

El portafolio permanente de Harry Browne

Carlo U. Graziani (Asesor financiero, Lugano, Suiza)

Para ayudar a los ahorristas/inversores en administrar de una forma prudente y conveniente aquellos fondos "que no pueden permitirse de perder", Browne y Coxon concibieron, a principios de la década del 80, el así denominado Portafolio Permanente (PP) que presentaron en su libro *"Inflation-Proofing Your Investments"*¹. En la versión original el PP incorporaba una lista mayor de instrumentos. En 1998 Browne publicó su libro *"Fail-Safe Investing"*² en el que expuso una versión más sencilla del PP que sólo incluye 4 categorías de activos. Para completar la lista mencionamos que, en 2012, Rowland y Lawson publicaron un libro³ que contiene un resumen y evaluación global de la estrategia en cuestión. En esta nota presentaremos la filosofía que se encuentra detrás del PP de Harry Browne y su implementación así como algunos resultados de una evaluación propia.

El objetivo principal del PP es obtener un rendimiento moderado y lo más constante posible con una reducida volatilidad. Un segundo objetivo es mantener los gastos y comisiones muy bajos. La premisa subyacente al PP es que en una economía se pueden dar, en términos generales, las siguientes cuatro condiciones:

- Prosperidad,
- Recesión,
- Inflación,
- Deflación.

A veces una condición predomina, otras veces pueden existir dos condiciones simultáneamente. Finalmente la economía puede pasar por una fase de transición. Otra premisa subyacente es que el futuro no puede ser previsto con precisión.

En su versión sencilla, el PP se compone de los siguientes 4 activos que se sugiere tener en aproximadamente iguales proporciones:

- 25% en acciones para aprovechar las fases de prosperidad,
- 25% en instrumentos líquidos para las recesiones,
- 25% en oro para las fases de inflación,
- 25% en bonos del Tesoro para protegerse en los períodos de deflación.

Aún cuando inicialmente se invierte un 25% en cada activo, estos porcentajes se alterarán debido a las fluctuaciones de las cotizaciones. Para mantener aproximadamente las proporciones iniciales, se recomienda efectuar un rebalanceo del PP de vez en cuando. Para minimizar las comisiones por las operaciones de rebalanceo, se sugiere efectuar el rebalanceo sólo cuando uno de los porcentajes se aleja de su objetivo en más de 10 puntos. Otra opción es efectuar el rebalanceo cada fin de año. De hecho emplearemos esta segunda opción en las estimaciones que presentaremos a continuación. Como se desprende de esta breve descripción, la filosofía que subyace al PP es la del "Buy & Hold", aplicado a un portafolio adecuadamente diversificado.

Siguiendo varios ejemplos y en base a la disponibilidad de datos, implementamos el PP utilizando las siguientes series históricas (cierres semanales en U\$S):

- Acciones: Vanguard S&P 500 Index Fund (VFINX),
- Oro: Cierre semanal en U\$S/onza (Oro),
- Bonos del Tesoro de largo plazo: Vanguard Long-Term Treasury Fund (VUSTX),
- Liquidez: Vanguard Short-Term Federal Fund (VSG-BX).

En el caso de los fondos Vanguard se emplearon las series ajustadas por los dividendos, es decir, que incluyen el efecto de los dividendos, suponiendo que se reinvierten en el mismo fondo. Como de costumbre no se tomaron en cuenta ni las comisiones bancarias ni los impuestos.

En la Gráfica 1 se reproducen el PP así como sus 4 componentes. Es sorprendente ver cómo el PP mantiene su evolución tranquila a pesar de los movimientos a veces muy divergentes de sus componentes. Es una clara evidencia en favor de los beneficios de la diversificación. El Cuadro

1 Browne, H. y Coxon, T.: *Inflation-Proofing Your Investments* (Morrow, 1981).

2 Browne, H.: *Fail-Safe Investing* (St. Martin's Griffin, 1998).

3 Rowland, C. y Lawson, J.M.: *The Permanent Portfolio: Harry Browne's Long-Term Investment Strategy* (Wiley, 2012).

1 contiene los rendimientos y volatilidades anualizados así como el máximo *drawdown* de los 4 componentes y del PP. Se observa claramente cómo se reduce el máximo *drawdown* del PP en relación al *drawdown* de las 3 componentes más volátiles; sólo el fondo líquido (VSGBX) tiene coeficientes de riesgo inferiores a los del PP, pero también ha tenido un rendimiento claramente inferior que durante los pasados 2 años se ubicó en un entorno del 0%.

En sí, el PP constituye una propuesta muy razonable para administrar aquellos fondos “que uno no puede permitirse de perder”. Es más, se basa en una estrategia tan simple y a pesar de su sencillez brinda resultados tan aceptables que algunos la han definido “una estrategia aburrida”. Para facilitar su aplicación, se crea en 1982 el fondo denominado *Permanent Portfolio* (PRPFX) que se basa en una estructura de activos anterior y más compleja que la actual estructura “4x25” propuesta para el PP. Como muestra la Gráfica 2, el fondo PRPFX y el PP –estimado en base a los datos mencionados– han tenido una evolución muy parecida: el rendimiento anualizado del PRPFX supera sólo marginalmente el del PP, pero el máximo *drawdown* del PRPFX es casi el doble del máximo *drawdown* del PP.

Entonces, ¿por qué hay tantas personas que mueven sus ahorros o inversiones financieras en función de las opiniones de así denominados “gurús de las finanzas”, obteniendo al final resultados peores? De hecho, se desprende de varios informes que, durante la segunda mitad de los años 90, cuando el mercado accionario norteamericano subía con tasas anuales de dos dígitos, muchos ahorros salieron del PRPFX para ser invertidos directamente en instrumentos accionarios. Por otro lado, a partir de la reciente crisis de Bolsa, el PRPFX ha recibido nuevamente muchos ahorros.

Una de las explicaciones tiene que ver precisamente con la psicología de los ahorristas e inversores. Se requiere realmente mucha disciplina para poder seguir con constancia la estrategia del tipo “Buy & Hold” que constituye la base del PP o del fondo PRPFX. Cuando el mercado accionario sube alrededor del 20% al año, mucha gente se deja llevar por la euforia del momento, saca sus ahorros de un fondo del tipo PRPFX que rinde en promedio “sólo” un 7% para intentar fortuna invirtiendo directamente en acciones. El problema es que proceden sin tener una estrategia explícita suficientemente corroborada, dejándose simplemente influenciar por las presentaciones más recientes de los supuestos “gurús”. Por eso, cuando llega la crisis, tienden a liquidar sus posiciones accionarias demasiado tarde y bajo los efectos del pánico, realizando grandes pérdidas.

En el intento de quitarle algo del “aburrimiento”, investigamos dos maneras para dinamizar la estrategia del PP. Como primer ensayo, aplicamos a las dos componentes más volátiles de la canasta del PP –acciones y oro– los mismos dos *trading-systems*, ya empleados en nuestra Nota

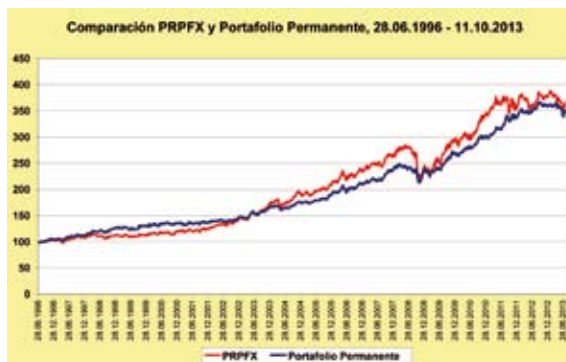
Gráfica 1



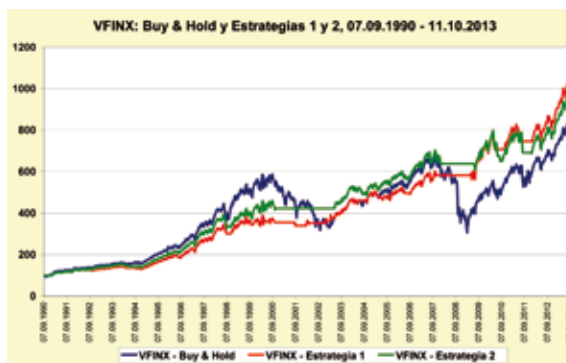
Cuadro 1

	VFINX	Oro	VUSTX	VSGBX	PP
Rendimiento anualizado	9.3%	5.0%	8.0%	5.3%	7.6%
Volatilidad anualizada	16.9%	16.0%	10.1%	2.5%	6.3%
Máximo drawdown	54.7%	38.9%	16.6%	2.9%	14.3%

Gráfica 2



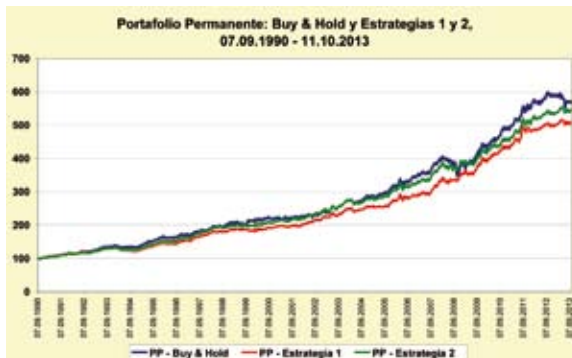
Gráfica 3



Gráfica 4



Gráfica 5



Cuadro 2

	PP	PP/S1	PP/S2
Rendimiento anualizado	7.6%	7.3%	7.6%
Volatilidad anualizada	6.3%	5.3%	5.5%
Máximo drawdown	14.3%	7.6%	6.5%

Gráfica 6



sobre el “Buy – Don’t Hold”⁴, para ver si podemos reducir su volatilidad y aumentar su rendimiento. Los resultados se encuentran reproducidos en las Gráficas 3 y 4. Como se desprende de estas Gráficas, los resultados son aceptables para las acciones (VFINX). En cambio, en el caso del oro se “paga” la reducción de la volatilidad con una clara reducción del rendimiento. En la Gráfica 5 se reproduce la evolución del PP “original” así como las dos alternativas que incorporan los dos *trading-systems* (PP/S1 y PP/S2). El Cuadro 2 contiene los rendimientos y volatilidades anualizados así como los máximos *drawdown* correspondientes.

Como muestra el Cuadro 2, con el empleo de los dos *trading-systems* no se ha logrado aumentar el rendimiento promedio, aunque sí se ha obtenido una reducción a la mitad del máximo *drawdown*.

Como segundo ensayo, aplicamos a las 4 componentes del PP una generalización de la estrategia empleada en nuestra Nota sobre “*Asset Management* activo”. Seleccionando los dos respectivamente tres instrumentos más fuertes de los cuatro, se generan las evoluciones, denominadas AA2 y AA3, reproducidas en la Gráfica 6 junto a la del PP “original”. Finalmente, el Cuadro 3 contiene los rendimientos y volatilidades anualizados así como los máximos *drawdown* correspondientes.

Cuadro 3

	PP	AA2	AA3
Rendimiento anualizado	7.6%	10.6%	8.9%
Volatilidad anualizada	6.3%	9.6%	6.8%
Máximo drawdown	14.3%	11.9%	8.0%

Ahora sí hemos logrado aumentar el rendimiento anualizado y, al mismo tiempo, reducir el máximo *drawdown*. Como ilustra la Gráfica 6, seleccionando semana tras semana los dos (tres) instrumentos más fuertes, obtenemos un capital final que supera al del PP en un 80% (26.3%).

Como resumen podemos decir: (1) para obtener resultados satisfactorios, no podemos dejarnos llevar por nuestras emociones o por los “últimos gritos” de los –muchas veces autodenominados– “gurúes de las finanzas”, sino que tenemos que proceder en base a una o más estrategias explícitas suficientemente corroboradas; (2) la diversificación es muy importante para reducir el riesgo, pero por sí sola no permite necesariamente obtener rendimientos elevados; (3) para aumentar los rendimientos más allá del “Buy & Hold”, se requiere un *Asset Management* activo, basado en estrategias que, luego de haber superado satisfactoriamente los diversos tests, deben ser aplicadas a conciencia y con sentido común y sometidas a controles de calidad periódicos. ■

4 Ver Revista Portafolio, N° 59. Estos *trading systems* son modelos que tienen como *input* los datos –aquí las cotizaciones del instrumento financiero– del pasado y como *output* la decisión, en cada momento, de mantener o no mantener, es decir, cerrar la posición correspondiente.