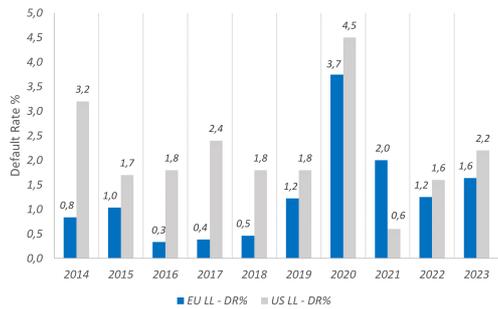


Focus CLO - Usa ed Europa a confronto, a cura di P&G Sgr

LINK: <https://www.mondoinstitutional.com/R/Notizie/View/6139>



Focus CLO - Usa ed Europa a confronto, a cura di P&G Sgr La seconda puntata della serie di articoli di P&G Sgr sull'asset class dei CLO esplora le principali differenze tra il mercato statunitense e il mercato europeo dei leveraged loan e dei CLO 20/07/2023 R e d a z i o n e MondoInstitutional STAMPA Come evidenziato nella prima puntata, la dimensione attuale del mercato dei leveraged loan (LL) negli Usa è di circa 1.800 miliardi di dollari, ammontare superiore di circa quattro volte rispetto ai 450 miliardi di dollari di outstanding del mercato europeo. La maggior dimensione del mercato statunitense porta con sé anche una maggior diversificazione in termini settoriali: negli Usa i collateral manager possono scegliere tra i loan di circa 1.800 singoli debitori rispetto ai circa 700 nomi disponibili per i gestori europei. Questa maggior diversificazione è inglobata nelle metodologie di rating

adottate dalle agenzie, che, a parità di altre condizioni, richiedono un minor livello di protezione per le note Usa rispetto a quelle europee per una determinata categoria di rating. Meno default per i LL europei rispetto a quelli statunitensi Seppur più piccolo rispetto a quello americano, il mercato europeo dei LL presenta attualmente livelli di performance migliori in termini di default, con tassi di default storici annui mediamente minori negli ultimi dieci anni (vedi Grafico 1). Grafico 1: Tassi di default annui dei LL, Europa vs. Usa Fonte dati: FitchRatings. Naturalmente i tassi di default presenti nel settore dei leveraged loan non sempre si traducono in percentuali simili nel collateral dei singoli CLO, data la gestione attiva e la capacità di selezione dei diversi collateral manager. A inizio giugno 2023 le percentuali di default medie nei CLO erano dello 0,4% in Europa e dello 0,6% negli Usa, mentre le percentuali

di asset con rating CCC erano del 3,5% nei portafogli a collaterale dei CLO europei e 5% in quelli statunitensi. Dimensioni e crescita dei mercati a confronto La crescita del mercato europeo e statunitense delle note CLO ha vissuto fasi alterne durante gli ultimi vent'anni (vedi Grafico 2). Grafico 2: Evoluzione del mercato outstanding di CLO (UE vs. Usa) Fonte: dati CitiVelocity. In Europa, dopo aver raggiunto i circa 160 miliardi di dollari di outstanding nel luglio del 2008 (circa 230 miliardi negli Usa), la crisi finanziaria ha portato ad una chiusura totale del primario di CLO. Solo nel febbraio 2013 si è assistito a una riapertura con l'emissione di un nuovo CLO Europeo 2.0, caratterizzato da strutture migliori e più solide. Il mercato europeo ha poi visto una crescita continua fino a raggiungere i valori odierni di circa 247 miliardi di dollari di outstanding. Il mercato globale dei CLO oggi supera

i 1.200 miliardi di dollari, dove l'80% è rappresentato da CLO statunitensi (circa 963 miliardi outstanding a giugno 2023). Negli Usa, la riapertura del mercato primario CLO 2.0 è avvenuta prima di quella europea, già nel 2010, e il mercato ha registrato uno sviluppo decisamente più rapido nelle dimensioni, complice una platea di investitori più ampia e sofisticata. Differenze di composizione degli investitori. Analizzando i dati del mercato statunitense pubblicati dall'IMF nel 2022 (vedi Grafico 3), si evince una presenza decisamente variegata e significativa di investitori, nelle tranche sia senior sia mezzanine: tra questi rientrano i Fondi pensione e le banche/assicurazioni (in Europa maggiormente penalizzate dagli obblighi di risk-weight). Negli Stati Uniti, inoltre, dal 2020 vi è la presenza di Business Development Companies (BDC) che oltre a fare direct lending sono grandi compratori di CLO, nonché degli Etf con esposizione a CLO, tipologie di investitori assenti nel mercato europeo. In Europa, a investire sono principalmente asset manager, hedge fund e banche (queste ultime quasi sempre focalizzate sulle note senior). Grafico 3:

tipologia di investitore in CLO statunitensi (%) Fonte: dati IMF, Financial Stability Report 2022. La minore efficienza del mercato europeo crea opportunità di investimento I CLO sono veicoli attivamente gestiti da un collateral manager: il mercato statunitense conta al momento 137 manager mentre quello europeo 62. Ad oggi ben 48 manager sono operativi nella gestione di CLO sia europei che americani, seppur quasi sempre con team separati per le due aree. Ad esempio, i tre più grandi gestori di CLO europei per AuM (Blackstone, Carlyle e PGIM, con circa 37 miliardi di dollari) sono contemporaneamente attivi anche nel mercato USA (gestiscono circa 100 miliardi di CLO statunitensi). Le società di gestione che ricoprono il ruolo di CLO manager sono spesso grandi case attive in tutte le asset class del credito e molte di loro hanno anche sviluppato linee di business dedicate all'investimento in singole tranche di CLO (rientrano tra gli asset manager e structured credit fund nel Grafico 3). Tabella 1: Riassunto dati di confronto tra mercato USA ed EU dei CLO Fonte: dati P&G, CLO-I, CityVelocity, DB. *In miliardi di dollari. **Manager unici. Dalla

Tabella 1 si evince come il mercato Usa sia maggiormente sviluppato e diversificato in termini di loan, CLO deal e manager. Questo ha portato ad una maggior dispersione nelle performance dei singoli CLO, con conseguente incremento nel tiering dei rendimenti richiesti per ogni determinata categoria di rating rispetto al mercato europeo. Per queste ragioni, legate prevalentemente allo spessore dei due mercati, il mercato europeo risulta meno efficiente di quello statunitense, dando luogo a migliori opportunità di investimento. Correlazioni e divergenze tra mercati Il pricing delle note CLO nel primario è strettamente correlato all'andamento del mercato dei LL, poiché il rendimento del sottostante è una delle variabili fondamentali per il corretto funzionamento dell'arbitraggio. Il rendimento dei loan è influenzato dalla domanda proveniente dagli investitori, con i CLO che rappresentano oltre il 60% di tale domanda. I Grafici 4 e 5 mostrano rispettivamente l'andamento del discount margin dei CLO AAA europei e Usa (senza aggiustamenti di valuta) e l'andamento degli indici S&P dei loan europei e US, dal 2013 ad oggi. Analizzando i grafici

emerge chiaramente una decisa correlazione di fondo nei trend dei due mercati, sia nel caso dei loan che delle note CLO. Questa forte connessione è dovuta principalmente alla presenza di investitori globali attivi da entrambe le parti dell'Atlantico (da diversi anni anche gli investitori asiatici hanno avuto un ruolo importante nella domanda globale dei CLO) pronti a trarre vantaggio da eventuali distorsioni nel cross-currency swap (Euribor Vs Libor-Sofr) e a sfruttare particolari dinamiche di mercato o di fondamentali legate alle peculiarità delle strutture e dei sottostanti. I movimenti importanti, specie nel downside, nel mercato dei CLO statunitensi si sono spesso rivelati come anticipatori di quelli europei, essendo gli Stati Uniti spesso più avanti nel ciclo economico e più reattivi alle fasi di risk-off in ragione delle dimensioni del mercato e delle tipologie di player. Ne risulta un mercato europeo che spesso è solo "follower", anche se in modo rapido, nei momenti di debolezza a livello macro. Si rilevano però anche momenti di divergenza (visibili nel grafico degli indici dei loan), come avvenuto tra il Q4 2015 e Q1 2016 e nel Q4 2022, quando a determinare una peggiore

performance sono stati nel primo caso la maggiore esposizione nel collaterale dei CLO americani al settore oil&gas, mentre nel secondo caso i movimenti di forced-selling da parte dei Fondi pensione UK, a seguito del crollo dei Gilts e le connesse margin-call. Grafico 4: discount margin Usa vs. Europa CLO AAA Fonte: dati P&G, Bloomberg, WellsFargo. Grafico 5: Indici leveraged loan Europa vs Usa Fonte: dati P&G, Bloomberg, Morningstar. A cura di Luca Pantaloni, Head of ABS/CLO Management di P&G Sgr © 2023 MondoInstitutional - Riproduzione riservata