



IL PORTAFOGLIO PERMANENTE

UNA RASSEGNA DELLA LETTERATURA
SCIENTIFICA IN TEMA DI PORTAFOGLIO
PERMANENTE

Investimento Custodito
Boutique Finanziaria S.r.l.

Authors:

Gabriele Galletta
Strategist, Analista,
CEO

Andrea Delle Foglie
PhD Candidate,
Sapienza di Roma
Analyst

ABSTRACT

Con questa ricerca, proviamo a rispondere ad una semplice domanda: il Permanent Portfolio è una valida strategia d'investimento rispetto alle classiche presentate negli anni?

Per fare questo, abbiamo preso in rassegna la letteratura scientifica in materia e abbiamo analizzato i risultati raggiunti negli anni da questa strategia, applicandola anche ai più recenti studi di Finanza Comportamentale.

La strategia d'investimento definita Permanent si basa su un principio semplicissimo: «*This simple approach to asset allocation involves investors splitting their portfolio equally between stocks, bonds, gold and cash*» (Hamish Anderson, Ben Marshall and Jia Miao, 2014).

Si ricorda che questa metodologia di investimento va oltre i lavori e l'approccio media-varianza di Markowitz (et altri) e tratta le asset class non in termini assoluti di rischio/rendimento, ma come «antidoti» alle diverse congiunture economiche che possono accadere: l'approccio Permanente, dal quale nascono tipologie di investimento come All Weather o Golden Butterfly, è un approccio macro Top-Down, mentre l'approccio markowitziano rimane un approccio micro Bottom-Up.

Dall'analisi dei risultati noteremo come la strategia d'investimento non sovra-performa un classico portafoglio 60/40 nel tempo, ma permette di ridurre consistentemente la volatilità di un investimento e rende «più dolce» il raggiungimento degli obiettivi finanziari da parte dei risparmiatori.

INTRODUZIONE

Parlando di metodologia di analisi, Browne (1999) suggeriva che gli individui dovrebbero allocare i loro investimenti in proporzioni uguali in azioni, obbligazioni, oro e contanti.

Il principio dell'investimento nel portafoglio permanente (di seguito PP) ha attirato l'attenzione di molti e l'avvento degli ETF ha reso molto semplice la sua implementazione. La nostra analisi del PP è simile ad altri articoli in letteratura che tentano di verificare la performance di strategia di investimento per la prima volta, come Jegadeesh e Titman (1993), Bouman e Jacobsen (2002) e Cooper et al. (2006).

La teoria dell'allocazione del capitale è stata fortemente influenzata dall'importante lavoro di Markowitz (1952), che suggerisce che i portafogli ottimali dovrebbero essere costruiti sulla base dei concetti di rendimenti medi, varianze e covarianze delle singole attività di investimento.

L'approccio PP differisce da Markowitz (1952) per diversi aspetti in quanto prevede di allocare il capitale sulla base della equi-ripartizione del proprio capitale nelle quattro attività di rischio sopra-menzionate, indipendentemente da varianza, co-varianza, ritorni medi (Hamish Anderson, Ben Marshall* and Jia Miao, 2014).

In contrasto con Markowitz (1952), dove viene costruita una frontiera efficiente di attività e aggiunta l'attività risk free, **il PP tratta tutti gli asset (sia rischiosi che privi di rischio) allo stesso modo.**

La possibilità di aggiungere oro alla propria asset allocation è stata spesso studiata in letteratura e trova il suo fondamento teorico nella decorrelazione rispetto a azioni e obbligazioni: Gorton, Geert, Rouwenhorst (2006) mostrano la serie di prodotti in generale negativamente correlati con i rendimenti azionari e obbligazionari, aspetto principalmente dovuto alla loro correlazione positiva con l'inflazione.

Baur e Lucey (2010) analizzano la relazione tra i rendimenti dell'oro e i rendimenti in azioni e obbligazioni negli Stati Uniti, nel Regno Unito e in Germania e concludono che **l'oro fornisce una buona copertura per le azioni in generale e spesso agisce come un rifugio sicuro quando si formano eventi estremamente negativi sul mercato azionario, dovuti soprattutto a contesti iperinflazionistici.**

Il PP si basa sul presupposto che un investitore dovrebbe costruire un portafoglio che resista a quattro possibili futuri stati economici, "prosperità", "recessione", "Inflazione" e "deflazione". Browne (1999) suggerisce che le azioni dovrebbero offrire migliori ritorni in periodi di prosperità, il cash in tempi di recessione, l'oro dovrebbe aumentare maggiormente nei periodi inflazionistici e le obbligazioni rimangono il miglior investimento in un contesto deflazionistico.

Lo scopo di questo articolo è di rispondere quindi a due domande.

- 1) il PP genera rendimenti maggiori di uno stock portafoglio e / o portafogli azionari e obbligazionari?
- 2) il PP genera rendimenti corretti per il rischio maggiori di un titolo portafoglio e / o portafogli azionari e obbligazionari?

La risposta alla prima domanda sarà "NO", mentre la risposta alla seconda domanda sarà "SI" (Hamish Anderson, Ben Marshall* and Jia Miao, 2014). Il PP, dati alla mano, è caratterizzato da indici di Sharpe (redditività corretta per il rischio) e alfa di Jensen (extra-rendimento rispetto al Beta di Mercato) più elevati.

I rendimenti adeguati al rischio superiori sono stati più forti nel primo sotto-periodo (1972-1991) considerato da alta inflazione; tuttavia sono stati superiori anche nel secondo sotto-periodo (1992-2011). Questo risultato, combinato con la nostra scoperta di correlazioni relativamente basse tra le quattro classi di attività del PP, supporta il suggerimento di Browne (1999) secondo cui il PP è resistente ai vari stati economici. Il PP sembra essere una strategia relativamente facile da implementare e probabilmente lo sarà in modo particolare per gli investitori avversi al rischio.

Non è possibile prevedere come si comporteranno i portafogli PP in futuro, ma l'approccio PP agli investimenti ha generato rendimenti adeguati al rischio superiori negli Stati Uniti e mercati internazionali negli ultimi 40 anni (Hamish Anderson, Ben Marshall* and Jia Miao, 2014).

DATA AND METHOD

Le analisi di portafoglio sono svolte dagli autori nei mercati di Stati Uniti e altri Stati come Australia, Canada, Francia, Germania, Italia, Giappone, Paesi Bassi, Svezia, Svizzera e Regno Unito, ovvero i 10 paesi internazionali considerati da Rapach et al. (2013).

Il punto di partenza è il 1° gennaio 1972. Le serie storiche dell'oro vengono convertite in valuta locale per garantire che il rendimento dell'oro rappresenti ciò che un investitore in ciascun paese avrebbe effettivamente ricevuto.

Il ribilanciamento del portafoglio avviene annualmente, per riportare le allocazioni ai valori iniziali. Il PP viene confrontato con altri tre portafogli di controllo, ovvero un portafoglio azionario e due portafogli comprendenti azioni e obbligazioni (una con 70% obbligazioni e 30% azioni e l'altra con 30% obbligazioni e il 70% di azioni).

I rendimenti per gli altri portafogli sono calcolati in modo simile al portafoglio PP con ribilanciamento che si svolge a gennaio di ogni anno. In ogni caso, vengono calcolati i rendimenti mensili per ogni portafoglio in ogni Stato considerato e i relativi indici di Sharpe e indici di Jensen (Hamish Anderson, Ben Marshall* and Jia Miao, 2014).

RESULTS

Iniziamo considerando i rendimenti medi mensili presentati nella Tabella 1. Come documentato nella tabella 1, i rendimenti medi dei portafogli considerati sono notevolmente inferiori a quelli dei portafogli azionari nella maggior parte dei paesi. Inoltre, eccettuato il caso dell'Italia, l'approccio PP genera rendimenti inferiori a tutti i portafogli azionari 70/30 considerati e in molti casi anche rispetto ai portafogli composti da solo il 30% di azioni. Questo risultato era abbastanza ovvio.

Tabella 1

| | Stock only | 70% Stock 30% Bond | 30% Stock 70% Bond | PP |
|----------------|------------|-----------------------|-----------------------|---------------|
| Australia | 1.064 | 1.017 | 0.922 | 0.915 |
| Canada | 0.893 | 0.860 | 0.807 | 0.804 |
| France | 1.004 | 0.942 | 0.844 | 0.837 |
| Germany | 0.756 | 0.733 | 0.676 | 0.652 |
| Italy | 0.926 | 0.913 | 0.876 | 0.947* |
| Japan | 0.532 | 0.545 | 0.536 | 0.530 |
| Netherlands | 1.003 | 0.916 | 0.775 | 0.737 |
| Sweden | 1.356 | 1.183 | 0.927 | 0.944 |
| Switzerland | 0.687 | 0.622 | 0.509 | 0.517 |
| United Kingdom | 1.087 | 1.006 | 0.877 | 0.919 |
| United States | 0.884 | 0.834 | 0.754 | 0.765 |

Notes: Table 3 contains average monthly returns in per cent for the four strategies for the period 1972–2011. 'Bold' indicates the mean return of the PP is greater than the mean return of the stock buy-and-hold approach (Stock only).

*Indicates the PP mean return is greater than any of the three alternative strategies.

Tabella 2

| | Stock Only | 70% Stock 30% Bond | 30% Stock 70% Bond | PP |
|----------------|------------|-----------------------|-----------------------|---------------|
| Australia | 0.073 | 0.086 | 0.099 | 0.101* |
| Canada | 0.071 | 0.085 | 0.107 | 0.112* |
| France | 0.072 | 0.086 | 0.114 | 0.118* |
| Germany | 0.069 | 0.093 | 0.141 | 0.133* |
| Italy | 0.024 | 0.031 | 0.043 | 0.075* |
| Japan | 0.055 | 0.081 | 0.134 | 0.130 |
| Netherlands | 0.113 | 0.137 | 0.174 | 0.157* |
| Sweden | 0.123 | 0.134 | 0.149 | 0.159* |
| Switzerland | 0.093 | 0.111 | 0.158 | 0.132 |
| United Kingdom | 0.076 | 0.084 | 0.099 | 0.123* |
| United States | 0.096 | 0.116 | 0.132 | 0.148* |

Notes: Table 4 contains monthly Sharpe ratios for the four strategies for the period 1972–2011. Bold indicates the PP Sharpe ratio is greater than the Sharpe ratio of the stock buy-and-hold approach (Stock only).

*Indicates the PP Sharpe ratio is greater than that for any of the three alternative strategies.

Il discorso cambia se consideriamo invece metriche di rendimento corrette per il rischio, attraverso gli indici di Sharpe e Jensen: nel primo caso, il PP sopra-performa qualsiasi altro portafoglio in termini di rendimento corretto per il rischio; dall'altra parte, gli alfa di Jensen del PP vanno dallo 0,12% al mese per l'Australia allo 0,21% per mese per il Giappone. Ad eccezione dell'Australia, tutti gli alfa del PP sono positivi e statisticamente significativi, più grandi della maggior parte dei campioni di confronto.

Questi risultati confermano invece il fatto che se consideriamo metriche di rendimento corrette per il rischio, l'analisi e il giudizio dato al PP cambia di parecchio, in qualsiasi stato ipotetico si trovi il nostro investitore.

Tabella 3

| | Stock Only | 70% Stock, 30% Bond | 30% Stock, 70% Bond | PP |
|----------------|------------|---------------------|---------------------|---------------|
| Australia | 0.073 | 0.086 | 0.099 | 0.101* |
| Canada | 0.071 | 0.085 | 0.107 | 0.112* |
| France | 0.072 | 0.086 | 0.114 | 0.118* |
| Germany | 0.069 | 0.093 | 0.141 | 0.133* |
| Italy | 0.024 | 0.031 | 0.043 | 0.075* |
| Japan | 0.055 | 0.081 | 0.134 | 0.130 |
| Netherlands | 0.113 | 0.137 | 0.174 | 0.157* |
| Sweden | 0.123 | 0.134 | 0.149 | 0.159* |
| Switzerland | 0.093 | 0.111 | 0.158 | 0.132 |
| United Kingdom | 0.076 | 0.084 | 0.099 | 0.123* |
| United States | 0.096 | 0.116 | 0.132 | 0.148* |

Notes: Table 4 contains monthly Sharpe ratios for the four strategies for the period 1972–2011. Bold indicates the PP Sharpe ratio is greater than the Sharpe ratio of the stock buy-and-hold approach (Stock only).

*Indicates the PP Sharpe ratio is greater than that for any of the three alternative strategies.

Tabella 4

| | 70% Stock, 30% Bond | | 30% Stock, 70% Bond | | PP | |
|----------------|---------------------|--------------|---------------------|--------------|--------|--------------|
| | Coeff. | t-Stat | Coeff. | t-Stat | Coeff. | t-Stat |
| Australia | 0.058 | 1.814 | 0.103 | 1.481 | 0.123* | 1.542 |
| Canada | 0.056 | 1.899 | 0.123 | 1.804 | 0.145* | 1.900 |
| France | 0.063 | 2.298 | 0.126 | 2.162 | 0.150* | 2.074 |
| Germany | 0.092 | 3.190 | 0.183 | 3.016 | 0.184* | 2.505 |
| Italy | 0.034 | 1.100 | 0.062 | 0.921 | 0.143* | 1.878 |
| Japan | 0.098 | 3.435 | 0.198 | 3.080 | 0.207* | 2.688 |
| Netherlands | 0.092 | 3.160 | 0.183 | 2.948 | 0.174 | 2.381 |
| Sweden | 0.057 | 2.186 | 0.098 | 1.850 | 0.170* | 2.214 |
| Switzerland | 0.064 | 4.114 | 0.122 | 3.814 | 0.144* | 2.044 |
| United Kingdom | 0.039 | 1.841 | 0.072 | 1.605 | 0.158* | 2.120 |
| United States | 0.075 | 2.108 | 0.157 | 1.991 | 0.203* | 2.494 |

Notes: Table 5 contains monthly Jensen alphas for the three strategies for the period 1972–2011 (in per cent). t-Statistics that are statistically significant at the 10% level or more are in bold.

*Indicates the PP Jensen's alpha is greater than that for the other two strategies.

Molti investitori si preoccupano non solo dei rendimenti medi per una particolare strategia di investimento, ma anche dell'entità delle perdite a cui potrebbero essere esposti.

Gli studi in materia di finanza comportamentale hanno ormai ampiamente confermato come gli investitori associno un maggior «dispendio emotivo» alle perdite che non ai guadagni e ciò conferma che la metrica corretta per analizzare un progetto d'investimento non possa essere solo il rendimento, ma anche la variabilità dello stesso: per intenderci, per andare da A a B, l'investitore attento non guarda solo al tempo di percorrenza, utilizzando la strada più veloce, ma anche alla «dolcezza» stessa della strada; se il percorso è più rapido, ma molto più impervio e tortuoso, rischierà di non raggiungere mai B e sarà quindi molto meglio un percorso un più lungo, ma dolce, con la certezza di raggiungere B.

I risultati nella Tabella 6 indicano il 5 ° percentile dalle distribuzioni di rendimento mensili dei portafogli di controllo considerati e del PP.

L'approccio PP è soggetto a un rischio al ribasso inferiore rispetto all'approccio solo azionario in ogni mercato. I VaR del PP variano da -2,08% in Australia a -2,55% in Italia. I portafogli composti dal 30% di azioni e il 70% di obbligazioni presentano VaR di portafoglio compresi tra -1,90% e -3,52% e ciò indica che questo approccio presenta un rischio di perdita maggiore rispetto alla strategia PP in tutti i paesi (eccettuato tre).

Possiamo quindi affermare con una certa sicurezza che il contenimento del rischio attraverso il PP è abbastanza certo e dimostrabile, senza peraltro incidere fortemente sul rendimento finale.

Tabella 6 - VaR by investment approach

| | Stock Only | <u>70% Stock</u> 30% Bond | <u>30% Stock</u> 70% Bond | PP |
|----------------|---------------|------------------------------|------------------------------|---------|
| Australia | -7.056 | -4.986 | -2.869 | -2.081* |
| Canada | -6.475 | -4.618 | -2.834 | -2.461* |
| France | -8.698 | -6.162 | -2.801 | -2.478* |
| Germany | -7.993 | -5.998 | -2.774 | -2.391* |
| Italy | -10.099 | -7.291 | -3.520 | -2.546* |
| Japan | -7.784 | -5.463 | -2.848 | -2.542* |
| Netherlands | -8.026 | -5.279 | -2.422 | -2.451 |
| Sweden | -8.622 | -6.272 | -2.685 | -2.420* |
| Switzerland | -7.806 | -5.087 | -1.896 | -2.507 |
| United Kingdom | -8.172 | -5.698 | -2.644 | -2.392* |
| United States | -7.034 | -4.620 | -2.880 | -2.214* |

CONCLUSIONS

La strategia del Permanent Portfolio genera rendimenti inferiori non solo all'approccio "Stock Only", ma generalmente anche agli approcci misti azioni/obbligazioni; d'altra parte, però, la capacità del Permanent Portfolio di ridurre la volatilità di un investimento e il rischio complessivo permettono all'investitore avverso al rischio per sua natura di raggiungere in modo più dolce i suoi obiettivi finanziari: ergo, il Permanent Portfolio, presentando Indici di Sharpe e Alfa di Jensen più elevati, **non "sacrifica" troppo rendimento per rinunciare ad un rischio troppo elevato, come invece succederebbe per un investimento totalmente obbligazionario.**

Detto ciò, il Permanent Portfolio si presenta certamente come la strategia ideale per un investitore con profilo di rischio molto basso, ma non solo: infatti, può essere adottato e modellato anche per investitori con propensioni al rischio maggiori, ad esempio aumentando la quota azionaria nel tempo (a discapito delle altre asset class) quando i prezzi scendono sotto livelli prestabiliti: **in questo modo, l'investitore meno avverso al rischio può costruire a step portafogli più efficienti che addirittura, comprando azionario a prezzi bassi, sopra-performino il mercato, senza accollarsi però il rischio di un normale investimento totalmente azionario.**

DISCLAIMER

Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l. (la “Società”) è una società specializzata in servizi di formazione, divulgazione, studio e ricerca su temi finanziari nonché in servizi di consulenza generica. La Società non fornisce in nessun modo il servizio di consulenza finanziaria su investimenti. Consulenza in materia di investimenti di cui all’art. 1, comma 5-septies, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, né altri servizi di investimento oggetto di riserva di legge. La Società rimanda eventualmente tali rapporti a soggetti esterni quali consulenti finanziari abilitati con i quali può intrattenere rapporti di natura puramente commerciale. Tutti i contenuti presenti all’interno del sito, dei documenti, dei video, degli articoli e qualsiasi riferimento al logo della Società sono da considerarsi a scopo puramente informativo, educativo e divulgativo. Tutti i servizi offerti si ritengono esclusi dalle riserve di legge. Le informazioni, i prodotti, i dati, i servizi, gli strumenti e i documenti contenuti o descritti su questo documento/sito internet (i “Dati”) rivestono esclusivamente carattere informativo e non sono da intendersi come sostitutivi del servizio di Consulenza in materia di investimenti di cui all’art. 1, comma 5-septies, del d.lgs. 24 febbraio 1998, n. 58, oggetto quindi di riserva di legge. Le informazioni fornite sul documento/sito internet non costituiscono, pertanto, né un’attività pubblicitaria o una raccomandazione né un’offerta o un invito ad acquistare o vendere strumenti di investimento, ad effettuare un’operazione o ad assumere un impegno giuridico. I prodotti e gli strumenti finanziari, nonché gli studi menzionati non sono idonei per tutti gli investitori in quanto standardizzati. Le informazioni contenute non costituiscono un parere finanziario, legale, fiscale e/o una raccomandazione di qualsivoglia altra natura. Le decisioni di investimento o di altra natura non devono essere assunte esclusivamente sulla base di tali informazioni. Prima di adottare tali decisioni di investimento, si consiglia di richiedere una revisione approfondita della documentazione e la consulenza di uno specialista qualificato. Il cliente è responsabile del proprio comportamento e delle decisioni intraprese nonché dei rischi derivanti dall’attività di investimento. La società declina ogni responsabilità derivanti da un utilizzo improprio di tali informazioni. Aderendo ai servizi proposti il cliente è consapevole di avere accesso a contenuti proprietari protetti da copyright e sollevando Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l. da qualsiasi utilizzo improprio di essi. I contenuti riportati appartengono al libero pensiero degli autori. Nella misura massima consentita dalle leggi e/o dai regolamenti vigenti, Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l., nonché i suoi amministratori, agenti, dipendenti e appaltatori non assumano alcuna responsabilità per perdite o danni di qualsiasi natura derivanti da (i) l’accesso, l’utilizzo o la consultazione dei documenti e del Sito; (ii) qualsiasi inesattezza, errore, incompletezza o altra circostanza concernente i Dati contenuti; (iii) l’impossibilità di accedere o utilizzare i documenti ed il Sito per qualsiasi ragione. Fatta salva l’ipotesi in cui siano accompagnati da una dichiarazione esplicita del contrario, tutti i materiali contenuti sono protetti da copyright, diritti relativi ai database o altri diritti di proprietà intellettuale di proprietà di Investimento Custodito – Boutique Finanziaria s.r.l.. Nessuna previsione è da intendersi come idonea a concedere alcuna licenza o diritto di utilizzare qualsiasi immagine, testo, marchio o logo. Il download o la copia dei Dati non è in alcuna forma idoneo a trasferire all’utente diritti di proprietà intellettuale su software o altri materiali. Qualsiasi riproduzione, pubblicazione o distribuzione dei contenuti è consentita esclusivamente nel caso di espressa autorizzazione scritta della Società e con specifica indicazione della fonte dei dati. I risultati passati non costituiscono un indicatore della performance futura di un investimento. Il valore degli investimenti può essere soggetto a fluttuazioni e gli investitori potrebbero non recuperare l’importo investito. Le variazioni dei tassi di cambio delle valute straniere possono altresì incrementare o diminuire il valore dell’investimento.