

Информационный бюллетень № 85 13 - 17 января 2003 г.

Индекс РТС: 356.4 (▽ 0.4%) Объем торгов за неделю, млн. долл: 58 Рубль/доллар: 31.82 (▽ 0.01%)

Паевые фонды группы «ЛУКОЙЛ Фонд»

Фонды	ЛУКОЙЛ Фонд Первый	ЛУКОЙЛ Фонд Второй	ЛУКОЙЛ Фонд Третий	ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный	ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный	
Стоимость пая на 17.01.03, руб.	1847,44	1901,41	2007,7	1606,56	1315,85	
Изменение за период (в %)	Последняя неделя	-1,33%	-1,30%	-1,26%	0,03%	0,91%
	Последний месяц	2,09%	2,18%	2,25%	2,91%	5,11%
	Последние 3 месяца	9,73%	9,64%	10,26%	7,68%	10,14%
	Последние 6 месяцев	3,64%	4,11%	4,33%	12,45%	16,25%
	Последние 12 месяцев	28,50%	31,12%	34,62%	42,52%	25,81%

Россия – конъюнктура недели

Рынок акций

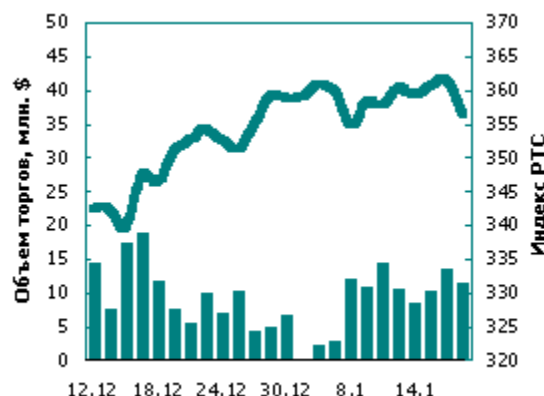
Динамика первых двух недель 2003 года создает устойчивое впечатление, что российский фондовый рынок остался одной ногой в году уходящем. Доминирование нефтяных акций в индексе РТС не позволяет ему выйти из состояния стагнации. На мировых рынках в последнее время пользовались популярностью акции компаний, далеких от нефтяного бизнеса. На волне интереса к телекоммуникационным компаниям соответствующий российский сектор также существенно подорожал, но его вес слишком мал для того, чтобы «вытянуть» весь индекс.

С технической точки зрения практически весь декабрь прошлого года мы говорили о том, что на рынке сформировался промежуточный баланс спроса и предложения, котировки «зажаты» внутри торгового диапазона между 340 и 360 пунктами по индексу РТС, и выход наверх из этого диапазона возможен лишь после того, как нервы держателей «длинных» позиций будут подвергнуты испытанию. К сожалению (а может, к счастью) мы пока не можем сказать, что ситуация существенно изменилась. Выхода наверх по-прежнему нет. Для выхода вниз из упомянутого диапазона, на наш взгляд, требуется появление негативного общерыночного фактора, на роль которого пока ничто не претендует. Казалось бы, нервы уже были испытаны в ушедшем году падением котировок на фоне приближающегося аукциона по Славнефти, и рынок встал на исходную позицию для взятия отметки в 360 пунктов. Однако на прошлой неделе рынок вновь отразился от потолка диапазона и заставил на некоторое время забыть о ценовых ориентирах, находящихся выше этой отметки.

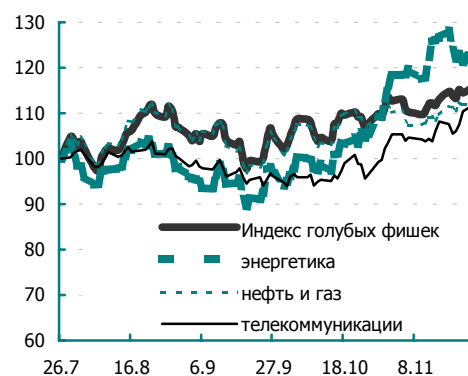
Очередную порцию обновленных исходных данных для нашей модели оценки сравнительной инвестиционной привлекательности российских эмитентов преподнесло информационное сообщение, опубликованное по итогам последнего заседания совета директоров НК ЛУКОЙЛ. Заседание было посвящено обсуждению операционных результатов деятельности компании в 2002 г. В качестве наиболее существенного момента можно назвать то, что компании удалось обеспечить 5%-ный рост экспорта нефти (в нашей модели был заложен более консервативный прогноз 2%-ного роста) благодаря появлению новых транспортных схем поставок речным и железнодорожным транспортом. Благоприятное изменение структуры продаж (рентабельность поставок нефти на экспорт не идет ни в какое сравнение с рентабельностью

Рыночные индикаторы

Динамика индекса РТС за последний месяц



Динамика отраслевых фондовых индексов



продаж на внутреннем рынке, вернее с отсутствием таковой) привело к корректировке нашей оценки ЛУКОЙЛа в сторону повышения. Отрадно также то, что на совете директоров был четко озвучен тот факт, что коммерческие, общехозяйственные и административные расходы компании все еще остаются на высоком уровне (к слову, в расчете на баррель добытой нефти – на самом высоком уровне среди 5 крупнейших российских нефтяных компаний), и усилия по их сокращению будут предприниматься и впредь.

Внимания, на наш взгляд, заслуживает опережающая динамика, которую демонстрировали на прошлой неделе акции укрупненных операторов фиксированной связи, не в последнюю очередь, благодаря тому, что 15 января ОАО "Связьинвест" опубликовало пресс-релиз, сообщавший об отмене решения МАП, предписывающего ОАО "ЦентрТелеком" вывести из своего состава бизнес, связанный с предоставлением услуг, тарифы на которые не регулируются государством. Высока вероятность того, что в скором времени аналогичные решения будут приняты и в отношении остальных межрегиональных операторов. В свое время требование о выводе из укрупненных компаний связи таких быстро растущих и высоко оцениваемых рынком видов бизнеса, как предоставление услуг сотовой связи и передачи данных было, пожалуй, единственным негативным фундаментальным аспектом, связанным с инвестированием в акции региональных операторов. В то же время, доля доходов от оказания услуг мобильной связи и передачи данных в общей выручке межрегиональных операторов в настоящее время составляет около 10%. Ситуация не изменится коренным образом, даже если РТК-лизинг реализует недавно высказанное намерение продать свои доли в региональных операторах сотовой связи межрегиональным операторам. Таким образом, эффект от решения МАП на рыночную оценку компаний сектора будет больше связан с краткосрочным улучшением отношения инвесторов, нежели с существенной фундаментальной переоценкой.

Рынок внутренних долговых обязательств

На минувшей неделе ситуация на внутреннем долговом рынке определялась уровнем ликвидности участников. В начале недели котировки росли (после традиционного понижения в конце года), а в конце недели, в результате снижения ликвидности участников, цены бумаг незначительно уменьшились.

Вследствие снижения рыночной ликвидности стоимость кредита overnight увеличилась в среду на 843 базисных пунктов. Разразившийся кризис ликвидности не является традиционным (в столь острой форме) для середины месяца и, вероятно, связан с временным отказом ЦБ от дальнейшего наращивания объема золотовалютных резервов (по сравнению с ноябрем прошлого года объем резервов Банка России почти не изменился). На фоне растущих цен на нефть снижение объемов покупки долларов Банком России привело к превышению предложения над спросом и, следовательно, к укреплению курса национальной валюты. Недостаток рублевых ресурсов также можно объяснить необходимостью осуществления платежей по НДС а аккумуляцией средств для оплаты госпакета "Славнефти".

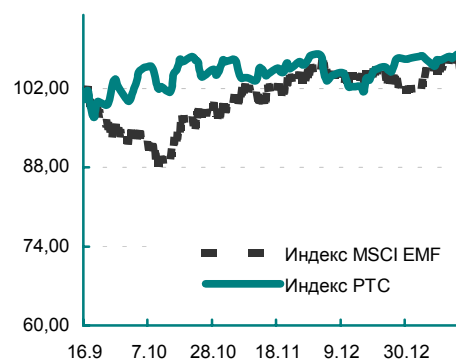
На рынке государственных бумаг падение затронуло краткосрочные выпуски (за неделю их доходность выросла на 14 – 15 базисных пунктов). Что же касается долгосрочных инструментов, то их доходность снизилась на 3 – 37 базисных пунктов, что подтверждает наш прогноз о дальнейшем выравнивании кривой доходности. По словам заместителя министра финансов, в 2003 году процентные ставки на рынке государственного долга будут колебаться в пределах 10 – 12 % при инфляции в 11 %. Она также заявила, что к концу года номинальная стоимость находящихся в обращении выпусков увеличится с 217 до 300 млрд. рублей. Основным событием этой недели будет погашение и выплата купонов по ОФЗ в объеме большем 10 млрд. рублей.

На рынке корпоративных и муниципальных облигаций, как и на рынке государственных долгов, некоторые выпуски выросли, другие – упали. В целом наблюдалось умеренное сужение спреда в доходности между ликвидными выпусками и облигациями 2-го эшелона. Среди существенных событий прошлой недели стоит отметить выставление оферты по первому выпуску облигаций Татнефти.

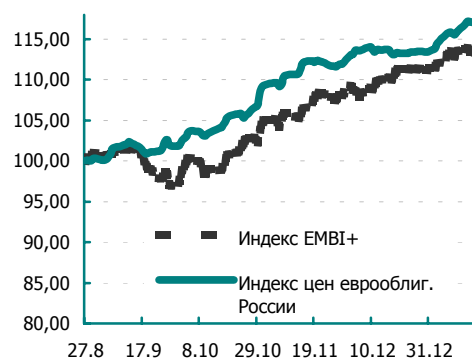
Рынок внешних долговых обязательств

Индекс EMBI+ упал за неделю на 0,17 %, а его российская компонента – выросла на 0,9 %. В наибольшей степени выросли облигации Минфина 7 серии (на 2 81 %)

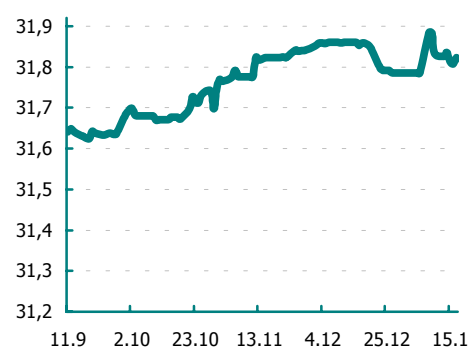
Темпы роста российского фондового рынка и индекса фондовых рынков развивающихся стран



Динамика индексов российских еврооблигаций и еврооблигаций развивающихся стран



Курс рубль/доллар (ЦБ)



(на 2,81 %).

Середина недели стала переломным моментом и для развивающихся рынков. Основной причиной снижения цен на развивающихся рынках была публикация новых данных о состоянии платежного баланса и уровне промышленного производства в США. Это привело к перераспределению средств между развивающимися рынками и рынком Treasuries. Немаловажную роль сыграло также ухудшение ситуации в Турции (после уменьшения вероятности достижения соглашения с МВФ) и размещение суверенных еврооблигаций рядом развивающихся государств.

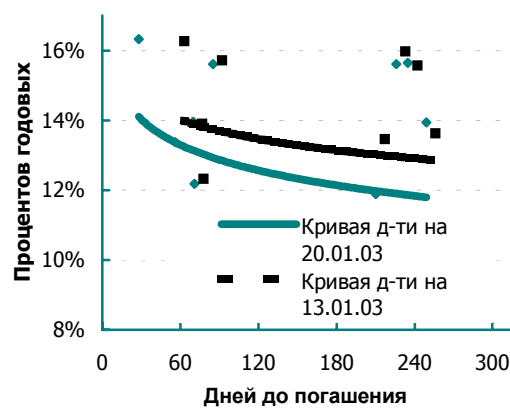
Экономический фон

15 января на заседании правительства РФ была утверждена программа внутренних государственных заимствований на 2003 год. Программа исходит из верхней планки привлечения средств за счет размещения ГЦБ в размере 169,52 млрд. руб., установленной законом о федеральном бюджете. Формально последняя цифра означает, что максимально возможный объем эмиссии госбумаг урезан на 23% по сравнению с 2002 г. Однако с учетом того, что в прошлом году эмиссия в объеме 41,2 млрд. руб. была связана с операцией по ВТБ (Центробанк получил пакет ОФЗ в обмен на пакет акций ВТБ), а 45 млрд. руб. обязательств осели в портфеле пенсионного фонда, объем "рыночной" эмиссии в 2003 г. увеличится на 27%. С учетом того, что в прошлом году лимит рыночных заимствований был выбран далеко не полностью, выполнение плана не должно оставить рынок госдолга на месте. В этом случае объем находящихся в обращении ГЦБ увеличится за год с 217 млрд. руб. (по номиналу) до 300 млрд. руб., что должно способствовать заметному увеличению ликвидности рынка.

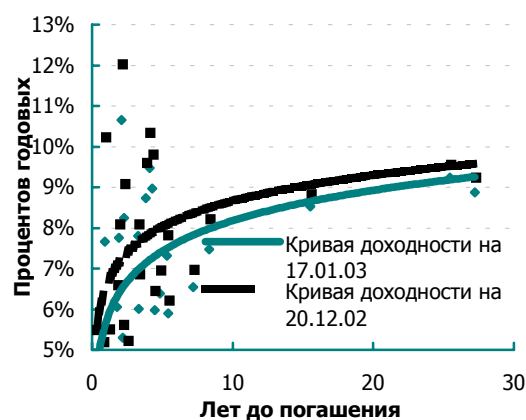
Структура максимальных объемов привлечения по каждому из инструментов дает Минфину достаточно большое пространство для маневра при осуществлении размещений. Для ГКО установлен потолок (по номиналу) в 64 млрд. руб., для ОФЗ – 172 млрд. руб. (без учета эмиссии в размере 300 млрд. руб., проводимой в рамках реструктуризации портфеля Центробанка). Объем выпуска новых инструментов – государственных сберегательных облигаций (ГСО) и облигаций государственного нерыночного займа (ОГНЗ) должен составить соответственно 10 и 4 млрд. руб. Очевидно, что при прогнозируемом уровне процентных ставок потолок размещений не будет достигнут одновременно по всем инструментам, так как общий объем привлечения средств жестко установлен в размере 169,5 млрд. руб. Таким образом, Минфин имеет возможность выбора между инструментами разного класса и срочности. Скорее всего, предпочтением будет отдано долгосрочным ОФЗ. Поскольку долгосрочные бумаги, как правило, размещаются с большим дисконтом к номиналу, выпуск таких бумаг может быть произведен в большем объеме (без превышения максимального объема привлечений), что даст больший эффект в смысле увеличения ликвидности и стимулирования интереса к рынку. В 2003 г. на рынке должны появиться бумаги со сроком обращения 7-11 лет.

В течение 2002 г. роль, отведенная рынку госдолга в процессе размещения активов управляемых нами ПИФов, счетов ДУ и резервов НПФ, существенно снизилась, главным образом, благодаря формированию недостаточно привлекательных уровней доходности. В наступившем году наш взгляд на перспективы вложений в госбумаги вряд ли существенно изменится. В течение следующего года, вероятно, сохранятся тенденции снижения процентных ставок. Определенный интерес будут представлять ГСО, которые, в силу ограничений на круг потенциальных инвесторов (страховые компании, НПФы, управляющие компании ПИФов), скорее всего, будут иметь премию в доходности к традиционным инструментам рынка рублевого госдолга. В сегменте ОФЗ наиболее привлекательными должны стать долгосрочные выпуски с длинной, отсутствующей в корпоративном сегменте.

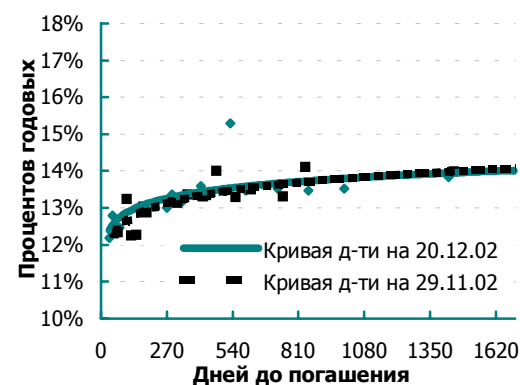
Кривая доходности рублевых корпоративных облигаций



Кривая доходности внешних долговых обязательств РФ и российских компаний



Кривая доходности ГКО-ОФЗ



Российские макроэкономические индикаторы

Индикатор	Значение	Период
ВВП России, %, изм. к соотв. периоду прошлого года	4,1	2002 г. (оценка МЭРТ)
Уровень пром. пр-ва, % к соотв. периоду прошлого года	3,9	2002 г.
Уровень инфляции, %	15,1	2002 г.
Сальдо торг. Баланса, млрд. долл.	42,4	январь-ноябрь 2002 г.
Золотовалютные резервы, млрд. долл.	47,9	по состоянию на 10.01.03
Первичный бюджетный баланс, % ВВП	3,5	2002 г. (данные о финансировании)
Бюджетный баланс, % ВВП	1,4	2002 г. (данные о финансировании)

Доверительное управление активами - результаты

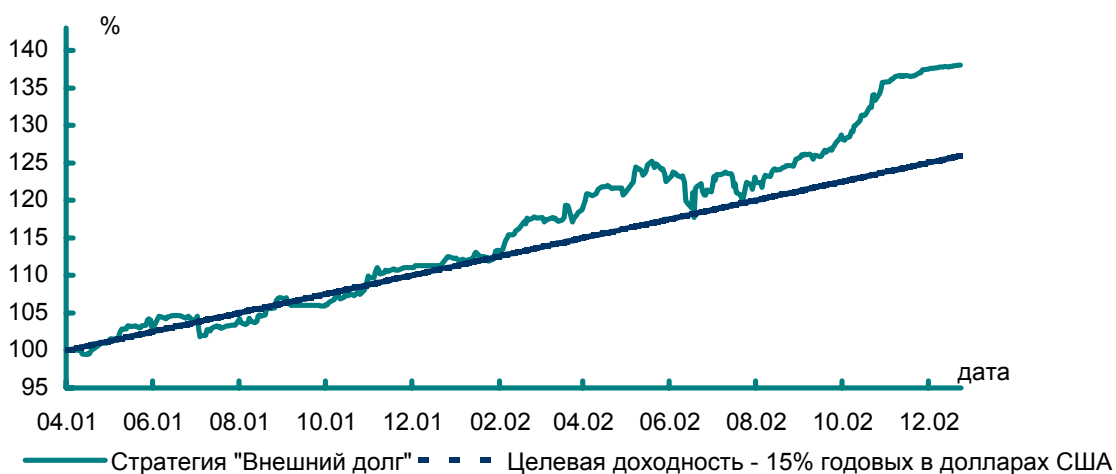
Стратегия «Управляющий»



Стратегия «Внутренний долг»



Стратегия «Внешний долг»

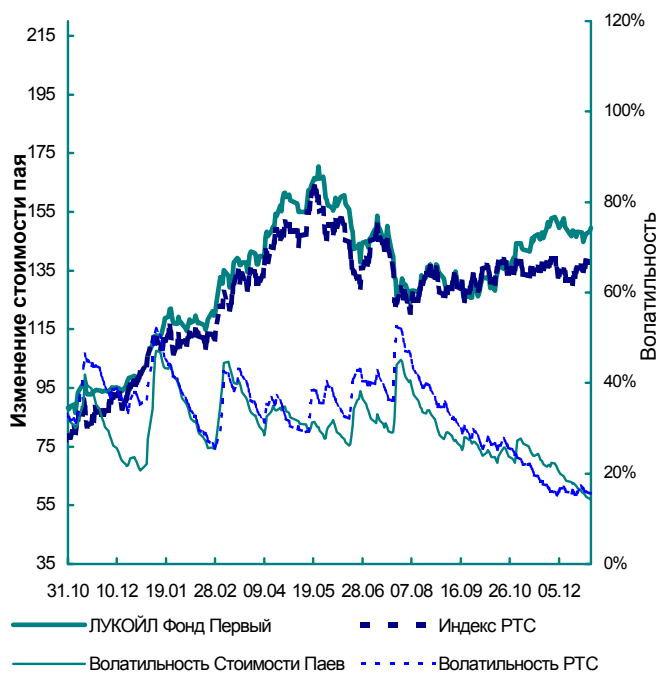


Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Первый

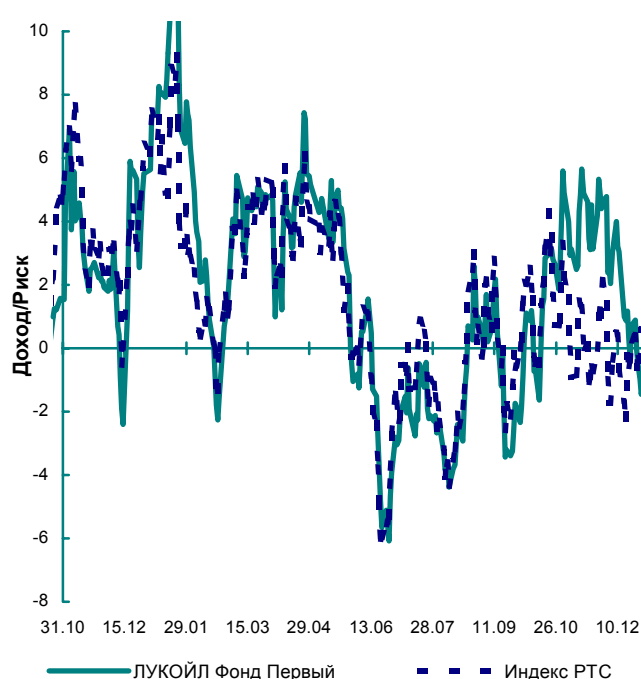
Анализ эффективности управления

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	45,1%	34,1%	37,6%	29,6%	33,0%	35,8%	1,377	0,961	0,640	0,0008
Посл. 6 месяцев	4,0%	0,8%	7,8%	1,5%	31,9%	31,7%	0,251	0,049	0,656	0,0003
Посл. 3 месяца	17,5%	5,1%	65,4%	19,8%	24,4%	21,9%	2,872	0,933	0,690	0,0019
Посл. месяц	-1,5%	1,9%	-18,6%	24,9%	20,7%	21,0%	-0,912	1,202	0,302	-0,0011

Результаты управления



Соотношение риска и дохода



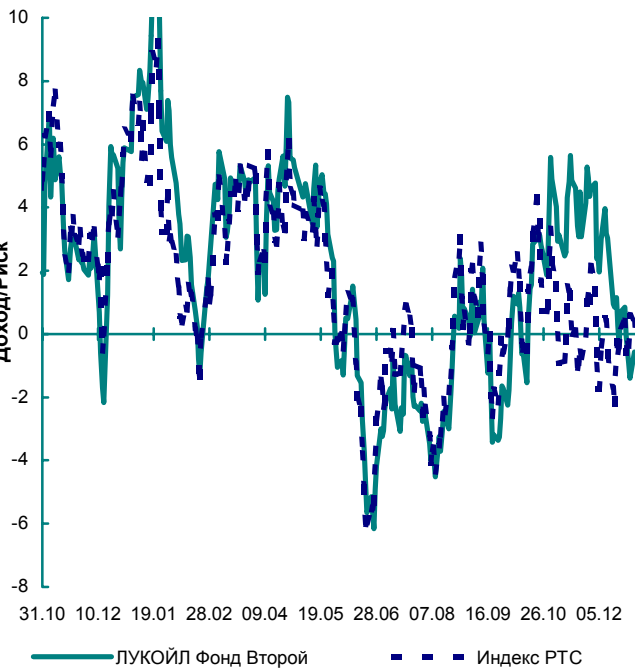
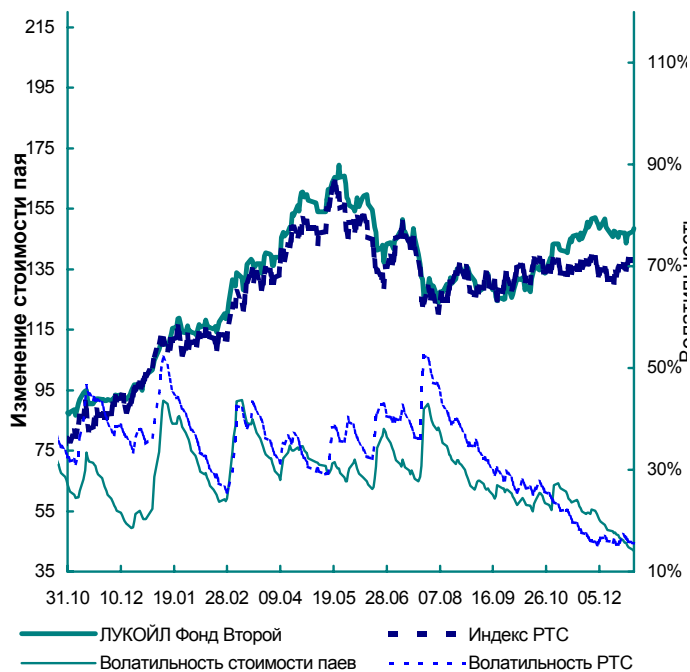
Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Второй

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	46,0%	34,1%	38,2%	29,6%	32,2%	35,8%	1,440	0,961	0,605	0,0008
Посл. 6 месяцев	4,1%	0,8%	8,0%	1,5%	31,0%	31,7%	0,266	0,049	0,588	0,0003
Посл. 3 месяца	17,4%	5,1%	65,0%	19,8%	24,4%	21,9%	2,858	0,933	0,690	0,0019
Посл. месяц	-1,4%	1,9%	-18,0%	24,9%	21,0%	21,0%	-0,868	1,202	0,312	-0,0011

Результаты управления

Соотношение риска и дохода



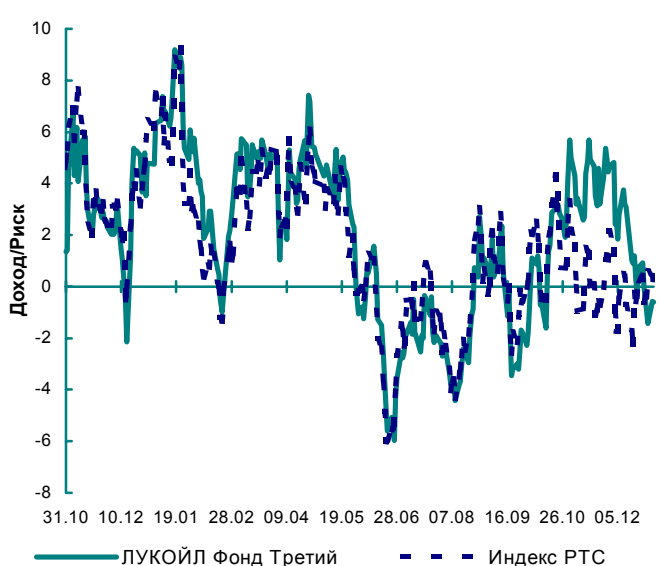
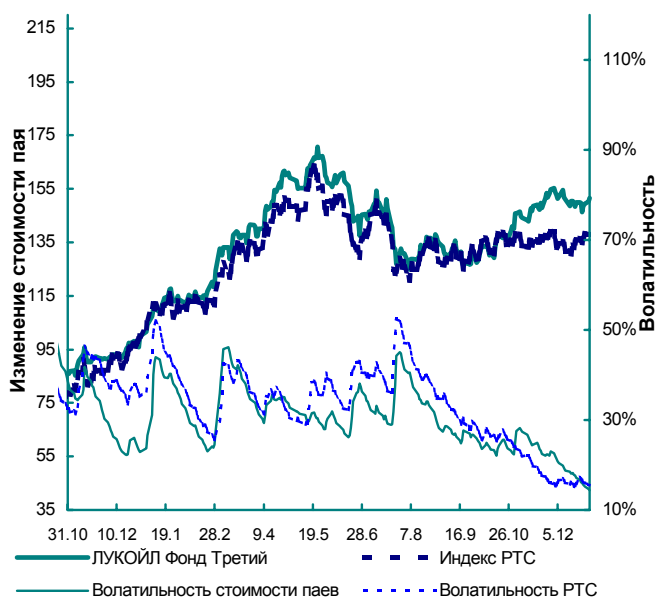
Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Третий

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	49,3%	34,1%	40,6%	29,6%	33,0%	35,8%	1,506	0,961	0,630	0,0009
Посл. 6 месяцев	4,9%	0,8%	9,6%	1,5%	31,7%	31,7%	0,313	0,049	0,653	0,0004
Посл. 3 месяца	18,1%	5,1%	67,5%	19,8%	24,7%	21,9%	2,932	0,933	0,697	0,0020
Посл. месяц	-1,4%	1,9%	-18,0%	24,9%	21,1%	21,0%	-0,863	1,202	0,302	-0,0011

Результаты управления

Соотношение риска и дохода



Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Профессиональный

Результаты управления

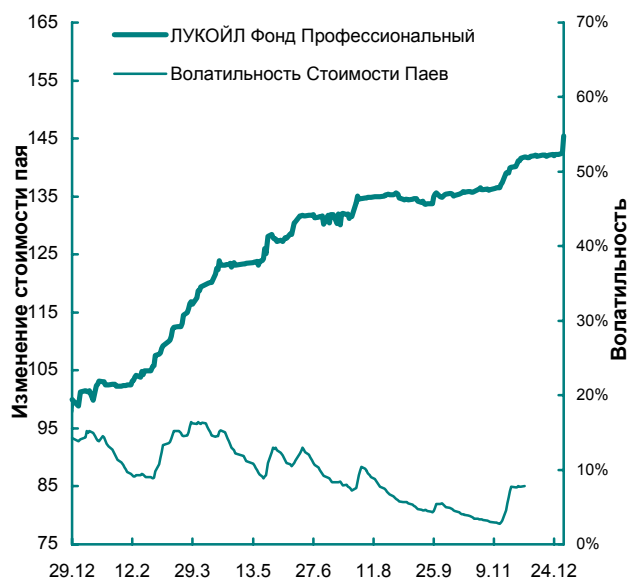
Период	Доходность за период, %	Эфф. Месячная ставка доходности (% годовых)	Волатильность за период (% годовых)
Последние 12 месяцев	45,5%	37,6%	10,1%
Посл. 6 месяцев	10,8%	20,2%	8,4%
Посл. 3 месяца	7,7%	30,0%	6,3%
Посл. месяц	2,8%	32,1%	8,5%

Итоги управления – ЛУКОЙЛ Фонд Консервативный

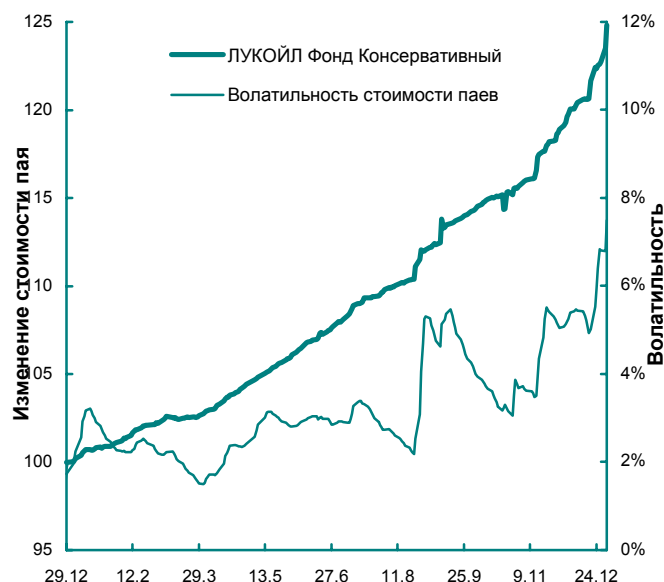
Результаты управления

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 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 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