



Reddito fisso

DI > GIULIO ZANGRANDI



LUCA PANTALONI >
P&G Sgr

VISION.FOCUSRISPARMIO.COM

FIXED INCOME, LA NUOVA FRONTIERA PASSA DAI CLO

Con le stime su prezzi e tassi nebuloze, le collateralized loan obligation possono offrire il mix di rendimento e diversificazione che i portafogli obbligazionari cercano. E a rischi più contenuti di quanto si pensi. Ma, secondo P&G Sgr, serve coinvolgere di più gli istituzionali italiani per non perdere un treno da 1.200 miliardi

Dopo che la geopolitica è tornata a complicare il rebus su inflazione e tassi, gli investitori si domandano quali saranno le sorti del reddito fisso da qui alla fine del 2024. Recuperata la decorrelazione dall'azionario che era andata perduta due anni fa, l'asset class è infatti parsa per mesi sul punto di decollare ma senza mai farlo. E adesso rischia di subire nuovi scossoni. C'è però un segmento dello spettro obbligazionario che promette di superare indenne qualsiasi scenario. Il tutto senza peraltro privare i portafogli del giusto rendimento: si tratta delle Collateralized loan obligation (Clo), le note relative a cartolarizzazioni aventi a collaterale prestiti sindacati da più banche verso società sub-investment grade o con alto livello d'indebitamento. Ad avere fiducia in questi strumenti è soprattutto P&G Sgr, che dopo averli inseriti nelle sue strategie ha raggiunto i 500 milioni di AuM in 14 anni di attività. E ora che una nuova stagione delle asset

backed securities sembra alle porte, il responsabile per la categoria Luca Pantaloni crede che si debbano aumentare gli sforzi per vincere le resistenze del mercato italiano. Anche perché in gioco c'è un giro d'affari da almeno mille miliardi.

In P&G parlate di una nuova stagione per i Clo. Cosa intendete?

Dopo il 2008, il segmento ha vissuto una fase di appannamento in scia agli immeritati danni reputazionali dovuti alla crisi: ingiustificati in quanto i Clo sono finiti nel ciclone dei mutui subprime pur non avendo alcuna esposizione a questi asset. In Europa, su 1.475 tranche emesse prima della crisi, appena 22 sono infatti andate in default. Per una ripresa delle emissioni si è quindi dovuto attendere cinque anni più tardi, nel 2013, quando sono stati realizzati importanti miglioramenti strutturali degli strumenti: uno su tutti, l'innalzamento dei livelli di

protezione (credit enhancement) per le note emesse. Il risultato di questo secondo ciclo è un settore che oggi vale oltre 1.200 miliardi di dollari su scala globale, di cui 260 miliardi a livello europeo e almeno 950 miliardi negli Usa, ma che potrebbe crescere ulteriormente.

Quali vantaggi offre questa asset class, specie in vista del 2024?

A parità di rating, i Clo mostrano rendimenti più elevati rispetto al resto dell'universo corporate. Ma tale premio non può più essere imputato alla mancanza di liquidità, che anzi è migliorata negli ultimi anni soprattutto per le tranche AAA. L'investitore che si affaccia a questo mercato può quindi beneficiare di un pickup notevole: basti pensare che i corporate bond investment grade hanno uno spread medio sull'Euribor di 60 punti base mentre i Clo tripla A viaggiano sui 160 punti. E i vantaggi non sono terminati. I prestiti

collaterali dei Clo sono quasi tutti senior secured, quindi titoli di natura privilegiata con tassi di recovery potenzialmente più alti in caso di insolvenza. Le analisi mostrano infatti che le tranche dal maggior merito creditizio possono sopportare un tasso di default del pool sottostante superiore al 25% annuo prima di registrare perdite (assumendo recovery sui loan del 50%). Un livello più alto rispetto al 3,5% del credito high yield, ma anche maggiore dei picchi di default annui del 13% raggiunti dallo stesso segmento in pieno 2008. Infine, le tranche di Clo sono quasi tutte a tasso variabile e ciò garantisce un hedge naturale in relazione alla componente di tasso. In sintesi, parliamo di una valida scelta per diversificare il portafoglio senza doversi addentrare nell'universo dei titoli private.

Qual è la view sulle prospettive macro per il 2024 e come lo

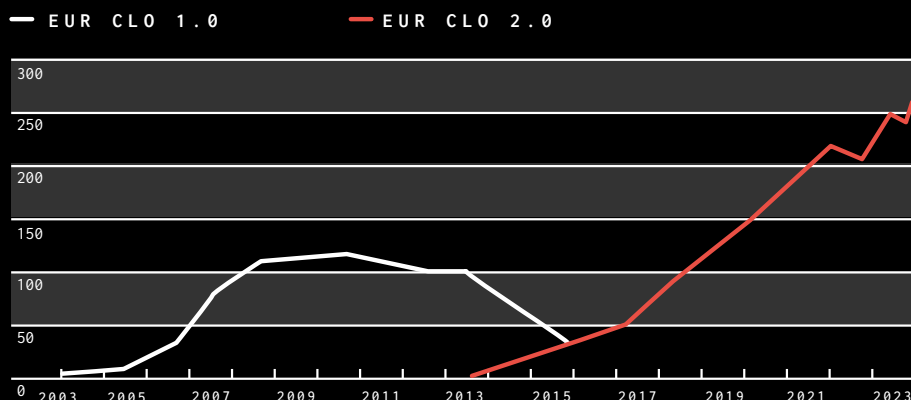


Reddito fisso

IL MERCATO DEI CLO EUROPEI VALE OGGI 266 MILIARDI DI DOLLARI MA PROMETTE DI CRESCERE ANCORA

Fonte: P&G SGR al gennaio 2024

Dati in miliardi di dollari



scenario che prospetta impatterà il mercato?

Lo scenario avrà conseguenze non tanto sull'asset class in sé quanto sulle strategie per trarne valore. I mercati hanno aspettative ottimistiche sui tassi, scontando tagli maggiori di quanto probabilmente avverrà o con tempistiche troppo anticipate. Questo sta inducendo molti operatori a selezionare i Clo con minor duration per limitare la volatilità che si potrebbe generare nel primo semestre di quest'anno. Una scelta che, essendo le curve attuali piuttosto piatte, non comporta particolari rinunce in termini di rendimento. Quanto alle previsioni sulla crescita economica, ci aspettiamo che il quadro ancora incerto possa provocare una dispersione nelle performance dei singoli prestiti: ipotesi che sta spingendo molti gestori a concentrarsi sulle note il cui pool presenta dati di performance migliori della media. Per tutti questi motivi, riteniamo

che continueranno ad entrare nuovi player nel settore e che le emissioni 2024 si manterranno attorno ai 20-25 miliardi di euro. Anche se non escludiamo un ulteriore incremento nel caso in cui i titoli sul secondario fossero rimborsati a ritmi più elevati.

Qual è l'identikit di chi opera sul mercato dei Clo? C'entra in qualche modo con il ritardo dell'Italia?

I Clo sono prodotti attivamente gestiti da un collateral manager. Attualmente in Europa sono attive circa 70 di queste figure, che si differenziano spesso nello stile di gestione dei loan sottostanti. I rendimenti delle note viaggiano intorno al 4%-5% per le classi AAA, tra il 7%-8% per le BBB e raggiungono la doppia cifra per le BB. Gli investitori, esclusivamente istituzionali e professionali, sono invece principalmente fondi specializzati in credito (molto

attivi gli hedge fund), banche (soprattutto sulle note senior), family office e asset manager che operano su mandato di tesorerie aziendali. Nel panorama italiano, a differenza di quanto accade in altri Paesi europei, risultano invece ancora distanti dall'asset class altri operatori istituzionali: dalle casse di previdenza ai fondi pensione fino alle assicurazioni, quest'ultime penalizzate soprattutto dai requisiti Solvency. Con la conseguenza che la maggior parte dei sottoscrittori nel Vecchio Continente risulta formata da inglesi e francesi o magari tedeschi. Questa condizione potrebbe dipendere in parte da una minor conoscenza dell'asset class nel nostro Paese. Pensiamo quindi sia importante avvicinare i tanti operatori della Penisola che ancora se ne tengono a distanza perché la ritengono più complessa di quanto non sia effettivamente o non sono sempre consapevoli del suo track record ventennale positivo.

Quali altre iniziative avete in cantiere per continuare a crescere nel settore del credito strutturato? Come vi muoverete in un anno così delicato?

Adotteremo inizialmente un approccio più difensivo, selezionando tranches con rating più elevato o titoli di alta qualità, e rimarremo focalizzati su duration inferiori ai tre-quattro anni. Se poi diventasse chiaro che i tagli dei tassi verranno rimandati o se la condizione economica dovesse risultare peggiore delle stime, assisteremmo a un aumento della volatilità sul mercato dei Clo e allora potremo valutare di tornare verso orizzonti temporali sì più lunghi ma divenuti nel frattempo attrattivi in termini di prezzo. Se l'economia dovesse invece approdare a un soft landing, la curva piatta che contraddistingue l'asset class ci permetterebbe comunque di registrare un buon rendimento.