

## Информационный бюллетень № 93 11 – 14 марта 2003 г.

Индекс РТС: 379.5 (▼ 3.1%) Объем торгов за неделю, млн. долл: 59.6 (-65.6) Рубль/доллар: 31.38 (▼ 0.57%)

### Паевые фонды группы «ЛУКОЙЛ Фонд»

Фонды	ЛУКОЙЛ Фонд Первый	ЛУКОЙЛ Фонд Второй	ЛУКОЙЛ Фонд Третий	ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный	ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный	
Стоимость пая на 14.03.03, руб.	2106,66	2169,01	2290,62	1767,27	1397,37	
Изменение за период (в %)	Последняя неделя	-0,88%	-0,86%	-0,89%	3,27%	0,97%
	Последний месяц	9,79%	9,86%	9,75%	9,47%	4,17%
	Последние 3 месяца	14,46%	14,60%	14,66%	13,35%	11,80%
	Последние 6 месяцев	28,59%	28,91%	29,38%	19,52%	18,84%
	Последние 12 месяцев	28,11%	28,37%	30,03%	43,57%	31,39%

#### Россия – конъюнктура недели

##### Рынок акций

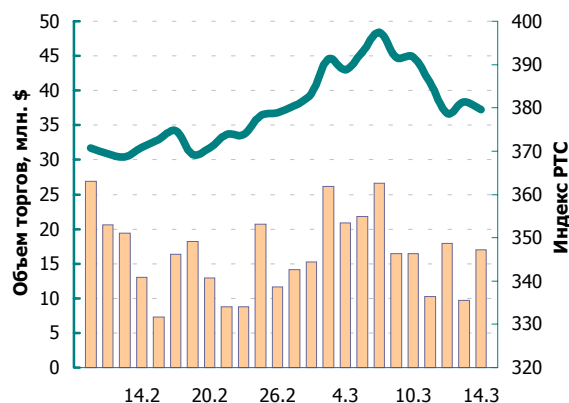
Новый виток дискуссий о повышении налогов для нефтяников заставил нервничать участников рынка акций. С приближением начала военных действий в Ираке несколько активизировались продажи со стороны нерезидентов. Больше всех пострадали акции крупнейшей российской компании – ЮКОСа (-7,4%), ненамного отстали и Сургут с ЛУКОЙлом (-5,5-5,6%). После бурного роста отмечалась коррекция и в акциях Татнефти (-6,3%), тем не менее, их доходность за последний месяц всё ещё сильно превышает среднерыночную. Благодаря объявлению о рекордных дивидендах, на общем фоне выделялись акции Сибнефти (+4,9%). Слухи о скорой либерализации рынка акций снова помогли «Газпрому» (+2,5%). За пределами нефтяной отрасли наиболее примечательным изменением стал новый рост цен акций Мосэнерго (+4,3%), также можно отметить падение обоих операторов мобильной связи, МТС и Вымпелкома, на 2,5%.

Нагнетание международной напряжённости будет негативно сказываться на ценах российских акций в ходе наступившей недели. В более долгосрочной перспективе положительный эффект высокого уровня глобальной и внутренней денежной ликвидности должен перевесить. Стоит заметить, что в феврале ряд крупнейших иностранных фондов, работающих в России, сообщили о максимальном за 9-12 месяцев притоке новых средств. В России же денежная база увеличивается на 3-5% в неделю, и этот объём уже не способны переварить ни реальный сектор, ни рынок облигаций.

Управляющие портфелями акций воспользовались продажами нерезидентов для умеренного увеличения доли нефтяных бумаг в активах. Эта доля увеличилась на 1-3% по разным портфелям за счёт покупки акций Сургутнефтегаза, ЛУКОЙла и Коминнефти. Кроме того, на доли процента выросла позиция в Северстали. В ближайшей перспективе возможна частичная фиксация прибыли в акциях энергетических компаний (Мосэнерго, РАО ЕЭС), с реинвестированием в подешевевшие

#### Рыночные индикаторы

##### Динамика индекса РТС за последний месяц



##### Динамика отраслевых фондовых индексов



нефтяные бумаги и, возможно, отдельные акции компаний, ориентированных на внутренний рынок.

#### Рынок внутренних долговых обязательств

Устойчиво высокий приток рублей от продажи экспортной выручки и очередной виток роста курса рубля стимулировали новый всплеск интереса к внутренним долговым инструментам.

Особенно сильным и обширным стал рост котировок рублёвых корпоративных облигаций: сразу шесть выпусков прибавили в цене более двух процентных пунктов, ещё 11 – показали прирост в диапазоне 1-2%. Повышение практически одинаково коснулось и самых ликвидных облигаций и второго эшелона. Доходности к погашению по «голубым фишкам» (Газпром, РАО ЕЭС, ТНК, РусАл, Славнефть) уже близки к ставкам по ОФЗ и значительно ниже уровня потребительской инфляции. При подобном уровне ставок весьма вероятен массивный выпуск новых займов по истечении 2-3 месяцев, необходимых на оформление документов. Стоит заметить, что премия по доходности рублёвых облигаций Газпрома к ОФЗ уже сравнялась со спредом еврооблигаций компании к суверенному долгу, при наличии заметной разницы в налогообложении ОФЗ и корпоративных облигаций. В то же время, по ряду облигаций 2-го эшелона сохраняется значительный потенциал сокращения спреда с ОФЗ с текущих 400-700 базисных пунктов. Соответственно, доходность вложений в такие облигации до конца года может превысить 20%.

В портфелях внутреннего долга под управлением УК НИКойл несколько выросла доля облигаций Амтелшинпрома, за счёт частичной фиксации прибыли по ГТ ТЭЦ. Кроме того, была почти полностью ликвидирована позиция в облигациях МГТС 2-го выпуска, купон которых сильно снижается с падением ставок на рынке госбумаг. В ближайшей перспективе рассматривается продажа обязательств Волжского и Северского трубных заводов, а также 1-го выпуска облигаций компании Иркут. Одновременно вероятно участие в размещении облигаций ОАО Парнас-М (там, где это допускает инвестиционная декларация) и приобретение высокодоходных банковских векселей (НОМОС, Международный банк СПб.).

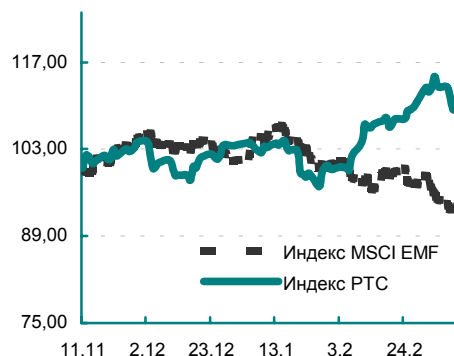
#### Рынок внешних долговых обязательств

Российские еврооблигации, хоть и меньше, чем акции, всё же пострадали из-за роста напряжённости вокруг Ирака. Кроме того, отдельные крупные игроки, по слухам выводили средства из российских обязательств в бразильские, которые ориентируясь на более высокую доходность к погашению, даже при значительном риске.

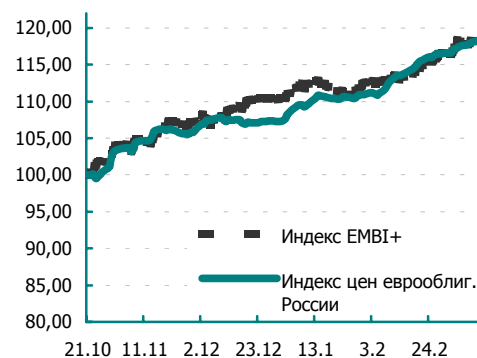
Наиболее сильно упали котировки самых «длинных» облигаций: Россия-30, Россия-18, Минфин-8 – на 1,0-1,5 процентных пунктов. Немного лучшие результаты показали облигации ТНК и Газпром-13, потерявшие около 0,9 пп. Тем не менее, по итогам последнего месяца практически все облигации принесли не менее 3% общего дохода, а лучшие выпуски обеспечили более 7% (125% годовых). Вполне логично, что период высокой доходности сменяется умеренной коррекцией. Кроме того, текущие процентные ставки по суверенным облигациям уже учитывают ожидаемое повышение кредитных рейтингов до инвестиционного уровня, т.е. вероятность сохранения высоких прибылей в будущем сравнительно мала.

Скорее всего, доходность инвестиций в суверенные еврооблигации в ближайший год лишь немного превысит уровень доходности к погашению (8% годовых). В то же время, премии по доходности корпоративных еврооблигаций к суверенным пока ещё гораздо выше, чем весной прошлого года, и вложения в корпоративные внешние обязательства могут принести 12-15% годовых.

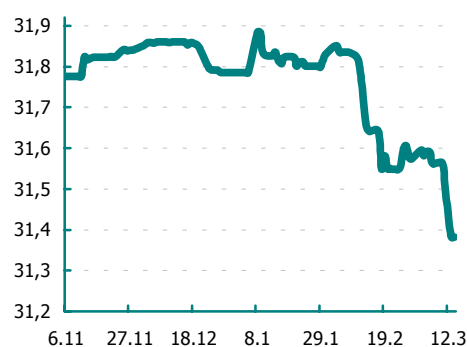
#### Темпы роста российского фондового рынка и индекса фондовых рынков развивающихся стран



#### Динамика индексов российских еврооблигаций и еврооблигаций развивающихся стран



#### Курс рубль/доллар (ЦБ)



Управляющие портфелями внешнего долга вновь увеличили долю денежных средств в активах за счёт продажи «длинных» суверенных обязательств, прежде всего, России-30. Одновременно были увеличены позиции в наиболее перспективных корпоративных еврооблигациях (Газпром-13 и Сибнефть-07), примерно на 5% общих активов. В ближайшее время портфельные менеджеры будут выбирать оптимальный момент для формирования длинных позиций, ориентируясь на локальный минимум спроса на рискованные активы в преддверии войны в Ираке.

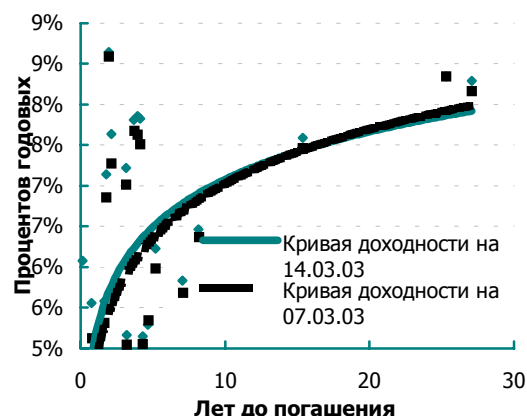
#### Экономический фон

На наш взгляд, основная причина, по которой на заседании правительства 13 марта не было принято окончательного решения по программе налоговой реформы на 2003-2005 годы, достаточно основательна. Позиция председателя правительства М. Касьянова относительно целей проведения налоговой реформы состоит в том, что реформа должна дать импульс диверсификации экономики и обеспечить запланированные темпы экономического роста. В то же время, до сих пор предложения ответственных за налоговую реформу министерств не сопровождались конкретными расчетами и прогнозами реакции предприятий и всей экономики на налоговые преобразования в стране. По мнению председателя правительства, Минэкономразвития РФ, к чьей компетенции относятся подобные расчеты, до сих пор не выработало четкой позиции по проведению налоговой реформы и не представило конкретных расчетов последствия облегчения налогового бремени.

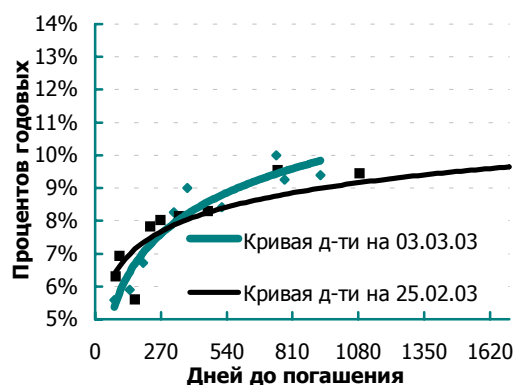
"Запланированные" правительством темпы экономического роста весьма амбициозны. В своих последних выступлениях председатель правительства неоднократно озвучивал цифру в 7-8 процентов к 2007-2008 г. В части структурных преобразований в экономике правительство ставит перед собой задачу уйти от "качелей конъюнктуры мировых товарных рынков". Для решения указанных задач в 2003-2005 годах планируется снизить налоговую нагрузку на 400-450 млрд. рублей (2,1-2,5% ВВП). Ключевыми мероприятиями в этой связи станут отмена налога с продаж, усиление эффекта действия регрессивной шкалы ЕСН, а также снижение (до 18% в 2004 г. и до 15% в 2006 г. с отменой действующих льгот) и совершенствование режима взимания НДС. С другой стороны, часть выпадающих из бюджета доходов будет компенсирована за счет увеличения налоговой нагрузки на экспортеров природных ресурсов.

Следует отметить, что для доработки программы налоговой реформы остается не так много времени. Если программа не будет подготовлена до того, как работа над бюджетом 2004 г. перейдет в финальную стадию, проведение реформы может быть отодвинуто еще на один год. В то же время, возможная задержка с реформой не создает существенных рисков для наших макроэкономических прогнозов. Сложившийся баланс в фискальной сфере трудно назвать очень плохим. На наш взгляд, в дальнейших налоговых реформах лучше слегка задержаться, чем быстро пойти в неправильном направлении.

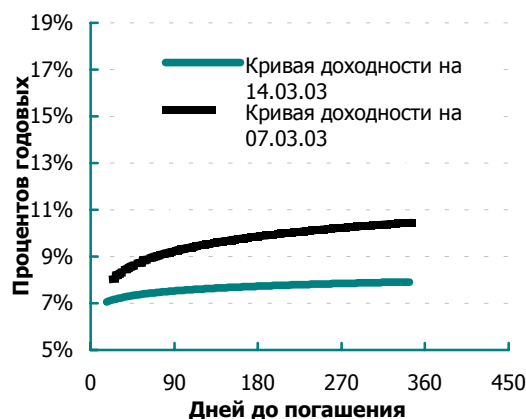
#### Кривая доходности внешних долговых обязательств РФ и российских компаний



#### Кривая доходности ГКО-ОФЗ



#### Кривая доходности корпоративных облигаций



#### Российские макроэкономические индикаторы

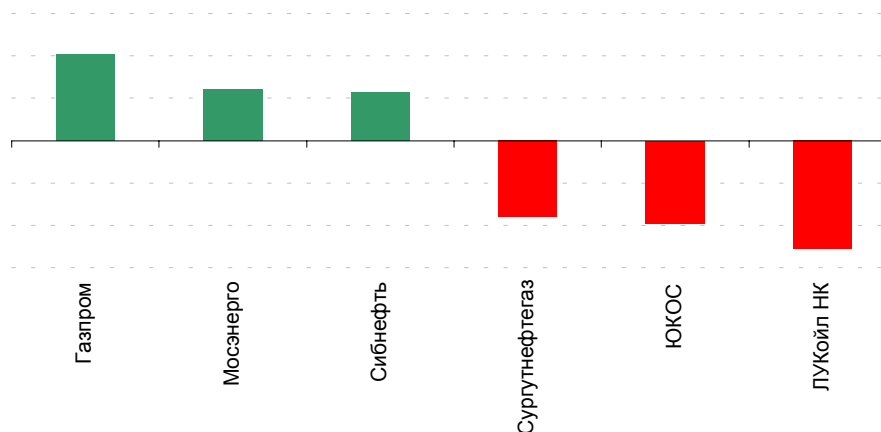
Индикатор	Значение	Период
ВВП России, %, изм. к соотв. периоду прошлого года	4,3	2002 г. (предварительные данные ГКС)
Уровень пром. пр-ва, % к соотв. периоду прошлого года	3,9	2002 г.
Уровень инфляции, %	15,1	2002 г.
Сальдо торг. Баланса, млрд. долл.	46,4	2002 г.
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	53,1	по состоянию на 28.02.03
Первичный бюджетный баланс, % ВВП	3,5	2002 г. (данные о финансировании)
Бюджетный баланс, % ВВП	1,4	2002 г. (данные о финансировании)

## Анализ результатов за неделю

	Значение на 14.03.2003, \$	Значение на 07.03.2003, \$	Изменение, %
Индекс РТС (закрытие)	379,54	391,73	-3,11%
Стоимость совокупного портфеля фондов ЛФ-1, ЛФ-2, ЛФ-3, \$ млн.	216,70	217,52	-0,38%

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 14.03.2003, \$	Рыночная цена 07.03.2003, \$	Изменение, %	Капитализация, \$ млн. (на конец недели)
Газпром	0,85	0,82	3,27%	21 075
Мосэнерго	0,0510	0,0490	4,08%	1 447
Сибнефть	2,22	2,14	3,75%	10 644

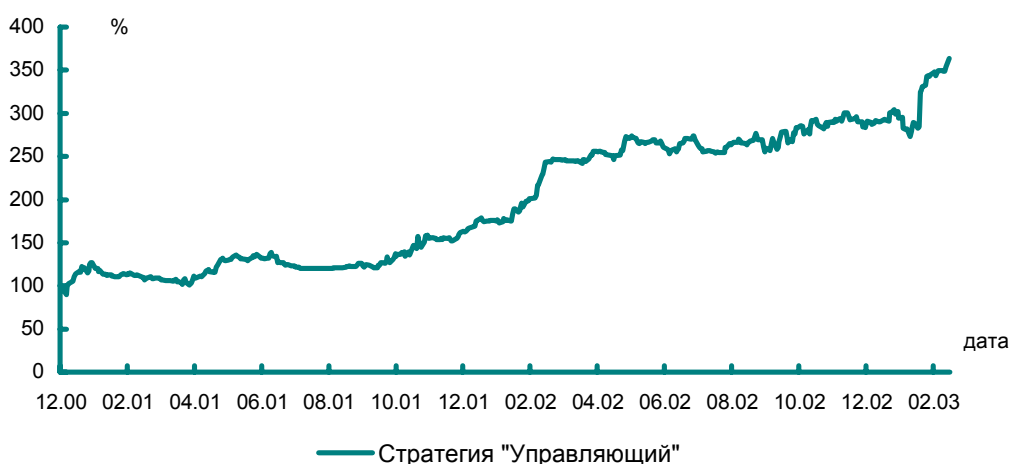


Инструменты, обеспечившие наибольший отрицательный вклад в результат совокупного портфеля фондов ЛУКОЙЛ Фонд Первый, ЛУКОЙЛ Фонд Второй, ЛУКОЙЛ Фонд Третий (в порядке убывания степени влияния на результат)

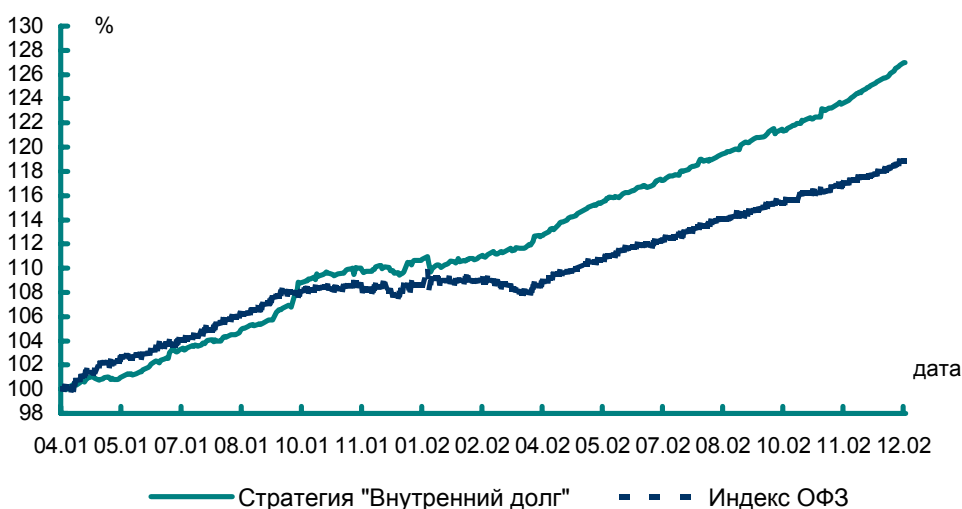
Эмитент	Рыночная цена 14.03.2003, \$	Рыночная цена 07.03.2003, \$	Изменение, %	Капитализация, \$ млн. (на конец недели)
ЛУКОЙЛ НК	14,51	15,43	-5,96%	12 368
ЮКОС	9,94	10,75	-7,53%	22 370
Сургутнефтегаз	0,3136	0,3315	-5,40%	13 007

## Доверительное управление активами - результаты

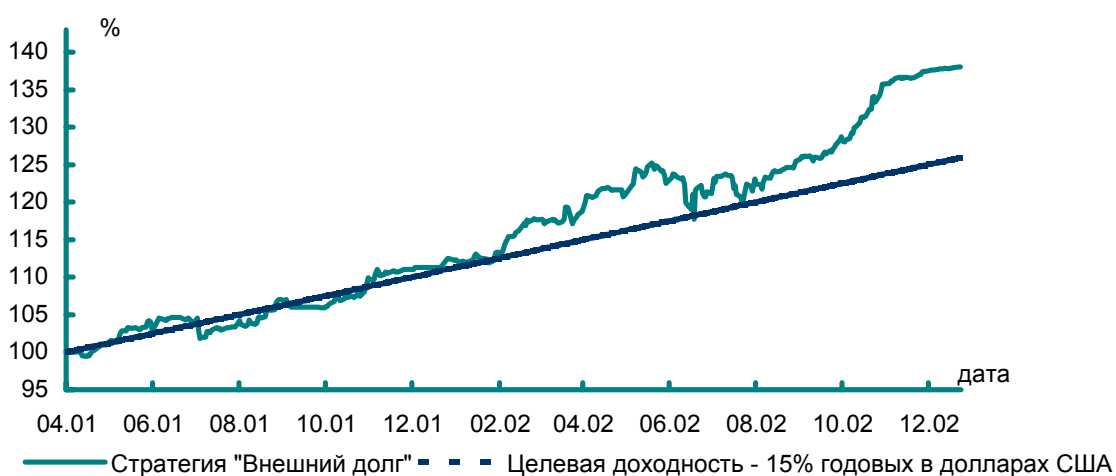
### Стратегия «Управляющий»



### Стратегия «Внутренний долг»



### Стратегия «Внешний долг»

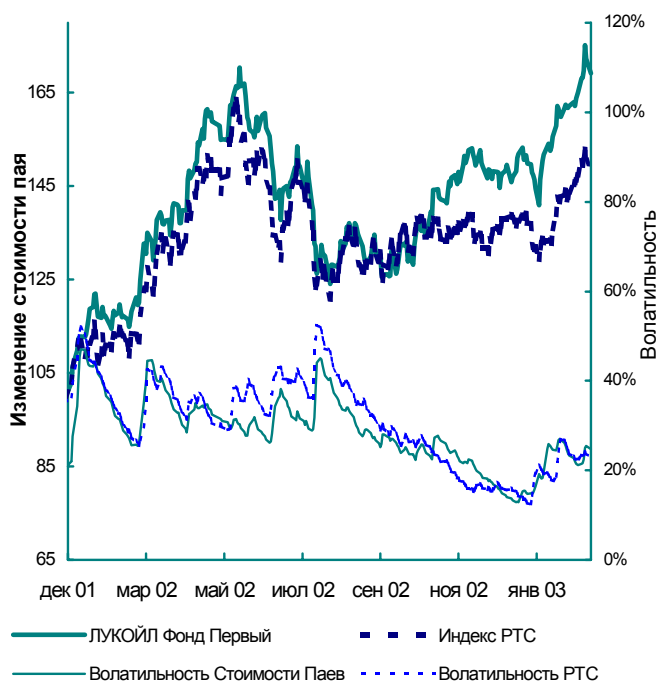


## Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Первый

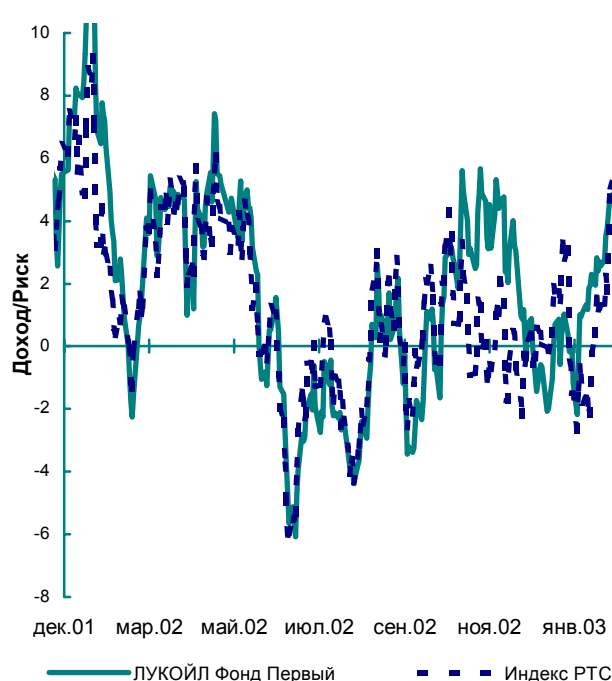
## Анализ эффективности управления

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
Посл. 12 месяцев	30,9%	21,8%	26,9%	19,7%	31,4%	32,4%	0,988	0,674	0,638	0,0005
Посл. 6 месяцев	28,5%	12,3%	50,7%	23,2%	26,8%	24,2%	2,134	1,019	0,732	0,0013
Посл. 3 месяца	12,8%	1,3%	48,5%	5,1%	25,0%	21,7%	2,048	0,238	0,688	0,0006
Посл. месяц	8,7%	9,2%	97,6%	102,9%	23,8%	22,5%	4,176	4,647	0,861	0,0001

## Результаты управления



## Соотношение риска и дохода



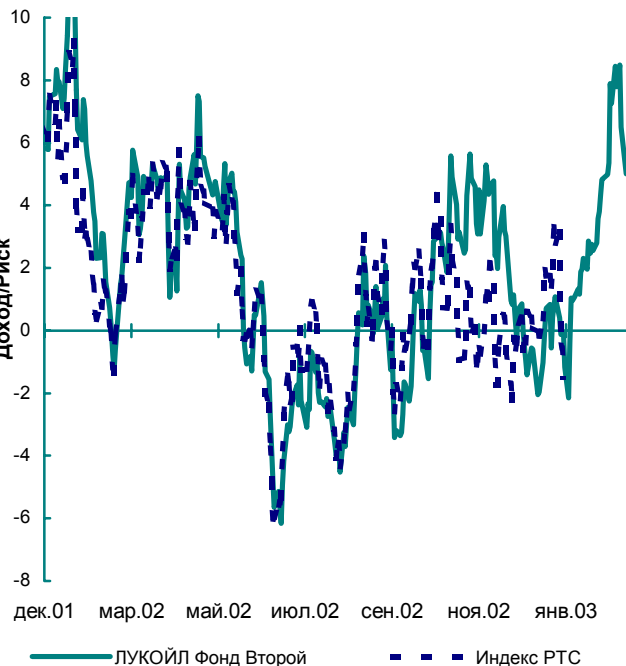
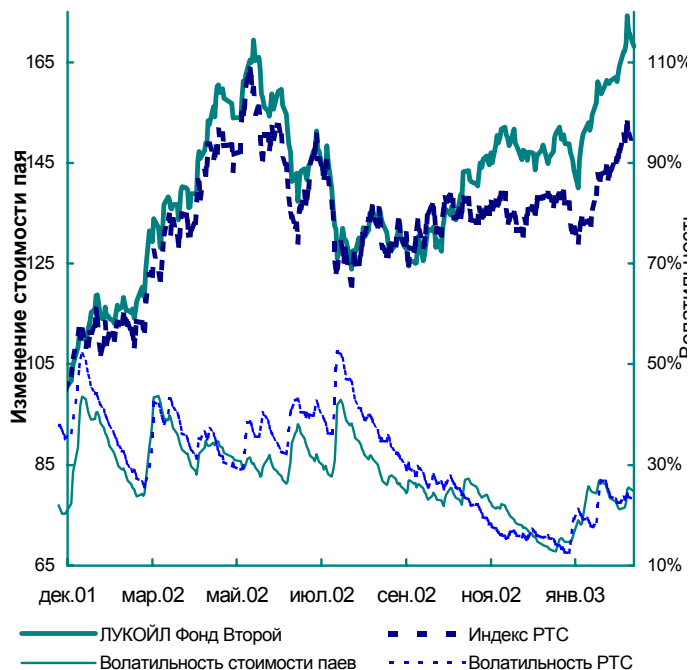
## Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Второй

## 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
Посл. 12 месяцев	31,1%	21,8%	27,1%	19,7%	30,7%	32,4%	1,017	0,674	0,598	0,0006
Посл. 6 месяцев	28,9%	12,3%	51,2%	23,2%	26,8%	24,2%	2,163	1,019	0,734	0,0013
Посл. 3 месяца	12,9%	1,3%	48,9%	5,1%	25,0%	21,7%	2,067	0,238	0,688	0,0007
Посл. месяц	8,8%	9,2%	98,3%	102,9%	23,8%	22,5%	4,203	4,647	0,861	0,0001

Результаты управления

Соотношение риска и дохода



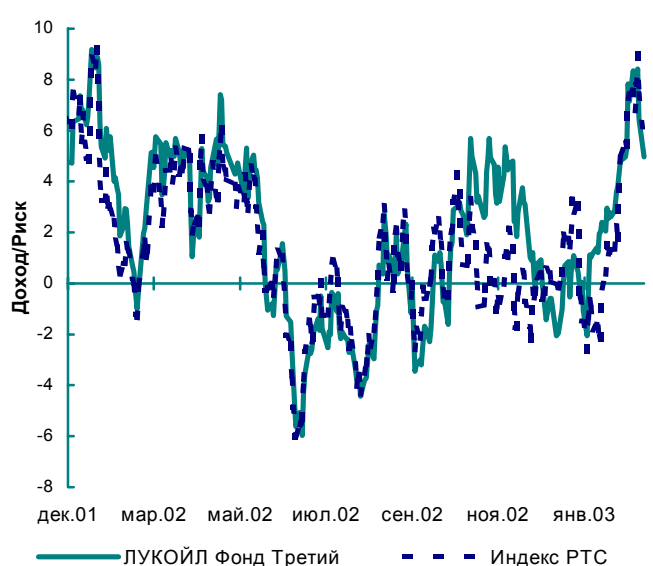
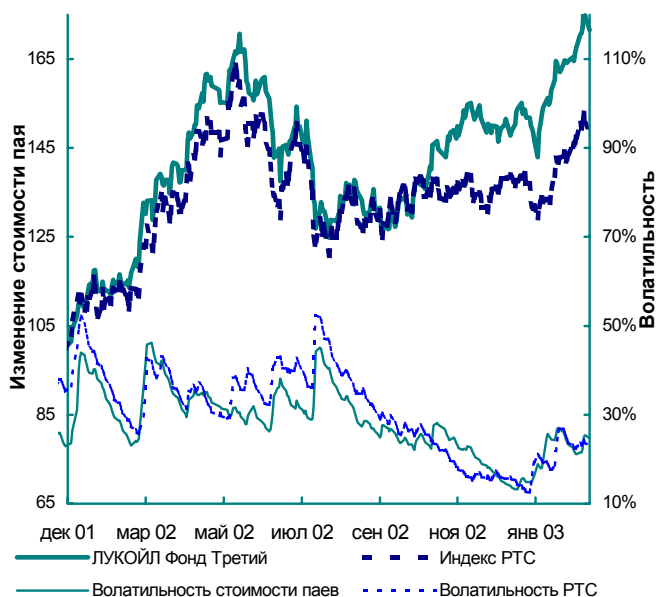
Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Третий

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)		Бета	Альфа	
Посл. 12 месяцев	33,1%	21,8%	28,6%	19,7%	31,6%	32,4%	1,051	0,674	0,642	0,0006
Посл. 6 месяцев	29,3%	12,3%	52,0%	23,2%	26,9%	24,2%	2,188	1,019	0,732	0,0014
Посл. 3 месяца	13,0%	1,3%	49,4%	5,1%	25,0%	21,7%	2,084	0,238	0,683	0,0007
Посл. месяц	8,7%	9,2%	97,2%	102,9%	23,8%	22,5%	4,153	4,647	0,867	0,0001

Результаты управления

Соотношение риска и дохода



## Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный

## Результаты управления

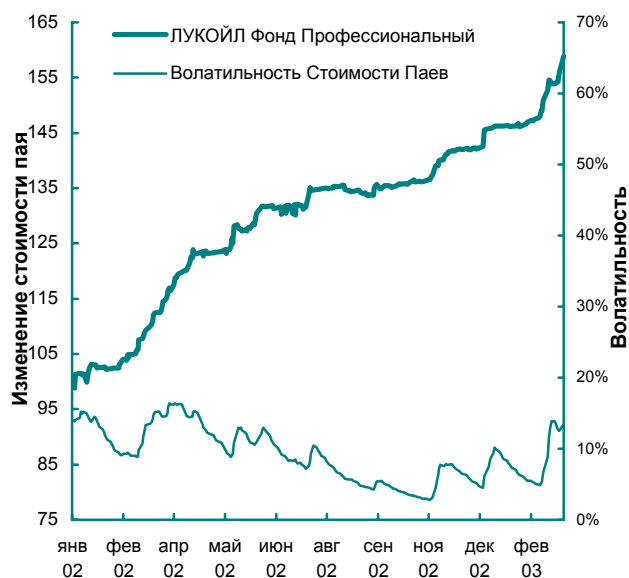
Период	Доходность за период, %	Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)	Волатильность за период (% годовых)
Последние 12 месяцев	45,5%	37,6%	10,1%
Посл. 6 месяцев	10,8%	20,2%	8,4%
Посл. 3 месяца	7,7%	30,0%	6,3%
Посл. месяц	2,8%	32,1%	8,5%

## Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный

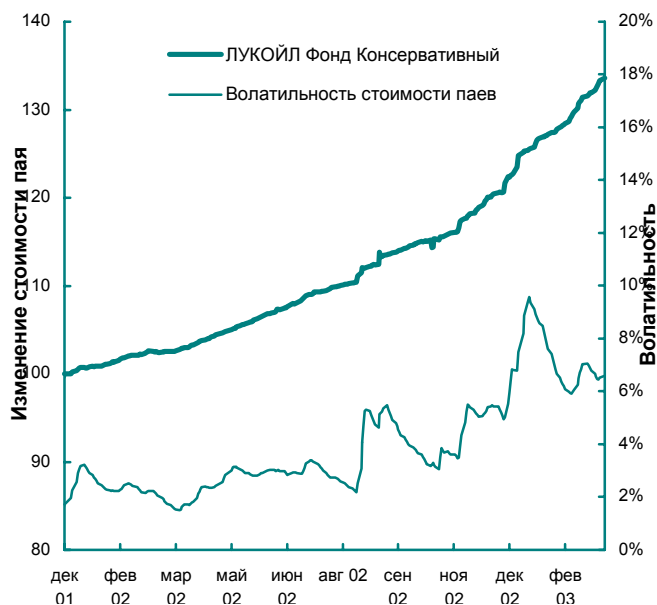
## Результаты управления

Период	Доходность за период, %	Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)	Волатильность за период (% годовых)
Последние 12 месяцев	24,8%	22,1%	3,2%
Посл. 6 месяцев	15,9%	29,2%	5,5%
Посл. 3 месяца	9,2%	35,7%	4,8%
Посл. месяц	5,0%	57,8%	5,5%

## 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 oferty. 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