

Аналитик: Николай Кашеев, e-mail: kni@mdmbank.com

Сквозь Великую депрессию: микроэкономика

Великая депрессия (ВД) была отчасти вызвана неверным представлением ФРС о том, что борьба с инфляцией не влияет, а дефляция сама по себе безвредна для реальной экономики, действием «золотого стандарта», а также банальным перепроизводством товаров и услуг и «пузырями» в активах в 20-е гг. XX века, то есть в том числе и циклическими причинами. Теоретические споры относительно состава данной комбинации факторов ведутся буквально до сих пор. Началась ВД также со сдувания «пузыря» на фондовых рынках: в начале 1929 г. ФРС принялась особенно активно бороться с гипертрофированным фондовым рынком, ограничив выдачу брокерам кредитов под залог ценных бумаг. Известное нам бюро NBER, продекларировавшее, что нынешняя рецессия началась в конце 2007 г., датирует начало ВД августом 1929 г., но в качестве исторической вехи более всего известно крушение фондового рынка в октябре того же года. С октября по декабрь 1929 г. индекс промышленной продукции ФРС упал на 9%, а за 1930 г. – на 21%.

В 30-е гг. американская экономика прошла через череду банковских кризисов. В начале 30-х гг. еще не существовало никаких систем страхования вкладов, что провоцировало новые волны паники. В мае 1931 г. коллапс австрийского банка Кредит-анштальт импортировал кризис в Европу, а в сентябре того же года Великобритания отказалась от золотого стандарта. Кроме того – что может показаться сегодня диким – в декабре администрация президента США Гувера не нашла ничего более уместного, как заняться балансированием бюджета США и... подняла налоги. В 1931 г. сокращение индекса выпуска промпродукции составило 15%, инфляция упала на 9.4%, денежный агрегат M1 снизился на 6%.

Новая (третья по счету) волна паники и банкротств банков пришла на 1932-1933 гг. и произошла после некоторой коррекции в экономике в конце лета 1932 г. В итоге, за 1-ый кв. 1933 г. промышленное производство сократилось еще на 16%. Всего за 1932-1933 гг. индекс цен потребителей упал на 16%, а денежная масса M2 – на 35%, несмотря на рост ликвидных резервов почти на 8.5% (знакомо, не так ли?). Безработица в марте 1933 г., на дне рецессии, достигла 25% трудоспособного населения против 3% (!) до начала ВД, т.е. на пике цикла роста.

В марте 1933 г. у руля США стал Рузвельт, немедленно были объявлены банковские каникулы (6-13 марта), в апреле США вышли из системы золотого стандарта. Сразу вслед за этим началось долгое восстановление экономики. Это восстановление продолжалось на деле до 1941 г., на фоне относительной пассивности ФРС, методом проб и ошибок. Детали этого поучительного периода многомерны и требуют особого и подробного освещения.

Индекс промышленного производства

| | 1927 | 1928 | 1929 | 1930 | 1931 | 1932 | 1933 | 1934 | 1935 |
|----------------|------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Великобритания | 95 | 94 | 100 | 94 | 86 | 89 | 95 | 105 | 114 |
| Канада | 85 | 94 | 100 | 91 | 78 | 68 | 69 | 82 | 90 |
| Франция | 84 | 94 | 100 | 99 | 85 | 74 | 83 | 79 | 77 |
| Германия | 95 | 100 | 100 | 86 | 72 | 59 | 68 | 83 | 96 |
| Италия | 87 | 99 | 100 | 93 | 84 | 77 | 83 | 85 | 99 |
| Нидерланды | 87 | 94 | 100 | 109 | 101 | 90 | 90 | 93 | 95 |
| Швеция | 85 | 88 | 100 | 102 | 97 | 89 | 93 | 111 | 125 |
| США | 85 | 90 | 100 | 83 | 69 | 55 | 63 | 69 | 79 |

Источник: *Industrial Statistics*

Как справедливо отмечают исследователи, ВД не была периодом сплошного мрака и ужаса. Так, например, в течение 3-х тяжелых для рынков лет, начиная с октября 1929 г., DJIA упал на 90%, но испытал при этом 5 промежуточных ралли глубиной от 16 до 48%. Точно так же, некоторые компании не только сумели выжить в этих непростых условиях, но и упрочили свое положение на рынке.

Практика показала, что эти компании в течение кризиса вели себя по-разному, однако их общей чертой было, например, то, что они не позволяли забыть о себе и вели достаточно активную маркетинговую и рекламную политику, поскольку потребительский спрос, разумеется, полностью не исчезал, и корпорациям оставалось лишь своевременно перестраиваться в нужном направлении. И, разумеется, не оставлять потребителя без внимания. В исследовании Дейва Чейза (Dave Chase) «How brands thrived during the Great Depression» показаны изменения в потребительском спросе по группам товаров:

Расходы потребителей по видам продукции, млрд. постоянных долларов:

| | «Мало живущий» ширпотреб | снижение | Средней длит. использования | снижение | Длительного пользования | | Услуги | снижение | Всего | снижение |
|------|--------------------------|----------|-----------------------------|----------|-------------------------|-----|---------|----------|---------|----------|
| 1928 | \$164.3 | | \$59.9 | | \$38.4 | | \$269.6 | | \$532.3 | |
| 1929 | \$168.3 | | \$61.7 | | \$40.3 | | \$284.4 | | \$554.8 | |
| 1930 | \$164.8 | 2% | \$56.1 | 9% | \$30.9 | 23% | \$269.0 | 5% | \$520.8 | 6% |
| 1931 | \$164.4 | 0% | \$53.6 | 4% | \$26.4 | 15% | \$257.6 | 4% | \$501.9 | 4% |
| 1932 | \$154.1 | 6% | \$46.9 | 13% | \$20.0 | 24% | \$236.0 | 8% | \$456.9 | 9% |
| 1933 | \$151.1 | 2% | \$42.7 | 9% | \$20.2 | -1% | \$233.5 | 1% | \$447.6 | 2% |

Во времена ВД те, кто имел доход выше черты бедности, продолжали поддерживать расходы на прежнем уровне; бедные остались бедными – с точки зрения маркетинга от них также не приходилось ожидать существенных сдвигов (они ограничивались лишь жизненно необходимыми товарами), а более всего пострадали, конечно, расходы среднего класса.

Dave Chase указывает на то, что, на самом деле, в ходе ВД выжили и даже процветали компании из самых разных участков потребительского спектра. Например, Procter and Gamble, представляющая товары постоянной необходимости, Chevrolet из области производителей, покупку продукции которых можно отложить, и Camel, производящая товары, от которых можно (и, вообще-то, нужно – слова бывшего курильщика) отказаться. Все эти игроки не останавливали активные маркетинговые кампании. Те, кто вошли в ВД с сильными (более ликвидными) бухгалтерскими балансами и вели себя активно, увеличили свою рыночную долю, тогда как их конкуренты со столь же неплохими стартовыми данными, но более консервативной стратегией проиграли в этом соревновании.

Procter & Gamble до сих пор исповедует идеологию агрессивного маркетинга во время рецессий, в ходе ВД компания не сокращала рекламный бюджет. Впрочем, понятно, что ее продукция была востребована постоянно, и требовалось лишь не уступить в конкуренции. P&G первой применила радио-рекламу, что и позволило ей остаться в выигрыше.

Camel в 1920 г. была табачной компанией №1 в США, но в 1929 г. сигареты Lucky Strike от American Tobacco Co. сместили лидера отрасли, а в 1931 г. еще и Chesterfield потеснил Camel. Camel увеличила затраты на рекламу и в 1935 г. вернулась на первую строчку в рейтинге производителей табачных изделий.

Chevrolet в 20-х гг. уступал Форду, причем на 10 автомобилей Форд продавался только 1 Chevrolet. Однако более слабый бухгалтерский баланс Форда во время вхождения в ВД помог Chevrolet вырваться вперед уже в 1931 г.

Ресурс <http://401kmaze.com> также обращается к опыту компаний, которые сохранили себя и достигли успеха в период ВД. В качестве основания для анализа использован список эмитентов, входивших в расчет индекса DJIA с 1920 по 1950 гг. (очень немалый период, надо сказать), и рассмотрены только те компании, которые входили в состав индекса не менее, чем в 10 случаях его пересмотра. Таковых набралось 18.

Allied Chemical. Это конгломерат (холдинг) химических компаний, производивших соду, кислоты, химические полуфабрикаты для широкого спектра товаров, включая лекарства и краски, а также основу для взрывчатых веществ. Этот холдинг позже неоднократно приобретался различными компаниями, последней из которых была Honeywell, сама выпавшая из расчета DJIA уже в феврале 2008 г.

American Can. Эта упаковочная компания (в т.ч. производившая консервные банки) возникла в результате слияния ряда фабрик, разбросанных по всем Штатам, в 1901 г. и фактически стала почти «градообразующим» предприятием для Чикаго. Лишь в конце 20 века компания постепенно утратила свое значение и перестала существовать как самостоятельная корпорация.

American Smelting (ASARCO LLC): производитель цветных металлов (в первую очередь меди) полного цикла (от добычи до выплавки чистого металла) из Аризоны. Ныне она является подразделением Grupo México и находится под защитой от банкротства, однако реструктуризирует свой бизнес и – увы – в начале 2008 г. надеялась поправить положение в текущем году. Возможно также, что компания будет приобретена за 2.6 млрд.долл. индийской Sterlite Industries, хотя нынешний владелец выступает против этой сделки. Да и времена наступили весьма непростые... При этом компания до сих пор владеет прибыльными шахтами и производствами меди в Аризоне.

American Tobacco, уже упомянутая выше, была основана в 1890 г. – настоящий ветеран бизнеса. В 1896 г. она уже входила в расчет DJIA вместе с 11 другими эмитентами. В начале 20 века она была разделена, в соответствии с антимонопольным законодательством, на 4 компании, включая собственно American Tobacco и небезызвестный R.J.Reynolds. Ныне диверсифицированная корпорация по производству ряда товаров повседневного спроса называется Fortune Brands и более не занимается производством табачных изделий. Однако в целом табачная промышленность чувствовала себя очень неплохо во времена ВД.

Bethlehem Steel, «Вифлеемская сталь» (имеется в виду г. Вифлеем в Пенсильвании) завершила свое существование в 2003 г., пав жертвой «постиндустриальной экономики». Некогда была второй по величине сталелитейной компанией в США, а затем крупнейшей судостроительной корпорацией мира. Скончалась в результате банкротства в 2001 г., в 2003 остатки активов были куплены International Steel Group, затем слившейся с Mittal Steel, которая в особом представлении, конечно, не нуждается. Можно сказать, что Bethlehem Steel – символ заката прежнего могущества классических индустрий Запада, который в конце концов и привел всех нас в печальную осень 2007 г., и подъема развивающихся экономик BRIC. В США стало гораздо выгоднее структурировать mortgages в CDO, чем производить сталь, каковое неблагодарное занятие досталось выходцам из Индии. (Впрочем, в структуризации CDO они также принимали некоторое и довольно значимое участие.)

General Motors Corporation, Chrysler, General Electric Company. Все три корпорации также не нуждаются в представлении. Впрочем, для тех, кто не очень знаком с предметом, можно привести области, в которых GE была наиболее активна в течение своей долгой истории, включая период ВД: производство газовых турбин, выработка электроэнергии, производство станков-автоматов, осветительных приборов, медицинского оборудования, электродвигателей, локомотивов и т.п.

General Foods, производитель пищевых продуктов и владелец сетей ресторанов. Приобретена в середине 80-х Philip Morris, которая ныне, в свою очередь, называется Altria Group, Inc.

International Harvester, ныне Navistar International Corporation. Старейший производитель сельскохозяйственных машин.

International Nickel (позднее известная как Inco), ровесник International Harvester, существует с 1902 г. В 1929 г. скачкообразно расширила свою деятельность, приобретая британскую никелевую компанию Mond Nickel. Во время войны International Nickel поставляла 40% никеля, необходимого для производства артиллерии союзников. Позднее никелевое подразделение было продано Special Metals Corporation, которая, в свою очередь, обанкротилась в 2002 г.

Johns-Manville вошла в состав DJIA в 1930 г. и оставалась там до 1982 г. Производила кровельные материалы, изолирующие материалы и оборудование.

Sears Roebuck & Company – сеть супермаркетов среднего класса, слилась с ныне широко известной KMART.

Standard Oil (N.J.), знаменитая компания Д.Рокфеллера. Такой же ветеран, как Texas Company, ныне Texaco. Рядом с ними Union Carbide – предтеча современной нефтехимической промышленности и U.S. Steel – также живая легенда, ныне продолжающая работать в США и... Центральной Европе.

Westinghouse Electric, совершенно инновационная компания, производившая в т.ч. бытовую технику, ставшая также в 1920-е гг. серьезным игроком в медиа-бизнесе (за счет открытия радиостанций в крупных центрах США). В 1930-е гг. стала пионером атомной промышленности, в 1935 г. производит крупнейшую в мире электрическую печь для производства на заводах Ford, в 1940-х гг. финансирует изобретение магнетогидродинамического генератора, создает авиационный радар, строит реактивные двигатели и наземное освещение для аэродромов. В 1945 г. создает первый в мире автоматический лифт (без лифтера).

Woolworth – сперва торговая сеть low end («копейка»), затем крупнейшая розничная сеть страны. Пала жертвой конкуренции.

Были и менее громкие примеры выживания и успеха, из области малого и среднего бизнеса. Все перечисленные ниже компании существуют и по сей день.

A.E. Schmidt, производитель бильярдных столов, основана в 1850 г. Во время ВД начала производить мебель для ресторанов и кафе, включая сиденья для унитазов. Оставила открытыми кредитные линии для своих клиентов. Сократила сейлзменов, превратив оставшихся в коммивояжеров. Проявили находчивость в маркетинге: например, заполучив список трудовых лагерей, созданных согласно антикризисной программе Рузвельта, начала поставлять туда бильярдные столы; бильярд стал главным развлечением для находившихся там людей.

Cornell Iron Works, основана в 1828 г., производитель дверей для промышленных помещений. Во времена ВД стала заниматься более широким кругом работ, выполняя заказы по производству дверей для автомобилей и даже сейфовых дверей для музея Metropolitan в Нью-Йорке. Пришлось серьезно сократить расходы (на 75%), а семья владельцев продавала личное имущество ради спасения бизнеса.

Crane & Co., производитель бумаги. Во время ВД спрос на бумагу сильно упал, и фабрики Crane & Co. оказались на грани остановки. Однако компания не стала увольнять работников, а решила найти им другую работу. Кроме фабрики, «градообразующая» для г.Далтон, Массачусетс, компания владела зданиями в нем, и направила рабочих фабрики на... покраску этих домов. В целом, Crane & Co. показала очень гибкий подход к бизнесу, быстро переключаясь, например, с производства бумажных воротников, популярных в 19 веке, на бумажные детали для боеприпасов. В 1970-х гг. компания стала печатать банкноты для различных стран (Саудовская Аравия, Швеция, Малайзия).

Marshall Elevator, производитель лифтового оборудования, существует с 1818 г. Во времена ВД едва не обанкротилась, уволила 75% персонала. Никогда не вела агрессивной политики, например, ограничила регион деятельности 200-мильным радиусом вокруг своей штаб-квартиры в Питтсбурге. Спасли компанию война и оборонные заказы на разного рода подъемники. В компании утверждают, что консервативная политика и внимание к нуждам клиентов помогли ей быстро восстановить клиентскую базу в 40-х гг.

D.G. Yuengling & Son, пивоваренная компания. Ключевое слово - диверсификация. Открыла молочную ферму, начала делать мороженое и инвестировать в шоу-бизнес.

Schaeffer Manufacturing, производитель смазочных материалов. Изначально компания изготавливала свечи и моющие средства; одно время даже была достойным конкурентом Procter & Gamble. Затем компания сосредоточилась на смазочных материалах. Во времена ВД ей помогли некоторые государственные заказы, но, в целом, Schaeffer просто выживала, и ее возрождение началось только после окончания ВД.

Harden Furniture, производитель мебели. Во время ВД численность персонала сократилось со 150 до... 15 человек, включая членов семьи владельцев. Идеология выживания была такой: не хватать звезд с неба, но не терять возможностей продвинуть свою продукцию. Владельцы сокращали долг компании и диверсифицировали производство, изготавливая деревянные детали для оружия. ВД произвела

колоссальное впечатление на семью Harden: с тех самых пор они стараются иметь на балансе как можно меньше долга и быть как можно ликвиднее.

Vixler's, старейшая ювелирная компания США. Во времена ВД открыла «библиотеку драгоценностей», выдавая свои изделия напрокат. Идеология выживания: консервативное ведение бизнеса.

| Старые отрасли, представители которых пережили ВД и добились успеха в те времена: | Что американцы думают про сегодняшний день, какие отрасли будут ощущать себя лучше: |
|---|--|
| Химическая промышленность | Производители ширпотреба, товаров повседневного спроса и розничные торговые сети |
| Разработка полезных ископаемых Производство электроэнергии | Нефтяные компании (в США) Транспортные компании (сначала полагали, что автомобильные перевозчики пострадают от высоких цен на бензин, поэтому речь изначально в основном шла о железнодорожных компаниях) |
| Торговые сети-дискаунтеры | Небрендовые компании (производители дешевых аналогов известных брендов) |
| Табачная промышленность | Провайдеры дешевых услуг, лоукостеры разного рода |
| Производство автомобилей | Аэрокосмические компании, оборонная промышленность, ВПК – все, что связано с войной (из-за поддержки государством долгосрочных программ) |
| Производство оборудования и станков (как ни странно; дело, видимо, в ярких инновациях и военном производстве) Строительство и стройматериалы (как изменились времена!) | |

Рекомендации нации, пережившей Великую депрессию, и, возможно, вступающей почти в ту же самую воду еще раз (Jon Gordon. «5 Ways To Thrive During Tough Times»:

1. Не принимайте участие в рецессии! Другими словами, не поддавайтесь отчаянию. Выжившие в ВД не бросали свой бизнес и искали возможности для его развития.
2. Интенсифицируйте рекламу и маркетинг. Это – хорошее время для привлечения новых клиентов.
3. Инновации имеют важное значение. - GE, Disney и Microsoft появились во времена экономических спадов. Для американцев сегодня «зеленые технологии» и альтернативные источники энергии – слова, означающие надежду.
4. Станьте «полюсом притяжения» для талантов. Привлекайте лучший персонал, и вы будете лидером, когда все закончится.
5. Думайте о высоких целях, действуйте. Небоскреб Empire State Building и мост Golden Gate были построены при ВД. Во времена, когда многие боятся риска, тот, кто рискует, имеет больше шансов стать победителем.



МДМ-Банк
Корпоративно-
Инвестиционный Блок
Котельническая наб., 33/1
Москва, Россия 115172
Тел. 795-2521

Управляющий директор, Руководитель Дирекции Рынков Капитала

Константин Рогов

Konstantin.Rogov@mdmbank.com

Отдел продаж: bond_sales@mdmbank.com

| | |
|--------------------|------------------|
| Линаида Еремина | +7 495 363 55 83 |
| Наталья Ермолицкая | +7 495 960 22 56 |
| Дарья Грищенко | +7 495 363 27 44 |
| Джузеппе Чикателли | +7 495 787 94 52 |

Отдел торговли долговыми инструментами

| | |
|------------------|------------------------------|
| Александр Зубков | Alexander.Zubkov@mdmbank.com |
| Евгений Лысенко | Evgeny.Lysenko@mdmbank.com |

Отдел РЕПО

| | |
|--------------|---------------------------|
| Денис Анохин | Denis.Anokhin@mdmbank.com |
|--------------|---------------------------|

Анализ рынка облигаций

| | | | |
|----------------|-----------------------------|----------------|---------------------------|
| Михаил Галкин | Mikhail.Galkin@mdmbank.com | Максим Коровин | Maxim.Korovin@mdmbank.com |
| Мария Радченко | Maria.Radchenko@mdmbank.com | | |

Макроэкономика, денежный и валютный рынки

| | |
|----------------|-----------------|
| Николай Кащеев | kni@mdmbank.com |
|----------------|-----------------|

Редакторы

| | | | |
|-------------------|--------------------------------|-----------------|------------------------------|
| Михаил Ременников | Mikhail.Remennikov@mdmbank.com | Эндрю Маллиндер | Andrew.Mullinder@mdmbank.com |
|-------------------|--------------------------------|-----------------|------------------------------|

Настоящий обзор имеет только информационное значение и не может рассматриваться как предложение о совершении сделок на финансовом рынке. Отчет основан на источниках информации, заслуживающих доверие, однако мы не гарантируем, что все сведения абсолютно точны. Информация может быть изменена нами без предварительного уведомления.

© 2008, ОАО МДМ-Банк. Без письменного разрешения МДМ-Банка запрещается полностью или по частям воспроизводить, адаптировать, передавать по различным каналам, транслировать в эфир, доводить до общего сведения, публично показывать, преобразовывать в цифровую форму, синтезировать, опубликовать, модифицировать, усовершенствовать, адаптировать, переводить на другие языки, использовать с другими произведениями, рекламировать, распространять, сублицензировать, продавать, сдавать в аренду, включать в каталоги, создавать резервные копии, архивировать, включать в базы данных и давать право доступа.