

Τα μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια και η μέτρηση... κινδύνου

Με την κρίση στο ζενίθ και τις ελληνικές αγορές να καταρρέουν, μετοχικά αμοιβαία κεφάλαια κατάφεραν να περιορίσουν τις απώλειες για τους μεριδιούχους. Οι προοπτικές. Γράφει ο Σ. Ανδρονής.



του Σόλωνα Ανδρονή*

Δημοσιεύθηκε: 11 Μαΐου 2018 - 07:56

Κατά την περίοδο της παγκόσμιας χρηματοπιστωτικής κρίσης, το Χρηματιστήριο Αθηνών κινήθηκε αντίθετα από την πορεία των διεθνών δεικτών, παρουσιάζοντας την μεγαλύτερη πτώση απ' όλα τα χρηματιστήρια στον κόσμο, λόγω της πτώχευσης της ελληνικής οικονομίας αλλά και των χρόνιων διαρθρωτικών αδυναμιών.

Πιο συγκεκριμένα, για την περίοδο 31/1/2008-31/8/2016 όλοι οι διεθνείς δείκτες ανέκτησαν τις απώλειες της κρίσης και ξεπέρασαν τα ιστορικά τους υψηλά, σημειώνοντας μεγάλες αποδόσεις. Για παράδειγμα ο **DAX** την προαναφερθείσα περίοδο κέρδισε 54,59%, ο **Dow Jones Industrial Average** 45,45%, ο **NIKKEI** 24,24%, και ο **FTSE 100** 15,33%.

Αντίθετα ο Γενικός Δείκτης του Χρηματιστηρίου Αθηνών την ίδια περίοδο είχε **απώλειες 86,77%** (Διάγραμμα 1) και ο **FTSE/ATHEX Large Cap** 93,25%.

Η πορεία του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (31/1/2008 - 31/8/2016)



Πηγή: Datastream

Σκοπός του άρθρου αυτού είναι η μέτρηση του κινδύνου των ελληνικών μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων την περίοδο 31/1/2008-31/8/2016, εξετάζοντας έμμεσα την ικανότητα πρόβλεψης των Ελλήνων διαχειριστών της πτώσης του χρηματιστηρίου (market timing).

Στον Πίνακα 1 παρουσιάζονται οι απλές αποδόσεις των τεσσάρων καλύτερων και των τεσσάρων χειρότερων μετοχικών Α/Κ εσωτερικού καθώς και των δεικτών αναφοράς τους.

Τα τέσσερα χειρότερα Α/Κ είναι το THETIS Ελληνικό Μετοχικό (-87,16%), το οποίο είχε τη χειρότερη απλή απόδοση και από τα συνολικά 23 μετοχικά Α/Κ που δραστηριοποιήθηκαν αλλά και από τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών (-86,77%). Ακολουθεί το ΔΗΛΟΣ (Blue Chips Μετοχικό Εσωτ.) (-85,30%), το EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού (-83,71%) και το EUROBANK LF Equity Greek Equities (-83,45%).

Αντίθετα τα τέσσερα καλύτερα είναι το ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund (-61,71%), το ALPHA TRUST New Strategy Μετ. Εσ. (-61,80%), το Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης (-64,81%) και το ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό (-65,91%).

Ως εκ τούτου και παρά το γεγονός πως τα μετοχικά Α/Κ υποχρεούνται να επενδύουν το 65% του καθαρού ενεργητικού τους σε μετοχές εσωτερικού, πολλά από αυτά παρουσίασαν ικανοποιητική προβλεπτική ικανότητα στην πτώση του χρηματιστηρίου, περιορίζοντας τις απώλειες των μεριδιούχων τους.

Η κατάταξη των τεσσάρων καλύτερων και των τεσσάρων χειρότερων μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων εσωτερικού με βάση την απλή απόδοση (31/1/2008 - 31/8/2016)

Τα τέσσερα καλύτερα Α/Κ	Απλή Απόδοση (%)
ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	-61,71%
ALPHA TRUST New Strategy Μετ. Εσ.	-61,80%

Τα τέσσερα χειρότερα A/K	Απλή Απόδοση (%)
Metlife Alico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	-64,81%
ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	-65,91%
EUROBANK LF equity Greek Equities	-83,45%
EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	-83,71%
ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.)	-85,30%
Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών	-86,77%
THETIS Ελληνικό Μετοχικό	-87,16%
FTSE/ATHEX Large Cap	-93,25%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Datastream

Μέτρηση των κινδύνων των μετοχικών A/K εσωτερικού

Για τους σκοπούς της ανάλυσης χρησιμοποιήθηκαν μηνιαίες τιμές κλεισίματος για όλα τα μετοχικά A/K που παρουσίασαν συνεχή δραστηριότητα στο διάστημα 31/1/2008 - 31/8/2016, όσο και για τον Γενικό Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών και τον FTSE/ATHEX Large Cap.

Στη διεθνή βιβλιογραφία χρησιμοποιούνται συνήθως δύο μέτρα επικινδυνότητας των A/K. Ο συνολικός κίνδυνος του A/K που προσεγγίζεται από την τυπική απόκλιση των αποδόσεων του και ο συστηματικός του κίνδυνος ή συντελεστής beta.

Σημαντικό είναι να αναφέρουμε πως η επικινδυνότητα του A/K εξαρτάται από τη διάρθρωση του χαρτοφυλακίου του, δηλαδή το ποσοστό και το είδος των μετοχών που περιλαμβάνει έναντι άλλων αξιογράφων χαμηλού κινδύνου.

Σύμφωνα με τη χρηματοοικονομική θεωρία, η τυπική απόκλιση και ο συστηματικός κίνδυνος αποτελούν δύο εναλλακτικούς τρόπους μέτρησης του κινδύνου των A/K. Από την μία, η τυπική απόκλιση είναι το κατάλληλο μέτρο, όταν ο επενδυτής έχει επενδύσει σε περιορισμένα περιουσιακά στοιχεία, ενώ ο συστηματικός κίνδυνος είναι το κατάλληλο μέτρο κινδύνου των A/K, όταν ο επενδυτής έχει επενδύσει σε όλα τα στοιχεία του χαρτοφυλακίου της αγοράς.

Σημειώνεται πως ο συντελεστής beta είναι μια κλίμακα κινδύνου, δηλαδή μέτρο ευαισθησίας των μεταβολών της καθαρής τιμής του μεριδίου των A/K ως προς τις μεταβολές του Γενικού Δείκτη του Χρηματιστηρίου Αθηνών. Ένα A/K με συντελεστή 0,5 είναι ένα μέτριο σε κίνδυνο - αμυντικό A/K καθώς τείνει να μεταβάλλεται κατά μέσο όρο κατά 5% σε μια αντίστοιχη μεταβολή του δείκτη του χρηματιστηρίου κατά 10%, ενώ ένα A/K με συντελεστή 1,5 είναι επιθετικό καθώς τείνει να μεταβάλλεται κατά μέσο όρο κατά 15% σε μια αντίστοιχη μεταβολή του δείκτη του χρηματιστηρίου.

Στον Πίνακα 2 παρουσιάζονται τα στοιχεία της μηνιαίας τυπικής απόκλισης, του συντελεστή beta και του συντελεστή προσδιορισμού R² για όλα τα εξεταζόμενα μετοχικά A/K εσωτερικού με αύξουσα σειρά στον συντελεστή beta.

Κατάταξη όλων των μετοχικών Αμοιβαίων Κεφαλαίων εσωτερικού με βάση τον συντελεστή beta (αύξουσα σειρά)

Αμοιβαία Κεφάλαια	Μηνιαία Τυπική Απόκλιση (%)	Beta	R ²
1. ALPHA TRUST New Strategy Μετ. Εσ.	7,18%	0,644	85,43%
2. THETIS Ελληνικό Μετοχικό	7,79%	0,703	86,47%
3. TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού	7,87%	0,721	89,40%
4. ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund	8,16%	0,757	91,62%
5. EUROBANK NTT μετοχ. Εσωτ.	8,60%	0,783	87,88%
6. ΑΤΤΙCΑ Μετοχικό Εσωτερικού	8,46%	0,785	91,41%
7. 3Κ Α/Κ Μετοχικό Εσωτερικού	8,82%	0,817	91,28%
8. ALLIANZ Επιθετικής Στρατηγικής Μετοχών Εσωτερικού	8,89%	0,827	92,04%
9. ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού	8,79%	0,840	97,08%
10. CPB Ελληνικό Μετοχικό	9,49%	0,856	86,47%
11. MetlifeAlico Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης	9,76%	0,863	83,11%
12. ΕΥΡΩΠΑΪΚΗ ΠΙΣΤΗ (Αναπτυξιακό Μετοχικό Εσωτ.)	9,33%	0,870	92,55%
13. ALPHA Blue Chips Ελληνικό Μετοχικό	9,21%	0,875	95,98%
14. ΔΗΛΟΣ Small cap μετοχ. Εσωτ	9,69%	0,876	86,80%
15. INTERAMERICAN Αναπτυσ. Εταιριών Μετοχ. Εσωτερικού	10,06%	0,914	87,75%
16. ALPHA Επιθετικής Στρατηγικής Ελληνικό Μετοχικό	9,86%	0,926	93,80%
17. INTERAMERICAN Δυναμικό Μετοχικό Εσωτ.	9,91%	0,926	92,83%
18. ALLIANZ Μετοχών Εσωτερικού	10,06%	0,933	91,41%
19. ΔΗΛΟΣ (BlueChips Μετοχικό Εσωτ.)	9,92%	0,943	96,16%
20. Ελληνικό Μετοχικό Μεγάλης & Μεσαίας Κεφαλαιοποίησης	10,28%	0,963	93,38%
21. EUROBANK LF equity Greek Equities	10,31%	0,964	92,87%
22. EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού	10,32%	0,966	93,15%
23. ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού	10,39%	0,991	96,61%
24. Γενικός Δείκτης Χρηματιστηρίου Αθηνών	10,31%	1	100,00%
25. FTSE/ATHEX Large Cap	11,61%	1	100,00%

Πηγή: Ένωση Θεσμικών Επενδυτών, Datastream

Το Α/Κ με τη μικρότερη μηνιαία τυπική απόκλιση είναι το ALPHA TRUST New Strategy Μετ. Εσ. με 7,18%, ενώ το Α/Κ με τη μεγαλύτερη είναι το ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού με 10,39%.

Δύο μετοχικά Α/Κ, το ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού με συντελεστή 10,39% και το EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού με 10,32% είχαν μεγαλύτερη μηνιαία τυπική απόκλιση από τον Γενικό Δείκτη, ο οποίος είχε 10,31%, όχι όμως από τον FTSE/Athex Large Cap, ο οποίος είχε 11,61% την περίοδο 31-1-2008 έως 31-8-2016.

Τα μετοχικά Α/Κ με τον μικρότερο συντελεστή beta το διάστημα 31/1/2008 - 31/8/2016 είναι το ALPHA TRUST New Strategy Μετ. Εσ. (0,644), το THETIS Ελληνικό Μετοχικό (0,703) και το TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού (0,721), ενώ τα Α/Κ με τον μεγαλύτερο συντελεστή beta είναι το ΠΕΙΡΑΙΩΣ Μετοχικό Εσωτερικού (0,991), το EUROBANK Greek Equities Μετοχικό Εσωτερικού (0,966) και το EUROBANK LF Equity Greek Equities (0,964).

Τα Α/Κ ALPHA TRUST New Strategy Μετ. Εσ., THETIS Ελληνικό Μετοχικό, TRITON Αναπτυξιακό Μετοχών Εσωτερικού και ALPHA TRUST Hellenic Equity Fund έδειξαν καλή προβλεπτική ικανότητα στην πτώση, έχοντας μικρό beta και μικρή μηνιαία τυπική απόκλιση, δεδομένου του stock picking. Εξαίρεση αποτελεί το THETIS Ελληνικό το οποίο φαίνεται ότι προέβλεψε μεν την πτώση, αλλά έκανε κακή επιλογή μετοχικών τίτλων.

Στον Πίνακα 2 επίσης παρουσιάζεται ο **συντελεστής προσδιορισμού R2**, ο οποίος είναι ένα στατιστικό μέτρο που λαμβάνει τιμές μεταξύ του 0 και του 1. Ο συντελεστής αυτός μετράει το ποσοστό των μεταβολών της καθαρής τιμής του μεριδίου του Α/Κ, το οποίο ερμηνεύεται από τις μεταβολές της χρηματιστηριακής αγοράς. Επίσης ο συντελεστής αυτός αποτελεί ένα μέτρο τέλει διαφοροποίησης ενός χαρτοφυλακίου. Εάν ένα χαρτοφυλάκιο είναι τέλεια διαφοροποιημένο, σε σχέση με το χαρτοφυλάκιο της αγοράς, τότε το R2 είναι ίσο με 100%.

Το μετοχικό Α/Κ με τον μεγαλύτερο συντελεστή προσδιορισμού είναι το ΕΡΜΗΣ Δυναμικό Μετοχικό Εσωτερικού (97,08%) και αντίστοιχα το μετοχικό Α/Κ με τον μικρότερο είναι το MetlifeΑίκο Μετοχικό Μεσαίας & Μικρής Κεφαλαιοποίησης (83,11%).

Συμπεράσματα

Κατά την περίοδο της πιο ακραίας παγκόσμιας οικονομικής κρίσης, η Ελληνική Χρηματιστηριακή αγορά κατέρρευσε. Ο γενικός δείκτης παρουσίασε απώλειες 86,77% και ο FTSE/ATHEX Large Cap 93,25%. Αρκετά μετοχικά Α/Κ εσωτερικού προστάτευσαν τους μεριδιούχους τους, σημειώνοντας σημαντικά μικρότερες απώλειες από τους δείκτες αναφοράς τους.

Να σημειωθεί πως την αντίστοιχη περίοδο, μια συνηθισμένη επένδυση των χρημάτων για τους Έλληνες, οι τράπεζες απώλεσαν πάνω από 99% της αξίας τους!

***Ο Σόλων Ανδρονής είναι Επιστημονικός βοηθός Ινστιτούτου Χρηματοοικονομικού Αλφαριθμητισμού. Θερμές ευχαριστήριες στον καθηγητή Χρηματοοικονομικής του τμήματος Οργάνωσης και Διοίκησης Επιχειρήσεων του Πανεπιστημίου Πειραιώς και Πρόεδρο και Ιδρυτή του Ινστιτούτου Χρηματοοικονομικού Αλφαριθμητισμού κύριο Νικόλαο Φίλιππα για την καθοδήγησή του στην επιστημονική ανάλυση.**

**** Οι συντελεστές beta είναι στατιστικά σημαντικοί για όλα τα υπό εξέταση Α/Κ στην περίοδο 31/1/2008 - 31/8/2016.**





ΙΝΣΤΙΤΟΥΤΟ
ΧΡΗΜΑΤΟΟΙΚΟΝΟΜΙΚΟΥ
ΑΛΦΑΒΗΤΙΣΜΟΥ