

LE INTERVISTE DI CLASS/CNBC

Covered bond, un mantello per l'incertezza

BOND
MARKET

Con il ritorno della volatilità e la maggior parte dei titoli di stato che rimangono a livelli molto bassi, le obbligazioni garantite europee possono essere la risposta giusta per chi è alla ricerca di soluzioni sicure e rendimenti allettanti

di Aldo Bolognini Cobianchi

Il reddito fisso europeo è al capolinea o ci sono ancora delle aree su cui investire in modo vantaggioso? Con **Martin Hagelskjær Nielsen**, che dal 2008 gestisce il fondo di investimento istituzionale

Nordea, Sicav Sif - Covered bond fund, che è gestito con il medesimo processo di investimento e la stessa filosofia dei **Nordea 1 - European covered bond fund**, facciamo il punto della situazione cercando di individuare quelle aree e tipologie di prodotti che possono offrire delle opportunità per gli investitori.

Alla luce dei cicli economici e degli interventi previsti delle principali banche centrali, quali sono le vostre prospettive sul reddito fisso?

Le turbolenze del 2018 hanno dimostrato che la volatilità è tornata sui mercati obbligazionari. Molti investitori a reddito fisso sono alla ricerca di soluzioni sicure e allettanti, ma i



rendimenti sulla maggior parte dei titoli di stato europei rimangono impantanati a livelli estremamente bassi, con poco spazio per proteggersi da potenziali pressioni inflazionistiche in aumento. Il rischio di duration potreb-

be essere pericoloso per gli investitori che decidono di investire su titoli di stato tradizionali con una scadenza di lungo periodo, nel tentativo di far fronte ai bassi rendimenti. Il panorama potrebbe spingere gli investitori ad aumentare le posizioni in titoli a rischio più elevato, aumentando così il potenziale di perdita di capitale.

In quali settori pensate si possano fare ancora buoni acquisti?

Crediamo ci siano delle buone prospettive per i covered bond europei, strumenti che ancora una volta si sono

distinti e hanno mostrato particolare capacità di recupero, nonostante le difficili condizioni di mercato registrate dagli asset Eur Fixed Income. Gli investitori di oggi affrontano un dilemma importante: la scelta tra detenere grandi quantità di denaro o investire in attività più rischiose. In contrasto con questa mentalità, le obbligazioni garantite europee rimangono per noi vincenti: un investimento di alta qua-

lità e un campo di opportunità per un gestore attivo, per evitare il compromesso sulla qualità o sui rendimenti.

LE PRESSIONI INFLAZIONISTICHE SPINGONO A RIDURRE IL RISCHIO DI DURATION

Paesi periferici europei: c'è più rischio o opportunità?

Nel mercato dei covered bond, i paesi periferici sono per noi una potenziale opportunità, anche se ovviamente è necessario comprendere il rischio incorporato di alcuni emittenti. Attraverso la nostra analisi riusciamo spesso



Martin Hagelskjær Nielsen, head European covered bond team di Nordea Investment Management

a scovare queste opportunità anche all'interno del segmento dei titoli di stato periferici, strumenti il cui rischio è spesso inferiore a causa della significativa volatilità dei prezzi nel segmento delle obbligazioni garantite.

Perché le scadenze corte possono essere la soluzione migliore?

Vediamo sempre più investitori alla ricerca di una soluzione di investimento con rischio di duration limitato. Alcuni vedono segnali di pressioni inflazionistiche che sorgono in molte parti del mondo sviluppato e quindi mirano a ridurre il rischio di duration nel loro portafoglio. Altri sono stati invece ingannati dalla loro allocazione a breve termine nelle asset class tradizionali e iniziano a pensare fuori dagli schemi per migliorare sia la qualità sia i rendimenti dei loro investimenti. Questo trend non si è sviluppato nell'ultimo anno. Non a caso nel 2017 abbiamo deciso di arricchire la nostra strategia European covered bond, lanciando una nuova e complementare strategia (il **Nordea 1** - Low duration european covered bond fund) che adattasse la nostra esperienza alla tolleranza degli investitori verso il rischio duration per sfruttare le opportunità offerte da un'asset class sicura come quella dei covered bond, limitando il rischio di tasso di interesse con una durata mirata intorno a un anno.

Covered bond, quali sono i pregi e i difetti?

I covered bond sono uno strumento di debito di elevata qualità, emesso da un istituto di credito o da una banca, supportato da un pool di asset che fungono da garanzia. Questi strumenti sono in grado di offrire agli investitori un alto livello di sicurezza attraverso la loro doppia protezione. La prima forma è data dal business e dagli asset dell'emittente stesso, il che significa che in caso di insolvenza, gli investitori in covered bond possono rifarsi sugli asset

dell'emittente. La seconda protezione è invece offerta dall'accesso privilegiato al pool di copertura. I flussi di cassa del pool posto a garanzia, nonché gli asset stessi di questo pool, sono infatti alla base della ulteriore protezione offerta dai covered bond. Tali flussi di cassa saranno utilizzati per garantire i pagamenti in caso di insolvenza o



NESSUN TITOLO COPERTO È MAI STATO INSOLVENTE IN OLTRE 200 ANNI

difficoltà dell'emittente. I recenti miglioramenti normativi introdotti dall'Unione europea hanno inoltre garantito un trattamento preferenziale per le obbligazioni garantite: l'asset class beneficia sia dei quadri normativi bancari sia di assicurazioni. Oltre a essere una delle voci più importanti a bilancio delle istituzioni finanziarie, un'ulteriore livello di protezione degli investitori è aggiunto dall'esenzione dalle obbligazioni garantite dal meccanismo di bail-in dell'Ue. Ai sensi della direttiva sul risanamento e la risoluzione delle banche (Brrd), l'autorità di risoluzione è autorizzata a intervenire e ristrutturare una banca qualora essa si trovi in condizioni ritenute prossime all'inadempienza. Poiché i covered bond sono esenti dal meccanismo di bail-in,

tuttavia, non possono essere svalutati (write-down) nel corso di tale processo, a differenza del debito senior e subordinato restante. Di conseguenza, nessun titolo coperto è mai stato insolvente in oltre 200 anni.

Al contrario, le tradizionali obbligazioni hanno talvolta sorpreso gli investitori in negativo: ad esempio le obbligazioni governative della Grecia sono state ristrutturate all'inizio del decennio, mentre i covered bond greci non hanno subito perdite; un altro esempio sono le obbligazioni senior di Banco Espírito Santo che hanno subito forti perdite nel 2016 in conseguenza del bail-in della banca. Le obbligazioni garantite europee sono un'asset class importante: circa 2,5 miliardi di euro. Gli investitori passivi in questo mercato lo lasciano relativamente inefficiente, consentendo significative opportunità a un gestore attivo con esperienza nel generare valore. I covered bond appartengono a un segmento di alta qualità dell'universo a reddito fisso: sono alternative valide agli investimenti classici del segmento investment grade. Le obbligazioni garantite, con un rischio di insolvenza molto basso e abbinati all'esperienza di **Nordea**, rappresentano un'opportunità per gli investitori di migliorare la qualità del proprio portafoglio e puntare a un rendimento interessante.

Quali sono i settori geografici e le tipologie di bond da sottopesare in portafoglio?

Gestiamo attivamente il portafoglio per identificare le opportunità di valore all'interno del nostro universo di investimento. In breve, cerchiamo di investire in covered bond che offrano un rendimento interessante rispetto alle soluzioni alternative di investimento con caratteristiche simili di rischio. Il nostro rapido processo decisionale è in atto per garantire la nostra capacità di sfruttare ciascuna opportunità non appena si presenti sul mercato. Pertanto, guardiamo in modo dinamico a tutte le giurisdizioni, analizzandone le prospettive e i prezzi degli strumenti sia in maniera complessiva sia sulla base del singolo emittente, per trovare il valore più attraente, tenendo sempre in considerazione di essere sufficientemente ricompensati per il rischio assunto. ■