



Il piano di accumulo (PAC): una scelta razionale o emotiva?

24 Novembre 2020



E. M. CARLUCCIO
P. A. CUCURACHI
U. POMANTE

I piani di accumulo (PAC): una scelta razionale o emotiva?

RIVISTA BANCARIA
MINERVA BANCARIA
ANNO LXXVI (NUOVA SERIE) LUGLIO-SETTEMBRE 2020 N. 4

SINTESI

La recente crisi dei mercati finanziari ha riportato alla ribalta il piano di accumulo (PAC) come modalità di investimento alternativa, e preferibile, rispetto a quello in un'unica soluzione (PIC). Le nostre verifiche empiriche dimostrano che l'investimento graduale non presenta una maggiore efficienza in termini di trade-off tra rendimento e rischio. Il vantaggio che il piano di accumulo offre è quello di limitare la possibilità di sostenere perdite all'inizio del periodo di investimento, amplificando però quello alla fine.

Pertanto, il ricorso a questa strategia trova giustificazione nella finalità di accrescere il «comfort comportamentale» dell'investitore.

Il piano di accumulo

La letteratura accademica non ha dedicato molta attenzione al tema del Piano di Accumulo. E prevale comunque l'opinione che il PAC (o dollar cost averaging) non dia contributi significativi rispetto all'investimento in unica soluzione.

Malkiel (1973), Constantinides (1979)	Evidenziano la riduzione del rischio conseguente al passaggio dall'investimento in un'unica soluzione a quello sistematico, senza tuttavia svolgere alcuna considerazione sull'impatto prodotto in termini di rendimento.
Knight e Mandell (1993)	Propongono un confronto tra la strategica (oggi denominata) PAC e due alternative di investimento in unica soluzione che seguono il criterio, rispettivamente, del <i>Buy & Hold</i> e del <i>Constant Mix</i> ; la conclusione del loro studio è sintetizzata nella frase conclusiva del paper: <i>"With the exception of the promoters, nobody gains from Dollar Cost Averaging"</i> .
Rozeff (1994)	Introduce il tema della eterogeneità del confronto in termini di trade-off tra rendimento e rischio tra il piano di accumulo e l'investimento in unica soluzione, evidenziando come la prima strategia riduca il rischio, mentre la seconda generi rendimenti più alti.
Abeysekera e Rosenbloom (2000), Richard e Bacon (2004)	<i>"Dollar-cost averaging is unlikely to produce superior results to lump-sum investing"</i> .
Shtekhman et al. (2012)	Se l'investitore è preoccupato principalmente delle perdite che potrebbero realizzarsi all'inizio del periodo di investimento <i>"then DCA may be of use"</i> .
Kowara e Kaplan, 2019	Hanno verificato se il piano di accumulo sia effettivamente in grado di creare benefici in termini di maggior rendimento o minor rischio, arrivando a rigettare entrambe le ipotesi.

Il piano di accumulo

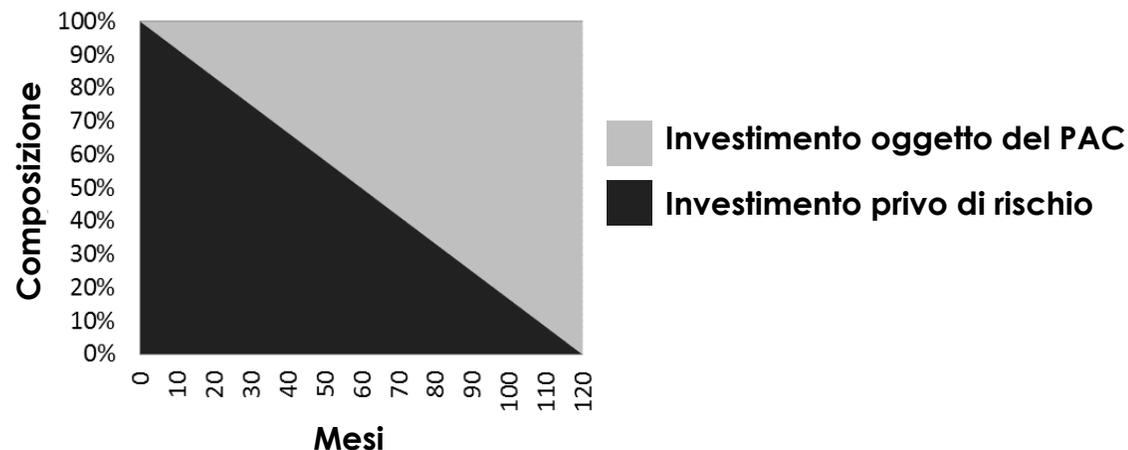
La nascita e lo sviluppo della behavioral finance hanno però contribuito a rivedere le metriche comportamentali degli investitori e, con esse, anche il giudizio dell'investimento tramite una strategia PAC.

Statman (1995)

Sostiene che il dollar cost averaging sia coerente con il *positive framework* della finanza comportamentale; pertanto, nonostante la standard finance dia evidenza della sua sub ottimalità, "*The practice of dollar-cost averaging will persist*".

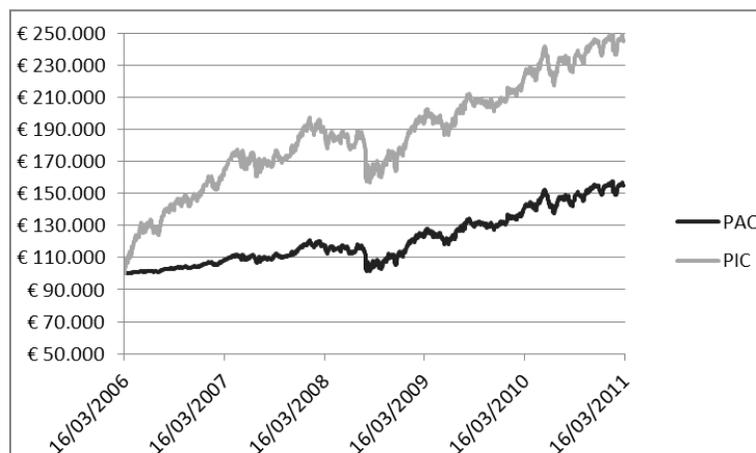
Il piano di accumulo

L'evoluzione dell'asset allocation nella fase iniziale di accumulo

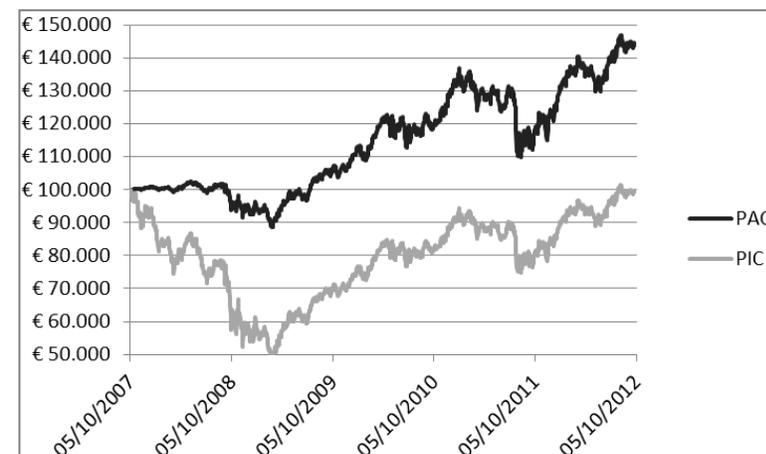


I piani di accumulo basano la loro presunta superiorità rispetto all'investimento in un'unica soluzione sul presupposto che i mercati performeranno bene nella parte finale del periodo di investimento. La logica del PAC affonda, dunque, le sue basi sul presupposto che gli anni che compongono l'investment period non debbano contribuire in modo uniforme alla performance dell'investitore, ma occorra attribuire maggiore rilevanza agli ultimi anni di investimento.

L'evoluzione del montante di PIC e PAC nel quinquennio 16 marzo 2006 – 16 marzo 2011



L'evoluzione del montante di PIC e PAC nel quinquennio 5 ottobre 2007 – 5 ottobre 2012



Il piano di accumulo

La soluzione PAC - caratterizzata dal passaggio da un portafoglio 100% safe asset ad uno 100% risky asset, con piano di accumulo triennale e successivo mantenimento dell'investimento per il successivo biennio, viene confrontata con una strategia di investimento in un'unica soluzione nella quale la percentuale investita nell'asset rischioso (MSCI AC World Index) è pari a 70% (esattamente la percentuale media investita nell'attività rischiosa nella soluzione PAC).

Tabella: I risultati del PIC e del PAC considerando tutti i 3.506 quinquenni compresi nel periodo 31/12/2001 – 29/05/2020

	PIC	PAC
Rendimento Cumulato Medio	36,7%	36,9%
Rendimento Medio Annuo	6,5%	6,5%
Numero di scenari migliore performance	2.028	1.478
% di scenari con migliore performance	57,8%	42,2%
% di finestre temporali con rendimento negativo	6,1%	12,8%
Migliore Rendimento	103,9%	91,5%
Peggior Rendimento	-12,1%	-32,3%
Rendimento 90° percentile	69,2%	61,6%
Rendimento 80° percentile	62,7%	58,0%
Rendimento 20° percentile	8,7%	13,5%
Rendimento 10° percentile	2,6%	-5,3%
Volatilità Media (su base annua)	11,1%	11,6%
Sharpe Ratio	0,44	0,42

Non abbiamo identificato alcun fondamento scientifico a sostegno dell'ipotesi di una maggiore efficienza di un investimento graduale rispetto a quello in un'unica soluzione. L'evidenza empirica evidenzia che il PAC, al fine di limitare (o addirittura eliminare) gli effetti che una fase orso produrrebbe nella parte iniziale dell'investment period, riduce sensibilmente la probabilità di riportare rendimenti molto positivi sull'orizzonte temporale considerato.

CONCLUSIONI

Non esistono evidenze empiriche che dimostrano una maggiore efficienza di tale modalità di investimento. Tuttavia, questo non significa che questa strategia di investimento debba essere accantonata, ma semplicemente che debba essere presentata agli investitori con finalità diverse rispetto a quelle oggi prevalenti che puntano ad evidenziare il vantaggio di scongiurare scelte di *market timing* sbagliate (essendo vero l'esatto contrario).

Il ricorso all'investimento graduale deve essere inquadrato all'interno delle scelte emotive che rispondono all'obiettivo di creare nell'investitore un maggior comfort comportamentale. Nella fattispecie, il ricorso al PAC gioca un importante ruolo nel mitigare il senso di colpa che tipicamente accompagna gli investitori che subiscono perdite significative nella prima fase del periodo di investimento.

L'ingresso progressivo nelle attività rischiose ha certamente la capacità di mitigare la probabilità di manifestazione di tali perdite e di creare una progressiva assuefazione all'investimento in attività rischiose, favorendo anche la relazione tra investitore e consulente.