

**Информационный бюллетень № 114 11 – 15 августа 2003 г.**
**Индекс РТС: 510.8 (▲ 8.0%) Объем торгов за неделю, млн. долл: 79.2 (+24.6) Рубль/доллар: 30.35(▼ 0.2%)**
**Паевые фонды группы «ЛУКОЙЛ Фонд»**

Фонды		ЛУКОЙЛ Фонд Первый	ЛУКОЙЛ Фонд Второй	ЛУКОЙЛ Фонд Третий	ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный	ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный
Стоимость пая на 14.08.03, руб.		2712,14	2782,64	2936,35	2023,59	1496,21
Изменение за период (в %)	Последняя неделя	1,94%	2,32%	2,29%	0,25%	-0,01%
	Последний месяц	0,94%	1,52%	1,62%	0,26%	0,35%
	Последние 3 месяца	15,18%	14,64%	14,83%	8,28%	0,69%
	Последние 6 месяцев	36,10%	35,68%	35,44%	25,17%	11,54%
	Последние 12 месяцев	69,64%	69,17%	70,31%	36,50%	30,81%

**Россия – конъюнктура недели**
**Рынок акций**

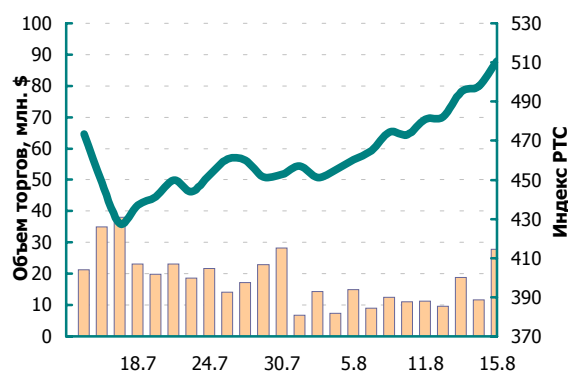
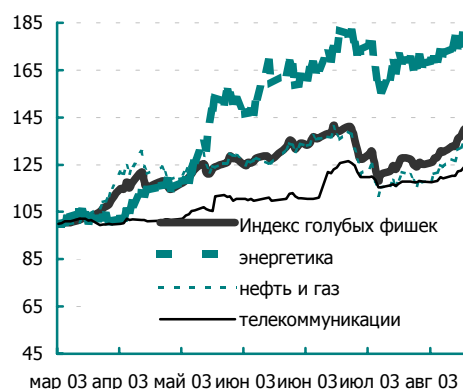
Акции ЮКОСа вели за собой рынок вторую неделю подряд. На этот раз главным поводом для роста стало положительное заключение МАПа на сделку по слиянию с Сибнефтью. Кроме того, сказалось благополучное начало приёма заявок на выкуп акций ЮКОСа по оферте, что стало очередным индикатором успешной реализации сделки. В результате рост котировок ЮКОСа снова значительно опередил показатели остальных бумаг – 10.3% против 8% по рынку в целом.

Акции Сургутнефтегаза преподнесли настоящий сюрприз в четверг и пятницу – за два дня их котировки взлетели на 13%, благодаря инсайдерской покупке и спросу отдельных спекулянтов, которых привлекло отставание бумаги от индекса. Акции Сургута остаются самыми дорогими из «нефтяных» бумаг по фундаментальным показателям.

Неконсолидированная отчётность РАО ЕЭС России за 1-е полугодие разочаровала инвесторов, показав резкий рост операционных расходов - на 69%. В результате операционная прибыль компании почти не изменилась, несмотря на 30%-й рост выручки. Акции РАО за неделю выросли на 2,4%, значительно отстав от рынка.

Напротив, отчётность Мосэнерго за первую половину года зафиксировала рост операционной прибыли почти втрое, за счёт повышения тарифов и увеличения потребления электричества и тепла. Тем не менее, из-за конфликта с московским правительством компания вряд ли сможет также сильно повышать тарифы в будущем, в то время как стоимость топлива и трудовых ресурсов растёт опережающими темпами.

На наш взгляд, оптимизм участников рынка акций несколько чрезмерен. Премия за политический риск, сформировавшаяся с началом истории вокруг Менатеп, исчезла слишком быстро. На мировых фондовых площадках намечается понижающая коррекция. Фундаментально рынок будет справедливо оценён на уровне 525 по индексу РТС.

**Рыночные индикаторы**
**Динамика индекса РТС за последний месяц**

**Динамика отраслевых фондовых индексов**


Акции ряда крупных компаний (Сургутнефтегаз, РАО ЕЭС, Норильский Никель, Татнефть, Мосэнерго) уже выглядят значительно переоценёнными. Таким образом, вероятность существенного превышения июльского максимума (521,75 по индексу) в ближайшее время достаточно мала.

Управляющие портфелями акций продали примерно 20% позиции в акциях РАО ЕЭС России и около половины акций ЮКОСа и Норильского Никеля. Полученные средства были реинвестированы в акции Газпрома и частичное сокращение короткой позиции в АДС газового концерна. После публикации негативных финансовых результатов Голден Телекома была занята небольшая короткая позиция в его АДР. Были также немного увеличены позиции в акциях Транснефти и двух региональных энергокомпаний. Частично зафиксирована прибыль по акциям Волгатекома. После превышения индексом уровня справедливой оценки процесс фиксации прибыли может быть активизирован.

### Рынок внутренних долговых обязательств

Падение цен рублёвых корпоративных облигаций несколько ускорилось – до 0,34% в среднем по рынку, по сравнению с 0,15% на предыдущей неделе. Этому способствовали умеренное укрепление доллара на мировых рынках и продолжение глобальной тенденции роста долгосрочных процентных ставок. Лидерами падения в очередной раз стали облигации 1-го эшелона – Внешторгбанк (-1,6%), РАО ЕЭС России (-1,0%), Газпром (-0,8%) и ТНК (-0,8%). В то же время, неожиданно резкий рост был отмечен в облигациях Новомосковского Азота (+1,8%), менее заметно подорожали СМАРТС (+0,6%) и Вымплком-Финанс (+0,3%).

Потенциально очень важным событием для рынка стало очередное снижение ставок по срочным вкладам в Сбербанке. Понижение достигло трёх процентных пунктов по наиболее «длинным» вкладам, и с 15 августа максимальная ставка по 2-летнему рублёвому депозиту для физических лиц составляет 10% годовых. Благодаря абсолютному доминированию на рынке вкладов населения, Сбербанк фактически задаёт стоимость привлечения данного вида пассивов для остальных банков. Таким образом, с течением времени данное снижение должно способствовать оживлению спроса на долговые инструменты. Однако в ближайшие два-три месяца этому будет препятствовать большой объём первичного предложения облигаций.

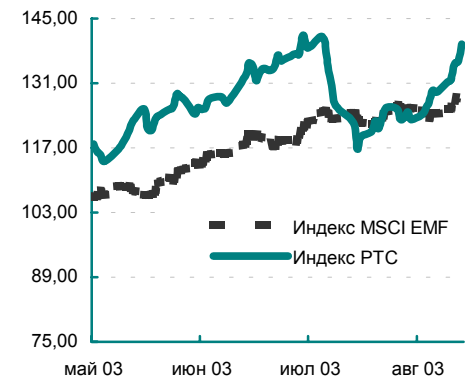
Крупнейшее из запланированных на прошедшую неделю (3 млрд. руб.) размещение облигаций Планеты-Финанс было вновь отложено из-за недостаточного спроса. Возможно, облигации будут предложены инвесторам до конца августа, но скорее всего аукцион состоится уже только в сентябре.

Спрос на облигации Новосибирской области во вторник незначительно превысил объём предложения (1,74 млрд. руб. против 1,5 млрд.). В результате облигации были размещены с небольшой премией к аналогичным бумагам Белгородской области, доходность к погашению составила 14,2% годовых на срок 3 года.

Позитивной новостью стало благополучное погашение займа Тверской области на 500 млн. руб. Выпуск этих облигаций сопровождался скандалом с возбуждением уголовного дела по факту хищения привлечённых средств. Соответственно, на рынке существовали опасения, что область откажется или не сможет платить по своим обязательствам.

Абсолютное большинство ранее заявленных на август размещений по умолчанию переносится на сентябрь и позже. На ближайшие две недели запланировано всего 2 аукциона по корпоративным долгам на общую сумму 0,9 млрд. руб. Последнее крупное размещение (облигации «Уралсвязьинформа» на 3 млрд. руб.) состоялось 22 июля, таким образом, перерыв фактически растягивается на полтора месяца.

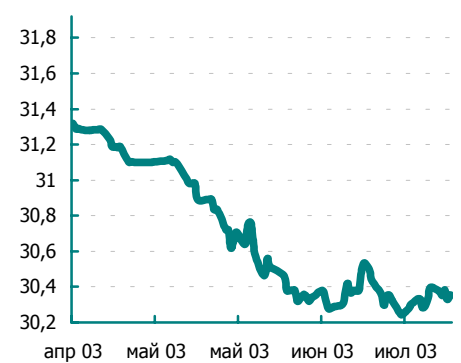
### Темпы роста российского фондового рынка и индекса фондовых рынков развивающихся стран



### Динамика индексов российских еврооблигаций и еврооблигаций развивающихся стран



### Курс рубль/доллар (ЦБ)



С другой стороны, устойчиво насыщенным остаётся поток первичного предложения муниципального долга. Уже во вторник инвесторам будет предложен крупнейший за несколько месяцев выпуск региональных облигаций – 4-летние обязательства Московской области на 4 млрд. руб. В условиях ограниченного спроса на рынке доходность может превысить 15% годовых.

Управляющие портфелями внутреннего долга по-прежнему воздерживались от значительных операций. Были проданы краткосрочные векселя на небольшую сумму. Денежные резервы, вероятно, будут использованы для участия в аукционах по облигациям Московской области и Хабаровского края.

### Рынок внешних долговых обязательств

Возобновление роста долгосрочных ставок в США болезненно «ударил» по российским еврооблигациям, «длинные» суверенные выпуски подешевели на 1,0-1,2% за неделю. Тем не менее, спрэд по доходности российских долгов к американским Treasuries даже несколько сократился, что говорит о более позитивной оценке нашей кредитоспособности. Корпоративные еврооблигации даже несколько укрепились, снижение отмечено лишь по обязательствам Роснефти (-1,3%). При этом сильно «просевшие» в июле евробонды Сибнефти прибавили от 1,9% (Сибнефть-07) до 3,2% (Сибнефть-09).

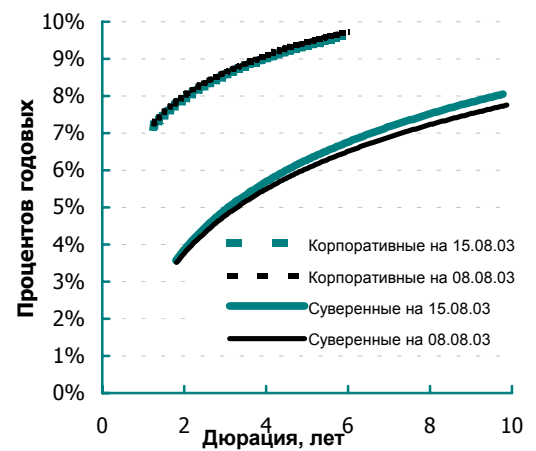
Крупные выплаты купонов должны оказать поддержку рынку Treasuries на предстоящей неделе. С другой стороны, более спокойное отношение инвесторов к российским политическим рискам и устойчиво высокие цены на нефть стимулируют дальнейшее сокращение спрэда российских еврооблигаций. Ещё одним положительным фактором должно стать законодательное закрепление стабилизационного фонда для защиты бюджета от негативной конъюнктуры экспортных рынков.

На прошедшей неделе управляющие портфелями внешнего долга инвестировали часть денежных резервов в наиболее ликвидные суверенные еврооблигации Россия-30. В случае появления признаков разворота рыночной тенденции вниз, эта позиция может быть быстро закрыта. Тем не менее, мы продолжаем считать позитивный сценарий более вероятным и, возможно, полностью инвестируем остаток денежных средств на предстоящей неделе.

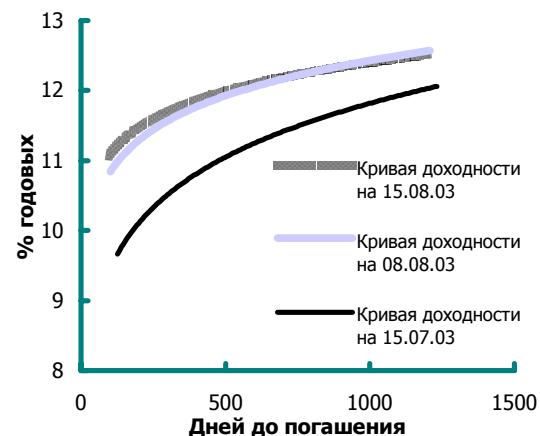
### Экономический фон

Правительством РФ на прошлой неделе был одобрен проект бюджета на 2004 г. Нынешний проект отличается от проектов прошлых лет тем, что заложенные в нем макроэкономические прогнозы на момент опубликования выглядят гораздо более реалистичными, чем в предыдущие годы. Ранее власти, исходя из соображений консерватизма, намеренно закладывали в бюджет несколько заниженные прогнозы инфляции, темпов роста ВВП, уровня мировых цен на нефть. В результате доходные статьи бюджета исполнялись лучше, чем было запланировано. Однако сейчас правительство трудно упрекнуть в том, что оно упрощает себе задачу. Проект бюджета на 2004 г. исходит из оценки темпов роста ВВП на 5,2% в реальном выражении. По данным последнего опроса, проведенного Центром развития ([www.dcenter.ru](http://www.dcenter.ru)), консенсусный прогноз роста ВВП на 2004 г. составляет 4,6%. Среднегодовой уровень цены нефти Urals в 2004 г. правительство прогнозирует на уровне 22 \$/барр. при консенсусном прогнозе в 21,8 \$/барр.

Кривая доходности внешних долговых обязательств РФ и российских компаний



Кривая доходности корпоративных облигаций



Со следующего года впервые в бюджете законодательно будет закреплён стабилизационный фонд, куда будут поступать средства, полученные благодаря превышению ценами на нефть прогнозных уровней. В отличие от текущего финансового резерва, стабилизационный фонд можно будет использовать только для компенсации потерь бюджета в случае резкого ухудшению конъюнктуры экспортных рынков.

В соответствии с курсом на снижение налоговой нагрузки, доля доходов федерального бюджета в ВВП снизится с 19,4% ВВП до 17,9% ВВП. В номинальном выражении доходы бюджета вырастут на 13,4% по сравнению с цифрой, запланированной на 2003 г. Доля расходов бюджета в ВВП снизится меньше чем доля доходов – с 18,2% до 17,4%. В результате общий профицит бюджета сузится с 1,2% до 0,5% ВВП. С учетом того, что пик платежей по внешнему долгу уже практически пройден, более высокий профицит (и соответственно темп накопления стабилизационного фонда) вряд ли будет полезен для экономики. На наш взгляд, правительству удастся найти хороший компромисс между необходимостью стимулировать рост и обеспечить стабильность государственных финансов.

Темпы роста промышленного производства не проявляют признаков замедления. В июле производство увеличилось на 7,1% по сравнению с тем же месяцем 2002 года. Аналогичный показатель за июнь составлял 7,0%. Локомотивами роста по-прежнему остаются экспортоориентированные отрасли: топливная промышленность (+10,0%) и чёрная металлургия (+8,8%). К позитивным сигналам можно отнести оживление в машиностроении (+8,1%) и промышленности стройматериалов (+7,6%). Однако, судя по всему, большая часть роста в этих отраслях также связана с обслуживанием экспорта. Таким образом, несмотря на высокие темпы экономического развития, зависимость России от цен на сырьевые товары только усиливается.

### Российские макроэкономические индикаторы

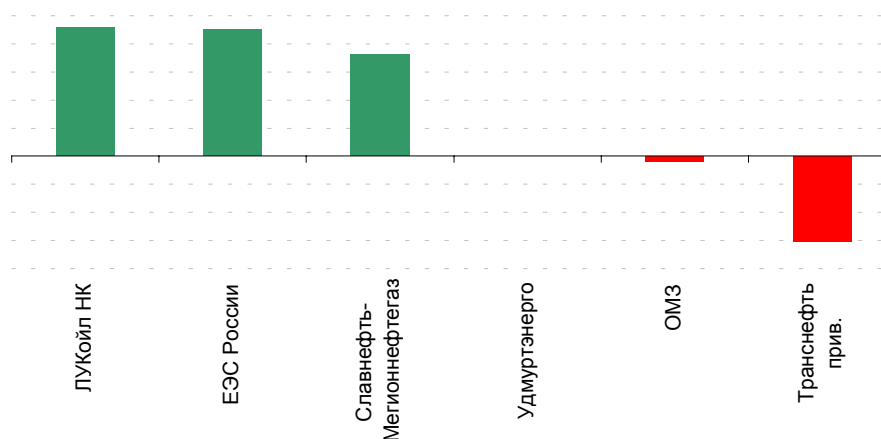
Индикатор	Значение	Период
ВВП России, %, изм. к аналогичному периоду предыдущего года	7,2	1-е полугодие 2003 г.
Уровень пром. пр-ва, % изм. к аналогичному периоду предыдущего года	7,1	январь-июль 2003 г.
Уровень инфляции, %	8,7	январь-июль 2003 г.
Сальдо торг. Баланса, млрд. долл.	28,5	1-е полугодие 2003 г. (оценка)
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	64,6	по состоянию на 08.08.03
Первичный бюджетный баланс, % ВВП	3,3	1-е полугодие 2003 г.
Бюджетный баланс, % ВВП	1,3	1-е полугодие 2003 г.

## Анализ результатов за неделю

	Значение на 15.08.2003, \$	Значение на 07.08.2003, \$	Изменение, %
Индекс РТС (закрытие)	510,80	474,29	7,70%
Стоимость совокупного портфеля фондов ЛФ- 1, ЛФ-2, ЛФ-3, \$ млн.	267,80	260,05	2,98%

Инструменты, обеспечившие наибольший положительный вклад в результат совокупного портфеля фондов ЛУКОЙЛ Фонд Первый, ЛУКОЙЛ Фонд Второй, ЛУКОЙЛ Фонд Третий (в порядке убывания степени влияния на результат)

Эмитент	Рыночная цена 15.08.2003, \$	Рыночная цена 07.08.2003, \$	Изменение, %	Капитализация, \$ млн. (на конец недели)
ЛУКОЙЛ НК	18,41	17,75	3,72%	15 678
ЕЭС России	0,28	0,28	1,81%	12 627
Славнефть- Мегионнефтегаз	9,20	8,45	8,88%	915

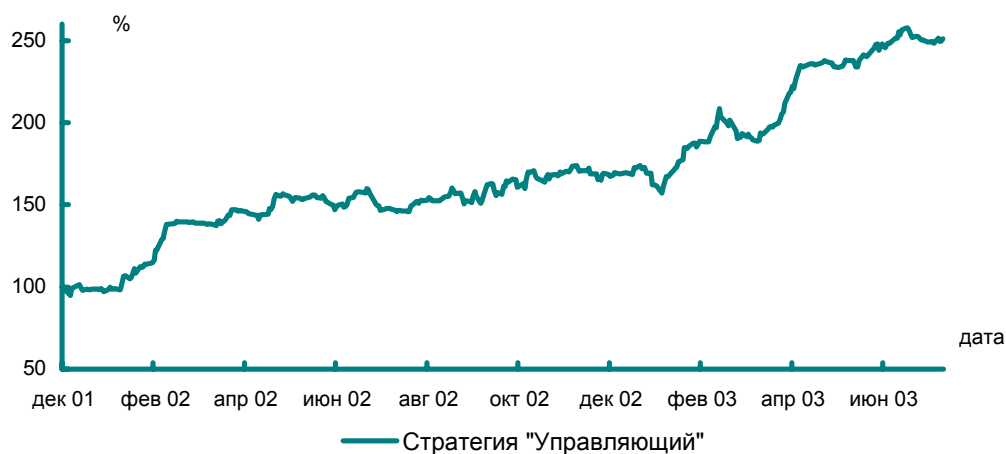


Эмитент	Рыночная цена 15.08.2003, \$	Рыночная цена 07.08.2003, \$	Изменение, %	Капитализация, \$ млн. (на конец недели)
Транснефть прив.	350,00	359,00	-2,51%	2 106
ОМЗ	7	7	-1,45%	258
Удмуртэнерго	0,22	0,22	0,00%	37

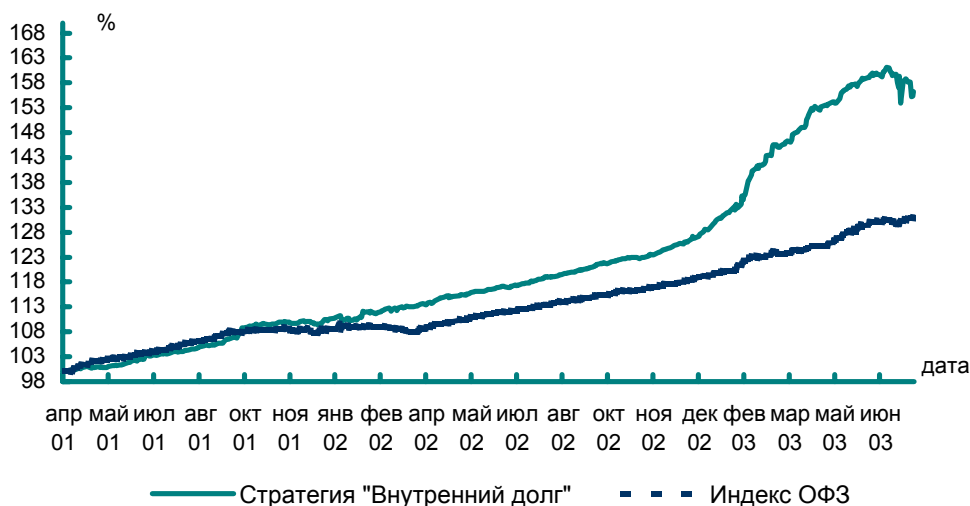
Инструменты, обеспечившие наибольший отрицательный вклад в результат совокупного портфеля фондов ЛУКОЙЛ Фонд Первый, ЛУКОЙЛ Фонд Второй, ЛУКОЙЛ Фонд Третий (в порядке убывания степени влияния на результат)

## Доверительное управление активами - результаты

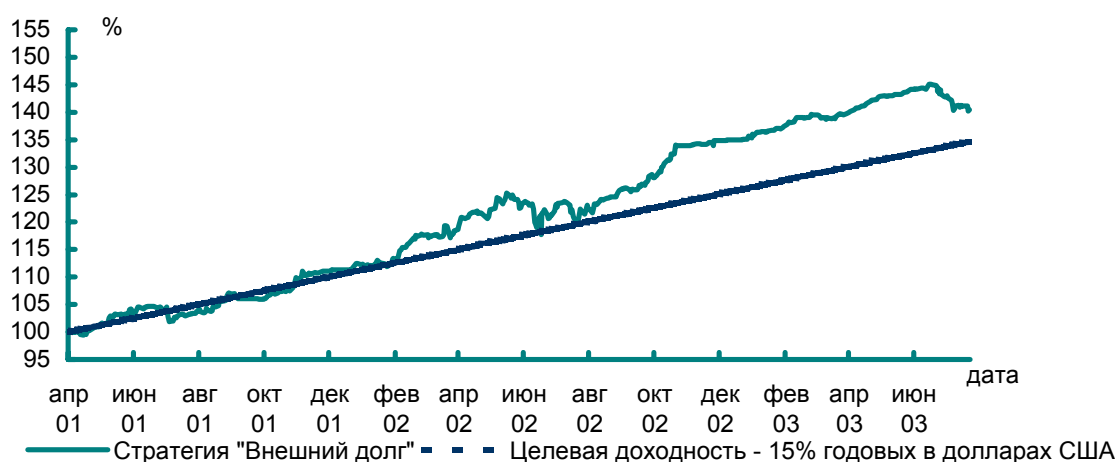
### Стратегия «Управляющий»



### Стратегия «Внутренний долг»



### Стратегия «Внешний долг»

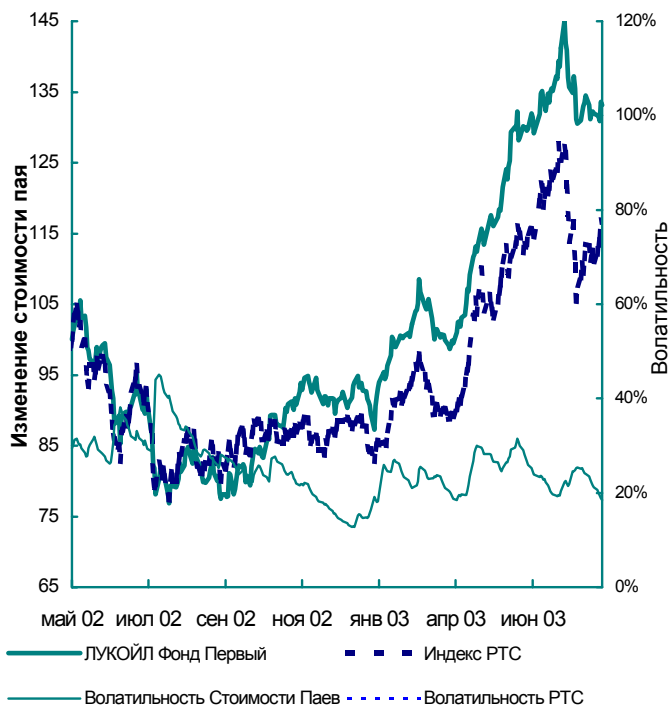


## Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Первый

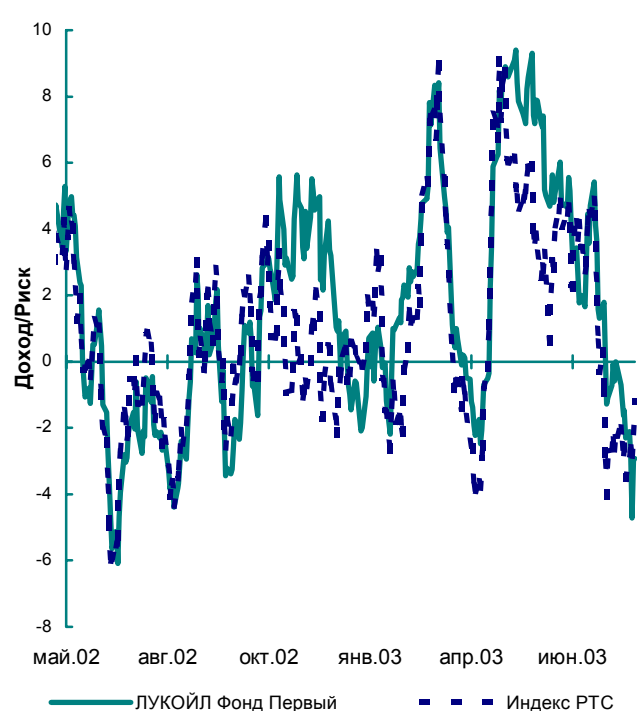
## Анализ эффективности управления

Период	Доходность за период в долларах США, %		Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)		Волатильность за период (% годовых)		Коэффициент Шарпа		Коэффициенты	
	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Бета	Альфа
Посл. 12 месяцев	67,8%	43,4%	52,2%	36,1%	25,9%	29,0%	2,019	1,242	0,563	0,0013
Посл. 6 месяцев	38,3%	33,8%	65,8%	59,1%	24,7%	32,5%	2,666	1,820	0,507	0,0014
Посл. 3 месяца	14,8%	22,7%	55,2%	82,9%	25,8%	35,2%	2,141	2,357	0,437	0,0013
Посл. месяц	-6,2%	-7,8%	-71,8%	-91,2%	23,6%	42,3%	-3,048	-2,156	0,373	-0,0022

## Результаты управления



## Соотношение риска и дохода



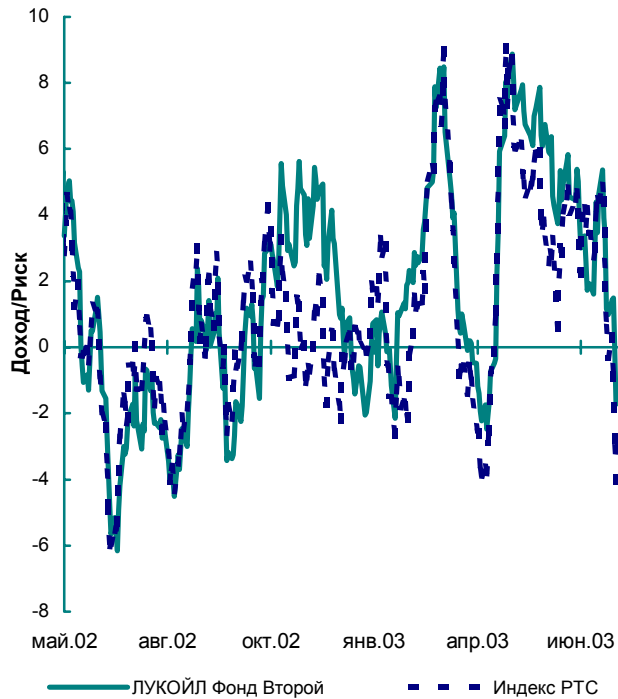
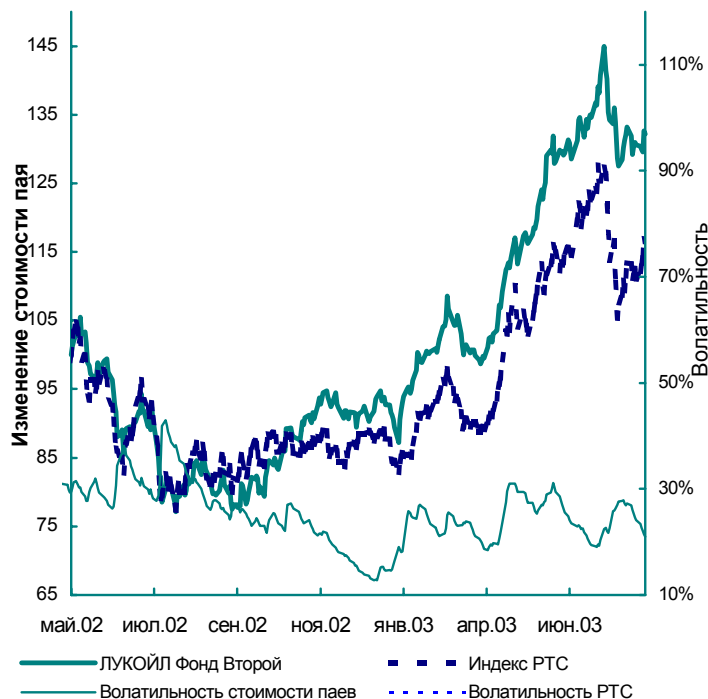
## Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Второй

## Анализ эффективности управления

Период	Доходность за период в долларах США, %		Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)		Волатильность за период (% годовых)		Коэффициент Шарпа		Коэффициенты	
	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Бета	Альфа
Посл. 12 месяцев	66,5%	43,4%	51,3%	36,1%	26,8%	29,0%	1,916	1,242	0,588	0,0012
Посл. 6 месяцев	37,3%	33,8%	64,4%	59,1%	26,5%	32,5%	2,430	1,820	0,562	0,0012
Посл. 3 месяца	13,7%	22,7%	51,4%	82,9%	27,7%	35,2%	1,855	2,357	0,485	0,0011
Посл. месяц	-6,5%	-7,8%	-75,6%	-91,2%	28,7%	42,3%	-2,635	-2,156	0,460	-0,0021

Результаты управления

Соотношение риска и дохода



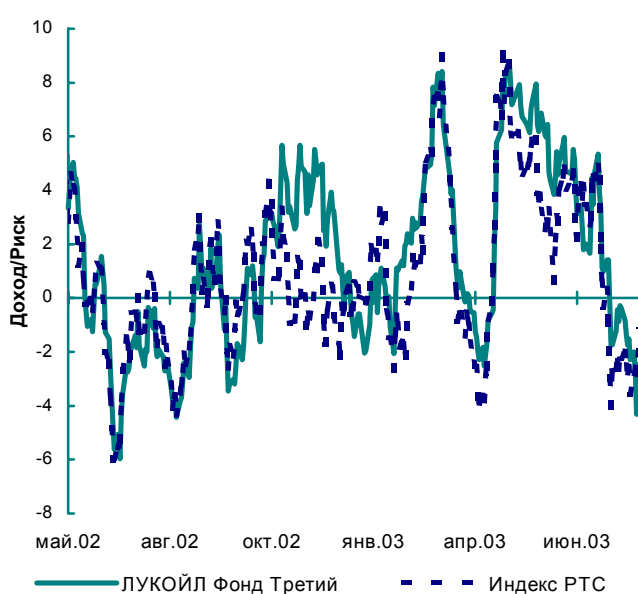
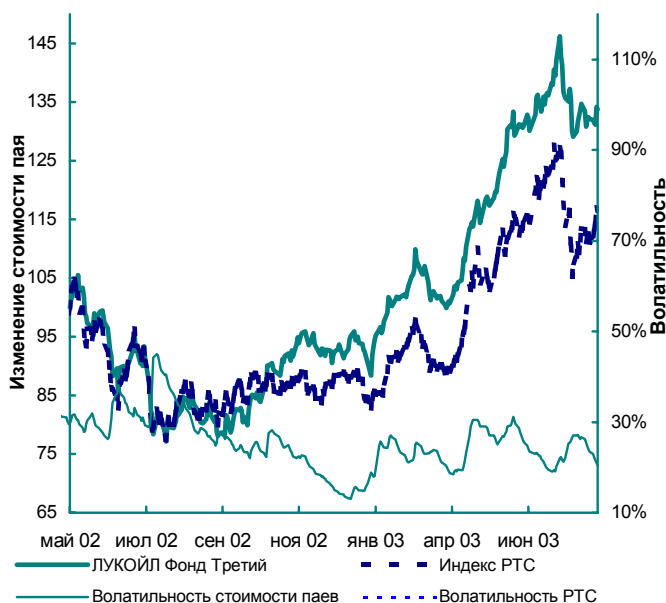
Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Третий

Анализ эффективности управления

Период	Доходность за период в долларах США, %		Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)		Волатильность за период (в % годовых)		Коэффициент Шарпа		Коэффициенты	
	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Портфеля	Рынка (Индекс РТС)	Бета	Альфа
Посл. 12 месяцев	68,0%	43,4%	52,3%	36,1%	26,5%	29,0%	1,972	1,242	0,587	0,0012
Посл. 6 месяцев	37,1%	33,8%	64,0%	59,1%	26,1%	32,5%	2,450	1,820	0,555	0,0013
Посл. 3 месяца	14,0%	22,7%	52,2%	82,9%	27,2%	35,2%	1,921	2,357	0,477	0,0011
Посл. месяц	-6,3%	-7,8%	-73,3%	-91,2%	27,9%	42,3%	-2,627	-2,156	0,448	-0,0021

Результаты управления

Соотношение риска и дохода





## Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный

### Результаты управления

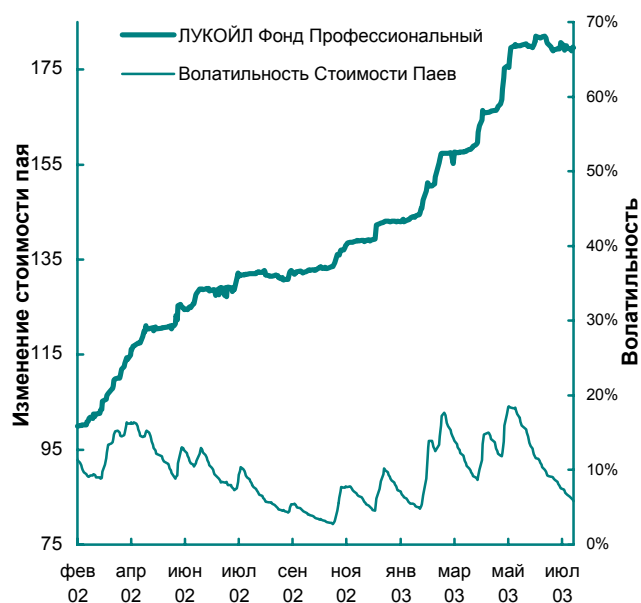
Период	Доходность за период, %	Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)	Волатильность за период (% годовых)
Последние 12 месяцев	36,2%	30,8%	7,3%
Посл. 6 месяцев	25,3%	44,9%	8,7%
Посл. 3 месяца	8,0%	30,6%	7,5%
Посл. месяц	-1,1%	-13,2%	5,0%

## Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный

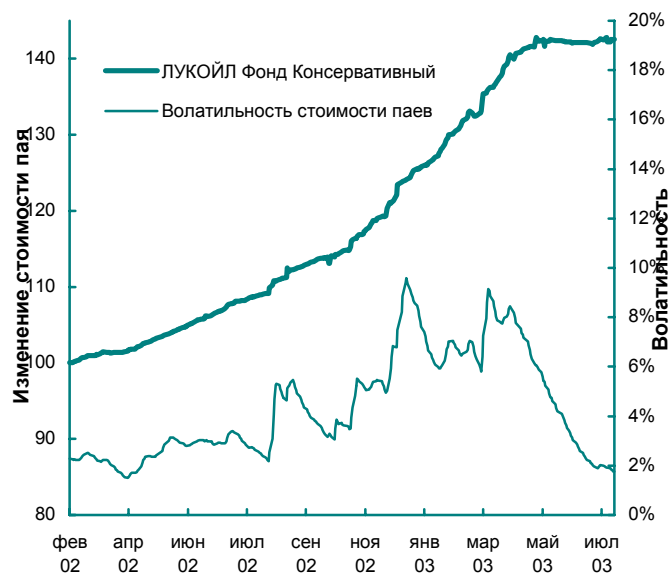
### Результаты управления

Период	Доходность за период, %	Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)	Волатильность за период (% годовых)
Последние 12 месяцев	31,1%	27,0%	4,0%
Посл. 6 месяцев	12,4%	23,1%	2,2%
Посл. 3 месяца	0,8%	3,3%	3,0%
Посл. месяц	0,3%	3,0%	2,2%

### Результаты управления – ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный



### Результаты управления – ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный



## Используемые термины и сокращения:

Для анализа результатов управления рассматривался **агрегированный портфель**, объединяющий все средства, переданные в управление при анализе результатов доверительного управления, и стоимость пая при анализе результатов управления паевыми фондами.

**Индекс стоимости агрегированного портфеля (ИСАП)** отражает изменение стоимости портфелей всех клиентов, переданных в доверительное управление. Индекс позволяет оценить изменение стоимости портфеля с учетом довнесений и выводов средств инвесторами. Изменение индекса за период времени пропорционально изменению стоимости средств, переданных в доверительное управление.

**ИСАП** строится на основе оценки **текущей стоимости активов** под управлением. Полученные дивиденды и купонный доход также отражается в оценке рыночной стоимости активов, при этом предполагается, что полученный доход реинвестируется. Операционные издержки, связанные с управлением активами, вычитаются из текущей стоимости активов.

При построении индекса учитывается эффект дополнительного внесения/отвлечения денежных средств, при этом применяется метод **взвешенной во времени доходности (time-weighted rate of return)**.

**Доходность за период** – доходность соответствующего показателя за рассматриваемый период.

**Эффективная ставка доходности** с базовым периодом (месяц) в процентах годовых используется для сравнения доходности вложений различной срочности. Она рассчитывается в процентах годовых и позволяет сравнивать доходность различных инструментов. Очевидно, что чем больше эффективная ставка доходности, тем лучше. Эффективная ставка доходности представляет собой ставку сложных процентов, которые позволили бы инвестору получить ту же доходность, что и управляемый портфель.

**Волатильность (риск)** отражает степень нестабильности (разброса) результатов управления. Так, если стоимость средств под управлением не претерпевает «резких» скачков, можно говорить о низкой волатильности. Чем меньше показатель волатильности, тем меньше риск стратегии и, соответственно, тем больше мастерство управляющего. Математически волатильность рассчитывается как стандартное отклонение (разброс) изменения стоимости соответствующего актива. Волатильность обычно выражается в процентах годовых.

**Коэффициент Шарпа** отражает соотношение доходности и риска управления ресурсами. Чем больше коэффициент Шарпа, тем лучше. Математически коэффициент Шарпа равен отношению разницы между реальной доходностью управления и безрисковой доходностью (10% годовых в валюте) к риску управления (волатильности) портфеля за рассматриваемый период.

**Коэффициенты  $\alpha$  и  $\beta$**  указывают, насколько изменение стоимости агрегированного портфеля связано с динамикой рынка (величина коэффициента  $\beta$ ), и насколько велик вклад менеджера, управляющего портфелем (коэффициент  $\alpha$ ). Если  $\alpha$  положительна, то инвестиционный менеджер получил более высокие, по сравнению с рынком в целом, результаты.

Методы расчета приведенных выше показателей соответствуют современным требованиям представления результатов инвестирования (стандарты Association for Investment Management and Research). Полные формулы расчета могут быть представлены по запросу.

## Пояснения к таблицам и графикам, приведенным в тексте

### Таблица «Результаты управления»

**Доходность за период** – изменение долларовой стоимости рассматриваемого актива за период.

**Эффективная ставка доходности** (в долларах, процентах годовых) – рассчитана для базового месячного периода.

**Волатильность** – средняя месячная волатильность ежедневных колебаний цен актива в течение рассматриваемого периода.

На графиках **«Результаты управления активами за период»** представлены изменения ИСАП (индекса стоимости пая); оценки волатильности (разброса) изменения индексов на каждый день расчетного периода. Мы использовали метод экспоненциального сглаживания для большей наглядности результатов.

На графике **«Отношение доходности и риска»** представлены отношение доходности вложения в актив по итогам месяца к средней волатильности цен актива в анализируемом месяце. Показатели рассчитаны для каждого дня (rolling series).



Россия, 119048, Москва, ул. Ефремова, 8

Тел./факс: 7 (095) 705 90 58

E-mail: [nikoil\\_m@nikoil.ru](mailto:nikoil_m@nikoil.ru)

[www.management.nikoil.ru](http://www.management.nikoil.ru)

Настоящий бюллетень предназначен исключительно для информационных целей. Ни при каких обстоятельствах этот бюллетень не должен использоваться или рассматриваться как oferta или предложение делать offerты. Несмотря на то, что данный материал был подготовлен с максимальной тщательностью, «НИКОЙЛ» не дает никаких прямых или косвенных заверений или гарантий в отношении достоверности и полноты включенной в бюллетень информации. Ни «НИКОЙЛ», ни агенты компании или аффилированные лица не несут никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки от использования настоящего бюллетеня или содержащейся в нем информации. Все права на бюллетень принадлежат ЗАО «Управляющая компания НИКОЙЛ», и содержащаяся в нем информация не может воспроизводиться или распространяться без предварительного письменного разрешения. © НИКОЙЛ 2001