

УДК 338.124.2

АМЕРИКАНСКИЕ КОРПОРАЦИИ НА ВЫХОДЕ ИЗ РЕЦЕССИИ

© 2011 г. **А.И. Рей***

Институт США и Канады РАН, Москва

Официальная экономическая статистика США не даёт полного представления об изменениях корпоративных финансовых показателей и внутригрупповой динамике фирм – лидеров экономики. При изучении статистических индикаторов выборки из 232 компаний выявлено, что к третьему кварталу 2010 г. признаков второго экономического спада не наблюдалось.

Ключевые слова: *финансовая отчётность, рецессия, микроэкономический анализ.*

По широте охвата, тщательности выполнения принципов учёта и доступности макроэкономическая статистика США является лучшей в мире. Несмотря на это, анализ состояния национальной экономики только на основе усреднённых данных изначально неполон, поскольку не способен отразить изменения в распределении показателей экономической активности и деловой конъюнктуры по отдельным отраслям и хозяйствующим субъектам.

С целью восполнить эту лакуну в ИСКРАН проводится мониторинг первичных источников экономической информации – годовых и квартальных отчётов крупнейших корпораций нефинансового профиля, подаваемых в соответствии с действующим законодательством в Комиссию по ценным бумагам и биржам США.

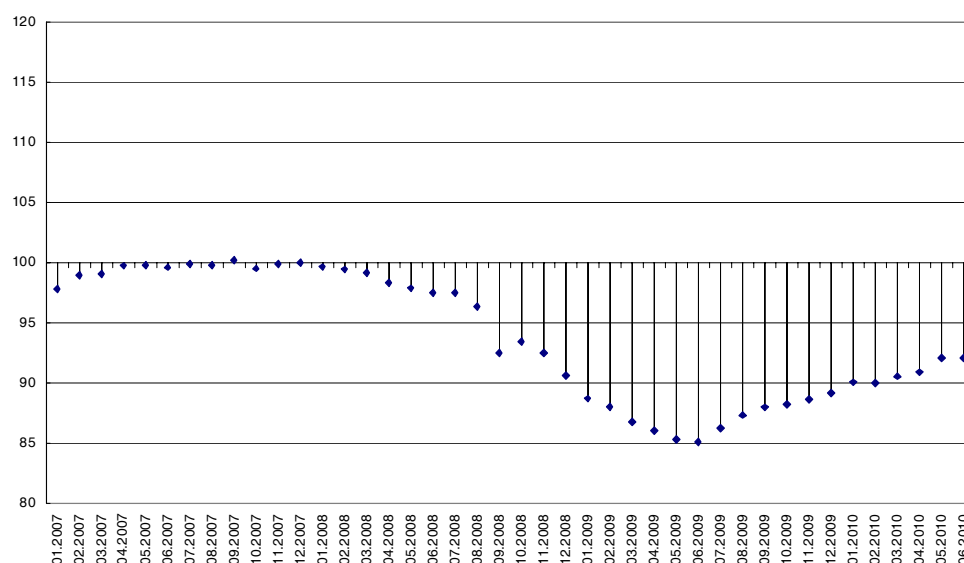
Исследования динамики деловой конъюнктуры

Комитет по датировке делового цикла Национального бюро экономических исследований США устанавливает даты начала и окончания рецессий в результате анализа нескольких одновременных и запаздывающих макроиндикаторов (рис. 1). Этот процесс чрезвычайно затянут во времени, поскольку существует политическое и моральное давление, мешающее членам комитета вовремя объявить о начале спада в экономике. С практической точки зрения это пока не является помехой для определения переломных моментов в среднесрочной экономической динамике [2], так как традиционно можно положиться

* РЕЙ Алексей Игоревич – кандидат экономических наук, старший научный сотрудник ИСКРАН. Телефон для контакта: (495) 690–6326.

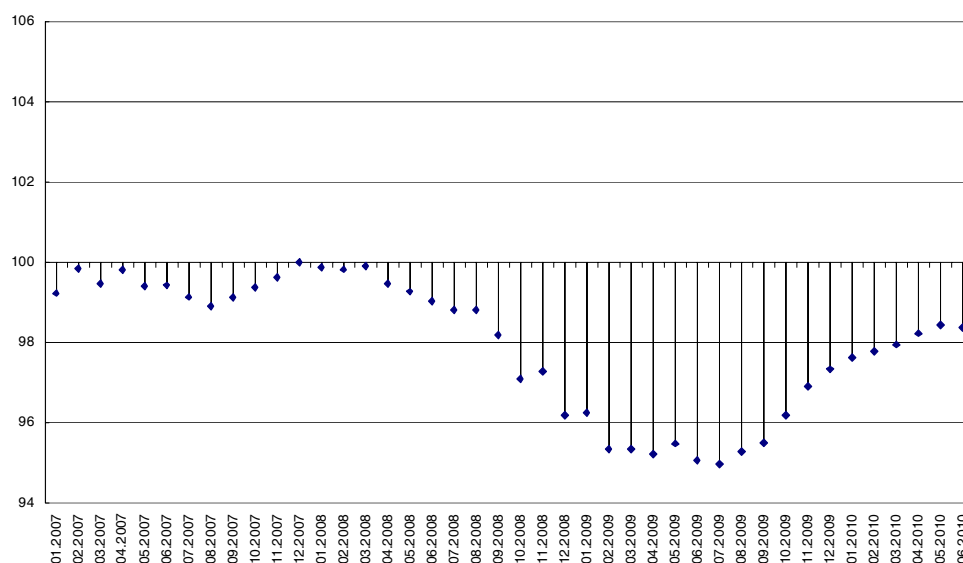
Рис. 1. Макропоказатели деловой конъюнктуры в США
Ежемесячная оценка валового внутреннего дохода США (по Стоку – Уотсону)

Дз кабрь 2007 = 100



Индекс промышленного производства

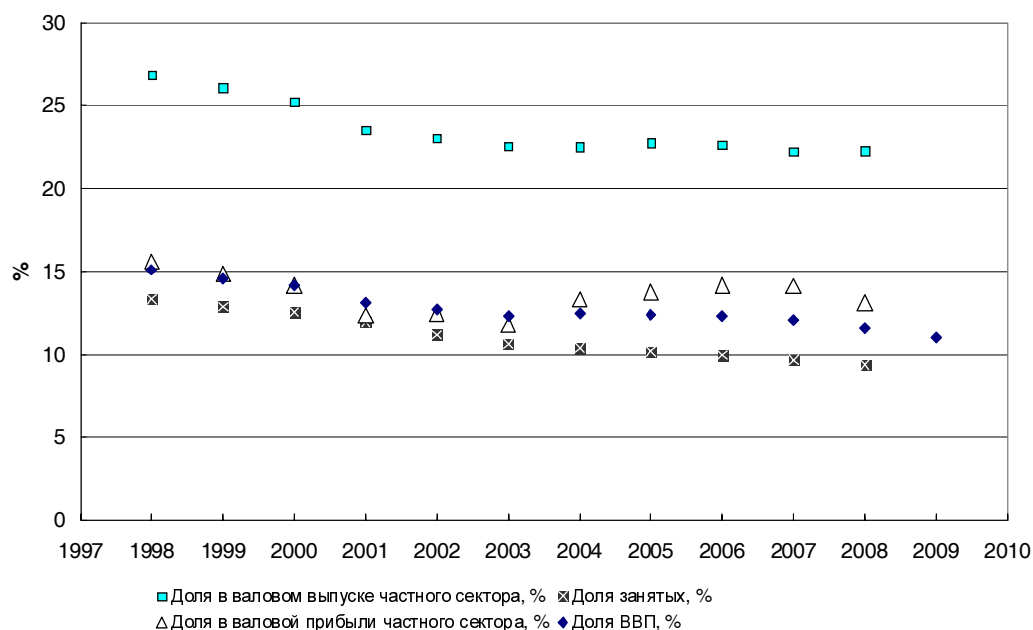
Дз кабрь 2007 = 100



Business Cycle Dating Committee. Cambridge (Mass.), NBER. September 20, 2010.

на один, но чрезвычайно ценный и оперативный вид статистических данных – ежемесячную информацию об индексе промышленного производства, предоставляемую Федеральной резервной системой США (релиз G.17).

Рис. 2. Значение обрабатывающей промышленности в экономике США



Рассчитано по: *GDPbyInd_VA_NAICS_1998-2009.xls. Bureau of Economic Analysis, December 2010.*

Вместе с тем, в экономической литературе отмечается, что экономика неоднородна и агрегирование данных маскирует важные тенденции, проявляющиеся на уровне отдельных фирм и групп фирм [3]. Из-за различий в финансовом состоянии, доступе к каналам сбыта, управленческом таланте руководителей и т.п. складывается неравномерная динамика отраслей и экономики в целом, когда под воздействием одних и тех же макроэкономических факторов (например, платёжеспособного спроса, денежно-кредитной и бюджетно-налоговой политики государства) корпорации по объективным показателям отдаляются друг от друга с началом новой фазы цикла.

Отдельную проблему представляет недостаточность индекса промышленного производства для анализа современной структуры американской экономики, в которой на обрабатывающую промышленность приходится меньше 10% занятых, меньше четверти валового выпуска частного сектора экономики и меньше одной восьмой ВВП (рис. 2).

Очевидным решением обеих трудностей, повышающим охват, оперативность и глубину исследования, становится обращение непосредственно к финансовой отчётности компаний и работа со статистическими распределениями параметров, извлекаемых из отчётов о прибылях и убытках, а также из балансовых отчётов. В литературе заметно появление работ, использующих это решение (например, [2]), но пока данный метод не был широко применён к актуальным данным.

Выборка

В данной статье представлены результаты обобщения 260 отчётов 232 фирм, сданных в Комиссию по ценным бумагам и биржам в течение второго полугодия 2010 года.

Таблица 1

Показатели репрезентативности выборки

Год	Календарный квартал	Суммарные продажи включённых в выборку фирм за один рабочий день, млн. долл.	Охват мониторингом, % всех фирм в США
2009	I	927,698	0,91
	II	10 883,870	10,73
	III	12 775,749	12,59
	IV	471,558	0,46
2010	I	925,511	0,91
	II	13 030,378	12,85
	III	14 644,309	14,44
	IV	673,820	0,66

Примечания:

1. В данной работе используется определение рабочих дней, принятое в функции Networkdays программного пакета MS Excel.

2. Продажи фирм за один условный рабочий день по всей экономике США в 2008 г. составили 101 428,9 млн. долл. (рассчитано по US Bureau of Economic Analysis, GDPbyIND_GO_NAICS_1998-2009.xls).

Таблица 1 даёт основания полагать, что выборка предоставляет информацию о фирмах, обеспечивающих до 10–14% ВВП США.

Критерии включения компаний в выборку и исключения из неё не являются полностью объективными и/или сбалансированными, поэтому не следует механически переносить выводы по выборке на экономику в целом. В выборке представлены имеющие штаб-квартиру в США компании следующих отраслей: нефте-, газо- и угледобыча; нефтепереработка; базовая и органическая химия; резинотехническая промышленность; биотехнология; фармацевтика; аэрокосмическая индустрия; микроэлектроника; автопром (в том числе производство комплектующих); чёрная и цветная металлургия; пищевая отрасль; производство этанола и биодизельного топлива, крепких и безалкогольных напитков; табака; медицинского оборудования; электроинструмента; лабораторного оборудования; аутсорсинговые фирмы, торгующие игрушками, парфюмерией, обувью и одеждой; телекоммуникационные и электрогенерирующие концерны; компании, эксплуатирующие газопроводы; посреднические фирмы в области здравоохранения и оптовой торговли микроэлектронной продукцией; а также компании, управляющие объектами здравоохранения; разработчики программного обеспечения. По сути, именно эти фирмы являются авангардом экономики, хотя в современном национальном хозяйстве США важную роль играют и филиалы иностранных компаний (например, в автомо-

бильной, цементной, мясоперерабатывающей промышленности, транспортной инфраструктуре, вспомогательных услугах для нефтедобычи).

Методология

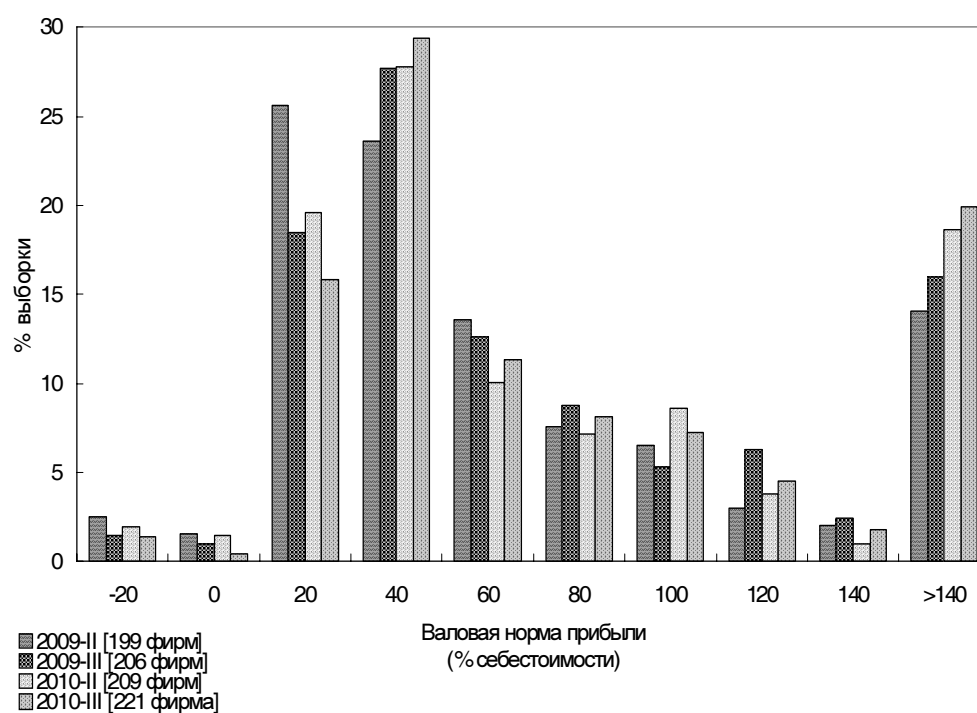
На данный момент мы фокусируем внимание на двух запаздывающих/одновременных индикаторах, доступных в годовых (10-K) и квартальных (10-Q) формах отчётности: это чистый объём продаж (NS) и себестоимость (CS), а также рассчитанный на их основе показатель валовой рентабельности: $m_G = (NS - CS) / CS \cdot 100\%$. Из объёма продаж и себестоимости исключены акцизы и иные косвенные налоги; в себестоимость включена амортизация (для тех компаний, которые выделяют её в отдельную статью финансовой отчётности). Ни расходы на НИОКР, ни затраты на маркетинг и управление (*Selling, General & Administrative*) ни в коем случае не могут рассматриваться как часть себестоимости даже для таких фирм, как «Майкрософт» или «Селджин» (*Microsoft* или *Celgene*), чья деловая модель предполагает постоянное проведение НИОКР для разработки новых товаров. Расходами на НИОКР и рекламе можно маневрировать так же, как и инвестициями в основной капитал – с той разницей, что срок окупаемости рекламы составляет от полугода до двух лет, инвестиций в НИОКР – 3–5 лет, а вложения в основные средства окупаются лишь при условии сохранения благоприятной рыночной обстановки.

Результат мониторинга представлен на рис 3. Мы видим, как сокращается доля фирм с рентабельностью до 20%, с учётом всех дополнительных расходов фактически убыточных. Одновременно восстанавливается численность компаний, получающих сверхприбыли (на диаграмме – рентабельность более 140%). Именно эти фирмы являются локомотивами роста делового спроса, хотя часть полученной сверхприбыли распыляется, не доходя до собственников, и распределяется в виде бонусов руководству.

Сами по себе эти показатели недостаточны, чтобы заявить о полном выходе из рецессии или об исчезновении риска повторного падения ВВП, вызванного спадом внутреннего спроса под влиянием высокой безработицы. И на фирмы, и на домашние хозяйства давит бремя задолженности. Мелкий и средний бизнес не имеет таких возможностей по работе на международных рынках, какие есть у большей части включённых в выборку компаний. Ужесточение бюджетно-налоговой политики может поставить под вопрос как рост доходов фирм, работающих по государственным заказам, к примеру, «Локхид Мартин» (*Lockheed Martin*) или САИК (*SAIC*), так и восстановление потребительских привычек многих американских семей. Следует также подчеркнуть, что диаграммы являются косвенным подтверждением правильности политики Федеральной резервной системы по обнулению фактических процентных ставок, чтобы облегчить 45–50% компаний (из входящих в выборку это те, у которых рентабельность ниже 60%) авансирование текущих расходов и финансирование НИОКР и рекламы из генерируемой в ходе текущей деятельности сверхприбыли (по меркам середины первого десятилетия XXI века – совсем небольшой).

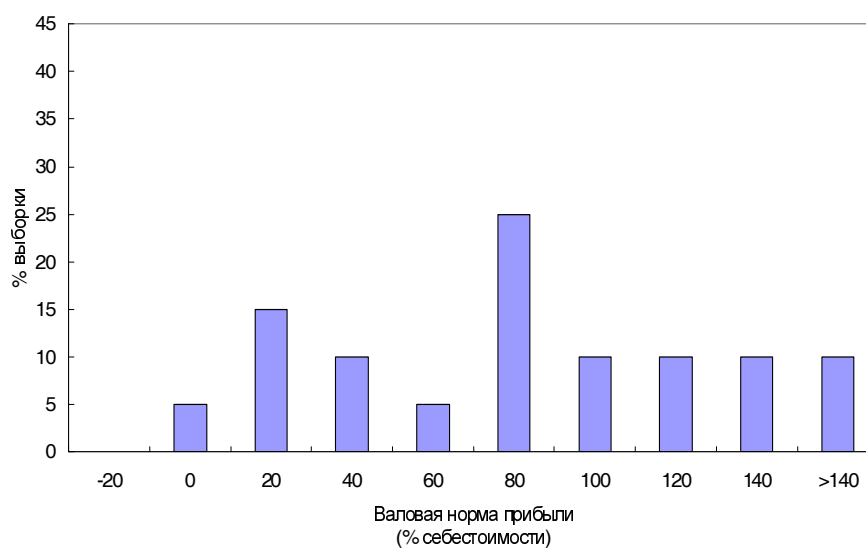
Рис. 3. Изменение распределения валовой рентабельности ведущих фирм США по мере выхода из кризиса

Показатели по кварталам со статистически значимым числом фирм в выборке

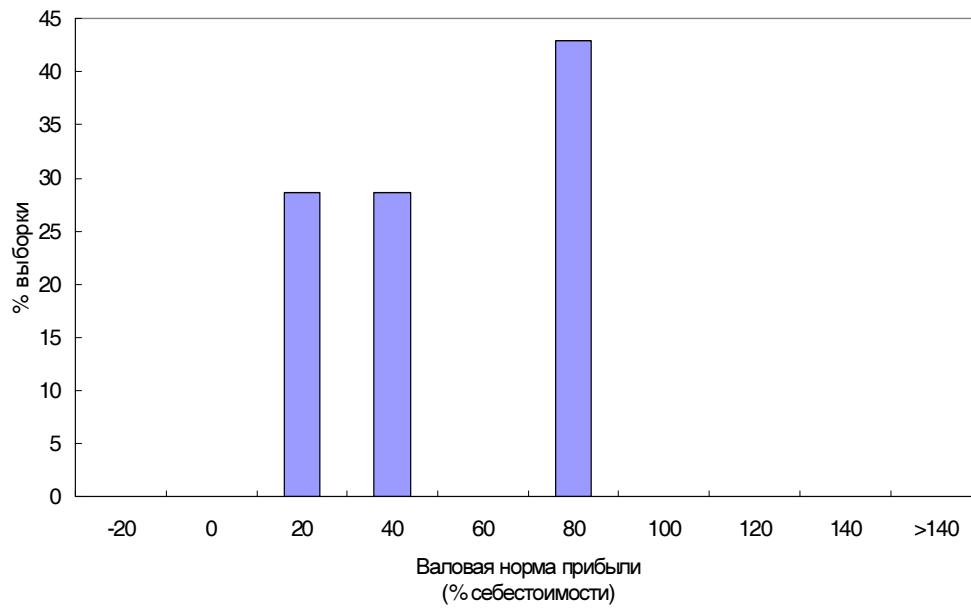


Показатели по кварталам с малым числом фирм в выборке

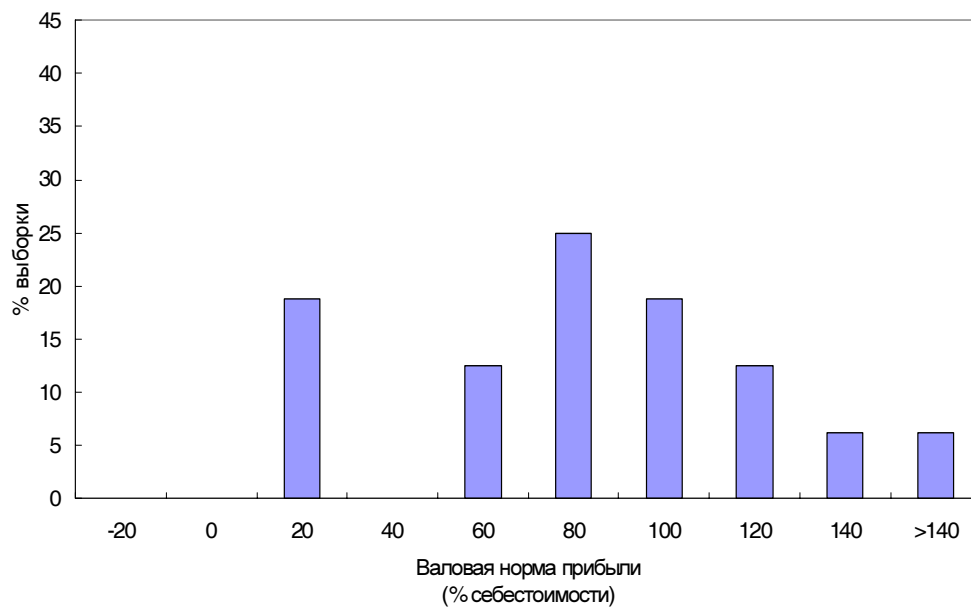
2009-I [20 фирм]

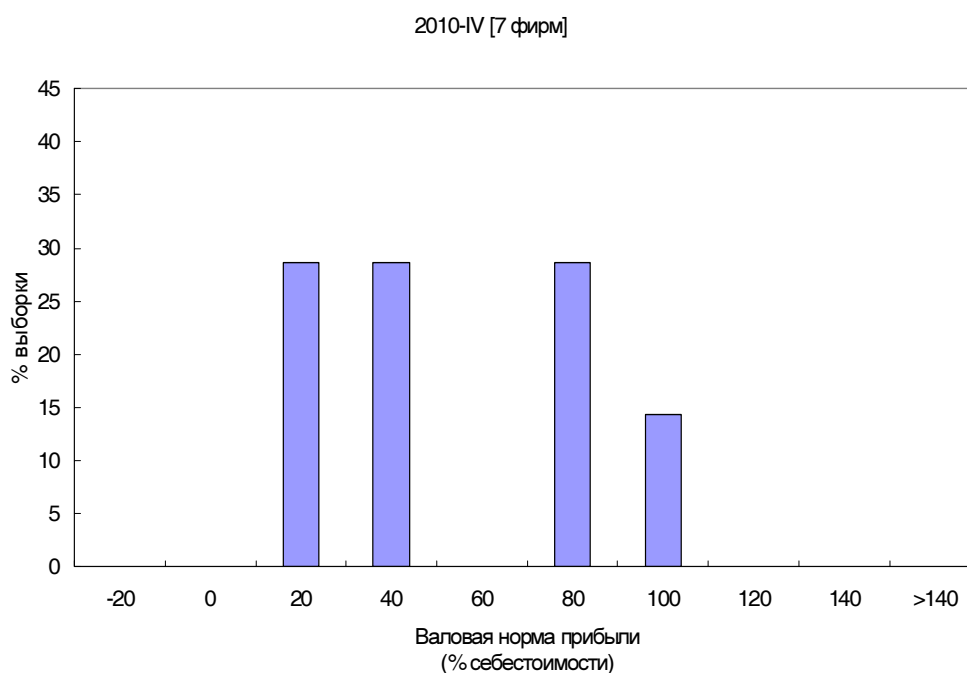


2009-IV [7 фирм]



2010-I [16 фирм]





Рассчитано автором.

Чтобы наглядно проверить наличие однонаправленности изменений по всей выборке, мы одновременно отображаем на рис. 4 в дезагрегированном виде, для каждой корпорации, прирост рентабельности с III кв. 2009 по III кв. 2010 г. и рентабельность в III кв. 2010 г. Можно наблюдать, как подавляющее большинство фирм в целом занимают место рядом с осью абсцисс на диаграмме, что свидетельствует о том, что за этот период не произошло массовых революционных сдвигов в бизнес-модели и эффективности управления. Резкий рост рентабельности – удел небольшой прослойки корпораций из выборки. Для проверки этих выводов обратим внимание на рис. 5.

Интересно, что самая многочисленная отраслевая группа из «испытавших всплеск рентабельности» – это компании микроэлектронного сектора. Список этих фирм приводится ниже, в табл. 2.

Насколько существенно преобладание микроэлектронной промышленности в данной части выборки, судить трудно, хотя бы потому что выборка не является полностью случайной.

Мы можем сравнить динамику выборки с динамикой индекса промышленного производства (рис. 5) по ключевым отраслям. Микроэлектронная промышленность к декабрю 2010 г. увеличила выпуск на 36% по сравнению с январём 2008 г. Её превзошли только добыча золота и серебра с приростом на 69% – именно поэтому «Ньюпорт майнинг (*Newport Mining*) и «Фрипорт Макморан» (*Freeport McMoran*) попали в табл. 2 – и кондитерская промышленность (прирост составил 39%).

Рис. 4. Индивидуальная динамика валовой рентабельности

2010-III к 2009-III

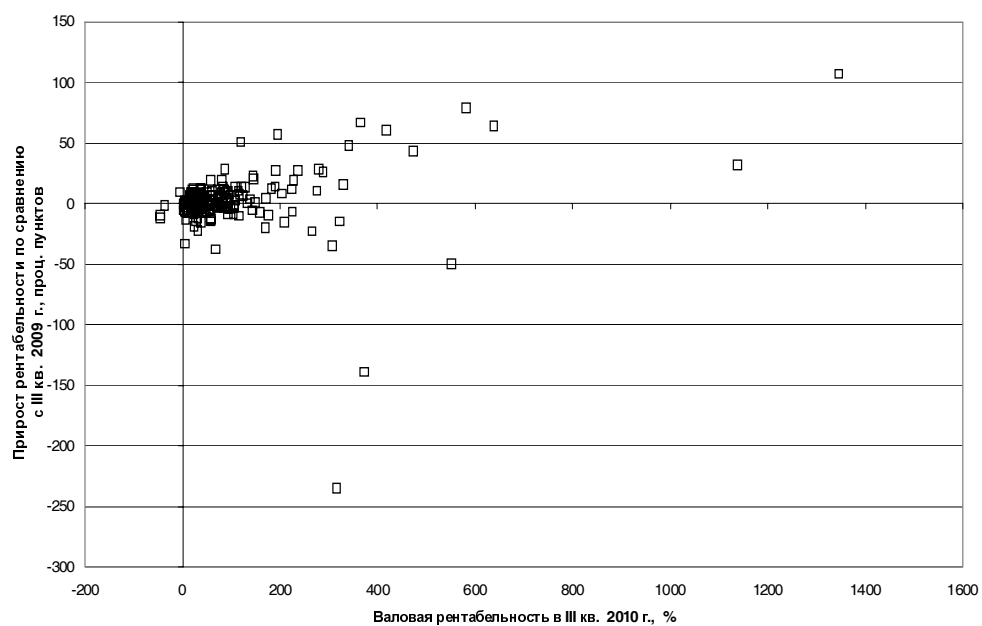
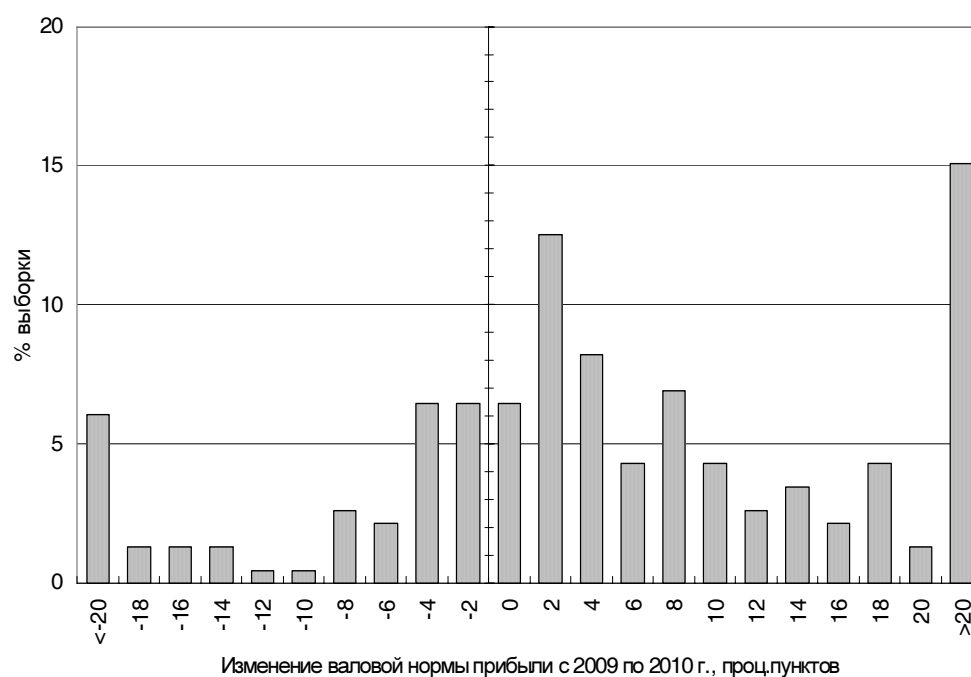


Рис. 4. Распределение динамики валовой рентабельности в выборке



Рассчитано автором.

Таблица 2

Компании с приростом рентабельности за 2009–2010 гг. более 20%

Компания	Δm_G , процентных пунктов	Компания	Δm_G , процентных пунктов	Компания	Δm_G , процентных пунктов
«Селджин»	372,3	«НВидиа»	55,1	«Зайлинкс»	29,5
«Аллерган»	111,4	«Ньюмонт майнинг»	52,7	«И-кью-ти»	29,3
«Апач»	110,7	«Альтера»	46,3	«И-эм-си»	29,1
«Биоген айдек»	109,9	«Тексас инструментс»	46,0	«Корнинг»	27,6
«Вертекс фар- масьютикалз»	108,1	«Пиннакл уэст кэпитал»	44,2	«Алтриа групп»	27,3
«Интел»	100,4	«Майкрософт технолоджи»	43,2	«Эллайант энерджи»	26,8
«Квестар»	100,2	«Фрипорт- Макморан»	41,0	«Коуч инк.»	26,6
«Линейр технолоджи»	67,8	«Невада пауэр»	39,7	«Неталп»	24,8
«Континентал ресорсиз»	67,7	«Майкрон технолоджи»	38,7	«Маттель»	24,0
«Ультра петролеум»	65,3	«Оксидентал петролеум»	36,8	«Лорильяр»	23,9
«Энзлог девайсиз»	62,2	«Эпплайд материалз»	33,4	«Кэлпайн»	23,7
«Майкрософт»	61,3	«НВ энерджи»	31,4		

Рассчитано автором.

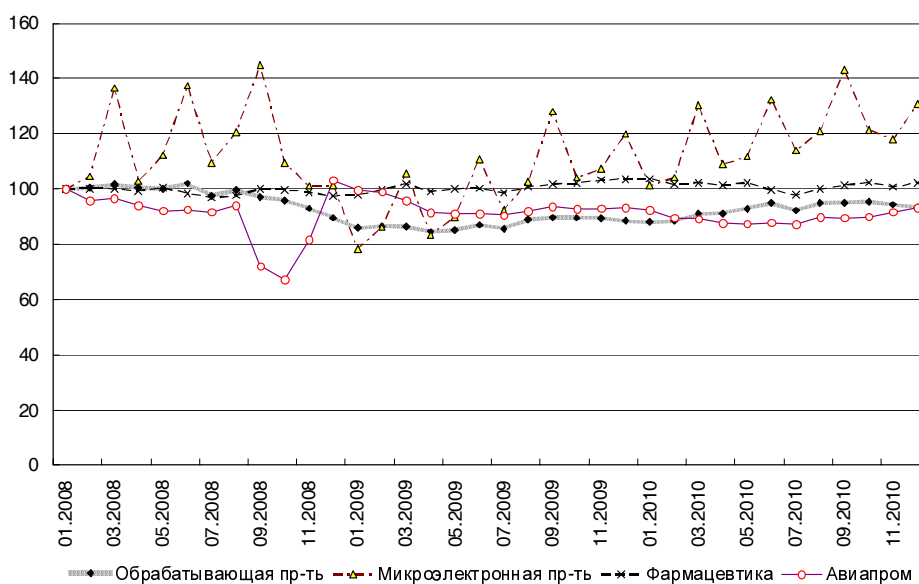
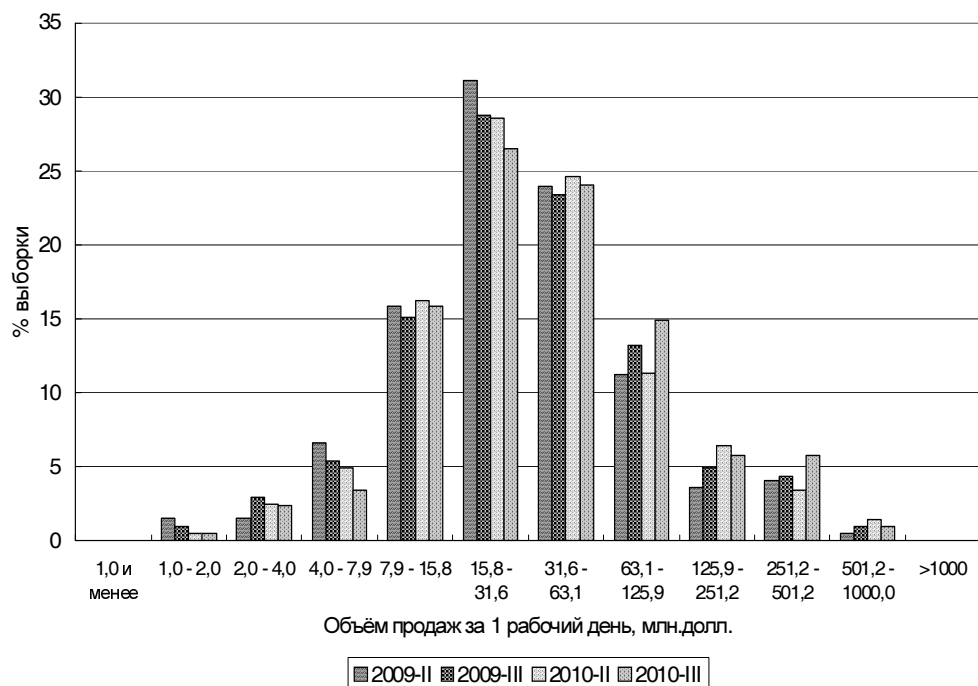
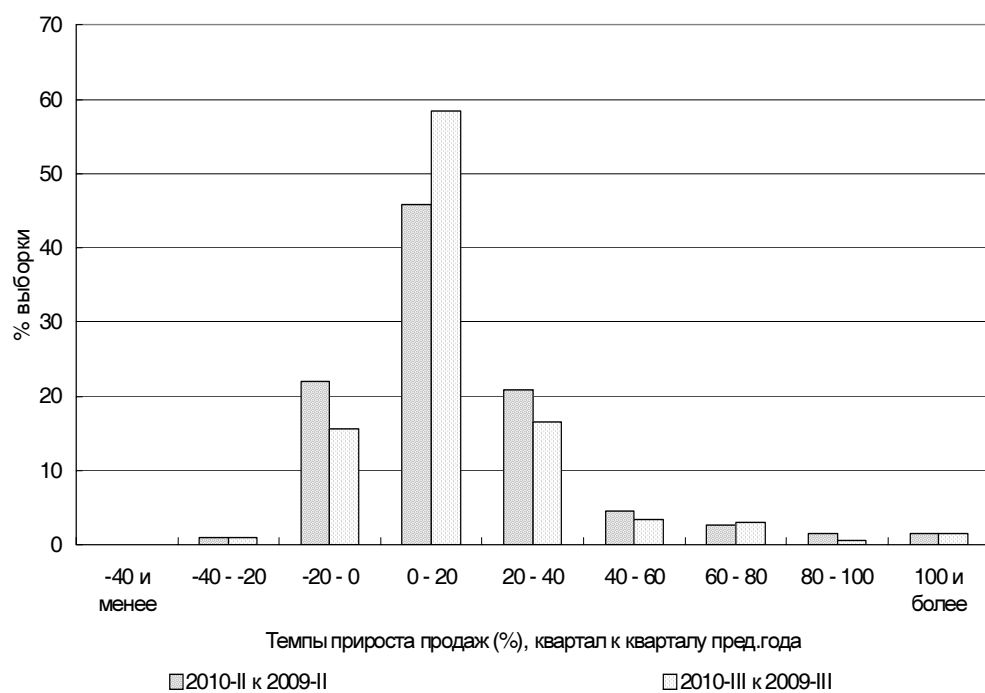
**Рис. 5. Динамика индекса промышленного производства в США
(январь 2008 года = 100)**

Рис. 6. Изменение распределения чистого объёма продаж американских фирм в 2009–2010 гг.



Рассчитано автором.

Рис. 7. Распределение динамики объёма продаж в выборке



Рассчитано автором.

Выводы

Проведённое исследование не выявило тревожных признаков возвращения рецессии в третьем квартале 2010 г. Насколько это связано с корректностью нашего понимания происходящих в экономике США процессов, а насколько – с выбором для изучения одновременных/запаздывающих индикаторов деловой активности, остаётся открытым вопросом. Нет сомнения, что многие недостатки и пробелы применённого подхода могли бы быть устранены прогнозированием потребительского спроса и рынка труда.

Анализ распределения экономических показателей по выборке из крупнейших фирм даёт в сжатой и наглядной форме представление о явлениях, которые до поры до времени могут быть скрыты под спудом усреднения и обезличивания, характерного для официальной статистики, а также позволяет оценить, насколько крепок фундамент возобновления экономического роста.

Накопление информации о динамике распределений упрощает задачи калибровки и проверки адекватности создаваемых в рамках ИСКРАН межотраслевых моделей американской экономики. На практике представляется необходимой параметризация распределений с тем, чтобы иметь возможность непрерывного (по мере поступления квартальных и годовых отчётов) обновления оценок параметров методами статистической фильтрации. Качество анализа может быть улучшено за счёт раннего (ещё до публикации отчётов) выявления инвестиционных решений включённых в выборку фирм.

Список литературы

1. *Bachmann R., Bayer Ch.* Investment Dispersion and the Business Cycle // NBER Working Paper 16861. Cambridge (MA), NBER, March 2011. 33 p.
2. *Chauvet M., Hamilton J.* Dating Business Cycle Turning Points / Nonlinear Time Series Analysis of Business Cycles. Costas Milas, Philip Rothman, and Dick van Dijk (eds.). Amsterdam: Elsevier, 2006. P. 1-54.
3. *Higson C., Holly S., Kattuman P., Platis S.* The Business Cycle, Macroeconomic Shocks and the Cross Section: The Growth of UK Quoted Companies // *Economica*. May 2004. Vol. 71. No. 281. P. 299-318.