



La fiducia  
va meritata

**Amundi**  
ASSET MANAGEMENT

---

Investment Insights Blue Paper | Maggio 2020

# Multi-Asset: il solido approccio di portafoglio TPA (Total Portfolio Approach) in un mondo complesso

---

Documento riservato agli investitori professionali

## Editoriale



**Eric  
TAZÉ-BERNARD**  
Chief Allocation  
Advisor



**Matteo  
GERMANO**  
Head of  
Multi-Asset

Un numero crescente di investitori istituzionali ha adottato un approccio di portafoglio TPA (total portfolio approach) in risposta ai punti deboli delle metodologie più tradizionali di asset allocation strategica (strategic asset allocation, SAA). Riteniamo che l'attuale crisi rafforzerà questa tendenza, poiché sta segnando probabilmente un cambiamento di paradigma nei mercati finanziari. Questo cambiamento potrebbe essere importante quanto il cambiamento nella politica monetaria americana introdotto dal presidente della Federal Reserve Paul Volcker all'inizio degli anni '80, che ha portato a un lungo periodo di disinflazione, a tassi di interesse più bassi e a rendimenti elevati degli asset.

I confini tra la politica monetaria e quella di bilancio sono sfumati e le politiche di bilancio molto espansive rischiano di portare a una qualche forma di monetizzazione del debito. Di conseguenza, stiamo entrando probabilmente in un nuovo regime, caratterizzato da una maggiore probabilità di scenari inflazionistici e da una maggiore volatilità delle attività. Ciò significa che gli investitori devono mettere in discussione i modelli di rischio e di correlazione da tempo adottati ed essere agili. Passare al TPA come approccio olistico, essenzialmente basato sugli obiettivi, con un orientamento total return e flessibile è un modo per adattare la costruzione del portafoglio istituzionale a questo nuovo contesto. Di seguito presentiamo tre argomentazioni a favore di questo metodo.

### Allocazione dei fattori

Una caratteristica ben nota del TPA è la sua focalizzazione sui fattori piuttosto che sulla tradizionale segmentazione dell'universo d'investimento per classi di attività, regioni o settori. Mentre ci muoviamo verso un nuovo regime finanziario, invece di affidarci a metodologie retrospettive, sarà fondamentale per generare rendimenti individuare gli scenari macroeconomici più probabili a lungo termine e il loro impatto sui prezzi delle attività. Ciò giustificherà l'adozione di un approccio basato sui fattori nella costruzione del portafoglio, con un'attenzione particolare a fattori quali la crescita, l'inflazione e la propensione al rischio globale. Sarà un modo utile per posizionare strategicamente i portafogli in alcuni scenari con evidenti benefici, ad esempio, per i fondi pensione le cui passività sono legate all'inflazione. Le recenti tendenze dei mercati sottolineano inoltre l'importanza di integrare la liquidità come fattore nella costruzione dell'asset allocation. Inoltre, esiste un ampio gruppo di altri fattori che possono essere utilizzati come elementi per costruire un portafoglio o, su base ex post, per analizzarne le performance. I più analizzati e adottati sono in ambito azionario, ad esempio, il valore, la dimensione, la qualità, la volatilità e il momentum.

### Governance e cultura elementi chiave per il successo del TPA

La governance e le questioni culturali saranno ancora più importanti nel mondo di domani, dove sarà assolutamente necessaria la capacità di adattarsi alle mutevoli circostanze del mercato, nonché la capacità di integrare metodologie innovative di costruzione del portafoglio. In un recente report, la NBIM<sup>1</sup> ha affermato che la capacità di cambiare idea è una delle qualità più importanti dei gestori di portafoglio qualificati. Durante la crisi del 2008 e la successiva ripresa del mercato, a distinguersi sono stati proprio coloro che sono riusciti ad adattare i portafogli. Riteniamo che ciò si ripeterà a seguito della crisi causata dal Covid-19.

Anche la promozione della cooperazione all'interno dell'organizzazione di investimento - una caratteristica fondamentale del TPA - sarà importante per una migliore comprensione del nuovo contesto. Ciò significa organizzare la diversità cognitiva e di carattere, nonché la complementarità, all'interno del team di investimento, in cui tutti i componenti potranno contribuire a una decisione collettiva invece di limitarsi alla propria area di competenza. Ciò si basa anche sullo sviluppo di una cultura di vera apertura, di sfida e di cooperazione che non è sempre naturale nelle organizzazioni che adottano la segmentazione per classe di attività o aree di competenza.

La piena implementazione dell'approccio TPA può essere facilitata dall'utilizzo dei fattori come driver dell'asset allocation, ciò contribuirà all'adozione di un linguaggio comune tra i diversi professionisti dell'investimento. I comitati per gli investimenti globali dovrebbero

***"La piena implementazione dell'approccio TPA può essere facilitata dall'utilizzo dei fattori come driver dell'asset allocation, ciò contribuirà all'uso di un linguaggio comune tra i diversi professionisti dell'investimento."***

1. "Investing with External Managers, The 20 year review", Norges Bank Investment Management, Aprile 2020

**"L'impatto sociale potenzialmente enorme dell'attuale crisi, la maggiore consapevolezza delle conseguenze del cambiamento climatico e l'importanza della governance come elemento chiave della qualità di un'azienda rafforzeranno l'integrazione della sostenibilità nell'approccio di investimento".**

iniziare con un'analisi dei fattori che attualmente guidano i mercati, in contrasto con l'approccio tradizionale, che tende a partire dall'analisi della politica monetaria fino ai tassi di interesse e poi ai mercati azionari. La definizione di indicatori di rischio comuni tra le diverse attività, oltre che a portare argomenti trasversali, può anche essere un modo efficace per abbattere i silos e garantire che gli esperti di investimento cooperino con un obiettivo comune.

#### **La sostenibilità come elemento chiave del TPA**

Un altro elemento chiave è l'integrazione dei criteri ESG. L'impatto sociale potenzialmente enorme dell'attuale crisi, la maggiore consapevolezza delle conseguenze del cambiamento climatico e l'importanza della governance come elemento chiave della qualità di un'azienda rafforzeranno l'integrazione della sostenibilità nell'approccio di investimento degli investitori istituzionali. Il metodo TPA appare particolarmente adatto all'implementazione di un approccio di investimento sostenibile. Esistono infatti caratteristiche comuni al metodo TPA e alla sostenibilità:

- **Approccio olistico:** Investire secondo i criteri ESG è un modo per applicare un approccio di sostenibilità e deriva dalla filosofia di investimento di un investitore istituzionale, attraverso un approccio olistico e di lungo termine. I criteri ESG rappresentano per gli investitori un modo più ampio di esaminare il proprio portafoglio, sulla base di una valutazione equilibrata, che include obiettivi di sostenibilità e la mitigazione dei rischi di lungo termine, oltre ai criteri puramente finanziari.
- **Di lungo termine:** Spesso si ritiene che i rischi ambientali, sociali e di governance si concretizzino nel lungo termine, spingendo i clienti istituzionali ad adottare un approccio sostenibile per stabilire scenari di lungo termine e riflettere sulle conseguenze delle loro azioni su tale orizzonte temporale. Ad esempio, i clienti istituzionali dovrebbero chiedersi in che misura le loro attività di investimento contribuiscano a mitigare gli impatti del cambiamento climatico.
- **Orientamento Total return:** Riteniamo che l'applicazione di un approccio di investimento sostenibile sia più adatta all'orientamento Total return raccomandato nell'ambito del TPA. Ad esempio, la politica di sostenibilità definita da un investitore istituzionale può portare all'esclusione di determinati titoli o a significativi *bias* di portafoglio nei confronti di determinati settori o società. Ciò porterà inevitabilmente a notevoli divergenze rispetto ai riferimenti di mercato standard che sarebbe difficile accettare nell'ambito di un approccio di investimento fortemente basato sul benchmark.

Passare a un approccio di sostenibilità può essere un processo lungo, ma gli investitori istituzionali dovrebbero definire una tabella di marcia su diversi anni, con fasi e obiettivi intermedi, nonché alcuni parametri per valutare il raggiungimento dei loro obiettivi.

#### **Il TPA è uno 'state of mind'**

Riteniamo che il TPA risponda alla necessità - sia per i gestori che per gli investitori istituzionali - di adottare un nuovo linguaggio attraverso il quale analizzare tutte le classi di attività e abbattere i silos che possono emergere nelle grandi organizzazioni. La tempistica appare appropriata nell'attuale contesto di mercato. Il crescente interesse per le attività alternative e l'integrazione dei criteri ESG nel quadro dell'allocazione standard sono ulteriori e forti incentivi.

L'approccio TPA consente una maggiore apertura alle opportunità al di fuori dei tradizionali panieri di classi di attività e una maggiore coerenza a livello di portafoglio, riducendo i confini tra asset class e organizzando i team in modo più fluido e collaborativo. Ma ci sono alcune sfide difficili da affrontare. Gli investitori dovranno sviluppare nuovi strumenti per analizzare il proprio portafoglio secondo ulteriori angolazioni e applicare un approccio multi-dimensionale all'analisi del rischio e alla costruzione del portafoglio. Il passaggio all'approccio TPA richiede anche importanti cambiamenti culturali e deve essere definito come un vero e proprio percorso di lungo termine con fasi intermedie e indicatori per misurare il successo nell'attuazione del cambiamento.



#### **Avvertenze**

I contenuti di questo documento hanno carattere puramente informativo e si riferiscono ad analisi di mercato e/o approfondimenti che tengono conto delle situazioni economico-finanziarie attualmente presenti. I dati, le opinioni e le informazioni in esso contenute sono prodotti da Amundi Asset Management, che si riserva il diritto di modificarli ed aggiornarli in qualsiasi momento e a propria discrezione. Non vi è garanzia che i Paesi, i mercati o i settori citati manifestino i rendimenti attesi. Le informazioni fornite non costituiscono un prospetto o documento d'offerta né possono essere intese come consulenza, raccomandazione o sollecitazione all'investimento. Il documento e ogni sua parte, se non diversamente consentito e/o in mancanza di una espressa autorizzazione scritta di Amundi SGR S.p.A., non potrà essere copiato, modificato, divulgato a terzi, diffuso con qualunque mezzo e più in generale qualunque atto di disposizione o utilizzo di informazioni ivi contenute sono vietati, salvo espressa indicazione contraria. Dati, opinioni e stime possono essere modificati senza preavviso. Il presente documento è stato predisposto da Amundi, società anonima con capitale di 1.086.262.605 € - Società di gestione approvata dell'AMF N°GP 04000036 – Sede legale: 90, boulevard Pasteur – 75015 Parigi – Francia 437 574 452 RCS Parigi.

Data del primo utilizzo: 22 maggio 2020.

Riservato agli investitori professionali