоду прошлого года и на 13,5% по отношению к предыдущему месяцу. Это крупнейший обвал заказов за последние месяцы. А инфляция в еврозоне в июне по предварительной оценке составила -0,1% в годовом выражении, по сравнению с 0% в мае.

#### Анализ

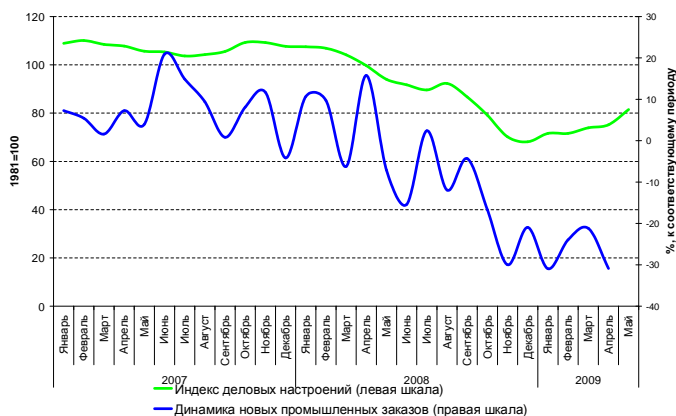
Суждения о состоянии национальных экономик и их перспективах в большинстве развитых стран уже многие годы опираются не только на официально публикуемые национальными статистическими службами данные, но и на различные индексы настроений и деловой активности, подготавливаемые независимыми исследовательскими центрами. Основой для таких рейтингов выступают опросы предприятий. В отдельных странах официальные органы, зачастую центральные банки, также на регулярной основе публикуют индексы на основе выборочных опросов компаний.

В крупнейшей экономике Еврозоны, Германии, одним из самых авторитетных индексов является индекс бизнес-климата (Ifo Business Climate), рассчитываемый Мюнхенским институтом экономических исследований Ifo. Этот индекс имеет долгую историю – впервые он был выпущен в 1972 г. и рассчитывается на основе ежемесячного анкетирования 7 тыс. предприятий из обрабатывающей промышленности, строительства и оптовой и розничной торговли. В США наиболее используемым индексом характеризующим настроение потребителей, является Индекс потребительской уверенности, рассчитываемый независимым исследовательским центром The Conference Board с 1967 г. Примечательно, что руководство ФРС США отчасти опирается на значения данного индекса при принятии решений о ставках.

В России наиболее авторитетным индексом, имеющим сравнительно длинную историю, является Индекс промышленного оптимизма, рассчитываемый Институтом экономики переходного периода с 1995 г. Росстат с 1998 г. рассчитывает Индекс потребительской уверенности и ряд индексов ожиданий, но они выходят только на квартальной основе. В условиях кризиса возрастает

*«Индексы уверенности обычно появляются раньше официальных данных, характеризующих состояние экономики. Они являются простым и удобным инструментом для принятия решений – вместо различного набора экономических показателей»*

**График 11. Индикатор деловых настроений и объем новых промышленных заказов во Франции, январь 2007- май 2009**



Источник: Eurostat, Банк Франции

*«Оценка текущего состояния продолжает неуклонно ухудшаться, а ожидания также неуклонно, но растут. Одна из причин такого положения – слишком пессимистичные первоначальные ожидания – такого пессимизма в Германии не наблюдалось более 20 лет»*

необходимость в оперативных данных, и такой важный индикатор теряет ценность. ЦБ России и вовсе не публикует никаких индексов на основе выборочных обследований, а выпуск аналитических материалов по экономике России Банк России и вовсе прекратил в 2006 г., перейдя на квартальный выпуск обзора инфляции.

Роль различных индексов деловой активности и настроений довольно проста. Во-первых, они обычно появляются существенно раньше официальных данных, характеризующих состояние экономики. Во-вторых, являются простым и удобным инструментом для принятия решений – вместо различного набора экономических показателей, индексы трактуются в духе «все хорошо» или «все хуже и хуже».

В последнее время ряд аналитиков и комментаторов указывают на то, что индикаторы, характеризующие настроения и ожидания бизнеса и населения, расходятся с трендами экономических показателей. Зачастую статистические данные в последнее время указывают либо на замедление спада, либо на дальнейшее ухудшение экономического положения, а индексы настроений наоборот стали демонстрировать положительную динамику.

Ярким примером здесь служит Германия. Индекс бизнес-климата Ifo в июне 2009 года продолжил рост, увеличившись до 85,9 пункта против 84,2 пункта в мае. Фактически значение индекса растет уже третий месяц подряд. При этом явных устойчивых сигналов об улучшении состояния экономики Германии нет. Объем новых промышленных заказов в апреле, по данным Евростата, сократился на 39,5% по отношению к соответствующему периоду прошлого года. Это крупнейший обвал заказов за последние месяцы. А инфляция в еврозоне в июне по предварительной оценке составила -0,1% в годовом выражении, по сравнению с 0% в мае. Если тренд не переломится, дефляция станет реальностью. Очевидно, что дефляция не ускорит выход из кризиса.

Противоречие раскрывается при взгляде на расчет индекса. Он складывается из двух компонент – оценки текущего состояния и ожиданий на ближайшие шесть месяцев. Оценка текущего состояния продолжает неуклонно ухудшаться, а ожидания также неуклонно, но растут. Одна из причин такого положения – слишком пессимистичные первоначальные ожидания – такого пессимизма в Германии не наблюдалось более 20 лет и даже несмотря на рост, текущее значение остается очень низким. Действует и простой механизм – «если все сейчас так плохо, то когда-нибудь будет лучше». Возможно, что в условиях постоянного ухудшения рост оптимизма прекратится уже в ближайшие месяцы и индексы останутся на низких уровнях.

## 4. General Motors: неизбежное банкротство

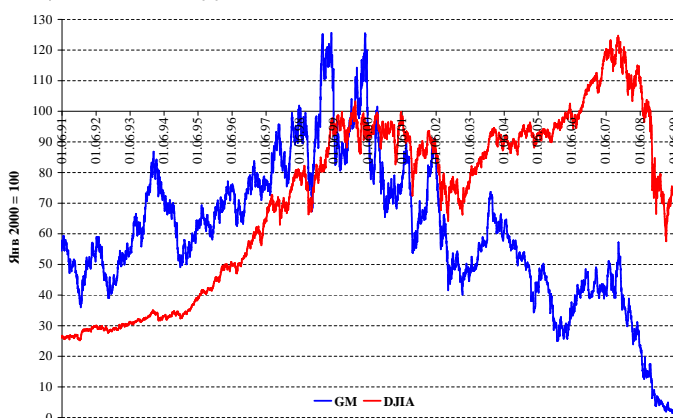
Таблица 3. Крупнейшие банкротства в истории США

Компания	Дата	Активы на момент банкротства, млрд. долл.
Lehman Brothers	Сентябрь 2008	639
Washington Mutual	Сентябрь 2008	328
Worldcom	Июль 2002	104
<b>General Motors</b>	<b>Июнь 2009</b>	<b>82</b>
Enron	Февраль 2001	63
Conseco	Декабрь 2002	61
Chrysler	Апрель 2009	39
Texaco	Апрель 1987	36
Financial Corp. of America	Сентябрь 1988	34
Refco	Октябрь 2005	33

Источник: Bankruptcy Data

*«Время банкротства GM не должно вводить в заблуждение: мировой финансовый кризис лишь «расписался» на давно поставленном американскому автогиганту диагнозе»*

График 1. Динамика котировок обыкновенных акций GM и индекса DJIA



Источник: Bloomberg, расчеты ИЭФ

### Новости

- 1 июня компания General Motors (только американские подразделения) подала заявление о банкротстве по Главе 11 Кодекса о Банкротстве США.
- 5 июня General Motors достиг соглашения с Penske Automotive Group о продаже бренда Saturn и части активов Saturn Corporation.
- 15 июня General Motors достиг соглашения со шведским консорциумом Koenigsegg Group AB о продаже Saab Automobile AB.

### Анализ

Крупнейший американский автопроизводитель, General Motors, подал 1 июня заявление о банкротстве. Акции компании со 2 июня исключены из котировального списка NYSE. Это третье по величине банкротство с начала нынешнего кризиса, и второе по величине промышленное банкротство за всю историю американской экономики. Эффекты от краха GM могут быть более чем значительными. Годовая выручка группы GM в 2008 году была примерно равна ВВП Кувейта (150 и 149 млрд. долл. соответственно), долг на конец того же года (172 млрд. долл.) чуть больше госдолга Индии (164) и чуть меньше госдолга Мексики (181).

Банкротство GM не означает ликвидацию компании. В строгом смысле, Глава 11 подразумевает реорганизацию компании с предоставлением судебной защиты от некоторых кредиторов. По плану банкротства новая компания (New GM) должна обрести окончательный юридический статус через 60-90 дней после подачи GM заявления о банкротстве. К этому времени GM в прежнем виде перестанет существовать.

Время банкротства GM не должно вводить в заблуждение: мировой финансовый кризис лишь «расписался» на давно поставленном американскому автогиганту диагнозе. В экспертном сообществе активные разговоры о превышающем «критическую массу» масштабе проблем GM шли давно. Последние 8 лет долги компании росли как снежный ком на фоне отсутствия внятной стратегии и сомнительных управленческих решений. Очевидные проблемы автогиганта приводили к последовательному падению



Таблица 4. Продажи легковых автомобилей в США, тыс. шт.<sup>1</sup>

	2005	2006	2007	2008	2009 4 мес.
GM, в т. ч.:	1 785	1 723	1 594	1 354	253
Buick	186	170	131	92	16
Cadillac	161	143	131	105	22
Chevrolet	899	896	862	811	155
Pontiac	395	353	324	247	47
Saturn	106	130	119	81	11
Saab	36	31	27	18	3
Справочно:					
Ford	1 053	1 108	848	733	175
Chrysler	695	676	650	454	80
Toyota	1 289	1 458	1 514	1 357	291
Honda	838	844	882	878	204
<b>Всего в США</b>	<b>7 964</b>	<b>8 130</b>	<b>7 885</b>	<b>7 042</b>	<b>1 592</b>

Источник: Automotive News, расчеты ИЭФ

«Издержки GM на рабочую силу и предоставление социальных услуг бывшим работникам просто огромны»

Таблица 5. GM в мире (с учетом грузовиков и автокомпонент), на конец 2008 г.

	Сев. Америка	Африка и Южная Америка	Европа	Азия и Австрал.	Всего
Занятые, тыс. чел.	116	35	55	35	241
Сборочные заводы, шт.	26	8	10	3	47
Офиц. дилеры, тыс. шт.	2,3	1,7	8,7	3,8	16,6
Прямые поставщики, шт.	7 360	157	37	330	7 884
Произв-во автомоб., млн шт.	3,45	0,96	1,55	2,18	8,14
Продажи автомоб., млн шт.	3,56	1,28	2,04	1,48	8,36

Источник: Detroit News, расчеты ИЭФ

стоимости компании. Если пытаться выделить основные причины краха GM, то стоит остановиться на следующих трех аспектах:

✓ **Взаимоотношения с профсоюзами и социальная политика.** Издержки GM на рабочую силу и предоставление социальных услуг бывшим работникам просто огромны. Это, прежде всего, расходы на зарплату и медицинское обеспечение текущих работников (11-12 млрд. долл. в год без бонусов), а также пенсии и медицинское обеспечение бывших работников – членов профсоюзов (ок. 20 млрд. долл.). Подобная картина во многом является следствием исторически особенной роли профсоюзов в американской промышленности, однако не отменяет того факта, что попытки руководства компании снизить трудовые и социальные издержки на протяжении последнего десятилетия были unsuccessfulными.

✓ **Ошибки менеджмента.** Одним из основных просчетов руководства GM считается излишняя диверсификация брендов. Небольшие различия в позиционировании автомобилей-клонов, продающихся под разными марками, создавали ненужную конкуренцию между брендами концерна и размывали потребительский интерес. При этом ставка на некогда исключительно популярные в США полноразмерные внедорожники также оказалась ошибочной. В условиях дорожающих энергоносителей спрос на небольшие экономичные автомобили (в том числе с гибридными силовыми установками) в США рос, но удовлетворяли его в основном японские производители.

✓ **Внешние причины.** Кризис нанес по GM «двойной удар». Традиционное сокращение спроса на фоне экономического замедления было вдвойне чувствительным после исключительной доступности кредита в предкризисные годы. Грубо говоря, нынешний спрос в изрядной степени реализовался раньше, в период 2002-2007 гг. за счет дешевого кредита. Население неизбежно бы сократило покупки автомобилей после периода столь высокого спроса, независимо от наступления или ненаступления кризиса. Кризис сделал это сокращение радикальным.

Наибольшее количество вопросов и дискуссий в связи с банкротством GM вызывает проблема распределения и компенсации убытков кредиторов и прочих контрагентов. В соответствии с согласованным планом проведения банкротства GM бремя потерь должно быть распределено

<sup>1</sup> Автомобили, выпускаемые под марками GMC и Hummer, а также прочие крупные внедорожники, не считаются легковыми.

**Таблица 6. Баланс GM: основные статьи, млрд. долл.**

	2008-I	2008-IV	2009-I
<b>Активы</b>	<b>145,7</b>	<b>91,0</b>	<b>82,3</b>
<i>Текущие, в том числе:</i>	<i>62,7</i>	<i>43,6</i>	<i>36,8</i>
Наличные и эквиваленты	21,6	14,1	11,4
Запасы	17,3	13,2	11,6
<i>Прочие, в том числе:</i>	<i>83,0</i>	<i>47,4</i>	<i>45,5</i>
Имущество	43,3	39,7	37,6
Авансированные пенсии	20,6	0,1	0,1
<b>Обязательства</b>	<b>185,1</b>	<b>176,1</b>	<b>172,8</b>
<i>Текущие, в том числе:</i>	<i>73,2</i>	<i>75,6</i>	<i>80,8</i>
Счета к оплате	29,8	22,3	18,3
Краткосрочный и текущ. долгосрочный долг	8,5	16,9	25,6
Начисленные обязательства	34,8	36,4	37,0
<i>Прочие, в том числе:</i>	<i>111,9</i>	<i>100,5</i>	<i>92,0</i>
Долгосрочный долг	34,8	29,0	28,8
Пенсионные обязательства	11,6	25,2	24,5
Послепенсионные выплаты помимо пенсий	47,0	28,9	22,5
<b>Дефицит (обяз-ва - активы)</b>	<b>39,4</b>	<b>85,1</b>	<b>90,5</b>

Источник: GM, SEC

«Держатели необеспеченных облигаций – самая пострадавшая от банкротства GM категория»

**Таблица 7. Структура собственности и долга New GM после банкротства**

	Долг, млрд. долл.	Привилег. акции, млрд. долл.	Обыкнов. акции, %	Опционы на обыкнов. акции, %
Правительство США	6,7	2,1	60,8	-
Правительство Канады	1,3	0,4	11,7	-
Американские профсоюзы	2,5	6,5	17,5	2,5
Кредиторы (в т.ч. необеспеч.)	-	-	10	15
Прочие	6,7	-	-	-
<b>Всего</b>	<b>17,2</b>	<b>9,0</b>	<b>100,0</b>	<b>17,5</b>

Источник: GM, U.S. Bankruptcy Court, оценки ИЭФ

следующим образом.

**Государство<sup>2</sup>** выступает в качестве кредитора GM в процессе банкротства (Debtor-In-Possession financing), и почти вся сумма предоставленной помощи (ок. 40 млрд. долл.) капитализируется в New GM. Исходя из этого стоимость «новой» компании будет колебаться, по нашим оценкам, в пределах от 70 до 100 млрд. долл. В результате Правительство США становится крупнейшим акционером и приоритетным кредитором реорганизуемой компании. Это порождает значительные институциональные риски.

**Интересы работников** тесно переплетены с интересами профсоюзов. Менее всего реорганизация затронет работников с фиксированным жалованием. Основная экономия на трудовых издержках будет достигнута путем сокращения мест с почасовой оплатой труда. Большая часть работников, потеряющих работу, состоит в профсоюзе UAW (United Auto Workers). Подобные уступки GM со стороны UAW были сделаны в обмен на значительный статус профсоюза в New GM. UAW получает в обязательствах «новой» компании 9 млрд. долл. в виде долга и привилегированных акций, а также 17,5% обыкновенных акций новой компании. Однако особенностью достигнутого соглашения является то, что доля UAW в New GM не является голосующей. Совокупные потери UAW от банкротства GM по нашим расчетам близки к 40%. Однако здесь многое будет зависеть от решения по будущим пенсионным и медицинским программам, которое еще не принято.

**Держатели необеспеченных облигаций** – самая пострадавшая от банкротства GM категория. Объем их требований к GM на дату банкротства оценивался приблизительно в 27 млрд. долл. (от 27% до 38% стоимости новой компании). В заявлении о банкротстве, однако, указано, что долг перед необеспеченными кредиторами капитализируется в 10% обыкновенных акций «новой» компании. По нашим оценкам необеспеченные кредиторы возвращают в результате подобной реструктуризации компании от 15% до 27% своих первоначальных инвестиций (без учета пакета опционов). Подобное распределение убытков нарушает юридический порядок требований к должнику и является резким негативным сигналом, ведущим к удорожанию заемных средств для других американских компаний.

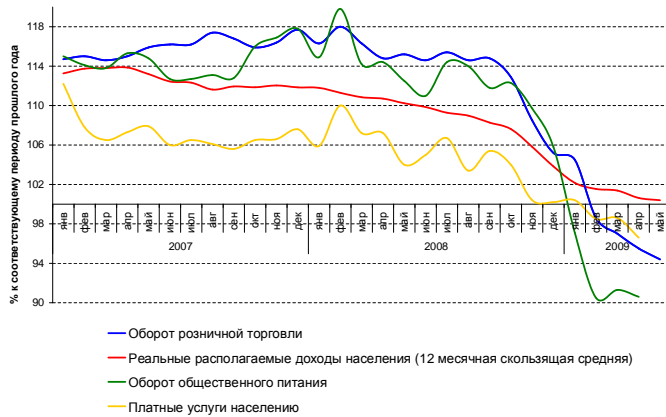
<sup>2</sup> В лице американского Правительства (Казначейства) и Правительства Канады и Провинции Онтарио



## 5. Потребительское поведение населения в условиях кризиса

Новости

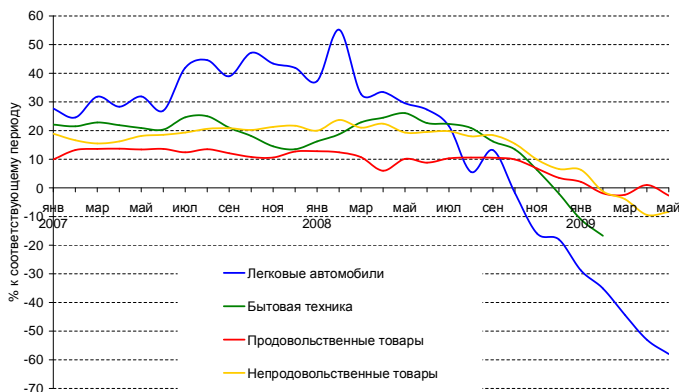
График 12. Динамика доходов населения и компонентов потребления, январь 2007 – май 2009



Источник: ФСГС, расчеты ИЭФ

«По мере развития кризиса формируется новая модель расходования семейных средств – условно «защитная». Ее суть состоит в сокращении расходов на товары длительного пользования, дискретных покупок товаров и услуг (культура, развлечения)»

График 13. Динамика оборота розничной торговли по категориям товаров, январь 2007 – май 2009



Источник: ФСГС, расчеты ИЭФ

- Реальные располагаемые денежные доходы населения за январь-май 2009 года сократились на 0,6% по сравнению с соответствующим периодом прошлого года, оборот розничной торговли сократился за тот же период на 2,2%

- По данным исследования Win Crisis Index, проводившегося в 25 странах компанией Worldwide Independent Network, в России шло сокращение во всех сегментах потребления – от мобильной связи до продуктов питания.

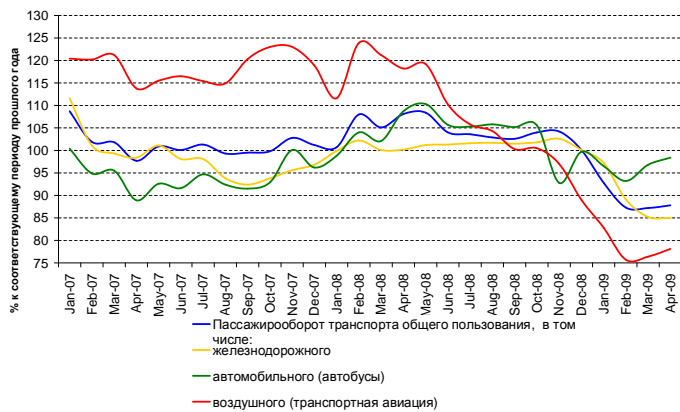
Анализ

Экономический кризис всегда оказывает серьезное воздействие на личное потребление семей. Первоначальный удар снижения спроса наблюдается в тех нескольких отраслях экономики, в которых происходит втягивание данной страны в спад. Для сферы личного потребления это выражается в сокращении покупок товаров длительного пользования как увольняемыми трудящимися, так и теми социальными слоями, которые видят угрозу стабильности своих доходов. По мере развития кризиса формируется новая модель расходования семейных средств – условно «защитная». Ее суть состоит в сокращении расходов на товары длительного пользования, дискреционных покупок товаров и услуг (культура, развлечения). Семьи сокращают «лишние» расходы на ряд товаров текущего потребления, включая даже продовольственные (ухудшение структуры диеты), ряд расходов на платные услуги.

Текущий кризис в России уже привел к изменению модели благосостояния населения, что в свою очередь сказывается на модели потребления. Уже значительно изменилось текущее материальное положение россиян – снизились доходы, сильно выросло число безработных, произошло урезание заработных плат работников (особенно бонусов и премий), начинают сокращаться сбережения населения. Изменение доходов населения неизменно влечет за собой изменение уровня потребления, особенно в региональном плане.

Сокращение доходов в той или иной мере затронуло все слои населения, как обеспеченных домашних хозяйств, так и наименее защищенные слои населения. За первый квартал уменьшилась доля высокодоходных групп (пятый квинтиль) с 47% в 1 квартале 2008 г. до 46,7% в 1 квартале 2009 г.) увеличилась доля низкодоходных групп (первый и второй квинтиль или вместе –

График 14. Динамика пассажирооборота транспорта по видам, январь 2007 – май 2009



Источник: ФСГС, расчеты ИЭФ

«В мае 2009 г. продажи новых пассажирских автомобилей и легкого коммерческого транспорта в России снизились на 58%, или на 161,5 тыс. штук по сравнению с тем же периодом в 2008 году»

беднейшие 40% населения) – с 15,3 до 15,5%. Снижение уровня доходов влечет за собой сокращение населения потребления продовольственных и непродовольственных товаров и переход на более дешевые виды товаров (отчасти из-за роста цен на импорт, вызвавшего падение импорта). Достаточно неожиданно для населения и правительства рост розничной торговли на 16-18% сменился быстрым сокращением приростов до -5% к апрелю 2009 г. Как и следовало ожидать, покупки непродовольственных товаров сокращаются намного быстрее – уже -10% в целом по стране к апрелю 2009 г.

Среди непродовольственных товаров в первую очередь следует отметить продолжающееся падение покупок легковых автомобилей – начиная с октября-ноября 2008 г. В мае 2009 г. продажи новых пассажирских автомобилей и легкого коммерческого транспорта в России снизились на 58%, или на 161,5 тыс. штук по сравнению с тем же периодом в 2008 году, по данным Комитета Автопроизводителей Ассоциации Европейского Бизнеса в РФ. Снижение продаж за пять месяцев 2009 года составило 47%, или 574,6 тыс. штук, по сравнению с тем же периодом 2008 г. Сокращаются также покупки бытовой техники. Удельный вес расходов на оплату услуг в потребительских расходах населения в апреле 2009г. составил 23,1% против 22,3% в апреле 2008 г.

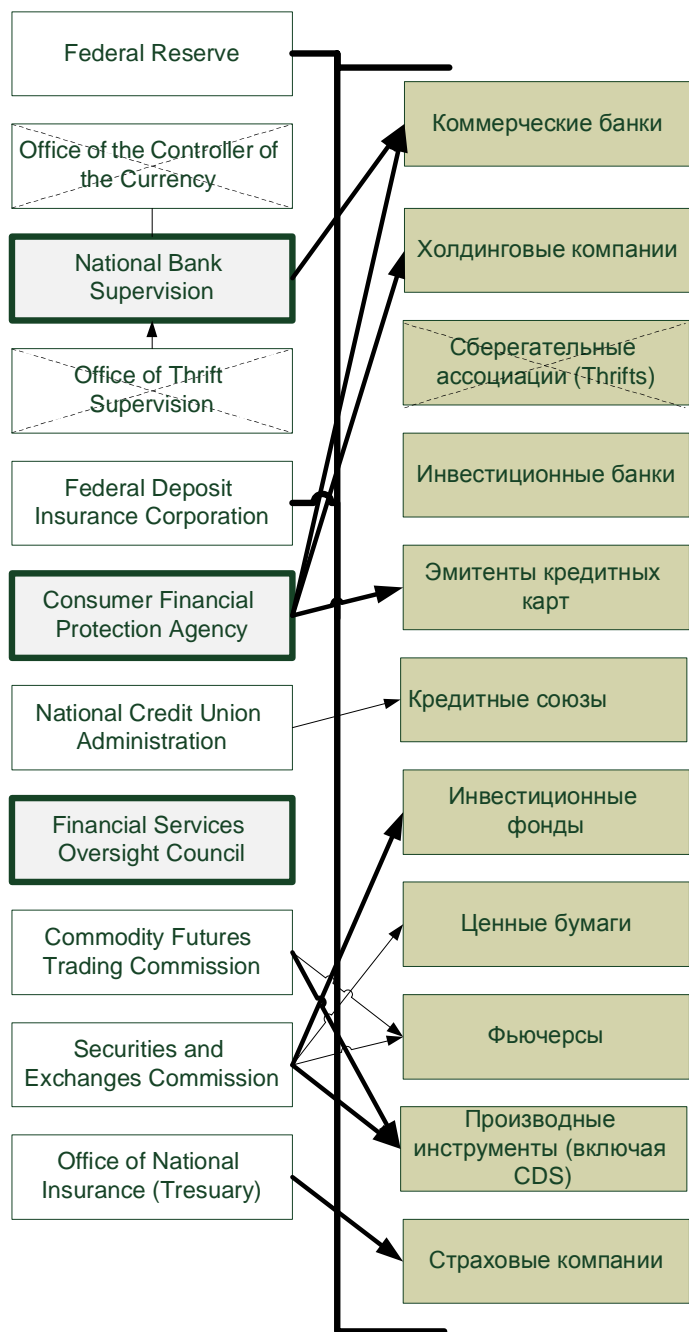
Снижение доходов населения сказалось также на выборе населением мест покупок. В мае 2009 г. оборот розничной торговли на 86,7% формировался торгующими организациями и индивидуальными предпринимателями, осуществляющими деятельность в стационарной торговой сети (вне рынка), доля розничных рынков и ярмарок составила 13,3% (в мае 2008 г. - соответственно 87,3% и 12,7%). Люди стали больше покупать там, где дешевле – на продовольственных и вещевых рынках. При этом снизился удельный вес импортных товаров в розничной торговле: в I квартале 2009 г. – 44% (в I квартале 2008 г. – 46%).

Дальнейшая трансформация модели будет зависеть, в первую очередь, от общеэкономического контекста: реализации сценариев экономического развития, темпов и механизмов роста, направления структурных сдвигов в экономике, способов преодоления ограничений со стороны спроса и ресурсов.

## 6. Реформы системы регулирования финансового сектора: есть ли надежда?

### Новости

Схема 1. Предполагаемые изменения в регулировании финансовой системы США



Примечание: жирным выделены новые органы и/или новые полномочия

- 17 июня Президент США Б. Обама представил масштабный план изменения регулирования финансовой системы США.

- 19 июня страны ЕС достигли договоренности о единых принципах пруденциального регулирования на основе доклада Жака де Ларозье.

- 15 июня ФСФР России сняла ограничения на осуществление «коротких продаж», введенные полгода назад. Также возобновилась возможность осуществления маржинальных необеспеченных сделок.

### Анализ

Необходимость изменения системы финансового регулирования, о которой так много говорилось в последнее время и которая закреплена в решениях G20, наконец-то приобретает зримые очертания. По иронии лидерами новых тенденций стали американцы, чья финансовая система критиковалась наиболее сильно. 17 июня президент США Б. Обама презентовал масштабный план изменений в регулировании. Основными направлениями нового плана являются:

- Наделение ФРС полномочиями регулятора «системного риска». Создание «Совета Регуляторов», который будет заниматься идентификацией системных рисков, но обладать лишь рекомендательными полномочиями.
- Создание единого режима для всех производных финансовых инструментов, включая наделение ФРС функциями контроля над осуществлением платежей и клирингом.
- Создание нового Агентства по финансовой защите потребителей, которое будет регулировать финансовый сектор на розничном уровне и иметь возможность установления правил выдачи розничных кредитов.
- Создание нового механизма, дающего возможность «отчуждения» не-банковских финансовых институтов, включая банковские холдинги, инвестиционные банки, страховые компании, стабильность которых может стать угрозой финансовой системе, а также наделение ФРС полномочиями по предоставлению экстренного финансирования

таким институтам.

- Принятие роли лидера в улучшении регулирования и международной кооперации

Очевидны приоритеты плана изменения регулирования в варианте Б.Обамы: существенное усиление роли и ответственности ФРС в обмен на дополнительные требования (по пруденциальным показателям и раскрытию информации) к крупным финансовым институтам; реформирование рынка ценных бумаг в пользу стандартизированных биржевых инструментов, ограничения на деятельность финансовых компаний.

Также видна определенная политическая «умеренность» предложенного пакета. Радикальные предложения, которые озвучивались ранее, включая создание единого регулятора на основе ФРС, не включены в пакет. Это должно обеспечить более или менее ровное прохождение законопроектов, связанных с планом, через Конгресс. ФРС сама также не горела желанием стать «ответственным за все». Определенная конкуренция и пересечение ответственности может идти даже на пользу. Как показал опыт Великобритании (или более близкого нам Казахстана), режим «единого регулятора» не спасает от финансовых кризисов.

План и так содержит достаточно большое количество политически непростых решений, которые встретят противодействие. К примеру, предполагается полная отмена института сберегательных ассоциаций (thrifts), которые должны перерегистрироваться в коммерческие банки. Регулятора сберегательных ассоциаций предполагается ликвидировать. В целом, новый план является компромиссным предложением администрации Б. Обамы ввести нерадикальные изменения в регулировании. Однако в случае если удастся избежать изнурительной борьбы с банковским лобби и законодателями, и утвердить основные компоненты плана уже в 2009 году, это будет прогрессом.

В целом, США выступили первыми из развитых стран с комплексом мер по изменению регулирования финансовой системы. Инициативы ЕС носят пока половинчатый характер. К примеру, хотя предполагается создание нового Европейского совета по системным рискам, его решения будут носить рекомендательный характер. Ключевые вопросы для ЕС, связанные с регулированием банков, работающих в нескольких странах, также пока не разрешены.

#### Ключевые инициативы финансового плана

- Создание нового органа (Financial Services Oversight Council) по идентификации организаций, которые могут представлять системный риск
- SEC и FTFC смогут регулировать производные финансовые инструменты, включая CDS
- Хедж-фонды и фонды private equity будут обязаны регистрироваться в SEC и предоставлять отчеты о своих операциях
- ФРС будет контролировать деятельность любых организаций, чья деятельность может представлять системный риск для финансового сектора
- Новое Consumer Financial Protection Agency будет устанавливать общие правила розничного кредитования
- Крупные банки будут дополнительно регулироваться ФРС и иметь более жесткие требования по выполнению нормативов
- Эмитенты структурированных продуктов будут обязаны сохранять владение этими продуктами (не менее 5%)



**Институт энергетики и финансов**

101000, Москва  
Архангельский переулоч, д. 6, стр. 1  
[www.fief.ru](http://www.fief.ru)  
+7 495 787 74 51

**Президент**  
Леонид Григорьев

**Заместитель руководителя экономического  
департамента**  
Марсель Салихов  
[m\\_salihov@fief.ru](mailto:m_salihov@fief.ru)

**Руководитель группы реального сектора**  
Сергей Кондратьев  
[s\\_kondratiev@fief.ru](mailto:s_kondratiev@fief.ru)

**Старший эксперт**  
Сергей Агибалов  
[s\\_agibalov@fief.ru](mailto:s_agibalov@fief.ru)

**Младший эксперт**  
Алексей Иващенко  
[a\\_ivashchenko@fief.ru](mailto:a_ivashchenko@fief.ru)

**Младший эксперт**  
Александр Курдин  
[a\\_kurdin@fief.ru](mailto:a_kurdin@fief.ru)

**Эксперт**  
Алла Салмина  
[a\\_salmina@fief.ru](mailto:a_salmina@fief.ru)

**Institute for Energy and Finance**

Arkhangelsky pereulok., 6  
Moscow, 101000, Russia  
[www.fief.ru](http://www.fief.ru)  
+7 495 787 74 51

**President**  
Leonid Grigoriev

**Deputy head of economic department**  
Marcel Salikhov  
[m\\_salihov@fief.ru](mailto:m_salihov@fief.ru)

**Head of real sector analysis group**  
Sergei Kondratiev  
[s\\_kondratiev@fief.ru](mailto:s_kondratiev@fief.ru)

**Senior Expert**  
Sergei Agibalov  
[s\\_agibalov@fief.ru](mailto:s_agibalov@fief.ru)

**Junior Expert**  
Alexei Ivashchenko  
[a\\_ivashchenko@fief.ru](mailto:a_ivashchenko@fief.ru)

**Junior Expert**  
Alexander Kurdin  
[a\\_kurdin@fief.ru](mailto:a_kurdin@fief.ru)

**Expert**  
Алла Салмина  
[a\\_salmina@fief.ru](mailto:a_salmina@fief.ru)