

Информационный бюллетень № 110 14 – 18 июля 2003 г.
Индекс РТС: 437.2 (▼ 5.4%) Объем торгов за неделю, млн. долл: 23.2 (-15.6) Рубль/доллар: 30.43 (▲ 0.3%)
Рынки во власти эмоций – возможность для покупки

Разбирательства с Группой «Менатеп» уже третью неделю будоражат российские финансовые рынки. Политическая напряжённость пока превалирует над солидными фундаментальными показателями и позитивными внешними факторами.

Статистические показатели за июнь свидетельствуют о сохранении высоких темпов роста российской экономики. Проблемы с поставками энергоносителей и масштабные закупки азиатских стран формируют благоприятную конъюнктуру цен на нефть. Наконец, оптимизм портфельных инвесторов на международных рынках продолжает укрепляться, чему способствуют финансовые результаты компаний. Международные фонды проявляют всё большую готовность идти на риск и покупать ценные бумаги развивающихся рынков.

Негативный аспект оптимизма инвесторов заключается в росте процентных ставок по долгосрочным американским облигациям. Под его влиянием развивается нисходящая коррекция на рынке российских евробондов, что, в свою очередь, негативно влияет и на рублёвый рынок облигаций. Однако финансовые власти США, скорее всего, должны предпринять решительные действия по сдерживанию «длинных» ставок, поскольку их дальнейший рост затруднит восстановление экономики и финансирование бюджетного дефицита.

Урегулирование конфликта вокруг Группы «Менатеп» высвободит мощные позитивные факторы, до сих пор сдерживаемые политической напряжённостью. К сентябрю на рынок начнут поступать средства от выкупа акций ЮКОСа и дивидендные выплаты крупных эмитентов. Позитивные финансовые результаты сырьевых компаний за первое полугодие также заставят инвесторов повысить оценку справедливой стоимости акций. Наконец, приток экспортной выручки на фоне высоких мировых цен на сырьё будет способствовать поддержанию спроса на долговые инструменты.

В ближайшие две-три недели всё ещё возможны спекулятивные движения котировок вниз, однако, делать на них ставку становится всё более рискованным. Мы считаем целесообразным увеличение инвестиций на период от трёх месяцев и более, наиболее привлекательным инструментом остаются акции. Наш прогноз по индексу РТС на конец года – 530 пунктов, в первую очередь, за счёт нефтяных «бумаг».

Паевые фонды группы «ЛУКОЙЛ Фонд»

Эмитент	Рыночная цена 11.07.2003, \$	Рыночная цена 04.07.2003, \$	Изменение %	Капитализация, \$млн (на конец недели)
ЛУКОЙЛ НК	17,40	19,85	-12,34%	14757
ЮКОС	12	14	-14,69%	35218
Транснефть-Грив	38500	40200	-4,23%	2513

Россия – конъюнктура недели
Рыночные индикаторы
Рынок акций

События вокруг группы «Менатеп» продолжают давить на российский фондовый рынок. Вторая неделя подряд прошла под знаком панических продаж, общее падение индекса РТС от июльских максимумов превысило 15%.

Россия – конъюнктура недели

Немного лучше рынка выглядели акции ЛУКОЙла (-2,6%), после неоправданно сильного падения на предыдущей неделе. Относительно благополучно пережили обвал акции РАО ЕЭС России, где, по слухам, присутствует очередной стратегический заказ на скупку более 5% капитала. Почти не изменились котировки бумаг ОМЗ (Уралмаш), благодаря большой доле долгосрочных инвесторов среди акционеров и относительно низкой ликвидности этих акций. Кроме того, заявления руководства Северстали о скором выпуске GDR и поддержке дивидендных выплат на уровне 25% прибыли помогли удержать акции компании от более резкого падения, чем на 5%.

Среди лидеров падения на этот раз оказались акции Мосэнерго (-12,6%) и РАО ЕЭС (-11,6%), которые меньше других упали неделей раньше. Очевидно, стратегические покупатели этих бумаг предпочли дождаться более низких цен на фоне негативной общерыночной конъюнктуры. Кроме того, на котировки московской энергокомпании негативно повлияли слухи о возможной дополнительной эмиссии в пользу Москвы под выкуп земельных участков.

МТС подтвердили факты неправомерного списания денег со счетов клиентов из-за некорректных действий субдилеров компании. Для урегулирования проблемы может потребоваться ещё несколько месяцев, и данный факт будет по-прежнему негативно сказываться на котировках акций.

Инвесторов не удовлетворили разъяснения «Газпрома» по поводу удвоения «Прочих расходов» до US\$0,74 млрд. в 2002 году. Тем не менее, негативное влияние этого фактора было почти незаметно на фоне общего падения рынка. Кроме того, концерн сделал серьёзные шаги по восстановлению контроля над ХК «Азот» – производителем четверти всех минеральных удобрений в стране.

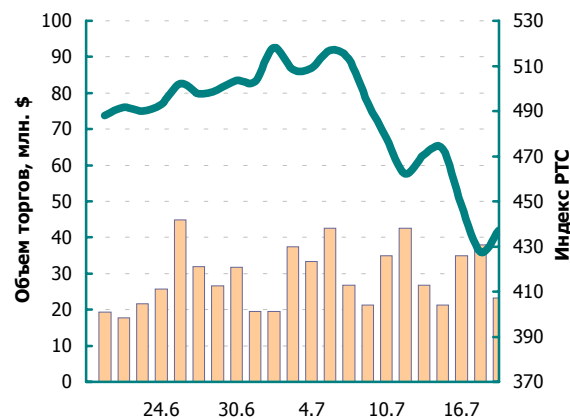
На уровне ожиданий оказались опубликованные в пятницу результаты Сбербанка по МСФО за 2002 год. Скорректированная чистая прибыль выросла на 30%, рост расходов лишь ненамного превзошёл темпы потребительской инфляции. Соответственно, и динамика котировок акций банка мало отличалась от среднерыночной. В перспективе, однако, показатели банка за 2003 год могут приятно удивить инвесторов, благодаря росту доходов по портфелю ценных бумаг, стоимость которого превышает 400 млрд. рублей.

Можно надеяться, что политическая напряжённость постепенно будет ослабевать в ближайшие недели. На фоне сохранения оптимизма на мировых рынках и высоких цен на нефть вполне можно ожидать возобновления роста цен российских акций. Тем не менее, сохраняется значительный риск резких колебаний в краткосрочной перспективе. Наиболее привлекательно для покупки выглядят акции нефтяных компаний, больше других подешевевшие в ходе коррекции.

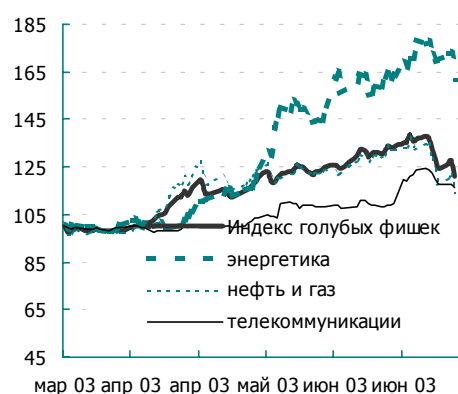
Управляющие портфелями акций УК НИКойл продали ещё некоторое количество акций ЛУКОЙла. Кроме того, в отдельных портфелях были открыты короткие позиции по акциям РАО ЕЭС России, АДС Газпрома и акциям Templeton Russia Fund. Также велась краткосрочная спекулятивная игра на понижение АДР Мобильных Телесистем. В ближайшее время доля денежных средств в портфелях, вероятно, останется относительно высокой. По мере ослабления политической напряжённости возможны покупки отдельных «нефтяных» акций.

Рыночные индикаторы

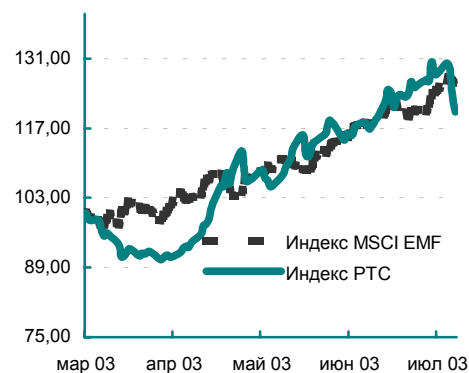
Динамика индекса РТС за последний месяц



Динамика отраслевых фондовых индексов



Темпы роста российского фондового рынка и индекса фондовых рынков развивающихся стран



Россия – конъюнктура недели

Рынок внутренних долговых обязательств

Ухудшение внутривалютной ситуации ещё больше усугубило негативную конъюнктуру долговых рынков. Рублёвые облигации и без того находились под прессом новых размещений и перегруженности андеррайтеров бумагами. В последнее время эмитенты всё чаще откладывают размещение облигаций. Однако это пока не приводит к прекращению снижения цен. Слишком велик ещё объём облигационных активов, от которых инвесторы хотят избавиться. К набору негативных факторов в последние две недели добавились общий рост процентных ставок на мировых рынках и временное ослабление рубля.

За прошедшую неделю ценовой индекс рынка рублёвых корпоративных облигаций упал на 1,5%, что является одним из худших показателей за всю историю. Больше других пострадали самые крупные выпуски, размещённые в период минимальных ставок – РусАл (-3,8%), Вимм-Билль-Данн (-4,2%), Волгателеком (-3,9%). Падение облигаций Уралсвязьинформа на 3,5% может быть связано с предстоящим во вторник размещением нового крупного (3 млрд. руб.) выпуска обязательств компании, ориентир доходности которого был назван в районе 14,5% годовых.

Индикатором слабости спроса служит неожиданно высокая доходность, сложившаяся по результатам самого крупного в ходе недели размещения. Облигации «Сибирьтелекома» на сумму 1,53 млрд. рублей были проданы под ставку 15% годовых, тогда как существующие облигации аналогичных компаний до недавнего времени торговались на вторичном рынке примерно под 12%.

На следующей неделе объём новых размещений корпоративных и муниципальных обязательств увеличится до 4,2 млрд. рублей, в основном за счёт крупного (3 млрд. руб.) выпуска облигаций Уралсвязьинформа. Кроме того, в среду Минфин предложит инвесторам ОФЗ на сумму 6 млрд. руб. С другой стороны, в середине недели рынок госбумаг развернулся вверх, что может способствовать определённой повышательной коррекции и в сегменте корпоративного долга. Одновременно возобновилось укрепление рубля. Отчасти оно может быть связано с конвертацией выручки ЮКОСом, который, по некоторым данным, недавно ликвидировал свой портфель еврооблигаций на \$2,7 млрд. Так или иначе, потенциал роста процентных ставок, на наш взгляд, уже практически исчерпан.

Управляющие портфелями внутреннего долга на прошлой неделе инвестировали порядка 10 млн. руб. в облигации РусАл-Финанса, которые торговались уже на 8% ниже цены размещения с доходностью 15% годовых. В ближайшее время вероятно приобретение обязательств Уралсвязьинформа и Ост-Алко в ходе их предстоящего размещения.

Рынок внешних долговых обязательств

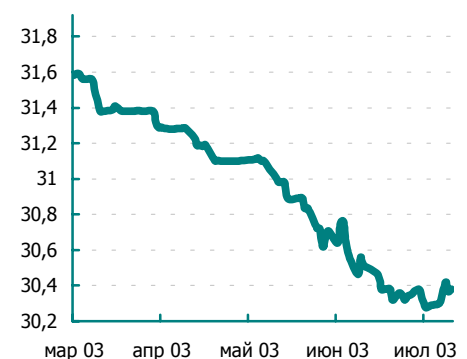
Начало недели на рынке внешнего долга РФ также было довольно мрачным. Оптимистичные комментарии Председателя ФРС США о перспективах экономики спровоцировали новый обвал котировок Treasuries. Вслед за ними к вечеру среды долгосрочные еврооблигации России подешевели примерно на 5% к закрытию пятницы. Однако за два последних дня рынок отыграл почти всё это падение, индекс EMBI+ Russia за неделю в целом потерял всего 1,1%. Из корпоративных облигаций значительно упали только бумаги Сибнефти и ТНК (на 1,1-1,8% по разным выпускам) и Системы Финанс (на 1,0%). Остальные обязательства корпораций изменились разнонаправленно в пределах 0,6%.

Рыночные индикаторы

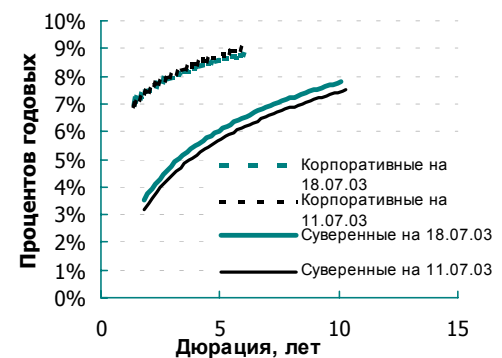
Динамика индексов российских еврооблигаций и еврооблигаций развивающихся стран



Курс рубль/доллар (ЦБ)



Кривая доходности внешних долговых обязательств РФ и российских компаний



Россия – конъюнктура недели

Поводом для «отскока» послужил положительный комментарий менеджера по развивающимся рынкам крупнейшей в мире управляющей компании на рынке fixed income, PIMCO, о перспективах российских еврооблигаций. Кроме того, в конце недели появились слухи о завершении ЮКОСом ликвидации своего портфеля еврооблигаций на \$2,7 млрд. Характерно, что последний «отскок» происходил на фоне сохраняющейся слабости американских облигаций. Это говорит о постепенном привыкании инвесторов к особенностям политической среды.

На наш взгляд, дальнейший рост ставок по Treasuries маловероятен, поскольку признаки ускорения американской экономики пока слабо различимы. По мере урегулирования политической ситуации можно ожидать возобновления растущего тренда по еврооблигациям РФ. Этому будет способствовать и устойчивость высоких цен на нефть. Предпочтительно выглядят обязательства нефтяных компаний, сильнее других пострадавшие в ходе коррекции.

Управляющие портфелями внешнего долга инвестировали резервы денежных средств в еврооблигации Сибнефти, которые выглядят недооценёнными по отношению к остальному рынку. В ближайшее время, вероятно, портфели клиентов останутся полностью инвестированными, с возможным удлинением средней дюрации.

Экономический фон

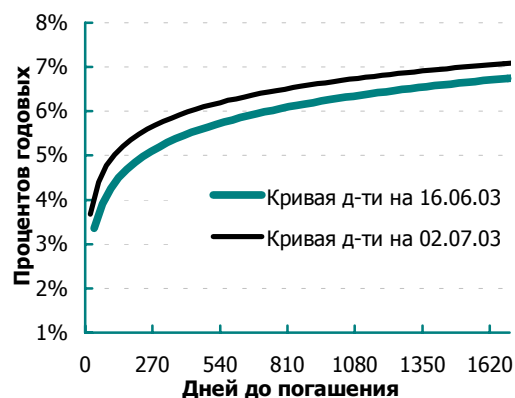
Благодаря высоким ценам на нефть и укреплению оптимизма в деловой среде, российская экономика продолжает активно развиваться. Опубликованные Госкомстатом показатели за июнь свидетельствуют лишь о некотором замедлении роста с феноменально сильных уровней апреля-мая. Так, промышленное производство увеличилось на 5,3% к июню прошлого года (с учётом количества рабочих дней) по сравнению с 8,5% в мае, инвестиции в основной капитал – на 12% (в мае – на 14,7%), реальные располагаемые доходы – на 13% (против 17% месяцем раньше). При этом безработица по методике Международной Организации Труда за 4 последних месяца сократилась с 6,6% до 6,1% от экономически активного населения.

Кроме того, по предварительным данным, рост ВВП за первую половину 2003 года составил 7,2% к аналогичному периоду 2002 года. Министерство Экономического Развития и Торговли официально повысило свой прогноз роста ВВП за год в целом до 5,9%. Наш прогноз по данному показателю составляет 6,7%.

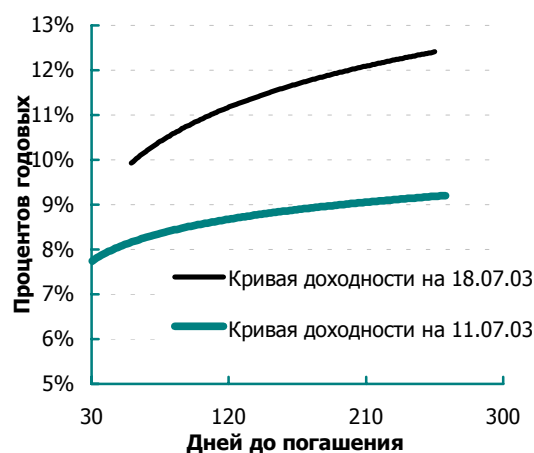
Золотовалютные резервы за неделю, закончившуюся 11 июля, снизились на 200 млн. долларов. Это связано с выводом капитала из ценных бумаг и паузой в продажах экспортной выручки на фоне политической напряжённости. Укрепление рубля возобновилось уже в среду, и высокие цены на нефть будут способствовать его продолжению, так же как и конвертация выручки от продажи портфеля еврооблигаций ЮКОСа. На наш взгляд, к концу года курс доллара может опуститься ниже 29,5 рублей.

Рыночные индикаторы

Кривая доходности ГКО-ОФЗ



Кривая доходности корпоративных облигаций



Российские макроэкономические индикаторы

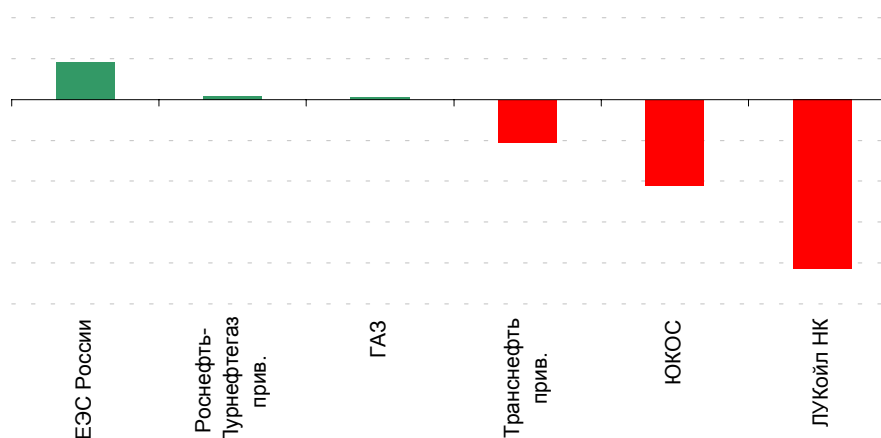
Индикатор	Значение	Период
ВВП России, %, изм. к прошлому периоду	6,4	I кв. 2003 г. (предварительные данные)
Уровень пром. пр-ва, % изм. к прошлому периоду	6,7	январь-май 2003 г.
Уровень инфляции, %	13,9	июнь 2003 г./ июнь 2002 г.
Сальдо торг. Баланса, млрд. долл.	28,5	1-е полугодие. 2003 г. (оценка)
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	64,9	по состоянию на 04.07.03
Первичный бюджетный баланс, % ВВП	5,6	январь-апрель 2003 г.
Бюджетный баланс, % ВВП	3,3	январь-апрель 2003 г.

Анализ результатов за неделю

	Значение на 11.07.2003, \$	Значение на 04.07.2003, \$	Изменение, %
Индекс РТС (закрытие)	462,20	509,10	-9,21%
Стоимость совокупного портфеля фондов ЛФ- 1, ЛФ-2, ЛФ-3, \$ млн.	283,40	301,10	-5,88%

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 11.07.2003, \$	Рыночная цена 04.07.2003, \$	Изменение, %	Капитализация, \$ млн. (на конец недели)
ЕЭС России	0,28	0,27	1,54%	11 949
Роснефть-Пурнефтегаз	2,65	2,45	8,16%	281
ГАЗ	15,30	14,50	5,52%	87



Эмитент	Рыночная цена 11.07.2003, \$	Рыночная цена 04.07.2003, \$	Изменение, %	Капитализация, \$ млн. (на конец недели)
ЛУКОЙЛ НК	17,40	19,85	-12,34%	14 757
ЮКОС	12	14	-14,65%	35 218
Транснефть прив.	385,00	402,00	-4,23%	2 513

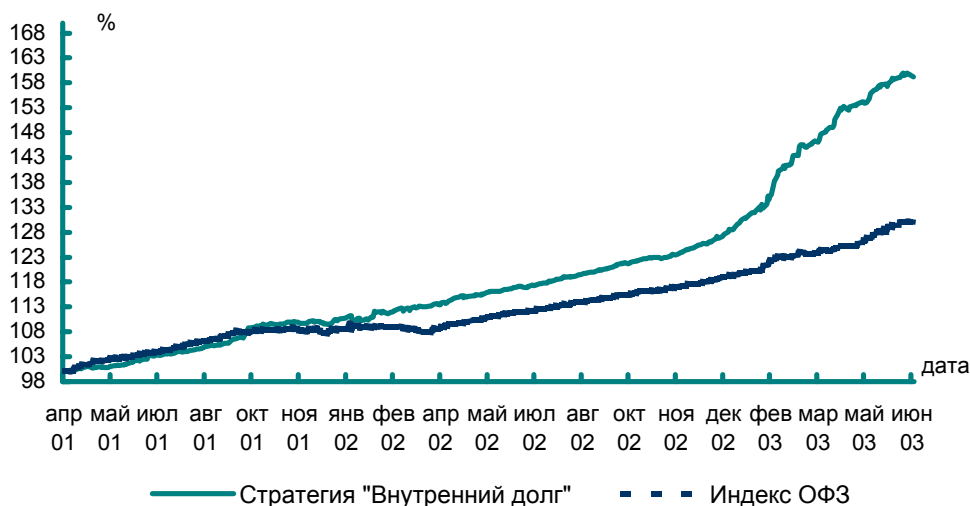
Инструменты, обеспечившие наибольший отрицательный вклад в результат совокупного портфеля фондов ЛУКОЙЛ Фонд Первый, ЛУКОЙЛ Фонд Второй, ЛУКОЙЛ Фонд Третий (в порядке убывания степени влияния на результат)

Доверительное управление активами - результаты

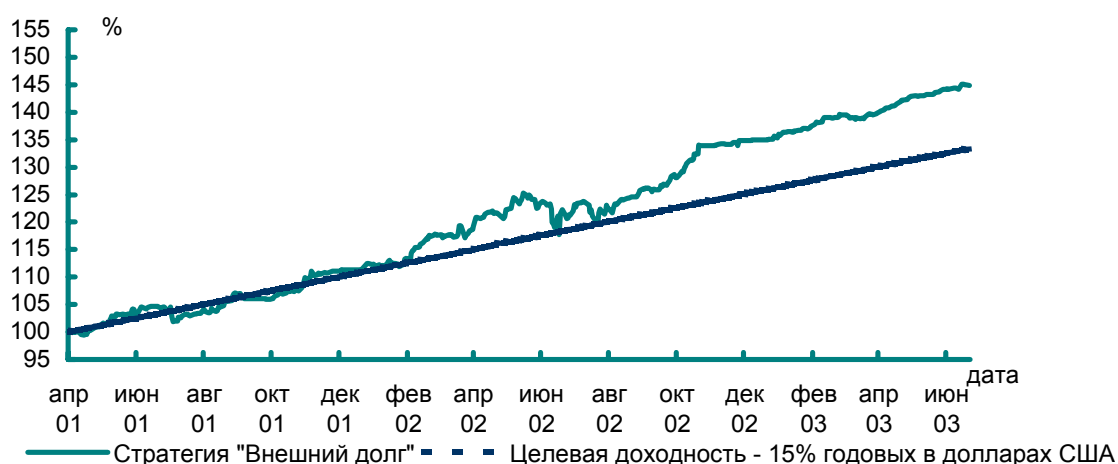
Стратегия «Управляющий»



Стратегия «Внутренний долг»



Стратегия «Внешний долг»

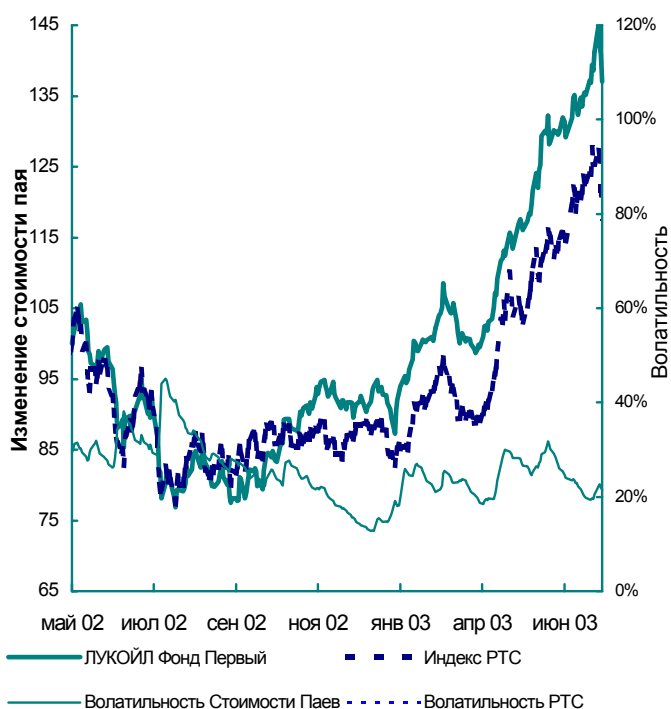


Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Первый

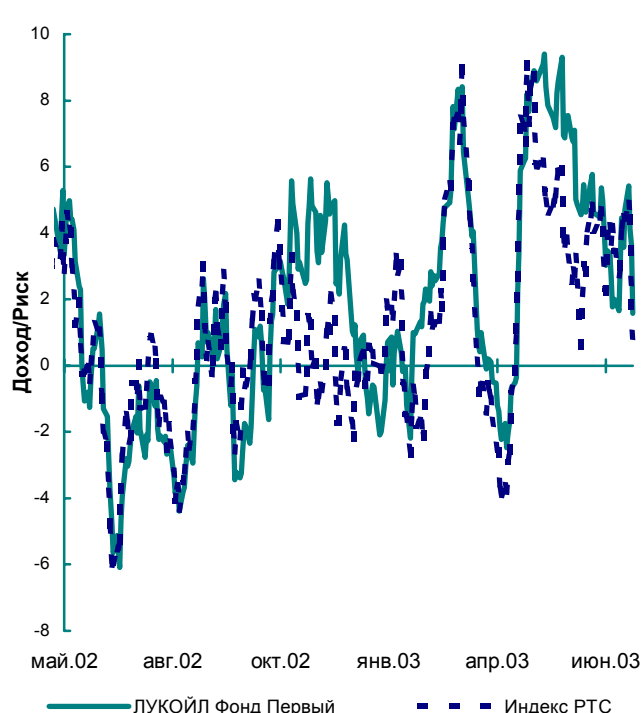
Анализ эффективности управления

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	44,2%	22,2%	36,6%	20,0%	29,1%	30,4%	1,257	0,656	0,633	0,0011
Посл. 6 месяцев	45,8%	33,6%	77,4%	59,0%	25,5%	29,3%	3,037	2,011	0,587	0,0017
Посл. 3 месяца	33,7%	26,6%	119,2%	96,0%	26,5%	34,4%	4,499	2,793	0,491	0,0026
Посл. месяц	3,9%	1,8%	45,0%	21,4%	28,7%	35,2%	1,564	0,607	0,540	0,0018

Результаты управления



Соотношение риска и дохода



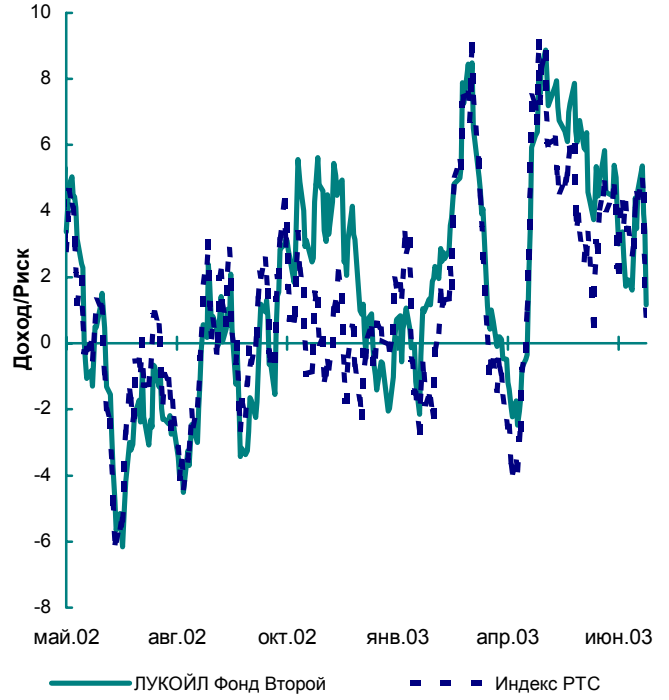
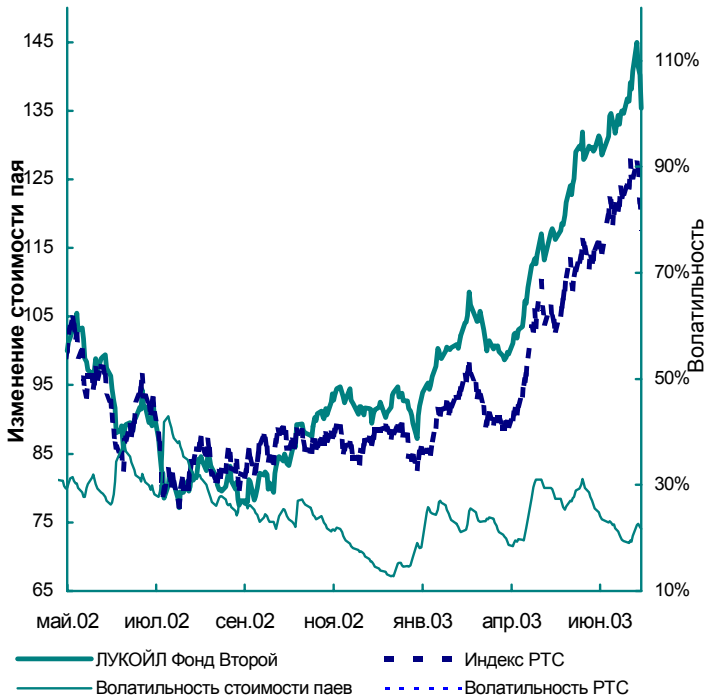
Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Второй

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	43,6%	22,2%	36,2%	20,0%	29,1%	30,4%	1,246	0,656	0,613	0,0011
Посл. 6 месяцев	44,1%	33,6%	74,9%	59,0%	26,4%	29,3%	2,842	2,011	0,624	0,0016
Посл. 3 месяца	32,0%	26,6%	113,7%	96,0%	28,2%	34,4%	4,029	2,793	0,546	0,0022
Посл. месяц	3,1%	1,8%	35,4%	21,4%	30,9%	35,2%	1,148	0,607	0,584	0,0014

Результаты управления

Соотношение риска и дохода



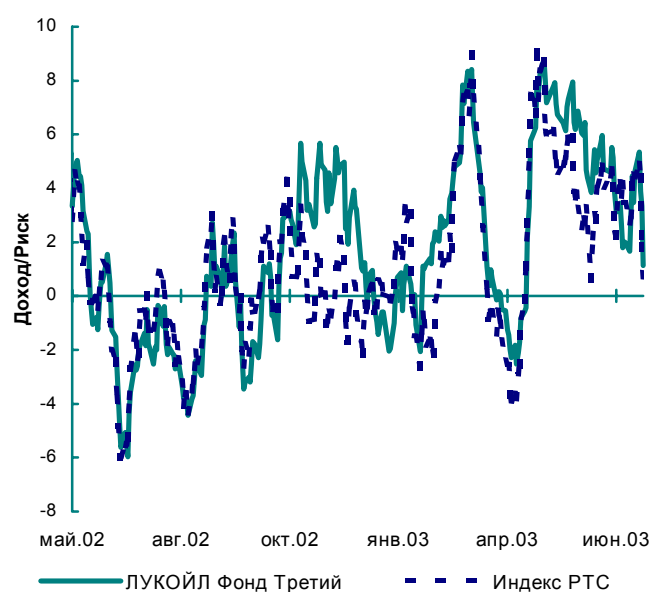
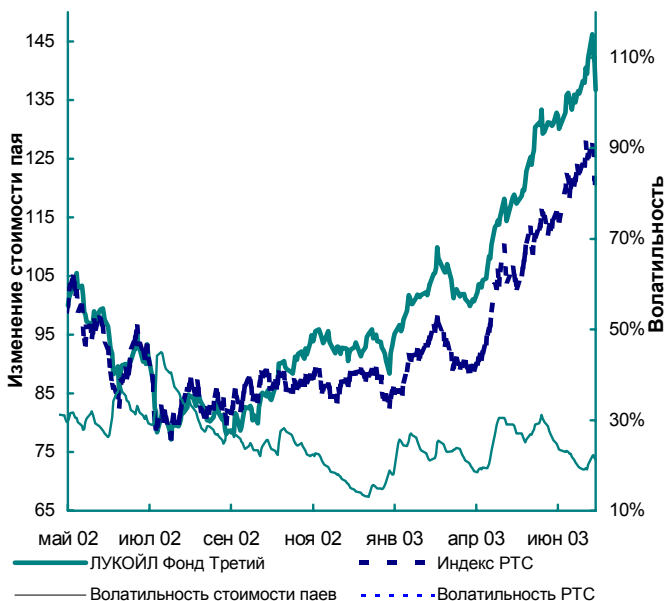
Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Третий

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	43,4%	22,2%	36,1%	20,0%	29,3%	30,4%	1,233	0,656	0,646	0,0010
Посл. 6 месяцев	43,9%	33,6%	74,6%	59,0%	26,1%	29,3%	2,855	2,011	0,619	0,0016
Посл. 3 месяца	31,9%	26,6%	113,3%	96,0%	27,8%	34,4%	4,072	2,793	0,539	0,0022
Посл. месяц	2,9%	1,8%	33,9%	21,4%	30,2%	35,2%	1,122	0,607	0,577	0,0013

Результаты управления

Соотношение риска и дохода



Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный

Результаты управления

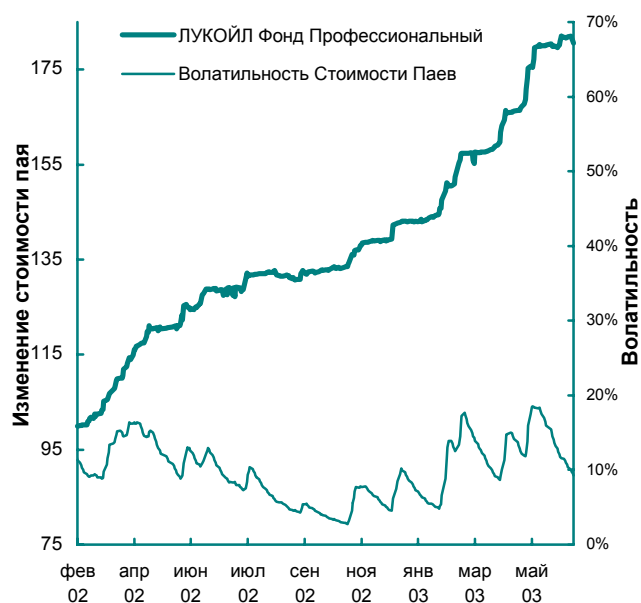
Период	Доходность за период, %	Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)	Волатильность за период (% годовых)
Последние 12 месяцев	39,9%	33,6%	8,3%
Посл. 6 месяцев	26,6%	47,0%	8,4%
Посл. 3 месяца	14,4%	54,0%	8,2%
Посл. месяц	0,3%	3,0%	4,0%

Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный

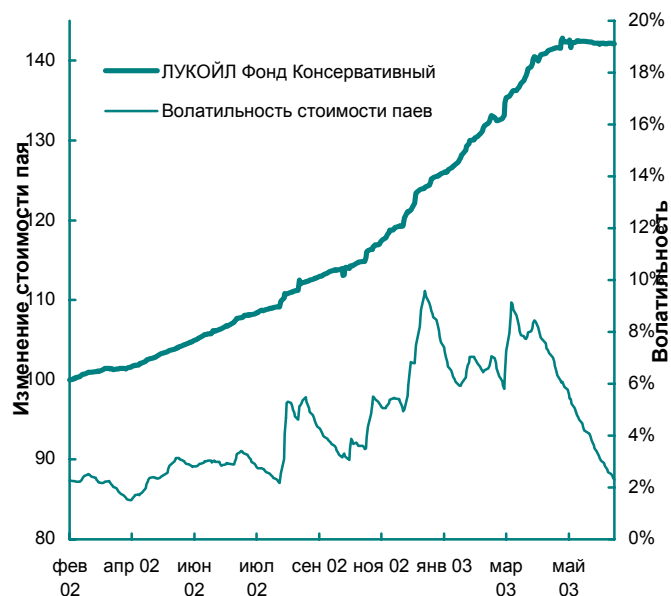
Результаты управления

Период	Доходность за период, %	Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)	Волатильность за период (% годовых)
Последние 12 месяцев	32,4%	28,0%	4,0%
Посл. 6 месяцев	14,7%	27,2%	0,6%
Посл. 3 месяца	4,0%	15,4%	3,5%
Посл. месяц	-0,2%	-2,1%	0,6%

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 α и β указывают, насколько изменение стоимости агрегированного портфеля связано с динамикой рынка (величина коэффициента β), и насколько велик вклад менеджера, управляющего портфелем (коэффициент α). Если α 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

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