



Veiklos ataskaita

I ketvirtis

(2007 m. lapkričio 23 d. – 2008 m. vasario 22 d.)

Gerbiamieji,

Pristatome savo ataskaitą už pirmąjį veiklos ketvirtį, apėmusį 2007 m. lapkričio 23 d. – 2008 m. vasario 22 d. Laikotarpis buvo įtemptas visiems akcijų rinkos dalyviams, taip pat ir mums. Sparčiai pingant visoms akcijoms, palaipsniui mažinome grynųjų pinigų kiekį portfelyje ir investavome, tačiau rinkoms kol kas nerodant atsigavimo ženklų, tai nepadėjo pasiekti geresnių rezultatų. Investicinio vieneto vertė per tris mėnesius smuko 7%, tokiu pačiu dydžiu kaip ir palyginamasis fondo indeksas. Sumažinti nuostolius būtų padėjusios suformuotos portfelio rizikos valdymo taisyklės bei nuostolių stabdymo orderiai, juos jau parengėme arba artimiausiu metu baigsime rengti. Plačiau apie tai – ataskaitoje. Joje taip pat rasite aprašytą portfelio struktūrą, atliktų operacijų sąrašą, rinkos situacijos apžvalgą bei perspektyvas. Ačiū, kad domitės fondo veikla.

Pagarbiai,

VU SIF valdyba

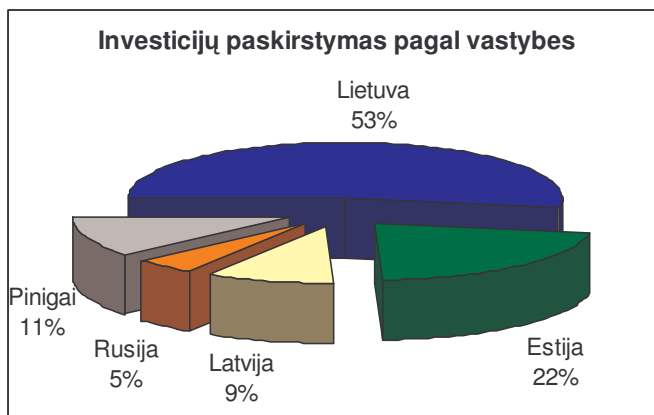
Turinys

- 1. Portfelio struktūra 2008 m. vasario 22 d.**
- 2. Per ataskaitinį laikotarpį atliktos operacijos**
- 3. Portfelio vieneto ir palyginamojo indekso vertės, portfelio grąža**
- 4. Pozicijų apžvalga**
- 5. Rizikos valdymas ir analizė**
- 6. Nuostolių stabdymo modelis**
- 7. Pasaulio rinkų apžvalga**
- 8. Perspektyvos**

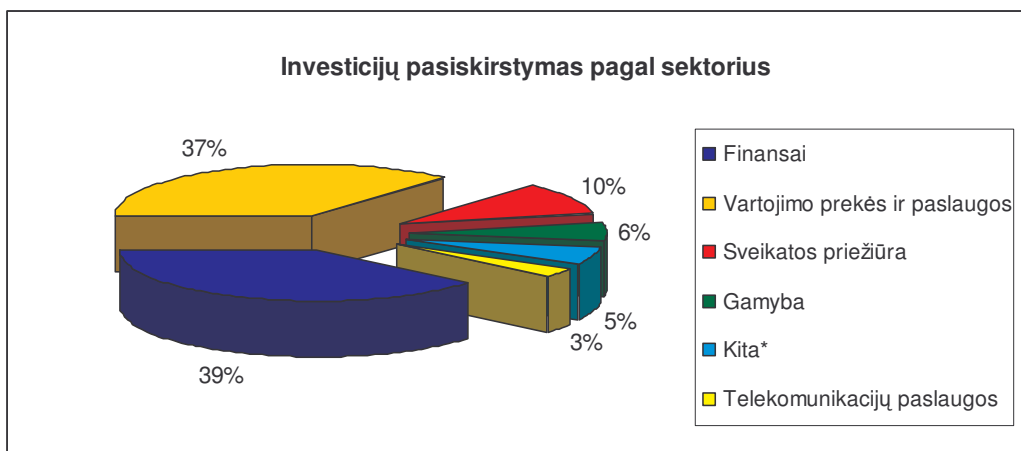
1. Portfelio struktūra 2008 m. vasario 22 d.

2008 m. vasario 22 d. VU SIF valdomo Portfelio sudėtis (uždarymo kainomis) buvo tokia:

	Pozicija	Kiekis	Kaina	Vertė litais	Dalis portfelyje
IVL1L	Invalda	512	15,17 Lt	7.767,04 Lt	18,89 %
UKB1L	Ūkio bankas	1688	3,78 Lt	6.380,64 Lt	15,52 %
TKM1T	Tallinna Kaubamaja	195	7,30 Eur	4.915,06 Lt	11,95%
APG1L	Apranga	315	13,80 Lt	4.347,00 Lt	10,57%
OEG1T	Olympic Entertainment Group	392	3,01 Eur	4.074,03 Lt	9,91%
GRD1R	Grindeks	130	29,04 Lt	3.775,20 Lt	9,18%
CTS1L	City Service	170	11,99 Lt	2.038,30 Lt	4,96%
	Finasta Rusijos fondas	14,1172	140,35 Lt	1.981,29 Lt	4,82%
TEO1L	TEO LT	500	2,28 Lt	1.140,00 Lt	2,77%
	VP vertė			36.418,56 Lt	88,58%
	Grynieji Pinigai			4.694,94 Lt	11,42%
	Bendra portfelio vertė:			41.113,50 Lt	



Per paskutinį mėnesį pakeitėme maždaug trečdalį investicinio portfelio struktūros ir „įdarbinome“ didesniąją dalį turėtų grynujų pinigų. Taip pat pirmąkart VU SIF istorijoje buvo investuota ne Baltijos šalių regione. Valdyba yra priėmusi sprendimą turėti nedidelę dalį grynujų pinigų, kuriuos būtų galima investuoti rinkoje pasitaikius palankiai progai.



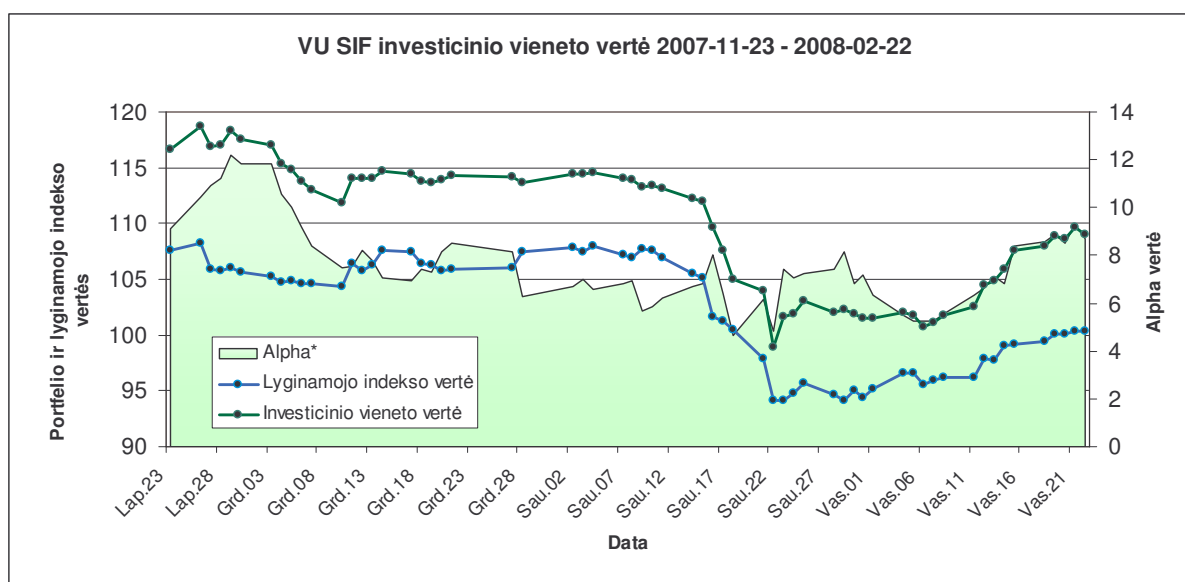
Kita* - lėšų dalis investuota į Finastos Rusijos fondą. Pagal 2008 m. sausio mėnesio atsakaitos duomenis, didžioji šio fondo lėšų dalis (~36%) buvo investuota į bevielio ryšio paslaugų, elektros tiekimo įmonių, komercinių bankų ir statybos bei inžinerinių statybos darbų sektorių bendroves.

2. Per ataskaitinį laikotarpį atliktos operacijos

Data	Pozicija	Operacijos tipas	Kiekis	Kaina	Valiuta
2007.12.28	Eesti Ehitus	Pardavimas	104	4,90	EUR
2008.01.30	Grindeks	Pirkimas	130	5,90	LVL
2008.02.05	TEO LT	Pirkimas	500	2,18	LTL
2008.02.12	Tallinna Kaubamaja	Pirkimas	130	6,70	EUR
2008.02.12	Šiaulių bankas	Pardavimas	642	3,15	LTL
2008.02.13	Finasta Rusijos fondas	Pirkimas	14,1172	141,67	LTL
2008.02.20	City Service	Pirkimas	170	12,00	LTL

3. Portfelio vieneto ir palyginamojo indekso vertės, portfelio grąža

Grafiškai portfelio rezultatai 2007 m. lapkričio 23 d. – 2008 m. vasario 22 d. atrodo taip:



* Alpha – techninis rizikos matas vertinant investicinį portfelį. Alpha = Investicinio vnt. vertė - Lyginamojo indekso vertė * Beta

Per tris mėnesius VU SIF investicinio vieneto vertė sumenko 7%, arba 8 punktais, iki 109,25. Lyginamojo indekso vertė sumažėjo irgi 7%, arba 7,21 punkto, iki 100,34. VU SIF portfelio vertė pasižymėjo stipria koreliacija su lyginamo indekso verte ir buvo lygi 0,85, o laikotarpio beta buvo 0,968. (Visi skaičiavimai atliekami naudojant laikotarpio dienos svyravimus bei uždarymo kainas.)

Pozicija	Q1 grąža (%)	Laikotarpio St. nuokrypis %
TEO1L	4,59	3,67
GRD1R	0,17	3,95
TKM1T	0,00	6,97
CTS1L	-0,08	5,56
RUF	-0,93	2,33
EEH1T	-2,00	6,14
UKB1L	-3,57	7,48
SAB1L	-8,70	4,42
IVL1L	-12,01	8,14
APG1L	-14,45	9,11
OEG1T	-19,09	9,81

Per ataskaitinį laikotarpį didžiausią neigiamą grąžą fiksavo OEG1T pozicija (-19,09 %), ši pozicija buvo ir rizikingiausia, jos grąžos standartinis nuokrypis buvo 9,81%. Daugiausiai kilo TEO1L pozicija (4,59%), jos rinkos rizika buvo viena mažiausių - 3,64%, o mažiausiai rizikinga buvo "Finastos Rusijos fondas" pozicija. GRD1R akcijos fiksavo minimalų prieaugį +0,17%, o rizikos laipsnis buvo mažesnis negu kitų, likvidesnių pozicijų.

	APG	IVL	OEG	TKM	UKB	CTS	GRD	EEH	SAB	TEO	RUF
APG	1,00	0,76	0,49	0,48	0,80	0,63	0,12	0,08	0,83	0,52	0,41
IVL	0,76	1,00	0,38	0,41	0,66	0,50	-0,08	-0,08	0,67	0,37	0,23
OEG	0,49	0,38	1,00	0,51	0,49	0,42	0,08	0,00	0,38	0,36	0,23
TKM	0,48	0,41	0,51	1,00	0,50	0,36	0,21	0,23	0,51	0,60	0,26
UKB	0,80	0,66	0,49	0,50	1,00	0,54	0,10	0,08	0,81	0,49	0,39
CTS	0,63	0,50	0,42	0,36	0,54	1,00	0,17	0,17	0,53	0,34	0,22
GRD	0,12	-0,08	0,08	0,21	0,10	0,17	1,00	0,19	-0,04	0,10	0,03
EEH	0,08	-0,08	0,00	0,23	0,08	0,17	0,19	1,00	0,06	0,36	-0,07
SAB	0,83	0,67	0,38	0,51	0,81	0,53	-0,04	0,06	1,00	0,59	0,35
TEO	0,52	0,37	0,36	0,60	0,49	0,34	0,10	0,36	0,59	1,00	0,15
RUF	0,41	0,35	0,23	0,26	0,39	0,22	0,03	-0,07	0,35	0,15	1,00

Remiantis trijų mėnesių duomenimis, galima teigti, kad koreliacija tarp OMXV biržoje listinguojamų akcijų buvo vidutiniška arba netgi stipri. Daugiausiai koreliavo APG1L ir SAB1L, taip pat APG1L ir UKB1L bei bankinio sektoriaus bendrovės UKB1L ir SAB1L (0,81). Mažiausiai su kitomis pozicijomis koreliavo GRD1R akcijos, šios akcijos mažina bendrą portfelio riziką. Finastos Rusijos fondas ataskaitiniame laikotarpyje pasižymėjo didesne koreliacija su OMX Baltic pozicijomis, negu jis koreliavo prieš 2007 m. pabaigos pasaulio akcijų rinkų nuosmukį. Šis faktas tik patvirtina, kad ir Rusijos rinka neatsilaikė prieš pasaulines tendencijas. Tarp OMXV pozicijų verta išskirti CTS1L, nes ji su kitomis koreliavo mažiausiai, o daugiausiai koreliavo APG1L. Turimos Estijos regiono akcijos tarpusavyje koreliavo vidutiniškai, tačiau TKM1T pasižymėjo didesne koreliacija su kitų regionų pozicijomis.

4. Pozicijų apžvalga

Data	Pozicija	Kiekis	Kaina	Valiuta
2008.02.05	TEO1L	+500	2,18	LTL
2008.02.22	TEO1L	500	2,28	LTL

TEO LT įmonių grupė yra didžiausia Lietuvos plačiajuosčio interneto prieigos ir balso telefonijos paslaugų teikėja, siūlanti integruotas telekomunikacijų, IT ir TV paslaugas gyventojams ir verslui. TEO įmonių grupė yra „TeliaSonera AB“ įmonių grupės dalis. 2008 m. sausį bendrovė įsigijo UAB „Nacionalinė skaitmeninė televizija“, turinčią dvi licencijas, suteikiančias teisę transliuoti televizijos kanalus skaitmeninės antžeminės televizijos tinklais. 2007 m. pajamos, palyginti su 2006 m., paaugo 8%, o tai gana neblogas rodiklis stabiliai augančiai įmonei. Pajamų iš balso telefonijos dalis mažėjo, tačiau augo interneto ir duomenų perdavimo sektoriai, 2007 m. diegtas šviesolaidinis tinklas. Įmonės perspektyvos vertinamos gerai, pozicija yra viena nerizikingiausių biržoje, taigi nuspręsta įsigyti jos akcijų.

Data	Pozicija	Kiekis	Kaina	Valiuta
2007.11.23	TKM1T	65	7,3	EUR
2008.02.12	TKM1T	+130	6,7	EUR
2008.02.22	TKM1T	195	7,3	EUR

Tallinna Kaubamaja yra didžiausias pagal apyvartą universalinių parduotuvių tinklas Estijoje. Kompanija veikia nuo 1960 metų, o 1994 m. buvo privatizuota, tad turima ilgaamžė verslo patirtis. Kaubamaja grupei priklauso Selver prekybos centrai, užimantys neblogą rinkos dalį Estijoje. 2007 m. atidaryti 3 nauji prekybos centrai, dar mažiausiai 9 planuojami atidaryti šiemet. Įmonė veikia ir nekilnojamojo turto segmente. 2007 m. vykdyti įmonių, susijusių su automobilių prekyba, prijungimai, ir buvo gauta teisė pardavinėti KIA automobilius Baltijos šalyse. Taip Kaubamaja grupė įėjo į naują – automobilių prekybos – rinką ir dar labiau diversifikavo savo veiklą. Nors Estijoje naujų automobilių pardavimai jau beveik siekia ES lygį, Latvijoje ir Lietuvoje rodikliai kur kas žemesni, tad tikėtinas šio segmento augimas. Vasario pradžioje dėl neigiamų nuotaikų rinkoje TKM1T akcijų kaina nukrito itin žemai, o jau buvo paskelbti preliminarūs 2007 metų rezultatai (pardavimai išaugo net 39%, palyginti su 2006 metais), tad valdyba tuo pasinaudojo ir padidino TKM1T akcijų dalį portfelyje.

Data	Pozicija	Kiekis	Kaina	Valiuta
2008.01.30	GRD1R	+130	5,9	LVL
2008.02.22	GRD1R	130	5,91	LVL

AS „Grindeks“ yra Latvijos farmacijos kompanija, besispecializuojanti širdies ir kraujagyslių, centrinės nervų sistemos medikamentų bei vaistų nuo vėžio gamyboje. Lyginant P/E, EV/EBITDA, EV/Sales rodiklius, ši bendrovė atrodo patrauklesnė negu konkurentai Olainfarm ir Sanitas. Didžioji dauguma bendrovės produkcijos parduodama NVS valstybėse, kurių BVP 2008 metais turėtų neblogai augti dėl sparčiai didėjančio vidaus vartojimo. Bendrovė spalio mėnesį pasirašė sutartį su Baltarusijos valdžia dėl bendradarbiavimo gamybos srityje. Žinant Baltarusijos verslo specifiką, tai leis Grindeks ir toliau plėstis šioje kaimyninėje šalyje, kurios BVP pastaraisiais metais augo ne lėčiau negu Baltijos valstybių, o 2006 m. buvo užfiksuotas biudžeto perteklius. Daugiausia produkcijos bendrovė parduoda Rusijoje (2007 m. pardavimai ten neblogai augo). Kompanija pradėjo pardavinėti savo produkciją ir Kinijoje, taip pat pradėta 5 medicininių preparatų registracija Turkijoje, todėl 2008 metais jau turėtų prasidėti pardavimai šioje augančioje rinkoje. Be

to, 2007 m. bendrovė įsirengė moderniausią Baltijos šalyse laboratoriją (dėl šios investicijos Grindeks rezultatai nebuvo tokie geri, kokių buvo galima tikėtis). Augančios žaliavų ir darbo jėgos kainos neaplenkė ir šios bendrovės, todėl tai sumažino pelno maržas. Tačiau daug pinigų skirta reklamai, o šioms išlaidoms atsipirkus pardavimai turėtų stabiliai augti. Gruodžio mėn. GRD1R akcijų kaina nukrito iki itin žemo 5 LVL lygio, jokiais fundamentaliais procesais tai nebuvo paremta (panašu, kad tai labiausiai lėmė gandai dėl lato devalvacijos ar kai kurių bendrovės stambiųjų akcininkų akcijų pardavimai tarpusavyje), be to, Grindeks yra viena likvidžiausių pozicijų Rygos VPB, todėl nuspręsta investuoti į šią kompaniją.

Data	Pozicija	Kiekis	Kaina	Valiuta
2008.02.20	CTS1L	+170	12	LTL
2008.02.22	CTS1L	170	11,99	LTL

AB „City service“ – didžiausią pastatų ūkio valdymo įmonių grupę Baltijos šalyse valdanti bendrovė, 1999 m. pirmoji pasiūliusi kompleksinės pastatų priežiūros paslaugą Lietuvoje ir aktyviai žengianti į užsienio rinkas. Šiuo metu grupei priklauso 19 bendrovių Lietuvoje, Rusijoje, Latvijoje ir Ukrainoje. Nuo IPO įvykdymo prieš kiek mažiau nei metus CTS1L kaina stipriai koregavosi, nors tuo metu bendrovė sparčiai plėtėsi, tad fundamentalūs rodikliai tik gerėjo ir, apsvarsčius įmonės perspektyvas, nutarta įsigyti šios akcijos.

Data	Pozicija	Kiekis	Kaina	Valiuta
2007.11.23	EEH1T	104	5,06	EUR
2007.12.28	EEH1T	-104	4,9	EUR

AS Eesti Ehitus – viena didžiausių Estijos statybų bendrovių. Jos veikla gali būti skaidoma į du pagal pajamas beveik lygiaverčius segmentus: civilinė inžinerija (kelių, tiltų statyba) bei gyvenamųjų ir komercinių pastatų statyba. Įmonė 2007 m. stipriai augo, palyginus su 2006 m., tačiau akcijų kaina, galima sakyti, nekilo. Atvirkščiai, 2007 metų vasarą Estijoje vis garsiau pradėjus kalbėti apie šalies ekonomikos perkaitimą, tai pirmiausiai atsiliepė NT rinkai, tad dauguma Estijos statybų bendrovių buvo priverstos imtis smulkesnių projektų, kurie garantuoja apyvartą, tačiau dėl jų mažėja bendrovių pelno marža. 2008 m. EEesti Ehitus akcininkai gali sulaukti gerų dividendų, nes 2007 m. pelnas buvo žymiai didesnis nei 2006 m. Nepaisant to, galima teigti, kad artimiausioje ateityje EEH1T akcijos neturės pagrindo augimui, nebent būtų pasirašytas stambus projektas. EEH1T akcijų kainos kritimą daugiausia lėmė lėtėjantis Estijos ekonomikos augimas, 2008 metų perspektyvos taip pat atrodė miglotai, todėl fondo turėtos EEH1T akcijos parduotos prieš pat Naujuosius ir taip išvengta smarkaus tolimesnio pozicijos kritimo.

Data	Pozicija	Kiekis	Kaina	Valiuta
2007.11.23	SAB1L	642	3,45	LTL
2008.02.12	SAB1L	-642	3,15	LTL

Šiaulių bankas orientuojasi į smulkiojo ir vidutinio verslo segmentą, šalyje vykdomus regioninius projektus, privačių asmenų aptarnavimą. Šiaulių bankas yra užėmęs tvirtą poziciją smulkaus ir vidutinio verslo kreditavimo segmente. Bankas yra vertinamas investuotojų dėl reguliariai išleidžiamų akcijų emisijų, valdybos aktyviai vykdomo akcijų supirkimo. Vis dėlto pagal daugelį fundamentalių rodiklių SAB1L atsilieka nuo OMX Baltic biržose kotiruojamų konkurentų, todėl prieita prie išvados atsisakyti šio banko akcijų portfelyje.

Data	Pozicija	Kiekis	Kaina	Valiuta
2007.11.23	UKB1L	1688	3,92	LTL
2008.02.22	UKB1L	1688	3,78	LTL

Ūkio bankas – seniausias privatus Lietuvos komercinis bankas (įkurtas 1989 m. kaip Komercinis Pramonės bankas), teikiantis universalias bankines paslaugas. AB Ūkio banko grupės pajamos 2007 m., palyginti su 2006 m., padidėjo 33% iki 257 mln. Lt. Intensyvi grupės plėtra, išaugęs aptarnavimo tinklas, klientų ir operacijų skaičius lėmė didesnes veiklos sąnaudas. Paskolų ir lizingo klientams portfelis išaugo 2,2 karto, 2007 m. grynasis pelnas buvo 73% didesnis nei 2006 m. Ūkio bankas turi geriausias rodiklius, palyginus su OMXB listinguojamais konkurentais. Iš pelno-nuostolių ataskaitos matome, jog kol kas nėra požymių, kad Ūkio banko veiklos rezultatus neigiamai paveikė didžiuosius Vakarų Europos ir Šiaurės Amerikos bankus skaudžiai palietusi antrinių paskolų rinkos krizė JAV. Ataskaitiniu laikotarpiu nuspręsta laikyti iki tol turėtas UKB1L akcijas.

Data	Pozicija	Kiekis	Kaina	Valiuta
2007.11.23	IVL1L	512	17,24	LTL
2008.02.22	IVL1L	512	15,17	LTL

AB „Invalda“ yra viena didžiausių Lietuvoje investicinių bendrovių. Pagrindinė jos veikla – investavimas į perspektyvius verslus, jų valdymo strategijos optimizavimas, siekiant kuo didesnio pelningumo akcininkams. Invalda sėkmingai diversifikuoja savo veiklą, kadangi ji apima investavimą į nekilnojamąjį turtą, finansinį tarpininkavimą, farmaciją, baldų gamybą, viešbučių valdymą (iki 2008 m. sausio 4 d., kai parduota AB „Valmeda“, valdanti viešbučius Holiday Inn Vilnius ir Ecotel Vilnius), kelių ir tiltų statybą ir kitą gamybą bei paslaugas. 2007 m. gruodį įmonė gavo Lietuvos banko valdybos leidimą steigti investicines paslaugas teikiančią banką „Finasta“. Jis oficialiai pradės veiklą, kai bus suteikta veiklos licencija. Invalda dėl veiklos išskaidymo neturi analogų Baltijos šalyse, tad fundamentalūs rodikliai sunkiai palyginami. Įmonės perspektyvos atrodo gana neblogos, kol kas turimos IVL1L akcijos fonde laikomos.

Data	Pozicija	Kiekis	Kaina	Valiuta
2007.11.23	APG1L	315	16,13	LTL
2008.02.22	APG1L	315	13,8	LTL

APB „Apranga“ – mažmeninės drabužių prekybos lyderė Lietuvoje ir Latvijoje. Kompanija turi rimtų ambicijų tapti lydere ir Estijoje, tad šiuo metu vykdo aktyvų plėtimąsi ten. 2007 m. Aprangos grupės pardavimai išaugo 45%, palyginti su 2006 m. Panašūs augimo tempai planuojami ir ateinančiais metais, tad vis dar neatsisakoma planų 2010 m. pasiekti 1 mlrd. Lt apyvartą. Vis dėlto Aprangos plėtra ilgesniu laikotarpiu gali būti labai ribota, nes neketinama rimtai plėstis už Baltijos valstybių ribų (taip yra dėl kompanijos lyderiavimo pozicijos – neinama į rinkas, kuriose Apranga būtų tik mažas žaidėjas). Taip pat bendrovės rezultatai tiesiogiai proporcingi gyventojų vartojimui, kas, vis dažniau kalbant apie Baltijos šalių ekonomikų lėtėjimą, gali pabloginti įmonės rezultatus ateityje. Bet APG1L akcija vertinama dėl skaidrumo, vykdomų prognozių, palankaus vadovų požiūrio į smulkiuosius akcininkus.

Data	Pozicija	Kiekis	Kaina	Valiuta
2007.11.23	OEG1T	392	3,72	EUR
2008.02.22	OEG1T	392	3,01	EUR

Olympic Entertainment Group AS yra pirmaujanti kazino paslaugų teikėja Baltijos šalyse ir viena sparčiausiai besiplečiančių įmonių Rytų Europoje (sparčiai plėtojamas kazino tinklas Ukrainoje, Baltarusijoje, Lenkijoje, Rumunijoje). Nors 2007 m. apyvarta išaugo 50,9%, palyginti su 2006 m., grynasis pelnas net sumažėjo

5,6%. Tai daugiausia lėmė sąnaudų padidėjimas, susijęs su naujų kazino atidarymu. Būtent dėl to akcija neparodė gerų rezultatų ir buvo nuostolingiausia portfelyje, tačiau tikimasi gerų rezultatų ilgesniu laikotarpiu.

Data	Pozicija	Kiekis	Kaina	Valiuta
2008.02.13	Finasta Rusijos fondas	+14,1172	141,67	LTL

Baltijos biržose vyraujant ne itin teigiamoms nuotaikoms, valdyba nusprendė rizikos mažinimo tikslais investuoti į užsienio rinkas. Geriausia alternatyva kol kas atrodo Rusija, tad kol analizuojami galimi investavimo objektai, skirtas iki 10% portfelio rezervas investicinių fondų vienetais įsigyti. Vasario 13 d. nupirka Finastos Rusijos fondo.

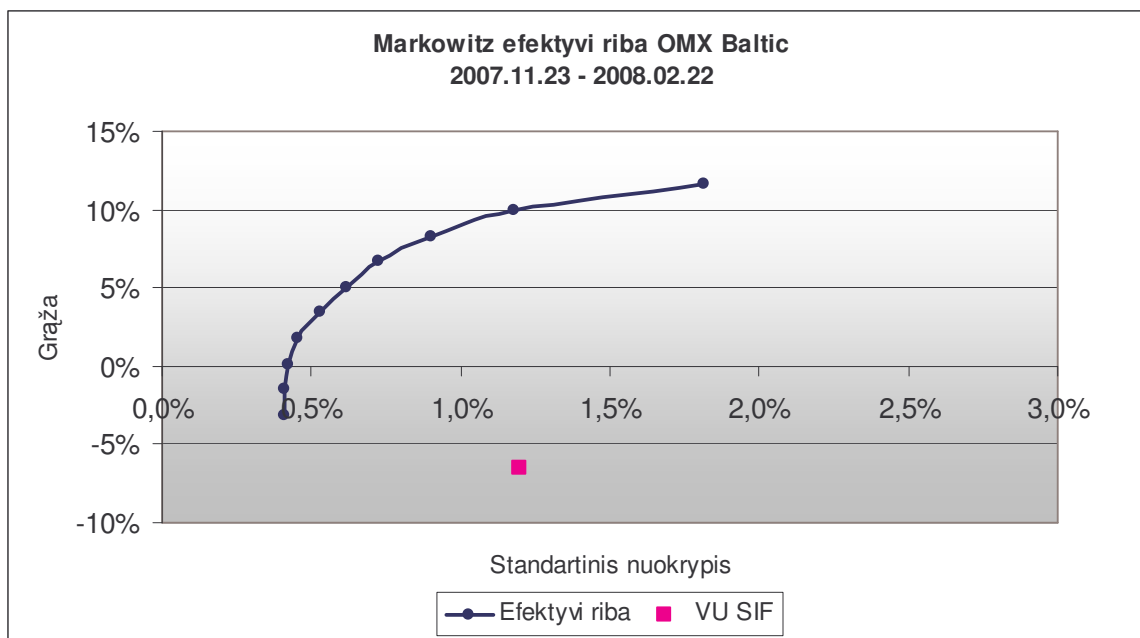
5. Rizikos valdymas ir analizė

Šiame skyriuje analizuojama VU SIF portfelio rizika ir lyginama su optimalaus portfelio teorijos efektyvia riba (angl. *efficient frontier*). Analizei naudojami OMX Baltic prekybos sesijų duomenys nuo 2007 m. lapkričio 23 d. iki 2008 m. vasario 22 d. Akcijų kainos yra koreguojamos atsižvelgiant į išmokamus dividendus, akcijų padalijimus ir išleidžiamas naujas akcijų emisijas.

Toliau pateikiamas grafikas, kuriama vaizduojama efektyvi riba. Ji apskaičiuota remiantis Markowitz teorija, atsižvelgiant į:

- 1) Antrosios VU SIF valdybos nustatytą akcijų likvidumo kriterijų;
- 2) Portfelio valdymo taisykles, pagal kurias į vieną poziciją maksimaliai gali būti investuota 25 % portfelio aktyvų.

Taip pat grafike vaizduojamas ir VU SIF portfelis, kurio sudėtis yra tokia, kokia buvo 2008 m. vasario 22 d. Deja, VU SIF portfelis yra žemiau absčių ašies - portfelio grąža per pirmuosius 3 Antrosios valdybos darbo mėnesius buvo neigiama. Atskaitos taškas šiuo atveju yra 2007 m. lapkričio 23 d.



Remiantis efektyvaus portfelio teorija, VU SIF portfelis su tokia pačia rizika galėjo gauti +10% grąžą. Ši grąža esant tokiai pat rizikai galėjo būti gauta, jei nuo 2007 m. lapkričio 23 d. portfelio sudėtis būtų buvusi tokia:

Pozicija	Dalis portfelyje
AB Rytų skirstomieji tinklai	25,00 %
AS "Rīgas kuģu būvētava"	23,05 %
AB „Lifosa“	14,13 %
AS "Latvijas Krājbanka"	13,16 %
AS Saku Ūlletehas	11,85 %
AB „Gubernija“	5,65 %
AS Norma	4,87 %
AS "Ventspils nafta"	2,31 %

Būtina pabrėžti, kad šis modelis remiasi praeities rezultatais ir vakar buvęs efektyvus portfelis nebūtinai bus efektyvus šiandien. Taip pat modelis neatsižvelgia į galimybę keisti portfelio sudėtį duotuoju laikotarpiu.

Įdomu tai, jog dalis efektyviosios ribos yra žemiau abscisių ašies. Tai reiškia, jog rinkoje praktiškai buvo neįmanoma uždirbti investuojant į mažai rizikingas pozicijas (Pozicijas su mažu standartiniu nuokrypiu). Tai nesunku pastebėti pažvelgus į visą Baltijos regioną: per nagrinėjamą laikotarpį Baltijos rinkoje kilo tik 21, o krito net 70 pozicijų kainos (Neatsižvelgiant į likvidumo rodiklį).

Išvada: Remiantis Markowitz teorija, VU SIF portfelis yra neefektyvus.

6. Nuostolių stabdymo modelis

Siekiant geresnių rezultatų ir mažesnių nuostolių, apsiriboti vien įmonių įvertinimais nepakanka, todėl nusprendėme įsivesti kelias taisykles iš techninės analizės, viena jų – nuostolių stabdymo (angl. *stop-loss*) modelis.

Nuostolių stabdymo modelio (toliau NSM) esmė yra akcijos pardavimas jos kainai nukritus žemiau tam tikros ribos, siekiant užkirsti kelią tolimesniam kritimui. Viena didžiausių investuotojų klaidų yra krintančių pozicijų (šnek. „looser'ių“) laikymas, todėl automatizavus pardavimo procesą, galima būtų sumažinti tolimesnius nuostolius. NSM yra grynai techninis modelis, kuris remiasi praeities duomenimis, todėl jis tinka rinkos tendencijoms paaiškinti ir suvaldyti, kai kiti fundamentalūs rodikliai nieko nepasako. Būtent tokia paradoksali situacija rinkose, kai buvo skelbiami geri įmonių rezultatai, bet akcijos vis tiek krito, ir paskatino ieškoti techninių sprendimų.

Paprasčiausias NSM pavyzdys yra tam tikro procento (pvz. -7%) įsivedimas ir akcijų pardavimas, jų kainai pasiekus šią ribą. Toks modelis yra nepatikimas, nes neatsižvelgia nei į rizikos, nei į laiko kriterijus, o pats procentinio taško parinkimas yra subjektyvus. Siekiant didesnio patikimumo (ir geresnių rezultatų praktikoje) VU SIF valdybos nariai atliko analizę, skirtą tinkamo NSM parinkimui Baltijos šalių biržose. NSM analizės tikslas – nustatyti akcijos kritimo procentinę 1 ir 3 mėnesių ribą, bei surišti ją su akcijos rizika (standartiniu nuokrypiu). Darant analizę buvo padarytos kelios prielaidos:

- Laikotarpis - naudojamos 2005-01-28 - 2008-01-28 laikotarpio OMXV, OMXR ir OMXT biržų akcijų kainos.
- Darbo dienų skaičius – per metus 245(LT), 251(LV), 253(EU); per mėnesį 21.
- Pakankamo likvidumo prielaidos – vidutinė dienos apyvarta turi būti didesnė negu 75 tūkst. litų; akcijomis turi būti prekiauta nuo 2005-01-28 iki 2008-01-28.
- Siekiant sumažinti dividendų, kapitalo didinimo įtaką duomenų standartizavimui, buvo pasirinkti kainos dienos procentiniai pokyčiai ir iš jų sudarytos procentinės kainos.

Prielaidas atitiko 46 Baltijos biržų akcijos. Iš turimų duomenų buvo apskaičiuoti vidutiniai kritimo dydžiai. Gauti rezultatai parodė, kad tinkamiausiai NSM dydį akcijai apskaičiuoja šios formulės:

$$Y = -0,0219 - 2,8571 \cdot X \quad (\text{mėnesio; vidutinis NSM } -8,64\%);$$

$$Y = -0,0496 - 4,6237 \cdot X \quad (3 \text{ mėnesių; vidutinis NSM } -15,4\%);$$

Y – NSM procentinis dydis akcijai;

X – akcijos 3 metų dieninis standartinis nuokrypis;

Apskaičiavus NSM dydį, reikia jį naudoti aukščiausiam nagrinėjamo laikotarpio akcijos grafiko taškui ir gautas skaičius yra kainos riba, kurią kirtus akcijos kainos tolimesnis kritimas yra statistiškai labiau tikėtinas negu jos kilimas ar stabilizavimasis.

NSM taikymas yra labai panašus į put opciono pirkimą, nes tiek vienas, tiek ir kitas užkerta kelią didesniai tikėtina nuostoliui. Pagrindiniai skirtumai yra šie: kilimo etapu nereikia mokėti opciono pirkimo mokesčio, o kritimo – reikia mokėti komisinį mokestį už akcijų pardavimus (vėliau ir atperkant) ir turi būti paklausa akcijai nustatyta kaina. Put opcionas yra fiksuota kaina ir yra patikimesnis, norint sustabdyti tam tikrą nuostolį, tačiau opcionai Baltijos šalyse nėra labai paplitę ir jų naudojimas šiuo atveju būtų neefektyvus. Iš pavadinimo galima spręsti, kad NSM nėra skirtas pelnui gauti, tačiau ne visos akcijos kyla, o kai kurios savo kritimu nurašo kitų akcijų pasiekimus, todėl krintančios akcijos likvidavimas yra viena pagrindinių pelno maksimizavimo sąlygų.

7. Pasaulio rinkų apžvalga

Per ataskaitinį laikotarpį pasaulines rinkas lydėjo itin neigiamos nuotaikos. Daugiausiai neigiamų naujienų atskriejo iš didžiausios pasaulio ekonomikos - JAV, kurioje viskas prasidėjo nuo vasaros pabaigoje įvykusios antrinės paskolų rinkos krizės. Tai skaudžiausiai atsiliepė finansiniam sektoriui. Vėliau taip pat pasirodė naujienos apie JAV mažėjančias mažmeninės prekybos apimtis, mažėjančią gyvenamųjų būstų paklausą, didėjančią nedarbo lygį ir lėtėjančią BVP augimą. Visi šie rodikliai žymi galimą ekonomikos sulėtėjimą, recesiją. Todėl Federalinis rezervų bankas (FED), norėdamas to išvengti, drastiškai mažino palūkanų normą: per ataskaitinį laikotarpį nuo 4,25% iki 3%. Taip siekiama padėti dabar sunkioje padėtyje atsidūrusioms kredito įstaigoms, taip pat didinti skolinimąsi ir vartojimą. Be to, FED vadovas B. Bernanke užtikrino, kad, jeigu reikės, palūkanų norma bus mažinama ir toliau. Žinoma, į neigiamas naujienas atitinkamai reagavo ir investuotojai. Nuo spalio mėnesio pagrindiniai JAV akcijų indeksai krenta. Ypač gili korekcija įvyko 2008 metų pradžioje, kai didieji bankai paskelbė apie milijardinius nurašymus ir dėl to susidariusius nuostolius. Neigiamas nuotaikas JAV akcijų biržose parodo ir tai, kad investuotojai beveik nereaguoja į FED mažinamas

palūkanų normas. Kol kas prošvaisčių JAV ekonomikoje nematyti, o tai liudija apie mažas korekcinį tendencijų apsivertimo galimybes akcijų rinkose.

Neigiamos nuotaikos iš JAV persidavė ir į kitus regionus. Nors iki 2007 metų pabaigos nuotaikos Senojo žemyno biržose buvo geresnės nei JAV, tačiau po stambiausių Europos bankų pranešimų apie didžiulius nurašymus dėl kreditų krizės šių metų pradžioje akcijų indeksai stipriai krito žemyn. Pažymėtina ir skirtinga nei FED Europos centrinio banko (ECB) politika: jis kol kas nenusiteikęs mažinti palūkanų normas. Jo vadovas J. C. Trichet teigia, kad ECB prioritetas yra kovoti su augančia infliacija, o ne palaikyti ekonomikos augimą, nors nemaža dalis investuotojų jam prieštarauja. Tačiau visgi Europos makroekonominė padėtis šiuo metu yra geresnė nei JAV.

Neigiamos nuotaikos iš Šiaurės Amerikos neaplenkė ir Japonijos bei besivystančių rinkų. Jų akcijų indeksai per ataskaitinį laikotarpį stipriai koregavosi. Tik Brazilijos akcijų birža kol kas išlieka stabili pasaulio kontekste. Centrinė Rytų Europa taip pat neatsispyrė neigiamoms naujienoms iš didžiųjų ekonomikų. Jų indeksai fiksavo didelius kritimus. Baltijos šalims prognozuojamas BVP augimo lėtėjimas, infliacijos didėjimas ir vartojimo sumažėjimas. Visa tai neigiamai atsiliepi ir šių valstybių biržoms.

Esant tokioms nepalankioms nuotaikoms pasaulio vertybinių popierių biržose, dalis investuotojų perėjo į žaliavų rinkas. 2008 metų pradžioje naftos ateities sandorių kaina perkopė 100 dolerių už barelį ribą ir pasiekė rekordines aukštumas. Neatsiliko ir metalai: tiek taurieji (auksas, platina, sidabras), tiek pramoniniai (varis, nikelis ir kt.) demonstravo įspūdingus kilimus. Taip pat pasaulinėse rinkose stipriai brango ir maisto maistinės kultūros. Žaliavų brangimas turi neigiamą poveikį ekonomikai: sudaromos sąlygos neišvengiamam vartojimo prekių augimui ir infliacijos didėjimui pasaulyje. Dar vienas neigiamas aspektas – JAV dolerio silpnėjimas prieš kitas valiutas. Dėl to kitoms šalims nebeapsimoka eksportuoti savo produkcijos į JAV, o ji yra didžiausia pasaulio importuotoja.

Taigi kol kas neigiamų ekonominių požymių pasaulyje pastebime daugiau nei teigiamų. O tai neleidžia atsigauti kritusioms akcijų biržoms. Kaip greitai tai pasikeis, daugiausiai priklausys nuo to, kaip su ekonomikos lėtėjimu susitvarkys JAV.

Perspektyvos

Artimiausias pusmetis VU SIF fondo (kaip ir kitų tiek pasaulio, tiek Lietuvos investicinių fondų) veiklai žada daug netikėtumų ir, matyt, ne pačių maloniausių. Kol kas dar per anksti mąstyti apie bent kiek ilgesnį akcijų kilimą, vyraujant pasaulinės krizės nuojautoms. Esant nervingai padėčiai pasaulio biržose, bet kokia kiek prastesnė naujiena apie JAV makroekonominę situaciją ar šios šalies įmonių prastesnę nei tikėtasi veiklą, susilaukia daug didesnio dėmesio nei fundamentalūs mūsų fondo valdomų įmonių rodikliai. Tačiau patyrę investuotojai moka taip pat pelningai užsidirbti biržose ne tik akcijoms kylant, bet ir krentant. Manome, kad šis laikotarpis gali suteikti daug galimybių labai pigiai nusipirkti akcijų jų žemiausiuose kainos taškuose, kurios jau dabar yra kartais net žemesnės nei užpraeitais metais.

Toks sunkus laikotarpis, besitęsiantis nuo 2007 m. liepos, davė daug praktinės naudos fondo narių suvokimui apie rizikos valdymą. Visi investuotojai jau kurį laiką yra supratę, kad neturint aiškaus plano, kaip valdyti portfelį ne tik akcijoms kylant, bet ir krintant, yra tiesiog savižudybė. Todėl manome, kad, pritaikę nuostolių stabdymų metodą bei vis plėtodami portfelio rizikos valdymo taisykles, sugebėsime sėkmingai išsikapstyti iš šios sunkios padėties akcijų rinkose, uždirbdami kiek galima didesnį pelną (ar bent jau minimalų nuostolį), stengiantis prisiimti kuo mažesnę rizikos laipsnį, t.y. didinti fondo efektyvumą.

Taip pat ir vėliau žadami susitikimai su OMXV kotiruojamų įmonių atstovais, kurių akcijų jau turime ar bent ketiname įsigyti, leis dar geriau susidaryti bendrą nuomonę apie šių įmonių perspektyvas, krentant Lietuvos BVP augimo tempams, pelno augimui kai kuriuose verslo sektoriuose. Be to, siekdami užtikrinti sėkmingą portfelio valdymą ateityje, numatome:

- Ieškoti mažai įvertintų ir perspektyvių įmonių akcijų, kotiruojamų užsienio biržose
- Panaudoti turimus grynuosius pinigus, jeigu jausime pirmuosius ilgalaikio akcijų kilimo ženklus
- Nuolat atnaujinti turimų pozicijų analizes
- Siekti kuo efektyvesnio rizikos valdymo

Pagarbiai,

VU SIF Valdybos antrosios kadencijos nariai

Ričardas Gaurys

Artūras Juodis

Linas Jurkšas

Vytis Kapočius

Vytautas Lapė

Zina Lekniūtė

Tomaš Maliuk