

Αγαπητά μέλη,

Οι σκοποί της παρούσας επιστολής είναι πρωτίστως να κάνει μια **σύνοψη/αξιολόγηση** της πορείας του επενδυτικού χαρτοφυλακίου του Ταμείου και δευτερευόντως να αναπτύξει μία επιχειρηματολογία σχετικά με την **προτεινόμενη αλλαγή του δείκτη αναφοράς** (benchmark), και την συνεπακόλουθη αλλαγή των επενδυτικών πλάνων του Ταμείου.

Η διαχείριση της περιουσίας του Ταμείου από την ALPHA TRUST A.E. ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΑΜΟΙΒΑΙΩΝ ΚΕΦΑΛΑΙΩΝ ΚΑΙ ΟΡΓΑΝΙΣΜΩΝ ΕΝΑΛΛΑΚΤΙΚΩΝ ΕΠΕΝΔΥΣΕΩΝ άρχισε ουσιαστικά πριν από ένα χρόνο, συγκεκριμένα στις 26/6/2018, με αρχικό ποσό προς διαχείριση κοντά στις 200.000€. Η περιουσία που είναι σήμερα (7/6/2019) που διαχειρίζεται η ALPHA TRUST ανέρχεται περίπου στις 1.540.000€. Η αύξηση αυτή της περιουσίας προήλθε από τη **σταθερή αύξηση των μελών** (από 164 τον Ιούνιο του 2018 στα 448 σήμερα), από τις **αυξημένες εισφορές** (έκτακτες ή μη), καθώς και από τη **θετική απόδοση των επενδύσεων**. Ενδεικτικά αναφέρεται ότι περί τα 30.000€ της περιουσίας προήλθαν από τις αποδόσεις των επενδυτικών τοποθετήσεων.

Σύντομη αξιολόγηση της πορείας των επενδύσεων

Μιλώντας για τις επενδυτικές επιλογές του Ταμείου για τον πρώτο αυτό χρόνο, θα πρέπει να επικαλεστούμε πρώτα τους στόχους που είχαν τεθεί στο ξεκίνημα. Τόσο μέσα από την αρχή επενδυτικής πολιτικής (investment policy statement, IPS) του Ταμείου, όσο και μέσα από τις (ενημερωτικές) αναφορές της επενδυτικής επιτροπής, είχε γίνει σαφές ότι το **βασικό μέλημα για την πρώιμη αυτήν περίοδο ήταν η διασφάλιση και προστασία του κεφαλαίου μέσω ενός συντηρητικού χαρτοφυλακίου**. Η διασφάλιση έγκειται στην **ελαχιστοποίηση της πιθανότητας το Ταμείο να έχει επενδυτικές απώλειες** (αρνητική καθαρή απόδοση) τον πρώτο χρόνο, ενώ η **προστασία ισοδυναμεί με ότι η απόδοση των κεφαλαίων να είναι τουλάχιστον πάνω από τον τρέχον πληθωρισμό**.

Για το λόγο αυτό επιλέχθηκε ένας συντηρητικός δείκτης αναφοράς, οποίος και ανατέθηκε σαν γενική αρχή επενδύσεων στον διαχειριστή. Πιο συγκεκριμένα, ο δείκτης αναφοράς (δείτε και παρακάτω) περιλαμβάνει 65% διαθέσιμα, 25% Ευρωπαϊκά ομόλογα (εταιρικά και κρατικά) και 10% ομόλογα Ελληνικού δημοσίου (ΟεΔ). Παράλληλα, έχει δοθεί στο διαχειριστή **αρκετή ευελιξία** για την επιλογή των κατά καιρούς σταθμίσεων (για παράδειγμα το επιτρεπόμενο εύρος για το βάρος στα Ευρωπαϊκά ομόλογα είναι από 0 έως 35%).

Κλείνοντας τον πρώτο χρόνο διαχείρισης μπορούμε με βεβαιότητα να ισχυριστούμε ότι ο **στόχος της διασφάλισης αλλά και αυτός της προστασίας επιτευχθήκαν**. Το Ταμείο δεν είχε ποτέ αποδόσεις κάτω από -0,30%, ενώ η **συσσωρευμένη χρονικά-σταθμισμένη απόδοση** (aggregate time-weighted return) συμπεριλαμβανομένου του κόστους διαχείρισης είναι **2,01%**, όταν ο πληθωρισμός στην Ελλάδα ήταν κοντά στο 0,6% για το 2018 και 1% για το πρώτο τετράμηνο του 2019 (στοιχεία της Eurostat και της ΕΛΣΤΑΤ).

Επιπρόσθετα θα πρέπει να τονιστεί ότι ο **χαμηλός κίνδυνος** του χαρτοφυλακίου δεν έπεται μόνο από την συντηρητικότητά του, αλλά και από την **διασκόρπιση** του κεφαλαίου προς επένδυση σε διαφορετικά περιουσιακά στοιχεία. Πιο συγκεκριμένα, οι βασικές επιλογές επενδύσεων είναι σε αμοιβαία κεφάλαια (ΑΚ) ενεργητικής διαχείρισης διαθεσίμων, Ευρωπαϊκών και Ελληνικών ομολόγων, τα οποία και διασφαλίζουν μια ευρεία διασκόρπιση

στις αντίστοιχες κατηγορίες επενδύσεων. Για να καρπωθεί δε το Ταμείο μια επιπλέον απόδοση με όσο το δυνατό χαμηλό κίνδυνο, γίνονται αυξημένες τοποθετήσεις τόσο σε Έντοκα Γραμμάτια του Δημοσίου όσο και σε προθεσμιακές καταθέσεις.

Ένα βασικό σχόλιο που μπορεί να γίνει αναφορικά με τον κίνδυνο του χαρτοφυλακίου είναι ότι ο διαχειριστής έχει επιλέξει ένα **ελαφρώς πιο συντηρητικό χαρτοφυλάκιο σε σχέση με το δείκτη αναφοράς** που του έχει ανατεθεί, κάτι που συνεπάγεται ότι σε καλές (αντίστοιχα κακές) περιόδους είχε και σχετικά χαμηλότερες (αντίστοιχα υψηλότερες) αποδόσεις από το δείκτη αναφοράς.

Αποτέλεσμα των παραπάνω επιλογών (συντηρητικό χαρτοφυλάκιο, διασκόρπιση μέσω ΑΚ, συντηρητικότερη επιλογή διαχειριστή) είναι ότι η απόδοση του 2,01% έχει επιτευχθεί με **εξαιρετικά χαμηλό επίπεδο κινδύνου**. Χαρακτηριστικά μπορεί να αναφερθεί ότι το μέτρο μηνιαίας αξίας σε κίνδυνο (monthly value-at-risk) είναι μόλις 0,93%, κάτι που απλοϊκά μπορεί να μεταφραστεί ως *“με πιθανότητα κοντά στο 99%, οι απώλειες του τρέχοντος χαρτοφυλακίου σε ένα μήνα δεν μπορεί να είναι μεγαλύτερες του 0,93%”*.¹

Προτεινόμενη αλλαγή του δείκτη αναφοράς

Μετά το πέρας του πρώτου έτους διαχείρισης και με βάση το γεγονός ότι οι στόχοι που είχαν τεθεί έχουν επιτευχθεί, **το Ταμείο μπορεί να κάνει το επόμενο βήμα ανανεώνοντας το επενδυτικό του προφίλ.**

Λαμβάνοντας υπόψη τα εξής δεδομένα:

α) **Θετική πραγματοποιηθείσα απόδοση** της τάξεως του 2%, ή αλλιώς κέρδη από επενδύσεις περίπου 30.000 ευρώ

β) Το γεγονός ότι το **Ταμείο δεν έχει καμία άμεση ανάγκη ρευστότητας**, καθώς κανένα μέλος του Ταμείου δεν αναμένεται να κάνει ρευστοποίηση του μεριδίου του τουλάχιστον τα επόμενα τρία έτη

γ) **Τα εξαιρετικά χαμηλά επιτόκια** που επικρατούν στο ευρώ και το ότι δεν αναμένεται για τα επόμενα έτη να υπάρξει κάποια σημαντική αύξηση αυτών

δ) Τα ΟεΔ, αλλά και τα έντοκα γραμμάτια του δημοσίου είναι **πολύ πιθανό να πάψουν να έχουν υψηλές αποδόσεις** και

ε) Οι συνθήκες στις αγορές χρήματος και κεφαλαίου είναι **συνεχώς μεταβαλλόμενες**, δημιουργώντας καλές επενδυτικές ευκαιρίες που για να αξιοποιηθούν **χρειάζονται ενισχυμένη ευελιξία**

η επενδυτική επιτροπή μετά από στενή συνεργασία και συνεννόηση με το διαχειριστή **προτείνει την αλλαγή του δείκτη αναφοράς με κεντρικό στόχο την αύξηση των αναμενόμενων αποδόσεων μέσω της μείωσης της συντηρητικότητας και την ανάληψη ελαφρώς μεγαλύτερου κινδύνου**. Πιο συγκεκριμένα, οι αλλαγές που προτείνονται περιγράφονται στον παρακάτω πίνακα:

¹ Η διεθνής πρακτική για Επαγγελματικά Ταμεία σε καθεστώς καθορισμένων εισφορών είναι ότι το μέτρο αξίας σε κίνδυνο κυμαίνεται στο εύρος 2-5% (σε μηνιαία βάση).

Επένδυση/Αντιπροσωπευτικός Δείκτης	Τρέχον Δείκτης Αναφοράς	Προτεινόμενος Νέος Δείκτης Αναφοράς	Επιτρεπόμενο Νέο Εύρος
ΟΕΔ -- BEGCGA Index	10%	15%	0-20%
Ομόλογα Ευρώ -- LBEATREU Index	25%	25%	0-35%
Μετρητά -- SBWMEU1L Index	65%	45%	35-100%
Διεθνείς Μετοχές -- MSCI World Index (EUR)	0%	15%	0-20%

Όπως είναι φανερό από τον παραπάνω πίνακα οι διαφορές με το τρέχον χαρτοφυλάκιο είναι (i) η συμμετοχή με 15% διεθνών μετοχών, (ii) η μείωση κατά 20% του βάρους των διαθεσίμων και (iii) η αύξηση κατά 5% της έκθεσης σε ΟεΔ.

Ο δείκτης DJ GLOBAL INDEX (EUR) αποτελείται από διεθνείς μετοχές μεγάλης και μεσαίας κεφαλαιοποίησης από 23 ανεπτυγμένες χώρες². Είναι δε εκφρασμένος σε ευρώ, κάτι που σημαίνει ότι συμπεριλαμβάνει ήδη τον κίνδυνο αλλαγής των ισοτιμιών. **Η βασική αιτία επιλογής αυτού του δείκτη είναι η διασκόρπιση επενδύσεων που εμπεριέχει**, καθώς περιλαμβάνει ένα πολύ μεγάλο εύρος από εταιρίες, χώρες, οικονομικούς τομείς και νομίσματα. Από την άλλη, η επιλογή της αύξησης κατά 5% των ΟεΔ είναι **μια ενδεδειγμένη επιλογή**, σε ένα περιβάλλον με πολύ χαμηλές αποδόσεις ομολόγων στο ευρώ και με βελτιωμένες τις προσδοκίες για την πορεία της Ελληνικής οικονομίας.

Η εκτίμηση για την μηνιαία αξία σε κίνδυνο (value-at-risk) του προτεινόμενου χαρτοφυλακίου (τόσο από το διαχειριστή, όσο και από δική μου ανάλυση) είναι κοντά στο 2%. Το επιτρεπόμενο εύρος στις σταθμίσεις είναι σχετικά μεγάλο, για να αφήσει χώρο στο διαχειριστή να εκμεταλλευτεί στρατηγικά τις τυχόν επενδυτικές ευκαιρίες που θα παρουσιαστούν.

Πρόκειται για μία **ήπια μετάβαση** σε ένα χαρτοφυλάκιο που **ταιριάζει περισσότερο** στο προφίλ και στις ανάγκες του Ταμείου και παράλληλα **συνάδει με τη φιλοσοφία της συνετής και φρόνιμης διαχείρισης επενδύσεων**.

Τα παραπάνω συζητήθηκαν εκτενώς στην πρόσφατη (10/6/19) συνεδρίαση της επενδυτικής επιτροπής μέσω της οποίας και η επιτροπή εισηγείται την αλλαγή του δείκτη αναφοράς.

Υπενθυμίζω τέλος ότι τόσο εγώ όσο και τα άλλα μέλη της επενδυτικής επιτροπής **είμαστε στη διάθεσή σας για να λύσουμε οποιαδήποτε απορία ή να δώσουμε οποιαδήποτε διευκρίνιση** για τα παραπάνω ή άλλο σχετικό ζήτημα.

Ο Πρόεδρος της Επενδυτικής Επιτροπής
Δρ. Μιχάλης Ανθρωπέλος
Επίκουρος Καθηγητής του Πανεπιστημίου Πειραιώς

² Για περισσότερες πληροφορίες σχετικά με τον δείκτη και την διάρθρωσή του μπορείτε να επισκεφτείτε τον σύνδεσμο <https://www.msci.com/documents/10199/890dd84d-3750-4656-87f2-1229ed5a5d6e>.