

Febbraio 2021

European Covered Bonds (Analisi 2020 - Prospettive 2021)

- I covered bond hanno mostrato un'incredibile resilienza durante il sell-off di mercato innescato dalla pandemia globale
- Prospettive ottimistiche per questa Asset Class, con aspettative di crescita della domanda e dell'offerta
- Un'allocazione solida che continua a offrire opportunità interessanti ai gestori: la chiave per affrontare il basso rendimento nell'universo degli investimenti più sicuri.

Analisi 2020

Resilienza di fronte alla pandemia globale

Con la diffusione del COVID-19 in tutto il mondo, i governi hanno adottato misure senza precedenti nel tentativo di arginare il virus. La gravità della situazione ha investito i mercati finanziari, con risultati incerti per molti investimenti nei primi mesi del 2020. Ancora una volta il beta e la volatilità bassi dei **covered bond hanno dimostrato il loro valore**: questa asset class si è dimostrata resiliente in un mercato in cui tutte le attività, anche quelle tradizionalmente più sicure, sono state influenzate dal sell-off.

Il credito high yield

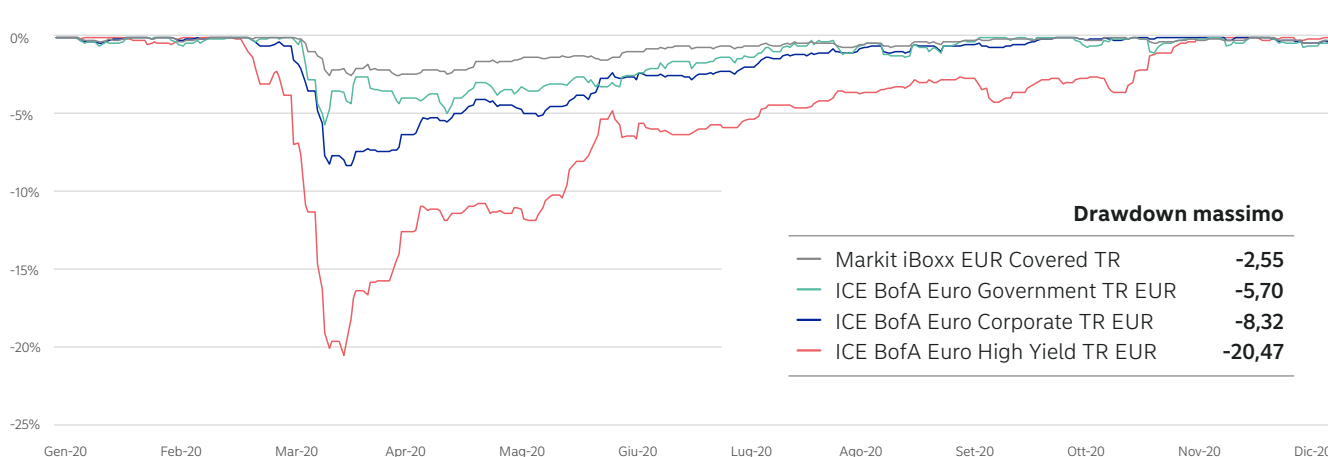
Potrebbe sorprendere il fatto che il debito pubblico e i covered bond siano stati venduti insieme ad attivi più rischiosi, anche

se in misura minore. Il motivo principale alla base di questo comportamento non è stata la preoccupazione per il credito, ma piuttosto l'elevata domanda di liquidità dei mercati. Con la diminuzione della domanda - o addirittura la sua scomparsa in alcuni settori - le aspettative di un flusso di entrate basso, insieme agli elevati costi fissi, hanno spinto le aziende a cercare liquidità. Le linee di credito sono state utilizzate al massimo, prelevando enormi quantità di liquidità dalle banche. In questo contesto, le banche sono state costrette a vendere sul mercato grandi quantità di attività liquide (ad esempio, covered bond e titoli di Stato) per far fronte alla domanda di liquidità delle imprese, una vera e propria caccia alla liquidità.

La ripresa del mercato e i suoi effetti

Le banche centrali di tutto il mondo hanno reagito con forza alle difficoltà del mercato **iniettando enormi quantità di liquidità nel sistema bancario, cosicché le banche potessero soddisfare la domanda di liquidità, invece che essere costrette a vendere obbligazioni dei loro portafogli liquidi**. I mercati obbligazionari alla fine sono risaliti, recuperando gran parte dei loro ribassi. Tali misure hanno influito anche sull'offerta del mercato: il conteggio delle emissioni lorde per il 2020 si è concluso a poco meno di 95 miliardi di euro (ben al di sotto dei 140-150 miliardi previsti a gennaio), il che, tenendo anche conto dei titoli andati a scadenza nello stesso periodo, rappresenta un'offerta netta negativa di quasi 20 miliardi di emissioni benchmark di obbligazioni garantite in euro.

La resilienza dei covered bond. Reddito fisso in EUR - Drawdown 2020



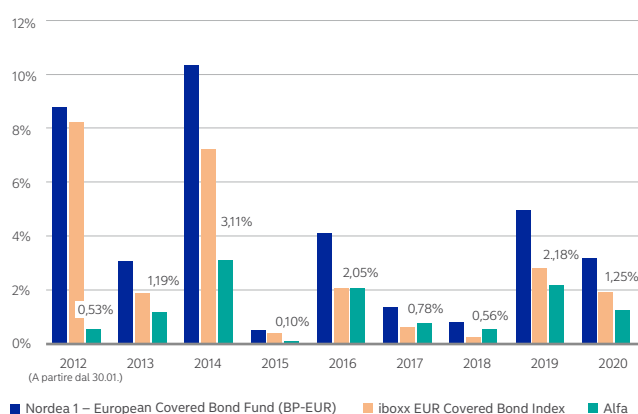
Fonte: ©2021 Morningstar, Inc. Tutti i diritti riservati al 05.01.2021. Periodo in esame: 31.12.2019 - 31.12.2020. Sulla base di dati giornalieri in EUR.

Una decisione chiave da parte della BCE è stata il miglioramento dei termini del TLTRO III, grazie al quale le banche potrebbero ottenere un tasso favorevole del -1% da giugno 2020 fino a luglio 2021, nel caso venissero rispettate determinate condizioni. Tale decisione ha eliminato gran parte del fabbisogno di finanziamento delle banche europee; infatti solo le banche che non avevano accesso a queste liquidità sono state costrette a emettere regolarmente covered bond sul mercato. Il **mercato dei covered bond si è quindi fortemente contratto** nella seconda metà dell'anno, **mentre i tassi hanno avuto nel complesso un impatto positivo** sulla performance nel 2020. I paesi periferici sono stati fortemente penalizzati dall'atteggiamento di avversione al rischio generato dalla chiusura delle economie, ma hanno anche dimostrato una ripresa più forte.

Generare alpha in un anno come il 2020

La nostra gestione attiva ha permesso di aggiungere un altro

La gestione attiva in azione!



Fonte: Nordea Investment Funds S.A. Periodo in esame: 30.01.2012 - 31.12.2020. I rendimenti presentati sono passati e non sono indicativi di quelli futuri. Gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. Il valore delle azioni può variare in maniera significativa e non è assicurato. Lei potrebbe perdere parte o la totalità dell'importo investito.

anno di generazione di alfa al nostro track record!

Il sell-off ha infatti creato enormi opportunità per la generazione di alfa. Quando un sell-off è motivato dalla ricerca di liquidità, come è avvenuto quest'anno, molti segmenti ed emittenti vengono venduti in modo omogeneo, senza fare alcuna distinzione tra la qualità degli emittenti e il pool di copertura.

— Premio di nuova emissione (NIP)

Abbiamo potuto beneficiare di accordi con NIP molto elevati **sulla base della forte espansione dei mercati core**, come la Francia.

— «Home bias» e minore domanda interna

Abbiamo visto forti segnali di «home biasedness» da parte degli investitori in questo contesto il che ha reso la situazione più difficile per le banche senza una forte domanda interna.

A titolo esemplificativo, i **covered bond canadesi, australiani e neozelandesi non riflettevano con precisione il rischio di credito** dei loro rispettivi emittenti alla fine del primo

trimestre. Ad esempio, il rating delle banche canadesi (AAA) sarebbe dovuto diminuire di almeno 4-5 tacche (o notches) per influenzare il rating dei covered bond canadesi. Nonostante ciò, gli spread dei covered bond canadesi si sono allargati di più rispetto a quelli dei covered bond italiani nel primo trimestre. Perché? In primo luogo, non ci sono stati programmi di QE per l'acquisto di covered bond canadesi in euro. Inoltre, non c'è una base di investitori nazionali che sostenga questo tipo di obbligazioni, dato che si concentrano piuttosto sulle obbligazioni in dollari canadesi. Tutti questi elementi, insieme alle emissioni da parte delle banche canadesi a Marzo, hanno contribuito all'ampliamento degli spread dei covered bond canadesi a livelli molto interessanti. Rispetto ai covered bond francesi, i titoli canadesi con scadenza a 3 anni hanno offerto **un rialzo storicamente elevato di 35pb su un segmento con rating così elevato come AAA.**

— Essere attivi nei mercati scandinavi locali

Il nostro utilizzo dinamico dei mercati dei covered bond dei paesi nordici **ha contribuito sia alla performance che alla resilienza dei nostri portafogli.** I covered bond danesi hanno offerto una maggiore protezione nella fase iniziale dell'ampliamento degli spread e una maggiore liquidità nel momento più difficile del mercato. Beneficiando di questa prima sovraperformance, abbiamo attivamente riposizionato parte di questa allocazione per cogliere nuove opportunità AAA (ad esempio, le obbligazioni canadesi). Nella seconda metà dell'anno, i nostri investimenti in covered bond norvegesi e svedesi hanno sovraperformato il mercato in euro nel suo complesso.

— Essere selettivi nei paesi periferici

L'atteggiamento diffuso di avversione al rischio nella prima parte dell'anno è stato particolarmente pronunciato per l'esposizione nei paesi periferici. **Se da un lato questa allocazione è stata molto penalizzante in quel momento, dall'altro ha registrato un forte recupero dopo la ripresa del mercato.** Nel 2020 l'Italia è stato uno dei paesi più performanti.

— Diversificazione e flessibilità delle obbligazioni SSA

La nostra flessibilità nella diversificazione del debito pubblico, soprattutto nei paesi periferici, è stata un altro driver positivo di alfa. E il nostro posizionamento sulle obbligazioni SSA (sovrane, sovranazionali e di agenzie) nella parte più lunga della curva ha favorito la performance.

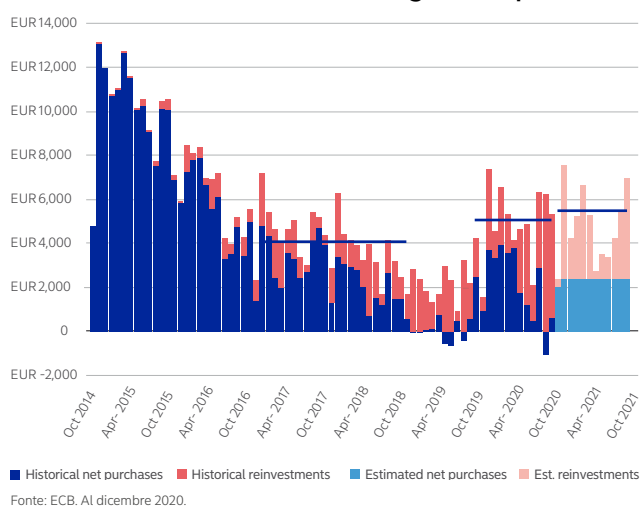
Prospettive 2021

Le misure adottate dalle banche centrali di tutto il mondo per affrontare il fabbisogno di liquidità dei mercati hanno influito sull'offerta di covered bond, non solo per il 2020, ma anche per l'anno che ci attende. A partire dal 2021, ci aspettiamo quindi che l'offerta sia contenuta, in quanto la maggior parte delle banche mantiene inalterati i livelli di TLTRO. Si poteva sperare che le banche fossero incentivate a ripagarne una parte, al termine del tasso specialmente favorevole, per emettere invece covered bond a più lunga scadenza. Tuttavia, la BCE ha prorogato il programma nella riunione del dicembre 2020, con tre offerte aggiuntive (giugno, settembre e dicembre 2021)

e ha anche prorogato il tasso favorevole fino al giugno 2022. **A nostro avviso, l'offerta dovrebbe quindi rimanere più o meno in linea con il 2020, il che dovrebbe favorire gli spread.**

D'altro canto, **la situazione della domanda resta simile a quella del 2020, in quanto la BCE continua a dominare il mercato con grandi acquisti.** Il CBPP3 continua a effettuare ingenti acquisti netti, con rimborsi elevati che vengono reinvestiti. Con il PEPP (Pandemic Emergency Purchasing Programme), un programma flessibile del quale finora è stato speso solo circa l'1% per i covered bond, la domanda della BCE dovrebbe essere leggermente più elevata nel 2021 rispetto al 2020. Allo stato attuale, lo spread dei covered bond ci sembra molto ben sostenuto.

Il CBPP3 continua a effettuare ingenti acquisti netti



È probabile che i mercati finanziari siano sensibili a eventuali sorprese positive o negative derivanti dallo sviluppo della pandemia. **La volatilità degli spread a breve termine è quindi un rischio da considerare.** Dovesse questa venire innescata da una discussione su una riduzione anticipata delle misure straordinarie di politica monetaria, potremmo vedere il mercato reagire come nella seconda metà del 2018: gli spread si sono ampliati in previsione di una minore domanda. Eppure, si sono ristretti più tardi nel 2019, quando le tesorerie delle banche hanno colmato il gap della domanda lasciato dalla BCE. Guardando alle recenti operazioni primarie, le tesorerie delle banche sono ancora molto presenti e la BCE non sta nemmeno ottenendo un'allocatione completa; questo conforta il nostro punto di vista sui covered bond, (nonostante la BCE stia facendo un passo indietro). Gli spread dei covered bond hanno dimostrato la loro resilienza rispetto ai tradizionali investimenti sicuri, soprattutto per quanto riguarda i rischi di ribasso. **Non essendosi verificato alcun default nella storia di questa asset class (da oltre 200 anni!), abbiamo fiducia nella protezione contro i ribassi che otteniamo dai covered bond.** Inoltre, un deterioramento delle aspettative dovuto al virus o a un'economia vacillante potrebbe comportare maggiori stimoli che favorirebbero la obbligazioni garantite.

Infine, **il campo delle opportunità per la creazione di alfa nel nostro universo d'investimento resta ampio e diversificato. Le nostre prospettive vanno ben oltre i mercati core, e anche oltre i tradizionali confini degli emittenti della zona euro** (possiamo investire in obbligazioni non in euro che hanno un potenziale di rischio/rendimento più interessante dopo la copertura valutaria). Ad esempio, ci aspettiamo emissioni interessanti dal Canada, dal momento che la banca centrale locale ha rimosso il dispositivo di misura della liquidità a causa della pandemia. Ci aspettiamo inoltre opportunità alfa dai paesi PECO, che stanno iniziando ad emettere covered bond in euro, come la Polonia, i Paesi Baltici e la Repubblica Ceca. I mercati locali dei paesi scandinavi continuano a offrire opportunità per un'allocatione attiva. La Svezia rappresenta un contesto unico: la banca centrale locale si accaparra gran parte del mercato dei covered bond svedesi, comprimendo sostanzialmente gli spread. D'altro canto, i covered bond danesi con rating AAA continuano a offrire un recupero elevato di circa 20pb (con copertura valutaria) rispetto alle alternative core in euro.

La nostra competenza in materia di covered bond: un fattore chiave per affrontare l'universo degli asset sicuri a basso rendimento

Il 2020 ha evidenziato la globalità del nostro mondo. In questo contesto senza precedenti, i covered bond hanno registrato una performance interessante. Un'allocatione solida che continua a offrire opportunità interessanti ai gestori attivi. Nel corso degli anni, la nostra competenza, sovraperformando ogni anno il mercato senza rischi aggiunti, ha mostrato una storia avvincente di generazione di alfa.¹ **Il 2020 non fa eccezione, in quanto la nostra posizione attiva ha prodotto ottimi risultati, fornendo al contempo l'equilibrio e la protezione che ci si dovrebbero aspettare dai covered bond!**

Gli asset sicuri sono in grado di fornire rendimenti al giorno d'oggi? Quest'anno, **la lotta che gli investitori devono affrontare in un mondo a basso rendimento continuo si è amplificata: trovare un investimento attraente a basso rischio è una sfida incredibile.** Le soluzioni dei covered bond di Nordea potrebbero benissimo essere una risposta a questo dilemma. Le inefficienze e le complessità del mercato dei covered bond offrono un'ampia gamma di possibilità per generare alfa su opportunità di spread, ossia un driver di performance che non si basa sul livello assoluto dei rendimenti. **La nostra posizione attiva e la nostra competenza consentono agli investitori di trovare sicurezza, diversificazione e risultati interessanti nel mercato dei covered bond!**²

¹) I rendimenti presentati sono passati e non sono indicativi di quelli futuri. Gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. Il valore delle azioni può variare in maniera significativa e non è assicurato, Lei potrebbe perdere parte o la totalità dell'importo investito. ²) L'effettivo raggiungimento di un obiettivo d'investimento, di risultati e rendimenti attesi di una struttura d'investimento non può in alcun modo essere garantito. Il valore degli investimenti può sia aumentare che diminuire e Lei potrebbe perdere parte o la totalità dell'importo investito.

La famiglia Covered Bond di Nordea

Con un team d'investimento specializzato nella gestione di covered bond danesi ed europei, con circa 45 mld di EUR di attivi in gestione, restiamo fedeli alla nostra offerta di investimento sicura: la gestione dei covered bond in modo attivo e dinamico è la nostra competenza.

La nostra strategia d'investimento è la base comune delle nostre soluzioni di covered bond: tre portafogli che adattano le esposizioni della strategia, fornendo soluzioni su misura con duration e rischio di spread adeguati. **Le nostre soluzioni di investimento in covered bond offrono investimenti di alta qualità, insieme ai rendimenti interessanti che solo un gestore attivo ed esperto può apportare al tuo portafoglio!**⁴

Nordea 1 – European Covered Bond Fund⁵

Il miglioramento della qualità dell'allocazione in obbligazioni investment grade!

Performance annualizzata (BP-EUR) in %

2020	3,16
Dal lancio ⁶	4,11
Budget di rischio	Duration del tasso di interesse ≈ 4–5 anni ed esposizione allo spread ≈ x1
Valuta	EUR
Dimensione del fondo in milioni di EUR	7.513
Codici ISIN	LU0076315455 (BP-EUR) / LU0733666746 (AP-EUR) LU0539144625 (BI-EUR) / LU0733665771 (AI-EUR)
Commissione di gestione annuale	0,60% (BP-EUR / AP-EUR) 0,30% (BI-EUR / AI-EUR)
Data di lancio	05.07.1996

Nordea 1 – Low Duration European Covered Bond Fund Una soluzione fuori dagli schemi per la tua allocazione a breve termine!

Nella nostra strategia sui covered bond europei, abbiamo ridotto la duration, ottenendo così un portafoglio meno sensibile ai movimenti dei tassi.

Performance annualizzata (BP-EUR) in %

2020	1,21
Dal lancio	0,76
Budget di rischio	Duration del tasso di interesse ≈ 1 anno ed esposizione allo spread ≈ x1
Valuta	EUR
Dimensione del fondo in milioni di EUR	3.858
Codici ISIN	LU1694212348 (BP-EUR) / LU1694213072 (AP-EUR) LU1694214633 (BI-EUR) / LU1857276965 (AI-EUR)
Commissione di gestione annuale	0,50% (BP-EUR / AP-EUR) 0,25% (BI-EUR / AI-EUR)
Data di lancio	24.10.2017

Nordea 1 – European Covered Bond Opportunities Fund Trarre il meglio dalle inefficienze dei covered bond!

Nella nostra strategia europea sui covered bond, riduciamo la duration e incrementiamo l'esposizione agli spread, ottenendo così un portafoglio ad alta convinzione, meno sensibile ai movimenti dei tassi e più esposto: la competenza del nostro team.

Performance annualizzata (BP-EUR) in %

2020	2,86
Dal lancio	3,85
Budget di rischio	Duration del tasso di interesse ≈ 1 anno ed esposizione allo spread ≈ x2
Valuta	EUR
Dimensione del fondo in milioni di EUR	154
Codici ISIN	LU1915690595 (BP-EUR) / LU1915690835 (BI-EUR)
Commissione di gestione annuale	0,70% (BP-EUR) 0,35% (BI-EUR)
Data di lancio	29.01.2019

3) Fonte: Nordea Investment Management AB, al 31.12.2020. 4) L'effettivo raggiungimento di un obiettivo d'investimento, di risultati e rendimenti attesi di una struttura d'investimento non può in alcun modo essere garantito. Il valore degli investimenti può sia aumentare che diminuire e Lei potrebbe perdere parte o la totalità dell'importo investito. 5) Nel prospetto datato 30.01.2012 il Nordea 1 – Euro Bond Fund è stato rinominato Nordea 1 – European Covered Bond Fund, la politica d'investimento del comparto è stata modificata e la storia del NAV precedente a tale data non è utilizzata per misurare la performance. 6) 30.01.2012.

Fonte (se non indicato diversamente): Nordea Investment Funds S.A. Periodo di riferimento (se non indicato diversamente): 31.01.2012 – 31.12.2020. Il rendimento è calcolato sulla differenza tra i valori del patrimonio netto (al netto delle commissioni e degli oneri fiscali applicabili in Lussemburgo) nella valuta della relativa Classe Azionaria, con reinvestimento dei proventi lordi e dei dividendi, escludendo le commissioni di ingresso e di uscita alla data del 31.12.2020. Le commissioni di ingresso e di uscita potrebbero influire sul rendimento. I rendimenti presentati sono passati e non sono indicativi di quelli futuri. Gli investitori potrebbero non recuperare l'intero capitale investito. Il valore delle azioni può variare in maniera significativa e non è assicurato. Lei potrebbe perdere parte o la totalità dell'importo investito. Se la valuta della relativa Classe Azionaria differisce dalla valuta del paese in cui l'investitore risiede in Lussemburgo, costituita validamente ed in esistenza in conformità alle leggi in vigore in Lussemburgo e alla direttiva n. 2009/65/CE del 13 luglio 2009. Il presente documento contiene materiale pubblicitario e potrebbe non fornire tutte le informazioni rilevanti rispetto al/i comparto/i presentato/i. Gli investimenti riguardano i comparti dei fondi Nordea devono essere effettuati sulla base del Prospetto Informativo e del Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), che sono disponibili elettronicamente, insieme alle relazioni semestrali e annuali, e ad ogni altra documentazione d'offerta. Tale documentazione, sia in inglese che nella lingua locale del mercato in cui la SICAV indicata è autorizzata per la distribuzione, è anche disponibile senza costi presso Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Lussemburgo, presso i rappresentanti locali, gli agenti incaricati dei pagamenti, o presso i nostri distributori. Gli investimenti in strumenti derivati e le operazioni in valuta estera possono essere soggetti a significative fluttuazioni e di conseguenza possono influenzare il valore di un investimento. Gli investimenti in mercati emergenti comportano un maggiore elemento di rischio. Come conseguenza della politica d'investimento il valore delle azioni può fluttuare ampiamente e non è assicurato. Gli investimenti in titoli di capitale e di debito emessi dalle banche rischiano di essere soggetti al meccanismo di «bail-in», come previsto dalla direttiva europea 2014/59/UE (cioè significa che i titoli di capitale e di debito potranno essere svalutati, assicurando perdite adeguate ai creditori non-garantiti dell'ente). Per ulteriori dettagli sui rischi di investimento legati a questo/i comparto/i, si rimanda al Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID), disponibile come sopra descritto. Nordea Investment Funds S.A. ha deciso di sostenere direttamente i costi di ricerca, che risultano quindi coperti dall'attuale struttura commissionale (commissioni di gestione e di amministrazione). Nordea Investment Funds S.A. pubblica esclusivamente informazioni relative ai prodotti e non fornisce alcuna raccomandazione d'investimento. Pubblicato da Nordea Investment Funds S.A., 562, rue de Neudorf, P.O. Box 782, L-2017 Luxembourg, che è autorizzata dalla Commission de Surveillance du Secteur Financier (CSSF) autorità lussemburghese dei mercati finanziari. Per ulteriori informazioni, La preghiamo di contattare il Suo consulente finanziario che potrà consigliarla in maniera imparziale sui fondi di Nordea Investment Funds S.A. Si prega di notare che non tutti i comparti e le classi di azioni potrebbero essere disponibili nella Sua nazione. Informazioni aggiuntive per gli investitori in Svizzera: Il Rappresentante e la Banca incaricata dei pagamenti in Svizzera è BNP Paribas Securities Services, Paris, succursale di Zurigo, Selnastrasse 16, 8002 Zurigo, Svizzera. Informazioni aggiuntive per gli investitori in Italia: In Italia, la documentazione sopra elencata relativa alla SICAV è disponibile presso i collocatori e sul sito web www.nordea.it. L'elenco aggiornato dei Soggetti collocatori e rispettive banche incaricate dei pagamenti è messo a disposizione del pubblico presso gli stessi Soggetti collocatori, e presso le rispettive banche incaricate dei pagamenti: State Street Bank International GmbH – Succursale Italia, M&F Funds Bank S.A.U. – Succursale di Milano, Société Générale Securities Services S.p.A., Banca Sella Holding S.p.A., Banca Monte dei Paschi di Siena S.p.A., CACEIS Bank S.A., Italian Branch e sul sito www.nordea.it. Il Prospetto informativo ed il Documento contenente le informazioni chiave per gli investitori (KIID) sono stati debitamente pubblicati presso la Consob. Prima dell'adesione leggere il Prospetto informativo e il KIID, disponibili presso i Soggetti collocatori. Eventuali richieste di informazioni potranno essere inviate ai Soggetti collocatori. Si raccomanda la lettura dell'ultimo rendiconto annuale della gestione per un maggiore dettaglio informativo in merito alla politica di investimento concretamente posta in essere dal/i comparto/i. Per conoscere il profilo di rischio del/i suddetto/i comparto/i, si prega di fare riferimento al prospetto informativo del fondo. Laddove non diversamente indicato, tutte le considerazioni espresse appartengono a Nordea Investment Funds S.A. È vietata la riproduzione e la circolazione di questo documento senza previa autorizzazione, nonché la sua trasmissione agli investitori privati. Questo documento contiene informazioni esclusivamente riservate ad investitori professionali e consulenti finanziari e non è pensato per una divulgazione generica. I riferimenti a società o altri investimenti contenuti all'interno del presente documento non costituiscono sollecitazione alla compravendita di tali investimenti, ma hanno scopo illustrativo. Il livello dei benefici e dei carichi fiscali dipenderà dalle circostanze di ogni individuo ed è soggetto a variazione nel futuro.