

# Экономический обзор – декабрь 2011

## Содержание

- Текущие экономические события
- Обзор мировой экономики
- Обзор рынка капитала
- Товары, валюты и связь между ними
- «И пошли они вместе». О прочности Еврозоны
- Швейная промышленность – отраслевой обзор

## Текущие экономические события

### Экономический подъем

В третьем квартале 2011 года ВВП делового сектора увеличился в реальном исчислении на 5.3% в годовом исчислении благодаря повышенным капиталовложениям в основные фонды.

За первые три квартала текущего года ВВП Израиля повысился на 5.2% по сравнению с аналогичным периодом прошлого года. Во втором и третьем квартале темпы экономического роста (соответственно, 3.5% и 3.4%) значительно сократились по сравнению с первым кварталом, в котором показатель достиг 4.7% (данные в реальном исчислении, каждый квартал по сравнению с предыдущим). Вместе с тем, темпы роста в деловом секторе, на долю которого приходится около 70% ВВП, все еще высоки по сравнению с прошлогодними. В третьем квартале показатель составил 5.3%, то есть соответствовал темпам роста с начала года.

Повышенные темпы роста в деловом секторе объясняются массивными хозяйственными капиталовложениями, которые только в третьем квартале текущего года увеличились реально на 17.8% в годовом исчислении. При этом темпы роста инвестиций в жилищное строительство резко снизились и в период с июля по сентябрь составили только 4.2%. В течение нескольких предыдущих кварталов, напомним, этот показатель измерялся двузначными числами. Такая динамика свидетельствует о довольно быстрой подстройке действующих в строительном секторе компаний к изменившимся рыночным условиям. Можно предположить, что ограничение предложения умерит темпы намечившегося снижения цен на квартиры.

Замедление экономической активности уже привело к замедлению темпов роста в сфере частного потребления. Более того, объемы частного потребления на душу населения в реальном исчислении даже снизились на 0.9%. Слабость в сфере частного потребления объясняется уменьшившимися объемами покупок товаров долговременного пользования. Среди причин этого явления – начавшееся повышение процентных ставок и изменившийся к худшему настрой потребителей в отношении экономической ситуации в будущем. О последнем, в частности, свидетельствует негативная динамика индекса доверия потребителей, публикуемого ЦСБ. Падение спроса на товары долговременного пользования привело и к ухудшению показателей импорта. Снижение объемов импортных

поставок, как ожидается, продолжится и приведет к снижению темпов увеличения дефицита на текущем счету платежного баланса, образовавшегося вследствие ухудшения показателей экспорта, которое отмечалось и в третьем квартале.

Оценивая перспективы, мы полагаем, что темпы экономического роста по итогам 2011 года составят 3.3%. Наибольший вклад в увеличение ВВП внесет деятельность в начале года, гораздо более активная, чем на протяжении последних месяцев. Если бы не повышенные темпы экономического роста в начале года, итоговые показатели были бы намного хуже, отражая уже наступившее и обещающее продолжиться замедление в местной экономике. В этой связи отметим, что несмотря на принятые руководителями ЕС решения, уровень неопределенности на рынках все еще очень высок, свидетельствуя о проблематичности успешной реализации достигнутых договоренностей в отношении европейского долгового кризиса. Эта неопределенность в будущем скажется и на темпах хозяйственного роста в Израиле, экономика которого сильно зависит от экспорта.

Большая часть хозяйственных капиталовложений приходится на деловой сектор. На протяжении последних двух лет местные хозяйственные инвестиции служили одним из важных источников экономического подъема в стране. Согласно первичной оценке ЦСБ, ожидается, что в 2011 году капиталовложения в основные фонды увеличатся на 17.9% в продолжение роста на 14.0% в 2010 году. Поскольку инвестиции составляют около 15% ВВП, повышенные масштабы капиталовложений явятся одной из главных причин увеличения внутреннего валового продукта и на их долю придется около 60% прибавки. При этом следует учесть, что хозяйственные инвестиции не только способствуют повышению местного спроса, но и увеличивают потенциал экономического роста в будущем. Анализ показывает, что значительная доля хозяйственных инвестиций приходится на различные промышленные отрасли, а также на сектор торговли и услуг. В промышленности львиная доля капиталовложений приходится на станки и оборудование, в секторе торговли и услуг – на строительство и обустройство торговых площадей.

При этом государственные хозяйственные инвестиции составляют только 15% от их общего объема, а госинвестиции в инфраструктуру – лишь 10%.

Следует отметить, что в последние годы значительная часть капиталовложений в инфраструктуру связана с поисками и разработкой нефтегазовых месторождений. Кроме того, делались значительные инвестиции в связевую и транспортную инфраструктуру. Столь масштабное участие делового сектора в хозяйственных капиталовложениях - причина высокой чувствительности этой составляющей ВВП к изменениям экономической ситуации. Поэтому прогнозируется, что в связи с мировым кризисом и его влиянием на местную экономику в течение ближайших двух лет темпы роста капиталовложений в основные фонды окажутся значительно ниже 10-процентной отметки. Ввиду важности инвестиций для долговременного экономического роста, в сложившейся ситуации, возможно, было бы уместно увеличить долю государства в общем объеме хозяйственных капиталовложений.

## **Инфляция и монетарная политика**

Октябрьский индекс потребительских цен вырос на 0.1%. Главными факторами, поспособствовавшими росту индекса, стали удорожание одежды и обуви, а также – рост цен на продукты питания. И, напротив, рост индекса сдержали уменьшившиеся расходы на жилье, культурные мероприятия и развлечения. Что касается жилья, то наряду с сезонным, характерным для осенне-зимнего периода снижением цен на съемные квартиры отмечается и снижение цен на сами квартиры - как это следует из информации, поступившей из Налогового управления. Соответствующие данные поступают с

задержкой и фактически отражают изменение цен на протяжении августа-сентября по сравнению с показателем за июль-август. Так или иначе, эти данные хорошо согласовываются с данными о резком снижении темпов продаж новых квартир и сокращении общего числа сделок на квартирном рынке.

С начала года индекс цен вырос на 2.3%, и большая часть этого роста объясняется увеличением расходов на жилье. С января по октябрь расходы на жилье, учитываемые в индексе на основе изменения арендных цен по возобновляемым контрактам, повысились на 1.5% и объясняют примерно две трети роста общего индекса цен. Вклад расходов на жилье оказался более, чем значительным с учетом того факта, что доля этих расходов в индексе составляет лишь 25.4%. Еще треть роста объясняется увеличением расходов на транспорт, что, в свою очередь, связано с удорожанием горючего. Третья и последняя причина роста индекса, хотя и не столь существенная, - подорожание электроэнергии для бытовых нужд, отразившееся на повышении расходов на содержание квартиры.

Составляющие, умерившие рост индекса с начала года, – расходы на продукты питания (включая овощи и фрукты), а также одежда и обувь. Расходы на продукты без учета овощей и фруктов выросли примерно так же, как и индекс в целом, а в июне-сентябре продукты существенно подешевели под влиянием общественных протестов и компенсировали значительный рост цен в первой половине года. Цены же на овощи и фрукты последовательно снижались с начала года, так что и совокупные расходы на продукты по итогам с начала года снизились.

Инфляция за последние 12 месяцев составляет 2.7%, то есть находится в пределах области стабильных цен (1%-3%). Мы полагаем, что ввиду наметившегося сокращения хозяйственной активности, инфляция в течение ближайшего года продолжит снижаться в направлении середины области стабильных цен. По нашей оценке, расходы на жилье в ближайшем будущем по-прежнему будут способствовать повышению индекса цен, но влияние этой составляющей будет не столь значительным, как в прошедшем году. Дальнейшее развитие событий определит ситуацию на квартирном рынке. Наметившееся снижение цен на квартиры (не учитываемое в индексе) в конечном счете скажется и на арендных ценах, которые учитываются при расчете индекса и влияют на доходность недвижимости.

Снижение уровня инфляции предоставит Банку Израиля свободу для маневра и позволит, в случае необходимости, продолжить снижение учетной ставки.

### **Банк Израиля снизил учетную ставку на декабрь**

28 ноября Банк Израиля сообщил, что учетная ставка на декабрь снижается на 0.25 процентного пункта, до 2.75%. Это уже второе снижение ставки с октября прошлого года. Причина – опасения израильского центробанка перед уроном, который нанесет местной экономике европейский кредитный кризис. В своем сообщении Банк Израиль отмечает, что ввиду слабости последних макроэкономических данных Еврозоны вероятность экономического застоя на континенте значительно возросла. Соответственно возросла и вероятность существенного экономического замедления во всей мировой экономике. В сообщении также отмечается, что негативная тенденция в европейской экономике уже влияет на Израиль, а в будущем это влияние обещает еще более усилиться. Что же касается США, то, по мнению Банка Израиля, последние экономические данные оттуда оказались заметно лучше предварительных оценок. Тем, не менее, - отмечается в сообщении, - не следует забывать, что речь при этом пока идет о сравнительно слабых данных.

Решению снизить ставку поспособствовал и возврат инфляции в пределы области стабильных цен (1%-3%). При этом стабильными остаются как рыночные инфляционные ожидания, так и прогнозы аналитиков, согласно которым в течение ближайших 12 месяцев инфляция составит около 2%. При такой инфляции у Банка Израиля появляется возможность проводить более мягкую монетарную политику с целью поспособствовать экономическому росту, не подрывая финансовую стабильность. Более того, из сообщения Банка Израиля можно сделать вывод о том, что если бы не наблюдаемая в последнее время последовательная девальвация шекеля, то было бы уместно снизить ставку в больших размерах. Отмечается также, что ограничение, введенное Банком Израиля на долю ипотечных ссуд с переменным процентом, уменьшает влияние снизившейся ставки на усредненный ссудный процент и, соответственно, меньше влияет и на спрос и на квартирные цены.

Оценивая перспективы, мы полагаем, что на протяжении ближайших месяцев Банк Израиля продолжит удерживать ставку на сравнительно низком уровне, пристально отслеживая показатели инфляции. С одной стороны, сдерживанию инфляции поспособствуют слабость внешнего и внутреннего спроса, а также прогнозируемое снижение цен на сырьевые ресурсы. С другой стороны, инфляционное давление способно усилиться вследствие повышения цен на электроэнергию и - под влиянием девальвации шекеля - на импортируемые товары. При этом не исключено, что Банк Израиля еще более смягчит свою монетарную политику в случае дополнительного снижения прогнозов в отношении мировой экономики и международной торговли. Напомним, что в сентябре эти прогнозы были откорректированы в сторону понижения.

## Обзор мировой экономики

### США

В последнее время публикуется все больше данных, заставляющих предположить, что в обозримом будущем США не угрожает настоящий экономический застой. И это несмотря на то, что европейский кредитный кризис не преодолен, и потому все чаще высказываются опасения перед возможностью экономического зстоя в Европе. Вместе с тем, по-видимому, не следует ожидать и настоящего экономического подъема в США - темпы роста, скорее всего, будут очень умеренными.

В третьем квартале 2011 года ВВП США увеличился на 2.0% в годовом исчислении. Это – значительное ускорение по сравнению с показателями первого и второго квартала (соответственно – 0.4% и 1.3%). Среди данных о национальных счетах в третьем квартале этого года особенно заметным было увеличение объемов частного потребления на 2.3% (по сравнению со вторым кварталом в годовом исчислении). Этот рост обеспечил прибавку в размере 1.6 процентного пункта к ВВП. Напомним, что частное потребление в США обеспечивает около 81% валового внутреннего продукта. Кроме того, обращает на себя внимание скачок на 15.6% капиталовложений делового сектора (коммерческое строительство, машины, оборудование и программное обеспечение). Однако большую часть новых хозяйственных инвестиций (капиталовложений в основные фонды) скомпенсировало резкое падение товарных запасов, которое снизило показатель ВВП на 1.6 процентного пункта. Мы полагаем, что столь резкое снижение товарных запасов объясняется, с одной стороны, неожиданно сильным ростом частного потребления, а с другой стороны – лишь частичным восстановлением этих запасов под влиянием опасений перед незавидным будущим американской экономики. Об этих опасениях свидетельствуют практически все опросы, проведенные в течение нескольких последних

месяцев. В конечном счете, инвестиционная составляющая уменьшила квартальный ВВП на 0.1 процентного пункта.

Несмотря на хорошие данные о темпах экономического роста в третьем квартале, мы не считаем, что подобные темпы сохранятся на протяжении нескольких ближайших кварталов. Следует, например, обратить внимание на то, что увеличение объемов частного потребления в третьем квартале сопровождалось уменьшением свободных доходов американских домохозяйств на 1.7% в реальном исчислении. Это означает, что американцы финансировали свои повышенные потребительские расходы за счет снижения уровня накоплений. В результате всего за один квартал доля накоплений в свободных доходах снизилась с 5.1% до 4.1%. Правда, не следует забывать, что в значительной степени снижение свободных доходов и накоплений объясняется сильной инфляцией в третьем квартале этого года. Можно предположить, что ожидаемое снижение инфляции привет к улучшению показателей в течение ближайших кварталов. Что же касается потребления, то обнадеживает тот факт, что наибольший прирост пришелся на основные виды услуг – на текущие потребительские расходы, менее подверженные колебаниям. Это довольно неожиданно, поскольку предполагался преимущественный рост продаж товаров долговременного использования. Например, аналитики прогнозировали повышенные продажи автомобилей, поскольку в предыдущем, втором квартале, продажи резко упали из-за перерыва в поставках из Японии, пострадавшей от землетрясения. В третьем квартале регулярные поставки автомобилей и запчастей возобновились, и потому ожидался заметный рост продаж. Но этого, как ни странно, не произошло – данные за третий квартал указывают на дальнейшее, хотя и более медленное снижение продаж автомобилей. С другой стороны, эти же данные, на наш взгляд, на наш взгляд, указывают на ожидающийся сильный рост частного потребления в четвертом квартале, поскольку мы ожидаем в этот период существенного увеличения продаж автомобилей.

При анализе спроса на коммерческие и производственные кредиты вырисовывается картина, внушающая некоторое беспокойство – по крайней мере, во всем, что касается хозяйственных капиталовложений делового сектора. Дело в том, что существует традиционная и тесная связь между размерами коммерческого и производственного кредитования, измеряемыми по данным опросов Федеральной резервной системы США, и инвестициями в машины, оборудование и программное обеспечение. Из результатов опроса можно извлечь и данные о числе банков, сообщивших об увеличении спроса на кредиты. Так вот, данные свидетельствуют о том, что в последние месяцы процент банков, сообщающих об увеличении спроса на кредиты со стороны крупных и средних по величине компаний, резко уменьшился. Анализ обнаруживает, что столь же резко снизился и спрос на кредиты со стороны мелких компаний. Таким образом данные опроса ФРС указывают на ожидающееся снижение капиталовложений делового сектора - капиталовложений, которые вплоть до последнего времени были одним из важнейших факторов оживления американской экономики. С другой стороны, поскольку инвестиции в машины, оборудования и программное обеспечение составляют только 9% от ВВП, можно надеяться на то, что ущерб от уменьшения этой составляющей будет ограниченным. Разумеется, эти оценки не учитывают влияния внешних факторов и в первую очередь европейского кредитного кризиса, который способен резко ухудшить ситуацию и привести к тому, что банки приостановят выдачу деловых ссуд, что вновь приведет к возникновению кредитной удавки.

## **Европа**

В Европе продолжается тенденция к экономическому замедлению, и в третьем квартале 2001 года, как и во втором квартале, темпы экономического роста составили только 0.2%. Мы полагаем, что на протяжении нескольких ближайших кварталов негативная тенденция усилится. Более того, вполне вероятно, что ВВП Еврозоны снизится уже в четвертом квартале текущего года. Анализ ситуации по регионам обнаруживает значительную разницу между сильными странами Северной Европой и периферийными южно европейскими странами. Темпы экономического роста Германии и Франции в третьем квартале составили, соответственно, 0.5% и 0.4%, и эти две страны фактически вытянули Еврозону из застоя, который иначе был бы зафиксирован уже в третьем квартале. Однако в Нидерландах ВВП в третьем квартале снизился (на 0.3%) – впервые со второго квартала 2009 года. Это - указание на то, что замедление постепенно распространяется и на сильных участников блока.

Головокружительная череда событий в Европе не оставляет места для сомнений: кредитный кризис в периферийных странах ставит под вопрос само существование этого сообщества и выдвигает трудноразрешимые проблемы не только экономического, но и политического характера. После того, как руководители европейских стран поняли, что вторая программа финансовой помощи Греции, решение о которой было утверждено только в июле, не может быть реализована, было решено попробовать внедрить новую программу.

Эта программа включила в себя три основные составляющие: реструктуризацию частных долгов, включая 50-процентную их «стрижку», увеличение фонда Организации европейской финансовой стабильности (EFSF) до 1 трлн евро и повышение нормы достаточности капитала банков до 9%. Последнее, по мнению разработчиков программы, позволит влить в европейскую банковскую систему недостающие 109 млрд евро. Но и новая программа не в состоянии решить проблемы Европы, среди которых не только кредитный кризис, но и замедление в экономике, еще более обострившееся из-за резких бюджетных сокращений, которые требуются от слабых участников Еврозоны. Неудивительно поэтому, что спустя самое непродолжительное время инвесторы излечились от иллюзий, и поняли, что и новая программа не избавит Европу от труднейших проблем. Инвесторы, казалось, окончательно потеряли доверие к рынкам кризисных стран. В Испании, Греции и Италии поменялись правительства, а после того, как ушедший в отставку премьер-министр Греции Георгиос Папандреу заявил, что для утверждения программы сокращению бюджетных ассигнований следует провести референдум, руководители европейских стран стали в открытую говорить о возможности исключения некоторых стран из состава Еврозоны. Эти высказывания наряду с сообщениями о разработке программы изменения структуры Еврозоны подрывают веру в невозможность развала блока.

Тем временем вероятность банкротства Италии за последние несколько месяцев возросла вдвое. Еще более беспокоит угроза дефолта в сильных странах блока, таких как Бельгия, Австрия и даже Франция. Судить о быстро увеличивающейся вероятности банкротства этих стран можно по значительно возросшей доходности выпущенных ими облигаций, потому что инвесторы при покупке этих облигаций требуют все более высокие процентные ставки в уплату за риск непогашения долгов. Особенно заметным это явление было в ноябре.

Любопытно, что несмотря на кризис и резкое экономическое замедление, доходность облигаций правительства Германии находится на минимальном уровне. Дело в том, что многие инвесторы расценивают Германию как убежище от бурных потрясений, переживаемых Еврозоной. Между тем экономические индикаторы свидетельствуют о существенном экономическом замедлении и в самой Германии. Кроме того, сегодня совершенно ясно, что каким бы ни было решение общеевропейского кризиса, оно

потребуется массового перевода средств из Германии в другие страны блока, что приведет к значительному увеличению долгов Германии относительно ее ВВП.

Ясно также, что экономическое замедление, грозящее в течение ближайшего времени обернуться настоящим экономическим застоєм, снизит возможности «сильных» стран Еврoзоны – Германии, Франции, Бельгии, Австрии и Нидерландов - оказать помощь периферийным странам. В этом смысле особое беспокойство вызывает Франция – вторая по величине экономика Еврoзоны после Германии. Недавно Франция официально откорректировала свой экономический прогноз в сторону понижения, а теперь ей еще угрожает и снижение кредитного рейтинга, главным образом – в связи с подверженностью французских банков рискам из-за ссуд, предоставленных периферийным странам Еврoзоны.

И все-таки решающее значение для будущего всей Еврoзоны имеет ситуация в Италии – третьей по величине экономике блока. К концу 2011 года долги Италии достигнут 1.9 трлн евро, то есть – 120% от ВВП страны. Италия ныне находится в ситуации, когда ее будущее зависит от доверия инвесторов. Если они поверят в то, что Италия в состоянии проводить долговременную фискальную политику, предусматривающую последовательное снижение уровня долгов, и что страна способна реализовать реформы на рынке рабочей силы, в сфере пенсионного обеспечения и в общественном секторе, то Италии удастся избежать дефолта, поскольку в этом случае она сможет мобилизовывать средства под сравнительно низкие проценты. Пока же, в ноябре, доходность итальянских 10-летних гособлигаций перевалила за 7-процентную отметку. Опыт прежних лет свидетельствует о том, что в большинстве случаев это указание на то, что точка невозврата пройдена. Практически это означает, что, скорее всего, Италия тоже будет вынуждена обратиться за внешней помощью. Глава правительства Италии Сильвио Берлускони вовремя понял, что главная проблема страны – проблема доверия и в ноябре принял решение оставить свой пост. Это лишь в незначительной степени успокоило рынки. Доходность итальянских облигаций все еще находится на слишком высоком, неприемлемом для страны уровне, и шаги, которые предпримет новое правительство, определяют будущее не только Италии, но и будущее всей Еврoзоны.

## Обзор рынка капитала

### **Рынок акций**

В июле-августе негативная биржевая тенденция усилилась. В октябре рынок стабилизировался, но в ноябре негативная тенденция, главенствовавшая на протяжении почти всего года, возобновилась. Последовательные понижения объясняются несколькими причинами, и среди них углубляющийся экономический кризис в Европе, нестабильность в соседствующих с Израилем странах, неопределенная ситуация в сфере безопасности внутри страны и относительно быстрое повышение учетной ставки Банка Израиля в начале года.

Нам представляется, что самым значимым фактором, в течение последних месяцев воздействовавшим на израильский рынок акций, явился тяжелый финансово-экономический кризис в Европе, с августа приведший к усилению понижений и на европейских рынках и на рынках других развитых стран. Негативная тенденция наблюдалась и на биржах США, но там понижения были намного умереннее. И уж совсем небольшими выглядят понижения на американской бирже с учетом того факта, что в августе был снижен кредитный рейтинг правительства США. Вероятно главной причиной

этого явления стали оценки, согласно которым экономическая ситуация в США все же много лучше, чем в Европе.

С начала года и по конец ноября индексы "ТА 25" и "ТА 100" упали, соответственно, на 22% и 23%. Еще сильнее были понижения в акциях средних и небольших компаний. Так, например, индекс "ТА 75" с начала года потерял 27%, а индекс "Етер 50" упал почти на 31%. Умереннее, по сравнению с другими секторами, были понижения в акциях промышленных компаний. С другой стороны, исключительно резкими понижениями выделялись финансовый сектор, а также инвестиционные компании и холдинги.

При анализе результативности индексов тель-авивской биржи обращает на себя внимание тот факт, что понижения в Израиле были значительно сильнее, чем на рынках акций других стран. Например, ведущий индекс американской биржи S&P 500 за первые 11 месяцев года снизился только на 8%, а южнокорейский KOSPI – на 13%. В то же время европейские рынки снизились примерно так же, как и израильская биржа. Например, индекс DJ EURO STOXX с начала года потерял почти 24%. По-видимому, после того как в начале года наибольшее негативное влияние на местный рынок оказывали макроэкономические показатели и тревожная геополитическая ситуация, в последние месяцы решающим фактором стал европейский кризис.

### **Рынок облигаций**

Отрицательная тенденция, главенствовавшая на рынке государственных облигаций с ноября прошлого года, к концу марта сошла на нет, и с апреля на рынке прослеживается ясная положительная тенденция. По итогам первых 11 месяцев года индекс гособлигаций вырос примерно на 4%.

Нам представляется, что зародившаяся в апреле положительная тенденция обусловлена несколькими факторами. Первый из них – стабильный уровень учетной ставки, а в последнее время – переход к ее понижению. Второй фактор – индекс потребительских цен, почти не изменившийся с середины 2011 года. Кроме того, повышения в Тель-Авиве объясняются начавшимся в апреле снижением доходности к погашению американских гособлигаций и последовавшей за этим стабилизацией доходности 10-летних облигаций США на уровне 2%.

В последние месяцы на динамике доходности отразилось и существенное снижение инфляционных прогнозов. В результате котировки непривязанных облигаций росли значительно быстрее, чем котировки облигаций с привязкой к индексу цен. Особенно заметным это явление было в краткосрочных облигациях, соответственно отразившееся и на рыночных инфляционных ожиданиях (рассчитываемых по соотношению доходностей привязанных и непривязанных облигаций).

Сектор корпоративных облигаций в последние месяцы отличался высокими колебаниями котировок после относительно быстрого роста с середины 2010-го и по март 2011 года. Обращает на себя внимание и прекращение зафиксированной в первом квартале текущего года тенденции к сокращению разрывов в доходности между корпоративными и государственными облигациями. В последние месяцы разрывы в доходностях облигаций, входящих в индексы «Тельбонд 20» и «Тельбонд 40» аналогичных гособлигаций вновь стали увеличиваться. Это явление, возможно, свидетельствует об исчерпании потенциала положительных известий в отношении израильской экономики, которые способствовали спросу на корпоративные облигации и значительно снизили стоимость мобилизации капитала деловым сектором.

К увеличению разрывов привели и опасения инвесторов перед непогашением долгов некоторыми компаниями. Иными словами, похоже, что страсть к риску уже не обурекает покупателей корпоративных облигаций. А в самое последнее время усиливающиеся опасения перед инвестициями в корпоративные облигации отразились не только на ценах облигаций, но и на объемах средств, которые рядовые инвесторы готовы вкладывать в новые облигации, предлагаемые в рамках эмиссионных тендеров.

### Товары, валюты и связь между ними

В течение последних десятилетий уровень жизни во всем мире последовательно растет. Один из свидетельствующих об этом показателей – ВВП на душу населения с учетом покупательной способности. Повышение уровня жизни приводит к усиленному спросу на продукты питания, энергию и металлы, что, в свою очередь, влечет за собой рост цен на эти сырьевые ресурсы. Особенно заметно удорожание сырья в течение последних трех лет – после того как в 2008 году в разгар кризиса цены достигли минимума.

Данные Всемирного банка свидетельствуют о том, что на протяжении первых трех кварталов 2010 года цена на нефть колебалась вокруг отметки 77 долларов за баррель. Однако вследствие увеличившегося спроса и снижения предложения (главным образом из-за событий в Ливии) в апреле цена повысилась до 116 долларов за баррель. Еще один пример – подорожание сельскохозяйственной продукции в связи с тяжелыми погодными условиями в ряде регионов (засухи, наводнения и тому подобное). Так, с июня 2010-го по февраль 2011 года сельскохозяйственные сырьевые ресурсы подорожали в среднем почти на 45%.

Удорожание сырьевых ресурсов непосредственно влияет на страны, основная экономическая деятельность которых связан с товарными рынками (далее – страны с сырьевой экономикой) и приводит к ускорению экономического роста за счет экспорта. Хороший пример тому – Австралия, где с начала года и по сентябрь на долю товарного экспорта пришлось около 84% всего экспорта страны (данные с учетом сезонности). Другие примеры такого рода – Бразилия и Норвегия. Схема простая: цены на экспортируемое сырье увеличивают профицит на текущем счету и приводят к усилению местных валют. Влияние второго порядка: усиление местной валюты влечет за собой дополнительный рост цен на сырье (вследствие удорожания импорта). Этот процесс повторяется вновь и вновь, колебания постепенно уменьшаются и, наконец, цены стабилизируются. Кроме того, этот же процесс приводит к усиленному притоку капитала в страны – экспортеры сырьевых ресурсов с целью извлечь выгоду от ожидающегося усиления местной валюты и прогнозируемого повышения процентных ставок, призванного умерить слишком быстрый экономический рост. В этом случае можно ожидать дополнительного усиления местной валюты.

Чтобы продемонстрировать такие причинно-следственные связи рассмотрим ситуацию в Австралии и Бразилии, которые можно определить как страны с товарной экономикой. Анализ обнаруживает прямую (линейную) зависимость между ценами на сырье и обменными курсами местных валют относительно доллара. Рост цен на сырье приводит к усилению местной валюты, и наоборот. Расчеты показывают, что индекс корреляции между обменными курсами местных валют относительно доллара и ценами на сырье в обоих случаях составляет около 65%.

Это довольно неожиданный результат в свете значительных различий в экономических характеристиках Австралии и Бразилии. С одной стороны – Бразилия: развивающаяся

страна, в которой, по данным Международного валютного фонда, ВВП на душу населения в 2010 году составлял 10,816 долларов, а отношение долгов к ВВП – 66.8%. С другой стороны – Австралия: высокоразвитая страна, где ВВП на душу населения в прошлом году составлял 55,671 доллар (это почти в пять раз больше, чем в Бразилии), а отношение долгов к ВВП – 20.5%. Кроме того, по данным IFS, в Бразилии годовые темпы инфляции во втором квартале текущего года составляли 6.6% и почти вдвое превосходили австралийские (3.6%). Эти различия объясняют и разницу в процентных ставках в двух странах: в ноябре процентная ставка в Бразилии равнялась 11.5%, а в Австралии – только 4.5%.

И тем не менее во всех странах с сырьевой экономикой вопреки многочисленным различиям, включая виды экспортируемых сырьевых ресурсов, зафиксирована единообразная динамика обменных курсов местных валют относительно американского доллара. Например, с середины 2009 года австралийский доллар вырос относительно американского доллара на 26%, бразильский реал – на 11%, а норвежская крона – на 13%.

Проверка динамики обменных курсов стран, в которых экономика не сосредоточена на сырьевой сфере (например, Англия и Япония) показывает, что там изменения не так единообразны, как в странах с сырьевой экономикой. К примеру, с середины 2009 года курсы евро и английского фунта относительно доллара снизились, соответственно, на 2.2% и 3.7%, в то время как курс японской иены вырос на 26.2%, а израильского шекеля – на 7.6%.

Изучение исторических данных показывает, что описанная выше корреляция с годами усиливалась. Следует отметить, что укрепление местной валюты, особенно если оно основывается на валютных спекуляциях, а не на реальной экономической деятельности негативно складывается на странах с сырьевой экономикой, особенно – на развивающихся странах. Дополнительное тому доказательство – попытки некоторых из этих стран воспрепятствовать или, по крайней мере, ослабить эту тенденцию активным вмешательством в происходящее на валютном рынке и введение различных ограничений на торги.

В этом смысле, хороший пример – Бразилия. Усиление бразильского реала сдерживает экономический рост вообще, и развитие экспортного сектора – в частности. Это заставляет правительство Бразилии принимать разнообразные меры с целью воспрепятствовать дополнительному усилению местной валюты (среди этих мер – закупка инвалюты центробанком и введение новых административных правил в валютной сфере). Вместе с тем, как мы уже отмечали выше, подобная бразильской динамика на валютных рынках других «сырьевых» стран, не вмешивающихся в торги на своих валютных рынках (в том числе Австралия и Канада), заставляет усомниться в эффективности предпринятых до сих пор шагов.

При этом, однако, не исключено, что царящая на мировых рынках высокая экономическая неопределенность станет поворотной точкой для валютных рынков стран с сырьевой экономикой. Опасения перед существенным замедлением экономического роста в США и увеличивающиеся риски европейских стран (в первую очередь – членов Еврозоны) могут привести к экономическому замедлению в этих странах. Сокращение спроса на сырьевые ресурсы рассматривается этими странами как наихудший сценарий, еще более опасный, чем деятельность валютных спекулянтов, ведущая к девальвации местных валют. С другой стороны, распад Еврозоны приведет к решительному изменению правил игры на мировом валютном рынке.

## «И пошли они вместе». О прочности Еврозоны

С 1999 года, когда была основана Еврозона, прошло почти 13 лет. Этому событию предшествовали продолжавшиеся четверть века споры политиков и экономистов, поддерживавших и возражавших против создания в Европе единой валютной зоны. 1 января 1999 года в Еврозону вошли 11 из 27 государств – членов Европейского Союза, которые удовлетворяли финансово-экономическим критериям Маастрихтского договора: Австрия, Бельгия, Нидерланды, Финляндия, Франция, Германия, Ирландия, Италия, Люксембург, Португалия и Испания. Еще три государства – Монако, Сан-Марино и Ватикан – не входят в состав Еврозоны, но подписали соглашение, позволяющее им пользоваться евро в качестве официальной валюты. Со временем к Еврозоне присоединились еще 6 стран, в 2001 году – Греция, в 2007-м – Словения, в 2008-м – Мальта и Кипр, в 2009-м – Словакия, в 2011-м – Эстония. Таким образом, на сегодняшний день в состав Еврозоны входят 17 государств. Еще 7 стран – кандидаты на членство в блоке.

В эти дни, когда Еврозона стоит на распутье, мы решили проанализировать доводы в пользу создания европейской единой валютной зоны и пройденный с тех пор путь, отметив основные его вехи.

Европейский Союз объединяет 27 государств, тесно сотрудничающих в общественной, политической и экономической сферах. Основа союза – Маастрихтский договор, подписанный в 1992 году. Этот договор обязывает его участников стремиться и прилагать усилия с тем, чтобы соответствовать критериям, установленным для вхождения в Еврозону (см. ниже). Конечная цель – объединить все страны ЕС в единый валютный союз (некоторые страны, в том числе Швеция, Дания и Великобритания до настоящего времени воздерживаются от вступления в Еврозону).

После своего появления в 1999 году евро использовался только для безналичных расчетов. Окончательный переход к новой валюте произошел лишь три года спустя, 1 января 2002 года. «Роды» были трудными, но как только евро был введен в качестве единой валюты, его обменный курс относительно доллара начал последовательно расти и в течение двух лет повысился на 34%. Увы, усиление евро относительно доллара никак не отражало усиления экономики Еврозоны по сравнению с экономикой США. Разрыв в темпах экономического роста оставался значительным, и разрыв этот неизменно был в пользу США. Так, годовые темпы экономического роста в США на протяжении 2002-2004 годов составляли в среднем 2.6% в реальном исчислении, а в Еврозоне – только 1.3%.

Главной причиной ревальвации евро относительно доллара был разрыв в процентных ставках в США и в Еврозоне – в пользу последней. В 2002 году мировая экономика пыталась преодолеть кризис в хай-теке, и центральные банки многих стран снижали процентные ставки. Однако в Еврозоне ставка была снижена не так сильно, как в США, и потому на европейские рынки начали активно заходить зарубежные инвесторы, стремившиеся заработать на разнице в процентных ставках.

Следует отметить, что разрыв в ставках между Еврозоной и США объясняется различными подходами к проведению монетарной политики. В то время как ФРС традиционно проводит гибкую и довольно агрессивную монетарную политику как главный инструмент борьбы с кризисами и экономическими застоями, Европейский центральный банк (ЕЦБ) предпочитает сдержанную политику, наибольшее влияние уделяя инфляции, то есть обеспечению стабильных цен и выдерживанию инфляционного ориентира (2% в год в среднесрочной перспективе). Политика ЕЦБ – наследие германского центрбанка («Бундесбанк»), который на протяжении долгих лет задавал тон

в финансовой системе Европы, особенно во всем, что касается монетарной политики. «Бундесбанк» отличался своей жесткой монетарной политикой, и главной его целью было снижение инфляции до нулевого уровня – даже ценой снижения темпов экономического роста. Склонность к проведению жесткой монетарной политики отразилась и на списке экономических критериев, которым должны соответствовать страны, претендующие на присоединение к Еврозоне. Эти правила стали безусловными правилами для Европейского центрального банка. Среди прочего, было установлено, что во время присоединения к блоку страны-кандидаты должны удовлетворять следующим условиям.

1. Стабильность цен – устанавливается как усредненный показатель по трем странам блока с самой низкой инфляцией. Этот показатель может быть превышен не более, чем на 1.5%.
2. Долгосрочная процентная ставка должна не более, чем на 2% превосходить процентные ставки в трех странах Еврозоны с самой низкой инфляцией.
3. Бюджетный дефицит должен быть ниже 3% от ВВП.
4. Государственные долги не должны превышать 60% от ВВП.

Сочетание высокого обменного курса евро с невысокими темпами экономического роста стали причиной первого кризиса блока. Относительно высокий уровень процентной ставки ЕЦБ привел к снижению конкурентоспособности европейских экспортеров. Особенно сильный урон от усиления евро понесли водящие в Еврозону страны, изначально характеризовавшиеся сравнительно низкокачественным человеческим капиталом и высоким уровнем безработицы.

### **Критерии успешности Еврозоны**

Многие экономисты ныне утверждают, что провал затеи с созданием единой валютной зоны было легко предвидеть заранее. Эти экономисты ссылаются на разработанную около 30 лет назад теоретическую модель оптимальных зон с единой валютой (ОСА – Optimal Currency Areas). Согласно этой модели, для оправданности создания зоны с единой валютой необходимо выполнение двух условий.

1. Схожесть экономик. В принципе, если экономики нескольких стран схожи между собой, нет нужды в отдельных механизмах для проведения монетарной политики. Поскольку потребности стран схожи, то достаточно единой системы, которая подойдет всем. Не так обстоит дело в странах с различными потребностями. Например, резкое повышение цен на нефть абсолютно по-разному повлияет на страны – экспортеры и на страны – импортеры нефти. Поэтому страны захотят и по-разному использовать находящиеся в их распоряжении инструменты монетарной политики.

Высокая мобильность капитала и рабочей силы. Теоретически, в условиях высокой мобильности капитала и рабочей силы нет нужды в различных валютах, поскольку усиление одной страны и вызванное им усиление валюты этой страны будет приводить к усиленному притоку в эту страну капитала и рабочей силы их второй страны, до тех пор, пока валютный курс вновь не снизится. Иными словами, в равновесном состоянии обменный курс между валютами двух таких стран должен быть 1:1.

При сравнении стран, входящих в Еврозону, нетрудно обнаружить, что по своим экономическим характеристикам они значительно отличаются друг от друга. Не слишком высока и мобильность рабочей силы (в том числе из-за языкового барьера). Во-первых, сильно разнятся размеры экономик, соответственно разнятся и доли стран в объединенной экономике Еврозоны. К примеру, к моменту создания блока, на долю Германии, Франции,

Италии и Испании приходилось около 80% от ВВП всей Еврозоны. Таким образом, доли большинства остальных членов блока в ВВП Еврозоны очень малы. Результатом является и малое влияние этих стран на процессы принятия решений в Еврозоне, особенно во всем, что касается монетарной политики.

В отношении уровня жизни в странах Еврозоны, измеряемого ВВП на душу населения, картина более гомогенная. Хотя, скажем, в Испании и Португалии на момент создания Еврозоны уровень жизни был существенно ниже, чем в других вошедших в блок странах. В Испании уровень жизни был почти на 40% ниже среднего показателя для Еврозоны, а в Португалии едва ли составлял половину. Столь значительные разрывы связаны с характеристиками рабочей силы в странах блока. В Португалии, например, квалификация работников и производительность труда заметно ниже, чем в других странах Еврозоны. В Испании сравнительно низкий уровень жизни объясняется исключительно высокой для Европы безработицей. Ко времени создания Еврозоны уровень безработицы в Испании достигал 16%. Все эти различия, требовавшие применения разного инструментария, не сочетались с переходом к проведению единой монетарной политики и тем более – жесткой политики, ставящей себе главной целью сдерживание инфляции. Разброс в характеристиках входящих в Еврозону стран еще более усилился после присоединения к блоку Греции, Словении, Кипра, Мальты, Словакии и Эстонии.

Мало того, что в состав Еврозоны вошли столь различные по своим характеристикам государства, в момент создания блока многие страны вообще не соответствовали установленным критериям присоединения. Среди стран, которые были приняты в Еврозону, вопреки тому, что ни не отвечали условиям присоединения, - те, кто ныне сильнее всего страдает от последствий кризиса. Другие, похоже, вскоре разделят их участь. Так, например, в Греции и отношении государственных долгов к ВВП и уровень бюджетного дефицита в процентах к ВВП уже во время присоединения к Еврозоне были значительно выше установленных пороговых значений. В Италии и Бельгии проблема долгов существовала уже во время вхождения в Еврозону. Другие страны, в том числе Испания, Португалия и Ирландия к моменту присоединения соответствовали установленным критериям членства в блоке, но другие проблемы, уже заявившие о себе в тот период, со временем привели к угрожающему росту долгов. Таким образом, в любом случае установление жестких критериев само по себе было недостаточным для обеспечения единства в сфере фискальной политики.

### **Зачем была создана Еврозона?**

Проделанный накануне создания Еврозоны экономический анализ не свидетельствовал о том, что выгоды для объединяющихся стран безусловно перевесят потери, связанные с отказом от самостоятельного проведения монетарной политики. Если так, почему же было все же решено создать Еврозону?

Пытаясь ответить на этот вопрос, прежде всего следует иметь в виду, что созданию единого валютного блока предшествовали предпринимавшиеся на протяжении многих лет шаги, призванные объединить Европу и увеличить ее мощь как единого политического и экономического блока. Еще в 1957 году было создано Европейское экономическое сообщество (ЕЭС), а в 19779 году на свет появился Европейский парламент – наднациональное учреждение, представляющее всех граждан Европы.

Одним из факторов, приведших к созданию Еврозоны, явился распад Бреттон-Вудской системы в 1971 году (новый экономический порядок был установлен после второй мировой войны, когда ведущую роль в мире стали играть США - Бреттон-Вудская система привязала доллар США к золоту, а другие валюты привязала к доллару). Страны оказались в состоянии неопределенности и были вынуждены справляться с высокими

колебаниями обменных курсов, подрывавших устойчивость международной торговли. Европейские страны, заключившие между собой взаимные торговые договоры, пытались воспрепятствовать нестабильности валютных курсов, и в 1979 году на свет появилась Европейская валютная система (European Monetary System - EMS). Центральным элементом этой системы являлась европейская валютная единица (ЭКЮ), которая стала базой установления курсовых соотношений между валютами стран - членов ЕЭС. Стоимость ЭКЮ определялась по методу валютной корзины, включавшей в себя валюты всех 12 стран, входивших в то время в ЕЭС. При этом система предусматривала валютный коридор, устанавливающий пределы колебаний для каждой из валют. Составной частью системы был Европейский фонд валютного сотрудничества, предназначенный для предоставления, в случае необходимости, помощи членам EMS. С течением времени, по мере продвижения либерализации в валютной сфере и увеличения масштабов международной торговли, члены EMS стали все активнее стремиться к созданию единой валютной зоны, которая смогла бы полностью исключить колебания валютных курсов.

В немалой степени появлению Еврозоны поспособствовали и политические соображения. Существовали по крайней мере две причины политического характера, которые принимались в расчет при создании блока.

1. Правительства стран с серьезными экономическими проблемами осознавали, что одновременно с экономическими потерями, связанными с отказом от самостоятельной монетарной политики, объединение с экономически сильными странами повысит доверие инвесторов к их способности справиться с проблемами. Среди прочего это означало и снижение рисковой премии, а значит и удешевление мобилизации капитала как правительством, так и деловым сектором.

2. Крупные европейские корпорации рассматривали создание Еврозоны как возможность дополнительного роста и всемерно поддерживали выступавших за создание единой валютной системы. Корпорации понимали, что создание Еврозоны значительно расширит рынок, на котором они действуют, и предоставит им явное преимущество перед конкурентами, оставшимися за пределами блока. Кроме того, проводники идеи единой валютной зоны надеялись, что со временем евро станет резервной мировой валютой и в этом качестве сможет конкурировать с американским долларом. При этом считалось, что доллар как ведущая мировая валюта помогает американским корпорациям внедряться на новые рынки, и потому превращение евро в резервную валюту положительно повлияет на способность европейских корпораций завоевывать дополнительные доли рынков в других странах.

Чем отчетливее становились контуры будущей единой валютной зоны, тем сильнее правительства стран ЕС, не соответствующих критериям Еврозоны, опасались, что не смогут принимать участие в дальнейших общеевропейских инициативах, и что в ЕС их граждане будут считаться людьми второго сорта. Эти опасения заставили их поторопиться и провести необходимые реформы с тем, чтобы отвечать условиям присоединения к Еврозоне.

### **Как преодолеть кредитный кризис в Еврозоне?**

Похоже, что частичная «смычка» - без объединения бюджетного, идеологического и политического - явился катализатором кредитного кризиса. Членство в Еврозоне позволило таким странам, как Греция, Португалия и Италия, не приводя свои экономические параметры в соответствие с критериями Еврозоны дешево

мобилизовывать капитал под маркой «члены Еврозоны». Инвесторы финансировали эти страны, не отдавая себе отчета в том, что их рискованные премии не соответствуют истинному положению дел. Результатом стали длинные финансовые рычаги, которые в совокупности с низкими темпами экономического роста ставят под сомнение способность этих стран обслужить свои долговые обязательства.

Что касается корпораций, то их ожидания по поводу Еврозоны оправдались (в первую очередь это относится к банковским учреждениям), но одновременно значительно выросла и взаимозависимость стран – членов блока. Следствием стали оправданные опасения в том, что кризис в периферийных европейских странах распространится и на других членов Еврозоны. Можно сказать, что если при создании единого валютного блока экономические выгоды вызывали сомнения, то сейчас, спустя 13 лет, далеко не все согласны с тем, что расформирование Еврозоны было бы наилучшим способом выхода из кризиса. Особенно если учесть опасность «эффекта домино», при котором охваченные паникой вкладчики набросятся на банки слабых стран и изымут все вложенные в них деньги.

Наряду с обсуждением возможности ликвидации Еврозоны были выдвинуто встречное предложение – не расформировании, а о еще более тесном единении: о проведении единой фискальной политики. И это - в отличие от нынешней ситуации, когда каждая страна проводит абсолютно самостоятельную фискальную политику, обусловленную лишь Маастрихтскими соглашениями, то есть стараясь лишь выдержать отношение долгов к ВВП на 60-процентном уровне и ограничить бюджетный дефицит 3% от ВВП. Одно из таких предложений было выдвинуто в сентябре 2010 года под названием «Европейский семестр» (European semester). Это предложение, его еще называют six pack, поскольку оно состоит из 6 параграфов, обязывало бы правительства стран – членов Еврозоны в течение первой половины каждого года (отсюда и «семестр» в названии) представлять проект госбюджета перед сообществом и лишь затем утверждать его на местном уровне. Такая мера обеспечила бы большую прозрачность и более жесткий контроль над фискальной политикой членов Еврозоны. Разумеется, это предложение предусматривает тесное политическое сотрудничество, а ситуация для этого - не самая лучшая.

Отметим еще, что в отличие от США, где существует единый механизм управления монетарной и фискальной политикой, в этом предложении речь идет лишь об ограниченном расширении полномочий, так что эффективность этой меры весьма сомнительна. Кроме того, «Европейский семестр» нацелен на будущее, а тем временем нерешенным остается вопрос о способах преодоления текущего кризиса.

К тому же, хотя кризис наглядно демонстрирует проблемы фискальной политики в некоторых странах, но дело не только в этом. Программа «Европейского семестра» призвана более жестко контролировать выдерживание бюджетных ориентиров всеми членами Еврозоны, однако существует опасение, что сегодня сокращение госбюджетов в пораженных кризисом странах лишь усилит экономический застой и увеличит угрозу стабильности всего блока. Более того, возрастает угроза и социальной стабильности – на протяжении последних полутора лет мы стали свидетелями общественных волнений в целом ряде европейских стран. Демонстрации, сопровождавшиеся насилием, прокатились по странам, которым предстоит серьезные сокращения бюджетов.

В настоящее время создается впечатление, что европейцы готовы предпринять лишь шаги, которые позволят притушить пожар, но воздерживаются от долгосрочных структурных реформ. Краткосрочные меры будут базироваться на масштабной помощи, которая позволит справиться с текущими долговыми обязательствами правительств и стабилизировать ситуацию в банковском секторе.

В этом смысле ассигнования, выделенные ФРС США в виде помощи финансовому сектору страны, могут послужить ориентиром тех сумм, которые потребуются Европейскому центральному банку (ЕЦБ) для стабилизации ситуации в Еврозоне. В США принятые меры включали в себя массовую скупку проблемных активов и на протяжении 2008-2010 годов заставили втрое увеличить бюджет ФРС. Чтобы принять подобные меры в Европе, ЕЦБ потребуется на протяжении ближайшего года скупить гособлигации, главным образом облигации банков, примерно на 2 трлн евро. До сих пор ЕЦБ насколько возможно пытался воздерживаться от массовой покупки облигаций и других ценных бумаг. Масштабные покупки облигаций могли бы превратить Европейский фонд финансовой стабильности в своего рода банк по спасению европейской экономики. Однако ввиду гигантских объемов необходимых для этого средств и отсутствия согласия по политическим и идеологическим вопросам, совершенно не ясно, является ли это достижимым.

## Швейная промышленность – отраслевой обзор

В последние годы в отрасли главенствовала тенденция к сокращению производства из-за острой конкуренции с зарубежными производителями и дешевого импорта, прежде всего – из Китая. Однако на протяжении 2004-2007 годов тенденция постепенно менялась, и отраслевой индекс промышленного производства последовательно рос. Уже в третьем квартале 2007 года этот показатель оказался на 23.9% выше, чем в третьем квартале 2004 года. Однако с тех пор, с конца 2007 года, вновь возобновилась негативная тенденция, и индекс промышленного производства в третьем квартале 2011 года упал почти на 33% по сравнению с третьим кварталом 2007-го.

Число занятых в швейной промышленности последовательно снижается с 2004 года, но особенно резко (примерно на 20%) этот показатель снизился на протяжении 2008-2009 годов, в разгар мирового экономического кризиса. В прошлом году число занятых в отрасли существенно не изменилось.

Анализ обнаруживает, что существует положительная корреляция между зарплатами в отрасли (в постоянных ценах) и производительностью труда, рассчитанной как отношение ВВП отрасли к количеству рабочих часов. Изменения в оплате труда на протяжении последних лет незначительны. В третьем квартале 2011 года средняя зарплата в отрасли была на 1.6% выше, чем в третьем квартале 2010 года и на 1% - чем в предыдущем, втором квартале 2011 года.

Одновременно со снижением объемов производства снизились и объемы экспорта одежды, текстиля и кожаных изделий. Причина – конкуренция со стороны импортеров из других стран и местных производителей, таможенные барьеры и рост обменных курсов шекеля относительно евро и американского доллара. В третьем квартале текущего года объемы экспорта предприятий швейной промышленности уменьшились на 9.6% по сравнению с третьим кварталом 2010 года и на 3.6% по сравнению со вторым кварталом 2011 года. Мы полагаем, что тенденция к сокращению экспортных поставок продолжится и в ближайшем будущем в связи с уменьшением спроса вследствие замедления в мировой экономике. С 2004 года отмечается тенденция к увеличению отраслевого импорта, что объясняется переводом производственных линий в Китай и в другие дальневосточные страны. Увеличению импорта способствует и все более активная деятельность зарубежных сетей на местном рынке.

Спрос на одежду, обувь и галантерейные изделия последовательно растет с 2004 года в рамках общего повышения спроса на потребительские товары. Во втором квартале 2011 года продажи этих категорий товаров увеличились почти на 11% по сравнению с прошлогодним показателем. Уровень спроса на одежду подвержен значительным колебаниям и повышенной чувствительностью к экономической ситуации по сравнению с другими товарами повседневного спроса.

Нам представляется, что швейная промышленность все еще находится в процессе структурных преобразований. С одной стороны, объемы производства отрасли внутри Израиля и число занятых продолжают снижаться. С другой стороны, спрос на продукцию израильских предприятий швейной промышленности растет как внутри страны, так и за рубежом. На протяжении последнего десятилетия импорт одежды растет, а на местном рынке появляется все больше зарубежных сетей модной одежды. В результате цены снизились примерно на 30%. В связи с замедлением в мировой экономике прогнозируется дальнейшее снижение экспорта. Этот прогноз подтверждают и результаты последнего опроса, опубликованного Объединением промышленников.

### **Финансовые показатели публичных компаний отрасли**

**Прибыльность.** Во втором квартале текущего года зафиксировано улучшение всех показателей. Норма валовой прибыли повысилась на 4.1 процентного пункта по сравнению со вторым кварталом 2010 года и достигла 41.5%, а прибыль на собственный капитал составила 11.4%.

**Ликвидность.** За прошедший год (второй квартал 2011 года по сравнению со вторым кварталом 2010-го) коэффициенты ликвидности почти не изменились. Текущий коэффициент (определяется отношением находящихся у предприятия в наличии оборотных средств к краткосрочным заемным средствам) слегка повысился и достиг 2.61. Быстрый коэффициент (отношение наиболее ликвидных активов компании и дебиторской задолженности к текущим обязательствам) тоже немного увеличился и на конец второго квартала составлял 1.86.

**Финансовая устойчивость.** Параметры финансовой устойчивости отрасли во втором квартале текущего года по сравнению с прошлогодними показателями тоже существенно не изменились. Доля собственного капитала в совокупном балансе компаний в течение нескольких последних лет последовательно растет, свидетельствуя об увеличении финансовой устойчивости отрасли. К концу второго полугодия показатель достиг 50.4%, повысившись на 0.5 процентного пункта по сравнению со вторым кварталом прошлого года.

**Расходы на финансирование.** Показатель, рассчитываемый как отношение расходов на финансирование к общей сумме продаж, рос на протяжении нескольких последних кварталов, угрожая затруднить деятельность предприятий и негативно сказаться на прибыльности отрасли. Во втором квартале 2011 года расходы на финансирование составили 2.5%, повысившись на 2.1 процентного пункта по сравнению со вторым кварталом прошлого года.

### **Итоги**

Швейная промышленность переживает серьезную реструктуризацию. Если в прошлом отрасль базировалась главным образом на местном производстве, то ныне в основе ее деятельности – импорт и продажа потребительских товаров. Макроэкономические

показатели свидетельствуют о снижении индекса промышленного производства наряду с ростом потребительского спроса в Израиле на изделия отрасли и на увеличение импорта. Для отрасли характерно значительное колебание потребительского спроса. По данным Объединения промышленников, число занятых на предприятиях швейной промышленности значительно уменьшилось, и можно предположить, что эта тенденция продолжится.

Финансовые показатели, основывающиеся на отчетах публичных компаний, указывают на повышение прибыльности, ликвидности и устойчивости предприятий отрасли. Вместе с тем, тяжелее стало бремя расходов на финансирование. Оценивая перспективы, мы полагаем, что несмотря на нынешнюю положительную тенденцию, в обозримом будущем ситуация изменится к худшему под влиянием неопределенности и ухудшения экономической ситуации в Европе и США, которые, в свою очередь, скажутся и на уровне потребительского спроса в Израиле.