

В данном обзоре мы приводим сравнительный анализ индексов нескольких рынков, используя один из рыночных мультипликаторов P/E. В обзоре рассмотрены S&P 500 Index, Eurostoxx 50, индекс китайского рынка Shanghai Composite и индекс РТС.

Как известно, коэффициент P/E указывает на то, сколько условных единиц (\$) готовы платить инвесторы за каждый заработанный доллар на одну акцию. В теории вы найдете интерпретацию: чем выше значение показателя P/E, тем акция дороже, соответственно, чем ниже, тем дешевле. Инвесторы активнее покупают акции тех компаний, чьи доходы растут быстрее или имеют больший потенциал роста по сравнению с аналогами. В целом, показатель отражает ожидания или готовность инвесторов платить за доходы компании. Вокруг этого показателя до сих пор разгорается немало споров по поводу качества сигналов, однако мы оставляем это на ваше усмотрение, предлагая взглянуть на показатель в истории.

### Что стоит учитывать, рассматривая мультипликатор P/E?

1 С одной стороны, текущие высокие значения коэффициентов P/E говорят о том, что рынок (в нашем случае акции, входящие в состав индексов) перекуплен. С начала года большинство индексов демонстрировали положительную динамику. Оптимизм подогревался комментариями и обещаниями представителей ряда компаний показать хорошие результаты по итогам первого квартала. Результаты, на самом деле оказались «неплохими», текущая ситуация символизирует собой как минимум период стабилизации: доходы снижаются, но более медленными темпами, по сравнению с предыдущими кварталами кризисного периода (или убытки выросли меньше). Мы не раз высказывали наше мнение о качестве этих «неплохих» результатов, основным драйвером которых оказались одноразовые прибыли по торговым операциям или бухгалтерские маневры. Тем не менее, факт остается фактом. Инвесторы почти «на ура» «подняли» значения показателей P/E. Если придерживаться мнения о том, что будущие доходы компаний не будут столь «хорошими», текущие значения стоит рассматривать как признак «перекупленности». В этом случае, должна наступить коррекция, которая «уравновесит» значения индексов и коэффициент P/E.

2 С другой стороны, активный рост значений коэффициента P/E может также говорить о том, что инвесторы готовы платить эти деньги за будущие доходы компаний, то есть они готовы рисковать. Это означает, что рынок на самом деле верит в то, что «худшее позади», и аппетит к риску находится близко к нормальному уровню. В этом случае, не стоит ждать, что разворот (коррекция) рынка будет существенным, и это признак начала бычьего долгосрочного тренда. Несмотря на высокие значения коэффициента P/E, далеко не все участники рынка решат продать на текущих уровнях.

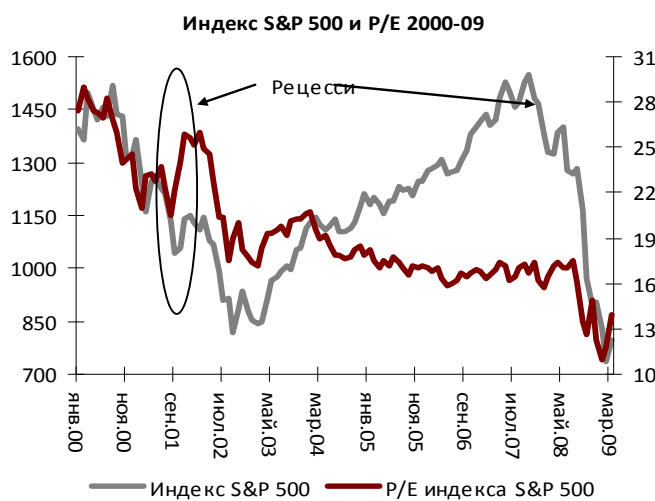
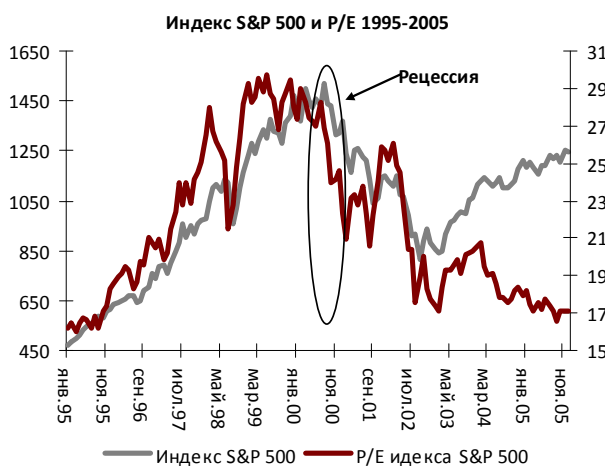
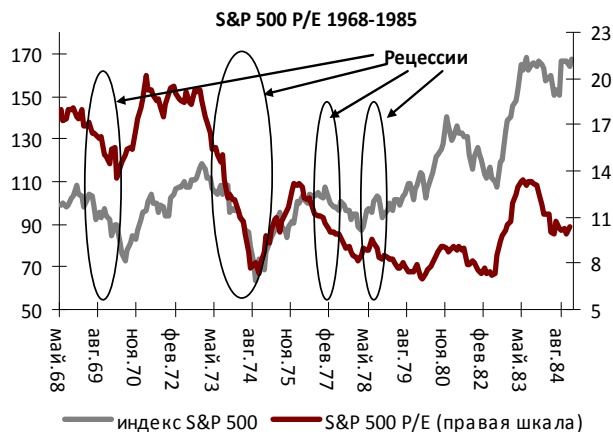
Стоит также аккуратно оценивать резкий рост значений этого коэффициента, так как во время различных циклов этот показатель ведет себя по-разному. К примеру, для бычьего тренда характерны значения P/E выше среднего, для медвежьего – соответственно, ниже.

Принимать решения исключительно на основании P/E рискованно, этого, как минимум не достаточно. Показатель не подает сигналов на покупку или продажу, однако он может показать, когда стоит «уходить» с рынка.

Обе интерпретации имеют право на рассмотрение, но выводы зависят только от того, по какую сторону баррикады вы находитесь.

Мы рассмотрели динамику коэффициента P/E в истории на примере индекса S&P 500. В периоды «недооцененности» рынка (P/E на низких уровнях) классические сигналы мультипликатора, предвещающие дальнейший рост рынка, работали, что едва ли можно сказать о последних 5-7 годах.

**Историческая динамика индекса S&P 500 и P/E индекса с 1954 по 2009гг.:**



Резюмируя историческую динамику, мы составили сводную таблицу:

Начало рецессий	Насколько индекс S&P 500 опережает начало рецессии	Насколько P/E опережает официальные даты рецессии	Уровень P/E в начале снижения	Окончание рецессий	Насколько индекс S&P 500 опережал окончание рецессии	Насколько P/E опережал окончание рецессии	Уровень P/E в начале повышения
Август 1957	0 мес	2 мес	14,14	Апр 58	1 мес	6 мес	12,07
Апр 60	9 мес	12 мес	20,1	Фев 61	4 мес	11 мес	16
Дек 69	13 мес	-2 мес	18	Ноя 70	5 мес	7 мес	13,6
Ноя 73	-2 мес	11 мес	19,2	Март 75	7 мес	4 мес	8
Янв 80	48 мес	45 мес	13	Июл 80	3 мес	4 мес	7
Июл 81	9 мес	0 мес	9	Ноя 82	4 мес	4 мес	7
Июл 90	2 мес	3 мес	17	Март 91	6 мес	6 мес	14,6
Март 00	-1 мес	1 мес	29	Ноя 01	-10 мес	-9 мес	17,5
Дек 07	2 мес	5 мес	17,5	-	-	-	

**Из приведенной выше таблицы можно сделать несколько выводов:**

1 Коэффициент P/E показал больше положительных результатов при начале рецессии, оказавшись чувствительнее к снижениям, чем к росту, при восстановлении экономики. То есть в 7 случаях из 9 снижение значения мультипликатора P/E предвещало начало рецессии, и в 6-ти случаях из 9 снижение P/E предвещало снижение индекса S&P 500. Однако лишь в 3 случаях из 9 при восстановлении, мультипликатор опередил рост рынка и окончание рецессии (до 70-х годов). В последних 4 рецессиях, коэффициент либо не опережал вообще, либо запаздывал.

2 В периоды рецессий и коэффициент P/E, и сам рынок (S&P 500) лучше (заранее) сигнализируют об окончании рецессии, чем о начале рецессии.

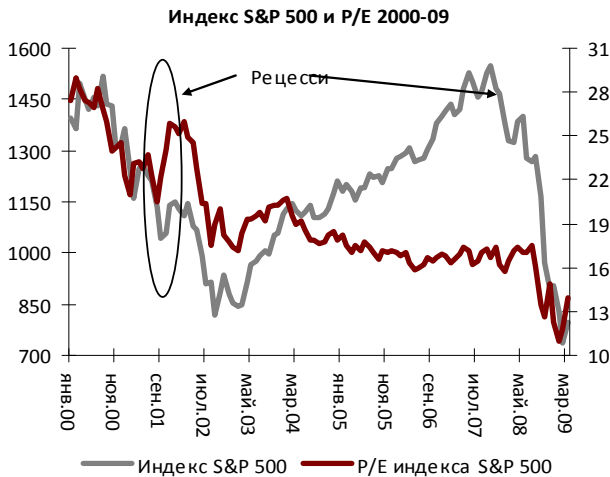
3 Очень показательным является и тот факт, что с годов 80-х гг. динамика показателя P/E опережает рынок намного слабее, чем до 70-х годов. Если верить истории, значит то, что вы увидите далее, на примере индекса Eurostoxx 50, не говорит в пользу роста.

Из истории можно сделать вывод, что раньше, годов до 80-х, коэффициент P/E опережал рынок и при снижении и при росте больше, чем в последние рецессии. Обратите внимание на то, что после последней рецессии значения P/E остались в принципе близко к уровням, до которых значения опустились в течение рецессии и с тех пор значения больше не восстанавливались, в то время, как рынок успел вырасти до новых «высот».

Анализ показателя в истории говорит о том, значение показателя P/E снижалось быстрее, чем инвесторы снова начинали «верить» в рост доходов по окончанию рецессии.

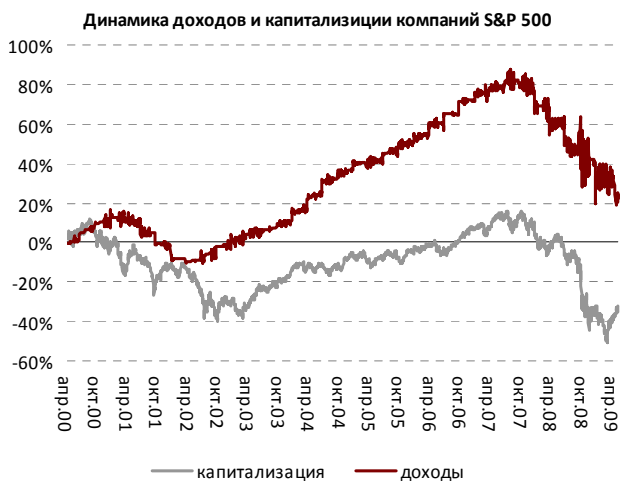
С сентября 2004 по июль 2008 P/E был фактически стабильным, что говорит о том, что после рецессии инвесторы заложили определенный уровень доходов компаний, после чего вкладывали в акции компании более медленными темпами по сравнению с темпами роста доходов компаний. Это и объясняет, почему на протяжении нескольких лет значения показателя P/E оставалось стабильным. Со временем доходы компаний начали оправдывать вложения, в результате чего доходы росли, но большими темпами по сравнению с тем, как инвесторы продолжали вкладывать в акции компаний.

Если «разложить» мультипликатор P/E на составляющие (цену/капитализацию и прибыль), то становится понятным, что происходит на самом деле:



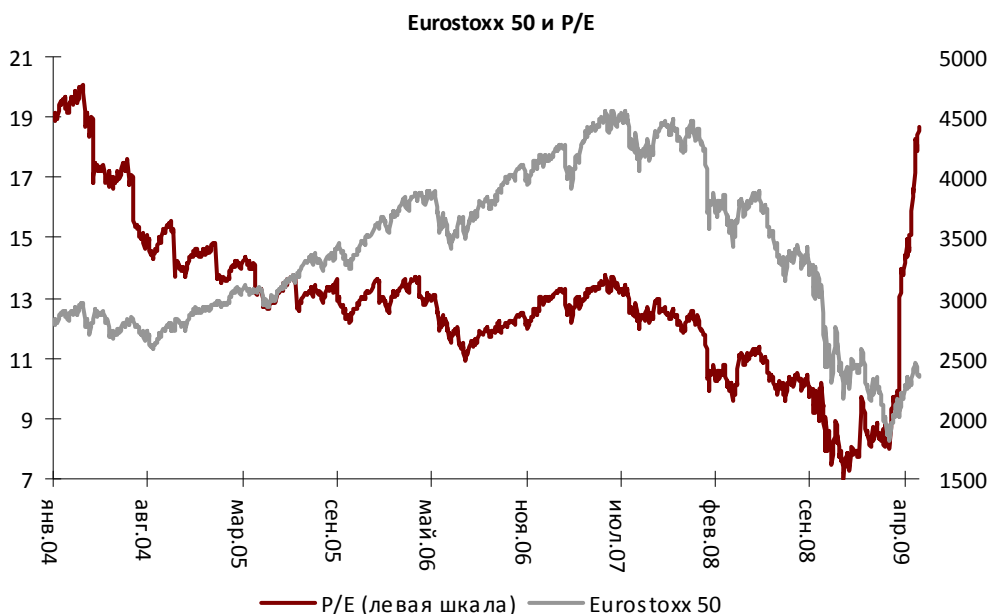
SPX Index	Капитализация индекса	Доходы компаний, входящих в состав индекса
03.10.2000	-4,4%	7,6%
28.12.2001	-12,1%	-13,9%
02.01.2003	-21,7%	12,8%
31.12.2003	21,0%	10,6%
31.12.2004	10,2%	18,4%
30.12.2005	-0,3%	9,9%
29.12.2006	11,7%	14,5%
31.12.2007	1,1%	-1,7%
31.12.2008	-38,1%	-29,1%
15.05.2009	-5,1%	0,5%

Показательно то, что только во время последней рецессии значения показателя P/E начали расти на 9 месяцев позже того, как закончилась официальная рецессия. Это значит, что инвесторам понадобилось 9 месяцев восстановления экономики (и соответственно, доходов), чтобы те увидели перспективы своих вложений. В начале текущей рецессии рынок (S&P 500) начал снижаться на 9 месяцев раньше, чем снизился показатель P/E, то есть до банкротства Lehman Brothers инвесторы все еще «покупали доходы компаний».

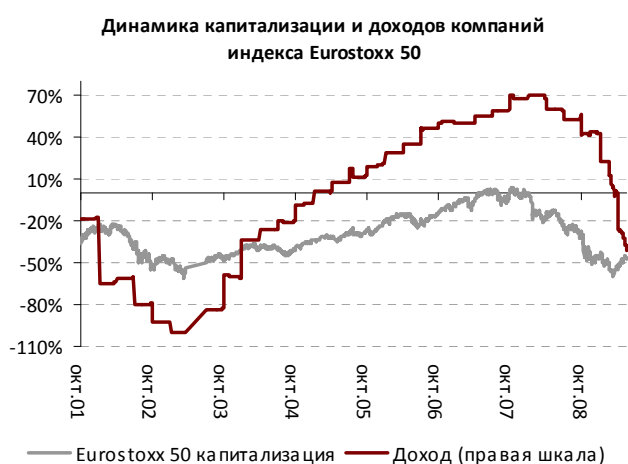


P/E вернулся на уровень октября 2008, то есть ситуация близка к той, которая царила на рынке до банкротства Lehman Brothers, хотя доходы продолжают снижаться.

Если брать во внимание то, что в течение последних 5-7 лет, индекс и мультипликатор стремились к точке «справедливого равновесия», это не делает американский рынок глобально перекупленным.

**Индекс европейского рынка Eurostoxx 50 и P/E индекса**


Динамика индекса Eurostoxx 50 и коэффициента P/E индекса дает очень четкий сигнал перекупленности рынка. Если мы «разложим» коэффициент P/E на рыночную капитализацию индекса и доходы компаний, входящих в состав индекса, наш вывод лишь подтвердится. Доходы компаний, входящих в расчет индекса Eurostoxx 50 в 2008 году снизились на 44,7%, в то время, как сам индекс Eurostoxx 50 снизился лишь на 27,6%. На текущий момент, доходы компаний упали с конца 2008 на 52,5%, а рынок находится лишь на 7,1% ниже открытия в начале года. Это самый перекупленный рынок на текущий момент.



Индекс китайского рынка Shanghai Composite и P/E индекса

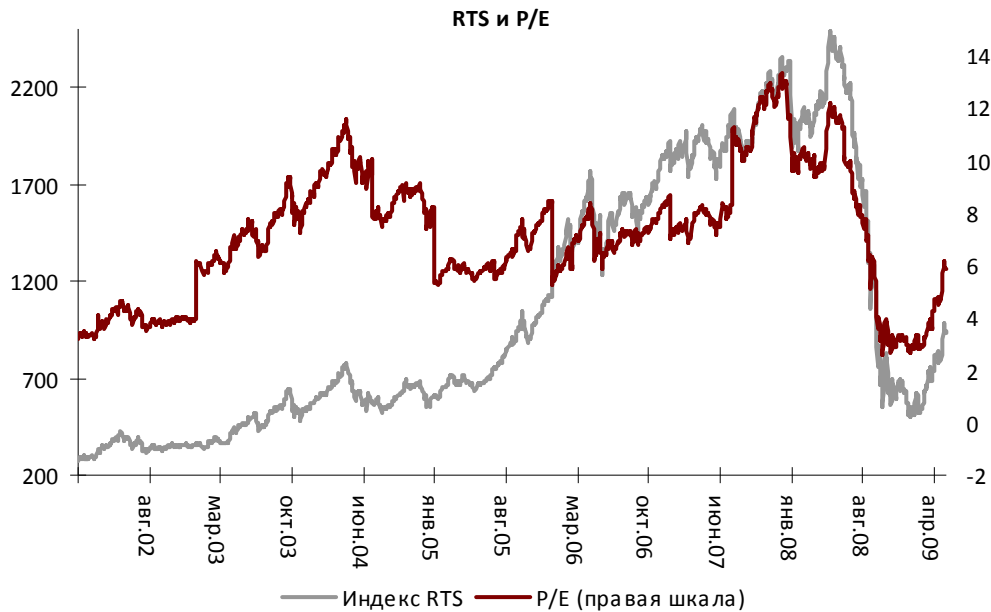


В случае с индексом китайского рынка Shanghai Composite, ситуация несколько иная. Значение коэффициента P/E длительное время (до 2005г) снижалось, в то время доходы компаний в целом росли. Рекордный рост доходов, начавшийся в 2007 году сопровождался, соответственно рекордным притоком капитала на рынок, следовательно ростом рынка. С началом кризиса капитализация компаний резко сократилась, в то время, как компании продолжали получать доходы. Обратите внимание на, что доходы компаний, входящих в состав индекса Shanghai Composite оставались стабильно высокими на протяжении большей части 2008 года и начали снижаться лишь в самом конце 2008.



За 2008 год доходы компаний выросли на 2,5%, для сравнения в 2007 году – на 146,3%; индекс Shanghai Composite за 2008 год потерял 64,7%. Это может говорить о том, что инвесторы китайского рынка заложили более пессимистичные ожидания, чем они на самом деле оказались. Несмотря на снижение доходов на 17,6% с начала 2009 года, китайский рынок вырос на 41,4%, и, тем не менее, компании китайского рынка не выглядят столь перекупленными. Перспективы дальнейшего ухудшения экономической ситуации и снижения доходов может сделать китайский рынок уязвимым, но скорее всего не сейчас.

Индекс российского рынка РТС и P/E индекса



Значения мультипликатора P/E индекса российского рынка РТС, с 2005 года был фактически стабильным, что говорит о том, что инвесторы изначально заложили определенные ожидания доходов компаний, и позже инвестировали в российские акции индекса РТС более медленными темпами, по сравнению с тем, как росли доходы отечественных компаний. Однако за этот период доходы компаний начали расти быстрее, оправдывая (ранние) ожидания инвесторов, акции, тем самым приближались к справедливой оценке.



Динамика капитализации индекса и доходов компаний индекса напоминает ситуацию в Китае: в 2008 года доходы компании выросли на 4%, в то время, как рынок потерял 71,6%. В 2009 году доходы компаний упали на 22,8%, в то время, как капитализация выросла на 40,5%. Общее состояние «локальной» перекупленности, но меньшее по сравнению с европейским рынком. Однозначно российский рынок «пострадал» в 2008 году, но сейчас динамика рынка не совпадает с фундаментальными факторами.

Во многом текущий рост капитализации российского рынка определяют факторы, не имеющие отношение к фундаментальному обоснованию. Так, например, с третьего квартала 2007 года доходы компаний уже начали заметно снижаться, в то время, как индекс РТС достиг своего максимального значения в мае 2008. С момента начала снижения темпов доходов компаний (2 Кв 2007) и новым пиком индекса РТС прошло порядка 3 кварталов. За этот период цены на нефть – основной ориентир инвесторов – выросли на 87% (с \$77 до \$144 за баррель). Рост цен вполне обоснованно не отразился в темпах роста доходов компаний, но участники рынка заложили это в движение рынка.

С начала текущего года рост индексов российского рынка продолжает расходиться с фундаментальными составляющими и сопровождается обще-приемлемыми аргументами участников рынка о том, что акции «слишком дешевы» и стабилизацией цен на нефть (+22,3% с начала года). Это вовсе не соответствует реальной динамикой доходов компаний, акции которых активно покупались инвесторами. Тем не менее, в 2008 году акции российских компаний были существенно перепроданными, поэтому текущий рост является некоторой компенсацией. Однако, дальнейшее снижение доходов компаний усилит расхождение между ростом капитализации компаний и снижением их доходов.

#### Выводы:

- При восстановлении экономики и на выходе ее из рецессии коэффициент P/E не просто запаздывает с сигналом, но на примерах последних трех рецессий фактически никак не предвещает разворота. Соответственно, текущее повышение значений коэффициента P/E не стоит рассматривать как признак готовности инвесторов «вернуться» в рынок на долгосрочную перспективу. А это в свою очередь, лишь подчеркивает текущую перекупленность особенно, Европейского рынка.
- Анализ динамики капитализации и доходов компаний подтверждает ранее сделанный вывод.
- Индексы рассмотренных рынков локально выглядят перекупленными, кто больше, кто меньше. Наибольшее расхождение фундаментальных факторов с ростом индекса можно констатировать на европейском рынке. Даже китайский и российский рынки не имеют столь резкого расхождения и не столь перекуплены. Исходя из этого, с большой долей вероятности можно ожидать коррекции, которая начнется именно с европейских площадок.

Мы пошли несколько дальше и попытались выяснить насколько российский рынок будет (или не будет) подвержен влиянию ожидаемой коррекции на европейском рынке.

#### Корреляция индексов, цен на нефть и валюты с 01/01/2009 по 05/19/2009

Индекс	RTS	Eurostoxx 50	S&P 500	Shanghai Composite	Oil	Доллар/ евро	Brazil Bovespa
RTS	1.0	0.56	0.34	0.21	0.37	0.32	0.54
Eurostoxx 50	0.56	1.0	0.68	0.16	0.44	0.58	0.76
S&P 500	0.34	0.68	1.0	0.05	0.44	0.51	0.80
Shanghai Composite	0.21	0.16	0.05	1.0	0.056	0.104	0.28
Oil	0.37	0.44	0.44	0.056	1.00	0.25	0.58
Доллар/ евро	0.32	0.51	0.51	0.10	0.25	1.0	0.40
Brazil Bovespa	0.54	0.76	0.80	0.28	0.58	0.40	1.0

Если переложить наши выводы на фактор корреляции, видно, что наиболее высокая корреляция индекса РТС именно с европейским индексом Eurostoxx 50, который в текущей ситуации выглядит наиболее перекупленным. Корреляция российского рынка с другими развивающимися не однородна. Так, с китайским рынком наблюдается очень слабая корреляция, поэтому факт того, что китайский рынок может корректироваться меньше других – слабое утешение для российского инвестора. Обратите также внимание на то, что китайский рынок в принципе мало «с кем коррелирует». Высокая корреляция российского рынка наблюдается также с бразильским рынком, который в свою очередь «зависит» от американского и европейского рынка. С 2002 года на американском рынке капитализация росла намного медленнее предыдущих лет и других компаний, это говорит как минимум о том, что американский рынок последние 5-7 лет был близок к справедливой оценке.

**Вывод**

Итак, мы полагаем, что именно европейский рынок имеет больше шансов начать коррекцию, а высокая корреляция индекса РТС с европейским рынком, говорит в пользу коррекции и на российском рынке. Он, как минимум, будет «задет».

20 мая 2009 года

## СВЕЖИЙ ВЗГЛЯД НА СТАРЫЕ ВЕЩИ (Р/Е)



### Департамент по работе с клиентами

Дмитрий Регузов

Управление персонального инвестиционного консультирования

E-mail: [open@aton-line.ru](mailto:open@aton-line.ru)

Тел.: +7 (495) 777-66-77

### ООО «АТОН»

105062, Россия, Москва,  
ул. Покровка, д. 27, стр. 6  
Тел.: +7 (495) 777-66-77  
Сайт: [www.aton-line.ru](http://www.aton-line.ru)

### Аналитическое управление

Вячеслав Буньков

Начальник аналитического  
управления,  
нефтегазовый сектор

[Viatcheslav.Bunkov@aton-line.ru](mailto:Viatcheslav.Bunkov@aton-line.ru)  
+7 (495) 777-66-77 доб. 2642

Ольга Митрофанова

Металлургический сектор

[Olga.Mitrofanova@aton-line.ru](mailto:Olga.Mitrofanova@aton-line.ru)  
+7 (495) 777-66-77 доб. 2676

Ирина Скворцова

Телекоммуникационный сектор

[Irina.Skvortsova@aton-line.ru](mailto:Irina.Skvortsova@aton-line.ru)  
+7 (495) 777-66-77 доб. 2675

Светлана Ковальская

Банковский сектор

[Svetlana.Kovalskaya@aton-line.ru](mailto:Svetlana.Kovalskaya@aton-line.ru)  
+7 (495) 777-66-77 доб. 2649

Инга Фокша

Макроэкономика, западные  
рынки

[Inga.Foksha@aton-line.ru](mailto:Inga.Foksha@aton-line.ru)  
+7 (495) 777-66-77 доб. 2644

Елена Шишкина

Развивающиеся, товарные  
рынки

[Elena.Shishkina@aton-line.ru](mailto:Elena.Shishkina@aton-line.ru)  
+7 (495) 777-66-77 доб. 2648

Наталья Выгодина

Технический анализ

[Natalia.Vigodina@aton-line.ru](mailto:Natalia.Vigodina@aton-line.ru)  
+7 (495) 777-66-77 доб. 2645

Евгений Носов

Технический анализ

[Eugenyi.Nosov@aton-line.ru](mailto:Eugenyi.Nosov@aton-line.ru)  
+7 (495) 777-66-77 доб. 2646

Ксения Аношина

Аналитик по общей ситуации на  
рынке, потребительский сектор

[Kseniya.Anoshina@aton-line.ru](mailto:Kseniya.Anoshina@aton-line.ru)  
+7 (495) 777-66-77 доб. 2647

Труфанов Андрей

Химия

[Andrey.Trufanov@aton-line.ru](mailto:Andrey.Trufanov@aton-line.ru)  
+7 (495) 777-66-77 доб. 2677

Паплинов Роман

Технический анализ

[Roman.Paplinov@aton-line.ru](mailto:Roman.Paplinov@aton-line.ru)  
+7 (495) 777-66-77 доб. 2679

В обзоре использованы материалы информагентств Interfax, Prime-Tass, Reuters, Bloomberg, бирж NYSE, NYMEX, компаний Yahoo, РБК, изданий Коммерсантъ, Ведомости и др.

© ООО «АТОН», 2009. Все права защищены. Несанкционированное распространение, копирование настоящего документа, полностью или частично, в отсутствие письменного разрешения ООО «АТОН» запрещено

Информация, содержащаяся в настоящем документе, является исключительно частным суждением «АТОН» и носит справочный вспомогательный характер. Любые инвестиции в объекты, упоминаемые в документе, могут быть связаны со значительным риском, могут оказаться неэффективными или неприемлемыми для той или иной категории инвесторов. Для принятия решения об инвестировании в какие-либо ценные финансовые инструменты, упомянутые в настоящем документе, необходимо обладать значительным опытом в финансовых операциях, в вопросах оценки преимуществ и рисков, связанных с инвестированием в тот или иной финансовый инструмент.

ООО «АТОН» не несет ответственности за любые убытки, возникшие вследствие использования содержания настоящего документа в практической деятельности, а также за достоверность любой информации из внешних источников, правомерно использованной в составе настоящего документа, и любые последствия использования этой информации.