

# Экономический обзор – декабрь 2015

## Содержание

- Текущие экономические события
- Мировая экономика в свете разнонаправленных тенденций в монетарной политике
- Обзор рынка капитала
- Сектор жилищного строительства в Израиле – отраслевой обзор
- Структура делового сектора Израиля- анализ по параметру размеров
- Торговля одеждой и обувью

## Текущие экономические события

**До второго квартала будущего года существенного изменения учетной ставки не ожидается**

В конце ноября монетарная комиссия Банка Израиля решила не менять учетную ставку на декабрь, оставив ее равной 0.1%. По видимому, в израильском центробанке полагают, что макроэкономические показатели, опубликованные после предыдущего, месячной давности решения монетарной комиссии не требуют изменения ставки.

Среди факторов, которые повлияли на решение монетарной комиссии, Банк Израиля указывает на краткосрочную инфляцию – некоторые показатели свидетельствуют даже об отрицательном уровне инфляции, что объясняется, главным образом, воздействием одноразовых факторов, таких, как уменьшение ставки НДС и снижение тарифов на воду и на электроэнергию ввиду удешевления энергоносителей. Без учета этих факторов индекс потребительских цен растет с темпами, соответствующими нижней границе заданного инфляционного интервала (1%-3%). С учетом этого обстоятельства и принимая в расчет рыночные среднесрочные и долгосрочные инфляционные ожидания, соответствующие середине инфляционного интервала, можно предположить, что Банк Израиля прогнозирует возвращение фактической инфляции в пределы области стабильных цен и без изменения монетарной политики. При этом, впрочем, в сообщении отмечается, что риск «не попасть» в означенный интервал все еще довольно высок.

Что касается положения в реальном секторе экономики, то в сообщении центробанка отмечается, что в третьем квартале темпы экономического роста вернулись к усредненному показателю за последние два года, хотя компенсации за практически нулевые темпы роста во втором квартале не наблюдалось. Указывается также на некоторый рост показателей экспорта – после периода слабости, демонстрировавшегося экспортным сектором в течение длительного периода. Не исключено, правда, что речь идет лишь о временном улучшении. В этой связи центробанк указывает на несколько факторов, осложняющих возврат к устойчивой положительной тенденции. Среди них – признаки слабости экспортных поставок в начале четвертого квартала, снижение ОЭСР

прогнозируемых темпов роста мировой экономики ввиду слабости в сфере международной торговли и продолжающееся усиление шекеля.

В заключение. Несмотря на высокий, как полагает Банк Израиля, риск не достичь инфляционного ориентира, монетарная комиссия центробанка решила не менять ставку. Более того, в сообщении комиссии отмечается, что монетарная ставка по-видимому останется мягкой в течение длительно времени. Мы, со своей стороны, полагаем, что ввиду по-прежнему отрицательной инфляции в реальном исчислении изменение тенденции и возобновление роста учетной ставки произойдет с некоторой задержкой и только после начала повышения ставки в США.

Можно предположить, что рост учетной ставки Банка Израиля начнется не раньше второго квартала 2016 года и только если к этому времени созреют необходимые предпосылки.

### **В третьем квартале темпы экономического роста ускорились**

По предварительной оценке ЦСБ, в третьем квартале текущего года ВВП увеличился на 2.5% в годовом исчислении (с учетом сезонности). Соответствующий показатель для делового сектора, не учитывающий вклад в ВВП государственных расходов, а также нескольких других мелких составляющих, повысился на 2.7%.

Речь идет о повышенных темпах роста по сравнению с двумя предыдущими кварталами (когда ВВП увеличился, соответственно, на 0.2% и 2%), но все же меньших по сравнению с усредненным показателем за несколько последних лет. Представленные данные свидетельствуют о постепенном снижении темпов экономического роста. Следует только иметь в виду, что это - предварительная оценка, которая, как это не раз было в прошлом, в дальнейшем может существенно поменяться.

При этом показатель внутрихозяйственной деятельности («шимушим мкомиим»), не учитывающий экспорта и потому являющийся надежным индикатором внутреннего спроса, повысился на 2% по сравнению с предыдущим кварталом (в годовом исчислении). Но и этот показатель уступает усредненному значению за несколько последних лет. Таким образом, говорить об активизации экономической деятельности в Израиле пока еще рано.

### **Состав ВВП в третьем квартале сбалансирован лучше, чем в течение нескольких предыдущих кварталов**

В последние годы частное потребление (на которое приходится около 60% ВВП) заняло место экспорта (треть ВВП) в качестве главного двигателя экономического роста. Перемена ролей произошла в связи со снижением конкурентоспособности израильских товаров на мировых рынках, что, среди прочего, объясняется повышением обменного курса шекеля относительно корзины валют. Еще одна причина – экономическая слабость в ряде стран, являющихся основными торговыми партнерами Израиля.

Повышение значения частного потребления в составе ВВП связано с последовательным снижением безработицы до исторически низкого уровня, увеличением доли экономически активного населения, низкими процентными ставками и удешевлением многих потребительских товаров и услуг. Свою роль сыграли также рост зарплат в реальном исчислении (ввиду нулевой инфляции) и повышение стоимости принадлежащих населению активов, вызвавшее к жизни так называемый «эффект богатства».

А вот объемы капиталовложений в основные фонды почти не изменились, в этой сфере многое зависит от масштабных проектов, таких, например, как крупные инвестиции «Интел», которые этот концерн делает каждые несколько лет.

В результате, на протяжении нескольких последних кварталов наибольший вклад в увеличение ВВП вносило именно частное потребление, а в двух других основных

составляющих – экспорте и капиталовложениях – отмечалась слабость (исключение – капиталовложения в жилищное строительство).

С начала 2011-го и по третий квартал 2015 года объемы частного потребления увеличились почти на 16%, в то время, как показатель хозяйственных капиталовложений вырос только на 8%, а экспортные поставки и вообще остались на прежнем уровне. Это тревожная тенденция, поскольку экспортные поставки и капиталовложения играют важную роль в экономике страны, и их влияние далеко не ограничивается вкладом в ВВП. Происходящее в этих сферах сказывается на занятости, на производительности труда, влияет на конкурентоспособность, объемы производства, а также на показатели внутренних и внешних долгов.

Однако данные за третий квартал текущего года свидетельствуют об умеренном росте всех составляющих, особенно заметном в частном потреблении и экспорте. Хотя показатели выросли и незначительно, данные указывает на положительную динамику и на более сбалансированное (по сравнению с предыдущими кварталами) изменение основных составляющих экономического подъема. Объемы частного потребления, к примеру, увеличились на 2.4% по сравнению с предыдущим кварталом, в первую очередь – за счет быстрого роста текущего потребления (на которое приходится около 85% всего объема потребительской активности). При этом возобновился рост экспорта и капиталовложений (не только в жилищное строительство, но и в другие сектора), и это после двух кварталов, в течение которых показатели экспорта и капиталовложений резко снизились.

### **Инфляция осталась на низком уровне. Как ожидается, переход к положительным значениям произойдет только в начале 2016 года**

Октябрьский индекс потребительских цен повысился на 0.1%, но с начала года (январь-октябрь) индекс снизился на 0.5%, а за последние 12 месяцев – на 0.7% (с октября 2014-го по октябрь 2015 года). Без учета расходов на жилье (рассчитываемых, главным образом, согласно ценам, указанным в возобновляемых контрактах на аренду квартир), индекс снизился значительно сильнее – на 1.6%.

В целом, как нам представляется, уровень инфляции – мы имеем в виду и фактическую инфляцию, и динамику индекса цен в последние месяцы, и инфляционные прогнозы на ближайший год – остался очень низким.

Сильнее всего в октябре уменьшились расходы по статьям «транспорт и связь» (главным образом – из-за снижения цен на горючее), сократились и расходы на жилье – цены по возобновляемым арендным договорам. В результате годовые темпы роста арендных цен уменьшились с 2.6% до 1.9%.

С другой стороны, несмотря на снижение НДС до 17%, выросли цены на продукты питания.

Подводя итоги, можно предположить, что годовые темпы роста инфляции (ныне отрицательные) хотя и очень медленно, но все же постепенно вернутся к положительным значениям. Скорее всего, это произойдет в начале 2016 года. Рост расходов на жилье поспособствует повышению индексов цен. С другой стороны, ожидаемое удешевление бензина и обязательных страховых полисов наряду с возможным снижением цен на общественный транспорт сдержат рост инфляции.

Мы полагаем, что в ближайшем году инфляция по-прежнему будет очень умеренной (ниже середины области стабильных цен), но, все же, положительной.

## **Мировая экономика в свете разнонаправленных тенденций в монетарной политике**

Итак, как и ожидалось, центробанк США (ФРС) повысил процентную ставку. Это повышение, по-видимому, только первое в серии последовательных повышений ставки. Данный процесс начался спустя шесть лет после того, как в декабре ставка была снижена до нулевого уровня и с тех пор не менялась. В отличие от ФРС, большинство центробанков других стран продолжают смягчать свою монетарную политику, включая снижение процентных ставок и различные монетарные программы, такие как количественные послабления (Quantitative Easing), с целью поощрить экономическую деятельность и повысить инфляцию.

Среди аналитиков существуют разногласия в отношении скорости ужесточения монетарной политики в США и в других странах, которые рано или поздно присоединятся к новой тенденции, в том числе в Великобритании. Разные точки зрения высказываются и относительно дальнейшего смягчения монетарной политики других центробанков, и, в первую очередь, политики Европейского центрального банка на протяжении 2016 года. Скорость расхождения монетарной политики в странах, готовящихся к ужесточению политики, и странах, намеревающихся придерживаться прежнего курса, значительно повлияет на денежные рынки, на доходность государственных и корпоративных облигаций, на курсы валют и другие финансовые показатели. Этот процесс скажется, и прямо и косвенно, на экономике всего мира.

Ниже приведены тенденции последнего времени и наши оценки относительно макроэкономической ситуации в настоящем и в обозримом будущем.

### **Индикаторы указывают на умеренный подъем мировой экономики. В последнее время финансовые структуры откорректировали прогнозы экономического роста в сторону понижения**

В мировой экономике продолжается умеренный подъем. В третьем квартале темпы экономического роста в большинстве крупных стран снизились, и это заставило ряд аналитиков откорректировать свои итоговые экономические прогнозы на 2015 год в сторону понижения. Тенденция к снижению прогнозов просматривается с начала года. Среди основных факторов, сдерживающих рост мировой экономики – долгосрочное снижение темпов экономического роста в Китае, негативно влияющее на международную торговлю вообще и на экономическую ситуацию в странах, являющихся торговыми партнерами КНР в частности, а также – экономическое замедление или застой в странах – экспортерах товарных ресурсов ввиду снижения мировых цен на сырье. Это замедление наблюдается в целом ряде стран, среди которых Канада, Австралия, Бразилия и Россия. К тому же, ситуацию осложняют геополитические риски, обусловленные глобальными волнами террора, войной на Ближнем Востоке и в других регионах, массовая эмиграция в западные страны, создающая демографические, социальные и политические проблемы, и неопределенность, ведущая к ужесточению условий получения банковских кредитов в ряде стран, препятствующая хозяйственным инвестициям и тем самым сдерживающая экономический рост.

С другой стороны следует обратить внимание на США, где экономика продолжает развиваться с удовлетворительными темпами, поскольку в большей степени нацелена на внутренний спрос. В США отмечаются положительные тенденции на рынке труда и улучшение финансово-экономической ситуации домохозяйств. В странах Еврзоны и в Великобритании тоже наблюдается экономическое оживление, хотя темпы роста в разных странах разнятся. В Японии, несмотря на слабость во втором и третьем кварталах, ожидается возобновление экономического подъема под воздействием мер фискальной и монетарной политики властей.

По нашей оценке, в 2015 году темпы роста мировой экономики составят около 3% по сравнению с 3.4% в 2014-м. Наибольшую прибавку при этом обеспечит частное потребление.

### **По итогам 2015 года ожидается ускорение экономического подъема, но, одновременно, и повышение рисков**

После того, как в третьем квартале в большинстве развитых и в ряде развивающихся стран наблюдалось замедление темпов экономического роста, в четвертом квартале, похоже, экономическая активность усилилась. Согласно индексу менеджеров по закупкам (Global PMI Manufacturing & Services index), в октябре и ноябре производственные показатели повысились как в промышленности, так и в сфере обслуживания. Следует подчеркнуть, что в секторе услуг темпы роста по-прежнему выше, чем в промышленности, что еще раз демонстрирует важную роль домохозяйств в обеспечении экономического подъема. Среди причин – низкие процентные ставки, улучшение ситуации на рынке труда, рост зарплат в реальном исчислении и повышение цен на финансовые и реальные активы.

Ускорение темпов роста мировой экономики в этот период объясняется экономическим оживлением в развитых странах, в первую очередь в США, а также в Еврозоне и Великобритании. С другой стороны, в некоторых крупных развивающихся странах, в их числе Россия, Бразилия и Китай, зафиксировано экономическое замедление. Наш прогноз на активизацию мировой экономики в 2016 году основывается на повышении спроса в развитых странах. По прогнозу МВФ, темпы роста мировой экономики в будущем году составят 3.6%. Вместе с тем, мы полагаем, что многочисленные риски могут привести к тому, что фактический показатель окажется заметно ниже. Среди этих рисков – дальнейшее экономическое замедление в странах юго-восточной Азии и, в частности, в Китае, дальнейшее удешевление товарных ресурсов и негативное влияние, которое такое снижение цен окажет на экономику стран – экспортеров сырья, а также – геополитические риски в различных регионах мира, особенно – на Ближнем Востоке. Обострение напряженности способно осложнить экономическую ситуацию и снизить оптимизм как в деловом секторе, так и среди потребителей.

### **В 2016 году, как ожидается, инфляция будет расти, но медленно и постепенно**

Уровень инфляции по-прежнему остается низким как в развитых странах, так и в некоторых развивающихся странах. В развитых странах уровень инфляции сегодня – нулевой, а в некоторых – даже отрицательный. Длительное и значительное снижение потребительских цен зафиксировано также в развивающихся странах. Цены на товарные ресурсы в последние месяцы тоже продолжали снижаться под влиянием избыточного предложения на некоторые виды сырья и из-за опасения перед снижением спроса из Китая. Следует, однако, напомнить, что существуют и страны, страдающие от повышенной инфляции, вызванной девальвацией местных валют, внутренними потрясениями и другими причинами.

В краткосрочной перспективе, как нам представляется, в развитых странах в ближайшие месяцы рост инфляции возобновится. Среди причин – постепенное сглаживание эффекта от снижения цен на сырье (главным образом, по техническим причинам), а также ввиду устойчивого потребительского спроса, подпитываемого увеличением свободных доходов населения и улучшением ситуации на рынке труда. Мы полагаем, что в США инфляция будет расти быстрее, чем в странах Еврозоны.

В долгосрочной перспективе, на наш взгляд, цены на сырье хотя и будут расти, но незначительно. Эта оценка может измениться в результате неожиданных потрясений, которые приведут к сокращению предложения из-за неблагоприятных погодных условий,

по геополитическим причинам или в результате искусственного регулирования предложения правительствами или международными картелями.

## Обзор рынка капитала

### Рынок облигаций

**Усиленные ожидания повышения процентной ставки в США в сочетании с опасениями перед замедлением роста мировой экономики привели к дальнейшему уменьшению угла наклона кривой доходности государственных облигаций.**

В последнее время мы стали свидетелями повышения доходности к погашению израильских краткосрочных облигаций, которое сменило длительную тенденцию к сокращению доходности. По-видимому, на рост доходности повлиял аналогичный процесс в гособлигациях США, где повышение доходности краткосрочных облигаций объяснялось оценками, согласно которым ставка ФРС начнет расти – впервые после того, как опустилась до минимального уровня 0%-0.25% в декабре 2008 года. В дальнейшем рост ставки ФРС, вероятно, повлияет и на монетарную политику Банка Израиля. С другой стороны, в последнее время наблюдалось последовательное снижение доходности к погашению долгосрочных облигаций, а уровень волатильности в этом секторе значительно повысился. Этой тенденции поспособствовали сразу несколько факторов, и среди них – изменение оценок в отношении необходимых правительству в ближайшие годы объемов мобилизации капитала. Кроме того, на динамике облигаций сказалось замедление темпов экономического подъема в Израиле (и в настоящее время это замедление не выглядит преходящим явлением), а также оценки, согласно которым учетная ставка будет расти очень медленно и постепенно. Вследствие повышения доходности краткосрочных облигаций и одновременного снижения доходности долгосрочных облигаций угол наклона кривой доходности гособлигаций (рассчитываемый как разница в доходностях краткосрочных и долгосрочных облигаций) в последнее время значительно уменьшился.

**В краткосрочной и среднесрочной перспективе на рынок гособлигаций будут воздействовать несколько разнонаправленных факторов.**

В дополнение к сказанному выше отметим, что в настоящее время существуют факторы, способствующие удержанию доходности облигаций на низком уровне (в исторической перспективе), но есть и факторы, содействующие повышению доходности облигаций. Среди основных факторов, способствующих низкой доходности облигаций – усиление инвесторских опасений перед замедлением экономики в Китае и в других крупных развивающихся странах. Такое замедление угрожает негативно отразиться на объемах международной торговли и причинить ущерб израильскому экспортному сектору, а значит, и экономике страны в целом. Удержанию доходности облигаций на низком уровне может поспособствовать и удешевление товарных ресурсов ввиду снижения мирового спроса или образования излишков. Это может привести к тому, что и инфляция – как в Израиле, так и США - еще в течение длительного времени будет оставаться на низком уровне. Соответственно, прогнозы большинства аналитиков говорят о том, что монетарная политика центробанков многих стран еще долго будет очень мягкой, а процентные ставки – очень низкими. Еще один фактор – незначительные, по оценкам, объемы мобилизации капитала, которые правительству понадобятся в течение нескольких ближайших лет. Эти оценки исходят из того, что доходы государства от продажи земельных участков и от налогов, связанных с недвижимостью, покроют большую часть потребностей.

С другой стороны, неожиданные изменения в монетарной политике, проводимой ФРС, и даже намеки американского центробанка на возможность ускоренного роста ставки могут повлиять уровень доходности местных гособлигаций. Между тем, как мы и предполагали, 16 декабря ФРС объявила о повышении процентной ставки.

В Израиле существуют и собственные, внутренние факторы, способные повлиять на рынок облигаций. Среди них следует, опять-таки, отметить возможное в будущем году увеличение масштабов мобилизации капитала правительством в случае слишком большого бюджетного дефицита. На уровне доходности может также сказаться динамика обменного курса шекеля относительно доллара и евро, а также техническая коррекция цен на товарные ресурсы вообще и на нефть в частности. Такое развитие событий реально в случае осложнений с поставками энергоносителей, и результатом станет повышение инфляции.

### **В краткосрочной перспективе на рынке корпоративных облигаций отразятся тенденции в секторе гособлигаций и оценки в отношении развития экономики страны.**

С начала года совокупный индекс израильских корпоративных облигаций повысился на 2.5% (все данные здесь и далее верны на 2 декабря, если не указано иное). Большая часть роста пришлась на первый квартал, и с тех пор торги в корпоративных облигациях отличаются высокими колебаниями. Эти колебания вызваны воздействием нескольких факторов, среди которых ход торгов в секторе гособлигаций, слабость в некоторых промышленных отраслях на фоне неудовлетворительных показателей товарного экспорта и меняющиеся предпочтения инвесторов в отношении рисков, сопутствующих таким инвестициям. Стоит отметить, что в последние месяцы наблюдалось увеличение разрывов в доходностях государственных и корпоративных облигаций (данный разрыв отражает премию, требуемую инвесторами за риск банкротства компании, выпустившей облигации). Это, по-видимому, объясняется замедлением в деловом секторе и прогнозами на продолжение замедления, по крайней мере, в краткосрочной перспективе. Такие прогнозы в последнее время выдвигают представители делового сектора, участвующие в опросах предпринимателей. В настоящее время разрыв в доходностях государственных и корпоративных облигаций равен примерно 1.8%, и это немногим отличается от усредненного показателя за несколько последних лет.

Оценивая перспективы, можно предположить, что в краткосрочной и среднесрочной перспективе на рынке корпоративных облигаций отразятся тенденции в секторе гособлигаций и оценки в отношении развития экономики страны.

## **Рынок акций**

### **Биржевое оживление в четвертом квартале после резких общемировых понижений в предыдущем квартале.**

С начала года биржевой индекс «ТА 100» повысился примерно на 4%. В последнее время торги на тель-авивской бирже сопровождаются умеренными повышениями и довольно сильными колебаниями. Напомним, что в предыдущем, третьем квартале на местной бирже наблюдались падения, и индекс «ТА 100» потерял почти 10%. Эта волна понижений, охвативших все мировые биржи, объясняется опасениями инвесторов перед экономическим замедлением в Китае, угрожающем негативно отразиться на все мировой экономике. Причиной наблюдаемых в последнее время колебаний стали несопадающие оценки в отношении сроков и скорости повышения ставки в США, изменения цен на сырье вообще и на нефть в частности, а также усиление геополитической напряженности на фоне терактов в Европе и войны на Ближнем Востоке. Еще одним, и тоже негативным фактором явились неудовлетворительные результаты компаний, представленных в «ТА

100». Эти компании демонстрируют слабые показатели как доходов, так и чистой прибыли.

### **Биржевые повышения на биржах Европы и США в четвертом квартале оказались существеннее, чем в Израиле.**

Основная причина – снижение темпов экономического роста в Израиле на фоне экономического оживления в США и европейских странах. Еще одна причина – откровенно плохие отчеты ряда крупных компаний, акции которых представлены в ведущих индексах тель-авивской биржи.

Следует отметить, что ведущие индексы зарубежных бирж близки к своим рекордным за всю историю значениям. Что касается американских бирж, то индекс «S&P 500» сегодня на 34% выше, чем накануне мирового кризиса, начавшегося в 2008 году. В Европе некоторые индексы тоже уже превышают свои предкризисные значения. Поэтому можно утверждать, что в Европе главенствует долгосрочная положительная тенденция. Эту тенденцию подпитывает низкий уровень процентных ставок в развитых странах и экономический подъем, наблюдающийся в крупнейших экономиках мира. Примером тому являются, прежде всего, США, Еврозона и Великобритания. Среди факторов, которые повлияют на биржи в краткосрочной перспективе, являются прогнозы на финансовые результаты компаний, скорость повышения процентной ставки в США и монетарная политика, проводимая в других странах, особенно – в странах, входящих в Еврозону. На биржевой динамике также скажутся политические и геополитические риски в разных странах и регионах.

### **Сектор жилищного строительства в Израиле – отраслевой обзор**

В 2015 году, как, по сути, и годом раньше, для израильского квартирного рынка был характерен высокий уровень неопределенности. Среди основных причин – многочисленные правительственные инициативы, широкое освещение этой темы в прессе и ожидаемые широкими кругами израильтян драматические шаги регулирующих органов по снижению квартирных цен.

Но и сейчас, когда запланированные правительством меры уже обнародованы, уровень неопределенности остается высоким. Дело в том, что трудно оценить шансы на успех данных мер, неизвестно также, какими будут следующие шаги правительства в этой области. Кроме того, пока трудно оценить влияние этих мер на покупателей, продавцов и предпринимателей.

За первые девять месяцев года объемы нового строительства увеличились на 6.6% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года и достигли 45 тысяч жилых единиц в годовом исчислении. Заметим, что такие темпы нового строительства более или менее отвечают «естественным» потребностям Израиля – имеется в виду спрос, вызванный ростом числа домохозяйств, и другими менее существенными составляющими, такими, например, как выход из строя обветшавших зданий и спрос со стороны иностранцев. Тут вновь следует напомнить об изменившейся методике ЦСБ, применяющейся при расчете числа домохозяйств. Поэтому, используя данные в сравнительном анализе, нужно рассматривать их с известной осторожностью. Но даже если не принимать в расчет методологические изменения, можно прийти к выводу о том, что текущие темпы нового строительства не способны ликвидировать дефицит жилья, образовавшийся в течение нескольких последних лет. Это означает, что Израиль будет испытывать недостаток в жилье по крайней мере до конца 2016 года.

При этом данные свидетельствуют об очень высоком спросе на квартиры. Доказательство тому – резкий рост продаж, объемы которых за первые 10 месяцев года увеличились на 59% по сравнению с тем же периодом прошлого года (данные с учетом сезонности). При этом в частном секторе было построено 75% всех квартир, а в общественном,



соответственно, - 25%. Еще одно доказательство повышенного спроса на жилье – низкий показатель среднего времени, необходимого для продажи квартиры, построенной по частной инициативе.

Мы, тем не менее, хотели бы обратить внимание на происходящее в общественном секторе. Во-первых, темпы продаж квартир в общественном секторе за первые 10 месяцев 2015 года подскочили на 93% по сравнению с аналогичным периодом 2014-го (с учетом сезонности). Во-вторых, число месяцев, необходимых для продажи квартиры, построенной в частном секторе, вдвое ниже рекордного уровня за последние несколько лет. Тем не менее, запас квартир, построенных в общественном секторе, все еще значителен по сравнению с показателями нескольких последних лет. Кроме того, этот запас только на 5,000 квартир меньше, чем запас непроданных квартир в частном секторе. В последние годы эта разница составляла примерно 10,000 квартир.

Цены на квартиры, измеренные в сентябре, были, в среднем, на 5.1% выше, чем в декабре прошлого года, и на 6.6% - чем в сентябре 2014-го. Хотя речь пока идет о неполных данных, они соответствуют нашему прогнозу, опубликованному в начале года (подорожание на 2%-9%). Рост цен не является неожиданностью ввиду ситуацией на рынке в течение последних месяцев и особенно, с учетом параметров, связанных со спросом.

Спрогнозировать динамику цен в будущем году очень сложно, потому что «Мехир ла-миштакен» выбрана основной программой, в рамках которой будет выделяться государственная земля под строительство. Ниже приведено несколько обстоятельств, которые чрезвычайно затрудняют прогнозирование цен на ближайший год.

Географический разброс. Тот факт, что программа «Мехир ла-миштакен» предусматривает использование государственных земель, в значительной степени заставляет при ее реализации ограничиваться периферийными районами, и это, понятно, не в состоянии удовлетворить потребности в строительстве жилья в районах повышенного спроса в центре страны.

Отсрочка в принятии решений предпринимателями и/или покупателями. Можно предположить, что часть предпринимателей займут выжидательную позицию, желая вначале оценить влияние программы на рынок, и заморозят, а то и вообще отменят запланированные проекты до снижения уровня неопределенности.

В то же время, и часть потенциальных покупателей, вероятно, предпочтут отсрочить заключение сделок до реализации проектов в рамках программы, особенно, если речь идет о покупках в районах, где уже началось строительство в рамках программы. Эта отсрочка, возможно, объясняется расчетом на «эффект домино» - на то, что цены начнут снижаться и в районах, непосредственно не охваченных программой.

Ограниченность производственных ресурсов. Активизация строительства в рамках программы «Мехир ла-миштакен» происходит за счет строительства в других районах, на которые эта программа не распространяется, в частности – районов повышенного спроса. Дело в том, что производственные ресурсы страны – рабочие, оборудование, финансирование и другие – ограничены в краткосрочный и среднесрочной перспективе.

Регуляторные ограничения. Многочисленные ограничения, накладываемые на претендентов на покупку квартир в рамках программы «Мехир ла-миштакен» способны фактически уменьшить рыночное предложение. К примеру, целевая аудитория этой программы - молодые люди, не располагающие собственными квартирами. К тому же, в течение нескольких лет запрещено продавать квартиры, купленные в рамках этой и других аналогичных программ.

«Новые инвесторы». Структура программы и лежащие в ее основе критерии способны превратить многих покупателей, в первую очередь, молодые пары, в «инвесторов», поскольку они захотят воспользоваться скидками, предусмотренными программой без намерения жить в купленных квартирах, предлагаемых им в районах, на которые распространяется программа. Подчеркнем, что в Израиле нет налога на наследство и на подарки, и это в определенных случаях позволяет передачу активов от поколения к поколению, в частности – квартир, приобретенных со скидками в рамках правительственных программ.

Негативная репутация. Ограничение цен на квартиры в рамках программы повышает их привлекательность для представителей определенных категорий населения, имеющих право на скидки. Существуют опасения, что это приведет к негативной репутации некоторых проектов.

Опасения перед низкими стандартами строительства. Государство или назначенные им представители должны контролировать строительные работы в рамках программы, качество работы и предписанные стандарты. Недоверие к такому контролю и/или низкие стандарты строительства способны отвлечь покупателей от данных проектов.

Макрофинансовые проблемы. Капитальные ограничения в банковской системе, переоценка рисков профилей заемщиков, шаги Банка Израиля по обеспечению финансовой стабильности и повышение процентов на ипотечные ссуды могут сбить спрос на квартиры.

Бюджетные ограничения. Правительственные программы в сфере жилья означают дополнительную нагрузку на государственный бюджет. Высокая бюджетная стоимость этих проектов объясняется – среди прочего – недополучением доходов от земельных участков, продаваемых со скидкой, и доходов от налогов, так как уменьшенная цена на квартиры означает и уменьшение налогов. Кроме того, высока стоимость инфраструктурной компоненты (это, в первую очередь, относится к зданиям, возводимым по соглашениям с местными властями («эскемей гаг»)), а не к проектам в рамках программы «Мехир ла-миштакен»). Хотя увеличение объемов нового строительства, как это произошло в 2015 году, способно отчасти компенсировать дополнительные расходы, мы полагаем, что произойдет одно из трех: или налоги будут повышены, или бюджеты всех министерств и ведомств придется сократить в едином размере, или же часть проектов окажется нереализованной.

В заключение. Мы полагаем, что объемы нового строительства в 2016 году повысятся и достигнут 50 тысяч квартир. Вместе с тем, нам представляется, что правительству будет нелегко выдержать заданные ориентиры ввиду структурных и иных проблем израильского рынка недвижимости (в том числе из-за длительной и забюрократизированной системы выдачи строительных лицензий и низкого уровня сотрудничества со стороны органов местного самоуправления).

В то же время, по нашей оценке, спрос останется на высоком уровне, поскольку по-прежнему существует образовавшийся с течением многих лет дефицит жилья, а увеличение числа домохозяйств как и раньше подпитывает эту тенденцию. Вместе с тем, мы не думаем, что рекордный спрос последних месяцев сохранится на этом уровне, мы полагаем, что в дальнейшем можно ожидать некоторого снижения спроса.

В отношении цен на квартиры (включая проекты, инициированные правительством), мы полагаем, что они в наступающем году изменятся в пределах от -7% до +3%.

Нижняя граница (-7%) рассчитана с учетом реализации программы «Мехир ла-миштакен» и ее последствий для рынка в целом и с учетом изменений со стороны предложения, в частности – с учетом увеличения запасов непроданных квартир, построенных в общественном секторе и других факторов, в том числе ускорения нового строительства. Здесь уместно отметить, что нижняя граница рассчитана в предположении, что ЦСБ будет и далее придерживаться принятой сегодня методики расчета. Если же ЦСБ исключит из расчета квартиры, построенные в рамках программы «Мехир ла-миштакен», нижняя граница приблизится к нулю.

Верхняя граница (+3%) нашего прогноза учитывает ряд факторов, и среди них – «естественный» спрос (смотри выше), трудности правительства с достижением им же намеченных ориентиров ввиду недостатка свободной земли в районах повышенного спроса, бюджетных ограничений, длительных сроков утверждения проектов и бюрократических препон. Кроме того, мы приняли в расчет ограниченность производственных и финансовых ресурсов, которые не позволяют быстро увеличить предложение, а также ограничения на продажу квартир, приобретенных в рамках программы «Мехир ла-миштакен».

Отметим также, что если цены на квартиры и снизятся, это снижение не будет единым по всем регионам. Так, в районах повышенного спроса, главным образом в районах Гуш-Дан и Ха-Шарон эффект правительственных программ будет тем меньше, чем дальше будут расположены центры строительства по правительственным программам от этих районов, а вот на периферии это влияние будет гораздо более значимым.

## Структура делового сектора Израиля- анализ по параметру размеров

В последние годы, когда речь заходит о деловом секторе, основное внимание привлекают к себе мелкие бизнесы. Примеры тому – маркетинговые кампании банков, мероприятия министерства экономики и Ассоциации промышленников, а также обзоры, публикуемые международными экономическими структурами, в том числе ОЭСР. Главный тезис таков: мелкие бизнесы располагают высоким потенциалом роста, и следует уменьшить стоящие перед ними излишние трудности, которых нет у крупных и средних бизнесов. Цель данного обзора – проверить этот тезис, проанализировать утверждение, согласно которому мелкие бизнесы являются двигателем экономического подъема страны, и выяснить предоставляют ли размеры бизнеса преимущества с точки зрения производительности труда, стоимости финансирования и других параметров.

Обзор основывается на последних имеющихся в нашем распоряжении официальных данных, в большинстве своем верных на 2011-2013 годы. Поскольку, по нашей оценке, структура израильского хозяйства, за последние годы изменилась незначительно, тот факт, что речь не идет о показателях последних двух лет, не является проблемой. До того, как продолжить, отметим, что в данном обзоре малым считается бизнес, в котором занято менее 20 человек, средним – тот, где работают от 20 до 100 человек, а крупным – более 100 человек (это градация отличается от принятой за рубежом: там под крупным бизнесом, как правило, подразумевается предприятие, насчитывающее более 250 работников).

### **Занятость в зависимости от размера бизнеса**

Согласно отчету министерства экономики о малых и средних бизнесах, большинство рабочих мест в Израиле создаются за счет открытия новых бизнесов. При этом в 2013 году около 75% новых ставок наемных работников появилось в результате появления малых бизнесов. Эти данные подтверждают точку зрения, согласно которой малые бизнесы являются важным двигателем экономического роста. Однако важно также проверить

данные о закрытии бизнесов. По данным ЦСБ за 2011 год, ликвидация 77% рабочих мест вызвана закрытием именно малых бизнесов. Анализ обнаруживает, что число рабочих мест, потерянных вследствие закрытия малых бизнесов значительно больше числа рабочих мест, исчезнувших при закрытии средних и крупных бизнесов. Однако выясняется также, что число новых рабочих мест за вычетом числа ликвидированных рабочих мест больше всего в секторе малых бизнесов.

### **Вклад в экономическую деятельность в зависимости от размера бизнесов**

Кроме динамики рабочих мест, важно также проверить вклад бизнесов в экономику страны по таким параметрам как общее число ставок, оплата труда, его производительность и влияние на экспорт.

В 2013 году в Израиле насчитывалось 515,498 бизнесов, при этом в примерно половине из них трудились наемные работники. На долю малых бизнесов приходится около 92% от их общего числа, а соответствующие показатели для средних и крупных бизнесов – 6% и 2%. А вот анализ числа работников в зависимости от размера бизнесов рисует иную картину. В крупных бизнесах, доля которых - всего два процента от их общего числа, приходится 56% всех наемных работников в Израиле. А в малых бизнесах, на долю которых приходится 92% от общего количества израильских бизнесов, приходится только 25% работников. Иными словами, большинство наемных работников трудятся в средних и крупных бизнесах. Кроме того, похоже, что и средние зарплаты растут с увеличением размеров бизнеса. Можно предположить, что тому существуют несколько причин, среди них наличие сильных профсоюзных комитетов на крупных предприятиях и более высокая производительность труда. Чтобы проверить второе предположение мы проанализировали размеры прибавочной стоимости на предприятиях разных размеров, и действительно выяснилось, что в среднем производительность труда на крупных предприятиях выше. В этом смысле можно утверждать, что у крупных предприятий действительно есть преимущество, связанное с их размерами. При этом необходимо отметить, что производительность труда проверялась только на промышленных предприятиях, а не в бизнесах, относящихся к сфере торговли и услуг.

Низкая эффективность труда в Израиле по сравнению с другими странами ОЭСР – макроэкономическая проблема, которая не раз обсуждалась в министерстве финансов и поднималась в выступлениях управляющей Банком Израиля.

Особенно заметно это явление при сравнении показателей малых бизнесов в Израиле и в странах ОЭСР. Можно предположить, что один из способов повышения эффективности труда в Израиле – детальное выяснение причин этого явления, ликвидация всяческого рода барьеров, стоящих перед израильскими малыми и средними бизнесами, которые препятствуют повышению производительности.

Любопытно, что в сфере услуг картина совершенно иная. Производительность труда в пересчете на одного работника и там выше в крупных бизнесах, но разница меньше, чем в промышленных отраслях. Меньше и разница и по сравнению с бизнесами аналогичных размеров в странах ОЭСР.

Одно из объяснений этого явления – экспорт. Поскольку крупные предприятия являются и главными предприятиями-экспортерами, конкуренция на международных рынках заставляет их постоянно повышать эффективность производства. Неслучайно по данным за 2012 год более 90% промышленного экспорта приходится на долю крупных предприятий, у которых продажи за границу превышают половину общего объема продаж (или суммарные объемы экспорта превышают 10 млн долларов в год). Соответствующий показатель для средних и малых бизнесов – 8.5% и 1%, соответственно. Еще раз подчеркнем, что все эти данные относятся к промышленному сектору. В сфере услуг, напротив, существуют малые бизнесы, поставляющие, например, программное обеспечение, где крупные размеры не являются преимуществом, так как в этой области не

требуются крупные капиталовложения в производственное оборудование, как на большинстве промышленных предприятий.

### **Риски в зависимости от размеров бизнеса**

До сих пор, как представляется, данные указывают на преимущества крупных бизнесов во всем, что касается производства. Проверим, существуют ли подобные преимущества в том, что касается финансирования. Часто утверждается, что в то время как у крупных бизнесов есть альтернативные варианты финансирования, как-то банковские кредиты и корпоративные облигации, у малых бизнесов, обычно только один такой источник – ссуды. Поэтому и проценты по кредитам тем меньше, чем крупнее бизнес. Однако следует отметить, что существуют и иные причины разницы в этих процентах. Например – уровень риска того или иного бизнеса. Хотя существует немало способов измерить рисковую составляющую бизнеса, мы сосредоточимся только на двух главных параметрах. Первый – доля обанкротившихся предприятий, второй – размеры кредитных убытков. Среди малых и средних бизнесов процент банкротств значительно выше, чем среди крупных. Кроме того, как следует из отчетов Банка Израиля, убытки банковской системы из-за банкротства заемщиков вдвое выше применительно к малым предприятиям. Так вот, поскольку малые бизнесы рискованнее крупных и поскольку в их распоряжении нет альтернативных источников финансирования, они, как правило, платят более высокие проценты по банковским кредитам, чем средние и крупные бизнесы. Представленные ОЭСР данные свидетельствуют о том, что Израиль в этом смысле не уникален. Кроме того, в годовом отчете European Commission за 2013-2014 годы отмечается, что доступность финансирования для малых бизнесов значительно ниже, чем для средних и крупных.

В заключение. Можно утверждать, что крупные бизнесы в Израиле лидируют по большинству проанализированных показателей, как то: число рабочих ставок, производительность труда и «выживаемость». Неудивительно поэтому, что израильская экономика в значительной степени зависит от стабильности крупных местных предприятий, на которых трудится большинство наемных работников и где эффективность производства значительно выше, чем на средних и, тем более, мелких предприятиях. Вместе с тем, не следует забывать и о важном вкладе малых бизнесов в народное хозяйство. Подчеркнем также, что вышеприведенный анализ основывается только на данных о бизнесах с наемными работниками. Между тем известно, что многие малые бизнесы вообще обходятся без наемных работников – такие бизнесы принадлежат одному или нескольким индивидуальным предпринимателям. Поэтому можно предположить, что часть показателей в отношении малых бизнесов занижена.

### **Торговля предметами одежды**

Объем израильского рынка одежды и обуви - около 16 млрд шекелей в год, при этом собственно на одежду приходится 80%, а на обувь – 20%. Эта отрасль давно уже находится в процессе структурной перестройки, вызванной массовым выходом на израильский рынок международных компаний, обострившейся конкуренцией со стороны местных и зарубежных Интернет магазинов, изменением потребительских привычек израильтян после движения общественных протестов, увеличением числа моллов и торговых площадей, а также – ужесточением регуляции, влияющей на расходы компаний. На фоне попыток подстроиться к изменяющимся рыночным условиям в последнее время в этой области наблюдаются следующие тенденции.

Увеличение числа моллов и торговых площадей и нежелание предоставить свободные площади конкурентам, что ведет к «каннибализации» смежных магазинов (ситуация, при

которой открытие поблизости нового магазина той же сети отбирает часть клиентов у старого магазина).

Все более распространенным явлением в отрасли становятся слияния и поглощения. Увеличение числа брендов и межсетевая кооперация позволяют значительно увеличить выручку и усилить позиции в переговорах с торговыми центрами об арендной плате и расположении магазинов на территории центров. Примеры такой кооперации – «Фокс» - «Найки», «Кастро» - «Шореш» и покупка компании MANGO сетью «Фокс».

Уже в течение нескольких лет наблюдается последовательное увеличение объемов покупки предметов одежды в Интернет-магазинах. Это – стратегическая угроза традиционным магазинам. По данным крупнейшей в мире платежной системы PAYPAL, в 2015 году израильяне приобрели через Интернет товары и услуги на 10.8 млрд шекелей, это на 17% больше, чем в 2014 году. И чаще всего на иностранных сайтах израильяне покупали именно одежду. 58% израильян, купивших что-либо в Интернете, приобрели предметы одежды. Сегодня у большинства израильских сетей модной одежды нет подходящих Интернет-платформ для продажи своих изделий. Интересное начинание - покупка популярной Интернет-платформы ADIKA компаний «Гольф» за 40 млн шекелей. Таким образом, вместо того, чтобы создавать собственный сайт «Гольф» купила уже готовую Интернет-площадку с большим числом клиентов и теперь, воспользовавшись ADIKA, сможет продавать свои изделия.

За первые девять месяцев текущего года объемы продаж одежды и текстильных изделий в торговых сетях увеличились примерно на 7%. Это довольно высокий показатель, свидетельствующий об оживленном спросе и соответствующий увеличению числа моллов и торговых площадей. Анализ обнаруживает, что и на протяжении 2010-2015 годов (в январе-сентябре) продажи одежды и текстильных изделий ежегодно росли в среднем на 7% в реальном исчислении.

О повышении спроса на одежду свидетельствуют и данные о покупках посредством кредитных карточек. За первые 10 месяцев года покупки одежды с помощью этих карточек повысились на 8.2% в реальном исчислении по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Это свидетельствует как о все более частом использовании кредитных карточек для оплаты покупок, так и о повышенном спросе на одежду.

Последний показатель оказался самым высоким за последние четыре года.

Следует, однако, отметить, что начиная с сентября 2015 года продажи одежды снижаются. Это объясняется волной терактов и нежеланием израильян появляться в общественных местах, в том числе в торговых центрах, особенно в районах, где чаще всего происходят нападения. Об этом свидетельствуют данные компании «Рис», согласно которым в октябре сокращение товарооборота израильских компаний модной одежды измерялось двузначными числами. В Иерусалиме при этом продажи в некоторых торговых центрах упали более, чем на 50%. Среди других факторов, угрожающих негативно сказаться на объемах продаж в четвертом квартале, - поздняя зима и меньшее число рабочих дней из-за осенних праздников. Показатели сентябрьских продаж в торговых сетях и покупок посредством кредитных карточек в октябре оказались самыми низкими с начала года, что вполне соответствует ухудшению ситуации в сфере безопасности и уменьшению числа рабочих дней в этом месяце.

На протяжении последнего года цены на одежду, как они рассчитываются в индексе потребительских цен, повысились на 3%, обувь, напротив, подешевела почти на 6% (данные с учетом сезонности). В 2015 году тенденции в ценах на эти два вида товаров разошлись: одежда последовательно дорожала, а обувь, напротив, дешевела. За последние 12 месяцев цены на одежду почти не изменились, а цены на обувь снизились, в среднем, почти на 8%. Поскольку конкуренция в сфере модной одежды продолжает обостряться, трудно предположить, что в обозримом будущем цены на одежду существенно повысятся. Нам представляется, что острая конкуренция в этом секторе в краткосрочной и среднесрочной перспективе продолжится. Можно также предположить, что конкуренция

приведет к слияниям и поглощениям, и что в большинстве случаев крупные сети поглотят более мелких конкурентов и попытаются увеличить свои доли рынка за счет выкупленных брендов. Наибольший урон понесут малые и средние бизнесы, которым придется конкурировать с «гигантами», такими как H&M, «Фокс» и «Кастро». Подобные тенденции наблюдаются и на зарубежных рынках.

Еще одно явление, которое продолжится, по крайней мере, в краткосрочной перспективе, - каннибализация магазинов. Этому способствует ввод в строй все новых и новых торговых площадей, главным образом – новых моллов, и острое желание компаний продемонстрировать там свое присутствие.

Интересно проследить, как будут развиваться события в области арендных договоров между торговыми центрами и владельцами магазинов. В настоящее время моллы фактически не делят с магазинами убытки из-за падения спроса в периоды обострения ситуации в сфере безопасности, но получают свою долю в случае процветания магазинов в благоприятные периоды. Кроме того, во многих случаях темпы роста арендной платы превышают темпы роста продаж в магазинах, продающих одежду и обувь. Такая ситуация не может продолжаться бесконечно. Практически все риски принимают на себя владельцы магазинов, в то время как владельцы кэньонов почти ничем не рискуют. Не исключено, что в среднесрочной перспективе мы станем свидетелями изменения условий договоров между компаниями модной одежды и обуви и владельцами торговых центров.