

FAQ

FOCUSED AND QUICK

Issue 179
November 13, 2020

COVID-19: ตัวจุดชนวนระเบิด CLO ของตลาดการเงินโลก?

ธีรัช เชื้อประไพศิลป์

บทความนี้เป็นทรัพย์สินของธนาคารแห่งประเทศไทย
การกล่าว คัด หรืออ้างอิง ข้อมูลบางส่วนตามสมควรในบทความนี้
จะต้องกระทำโดยถูกต้อง และอ้างอิงถึงผู้เขียนและธนาคารแห่งประเทศไทย โดยชัดเจน

ข้อคิดเห็นที่ปรากฏในบทความนี้เป็นความเห็นของผู้เขียน
ซึ่งไม่จำเป็นต้องสอดคล้องกับความเห็นของธนาคารแห่งประเทศไทย



“ตราสารอนุพันธ์ CLO ที่อ้างอิงกับสินเชื่อบริษัท มีความเปราะบางเพิ่มขึ้นในช่วงวิกฤต COVID-19 ซึ่งอาจส่งผลกระทบต่อระบบการเงินโลกทั้งทางตรงและทางอ้อม ทำให้นักลงทุนในตลาดการเงินโลกขาดความเชื่อมั่น และอาจนำไปสู่การเทขายสินทรัพย์ลงทุนในวงกว้างได้”

ที่มา: <https://www.investxp.in/concept-of-special-purpose-vehicle-spv-and-enron-accounting-fraud-case-study/>

การระบาดใหญ่ของ COVID-19 ส่งผลให้เกิดภาวะเศรษฐกิจหดตัวรุนแรงทั่วโลก มาตรการ lock-down เพื่อหลีกเลี่ยงปฏิสัมพันธ์ทางสังคม กระทบกับยอดขายและรายได้ของภาคธุรกิจ จนหลายกิจการเริ่มมีปัญหาด้านสภาพคล่อง หากการแพร่ระบาดยังคงยืดเยื้อต่อไป ปัญหาสภาพคล่องอาจทวีความรุนแรงขึ้นและกลายเป็นปัญหาการผิดนัดชำระหนี้โดยเฉพาะต่อธุรกิจที่มีหนี้สูง คุณภาพสินเชื่อที่ด้อยลงเช่นนี้ นอกจากจะกระทบกับสถาบันการเงินแล้ว อาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพตลาดการเงินโลกผ่านตราสารอนุพันธ์ที่อ้างอิงกับสินเชื่อบริษัทที่เรียกว่า Collateralized Loan Obligation (CLO) ได้อีกด้วย

ช่วงกว่าทศวรรษที่ผ่านมา ตลาด CLO ขยายตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง แต่สินเชื่อในพอร์ต CLO กลับด้อยคุณภาพลง สะท้อนถึงสินเชื่อที่ย้อนมาตรฐานที่มีสัดส่วนมากขึ้น เปรียบได้กับระเบิดเวลาลูกใหญ่ที่อาจส่งผลกระทบต่อตรงต่อนักลงทุนกลุ่มต่าง ๆ ในตลาดการเงินโลก ทั้งกลุ่มธนาคารพาณิชย์ บริษัทประกัน และกองทุนรวม อีกทั้งอาจกระทบต่อความเชื่อมั่นและบั่นทอนเสถียรภาพของระบบการเงิน นำไปสู่การเทขายสินทรัพย์ของนักลงทุนในวงกว้างได้ ดังนั้น ธนาคารกลางและหน่วยงานกำกับดูแลจึงจำเป็นต้องติดตามพัฒนาการของตลาดสินทรัพย์เสี่ยงเหล่านี้อย่างใกล้ชิด เพื่อป้องกันความเสี่ยงเชิงระบบที่อาจเกิดขึ้น โดยเฉพาะการดูแลให้มีแนวทางการบริหารจัดการความเสี่ยงของ CLO อย่างเหมาะสม

1. บทนำ

การระบาดใหญ่ของ COVID-19 ส่งผลให้เกิดภาวะเศรษฐกิจหดตัวรุนแรงทั่วโลก แม้มาตรการ lock-down เพื่อหลีกเลี่ยงปฏิสัมพันธ์ทางสังคมจะเป็นทางออกด้านสาธารณสุข แต่กลับทำให้กิจกรรมเศรษฐกิจเข้าสู่ทางตัน การชะลอตัวของการบริโภค การลงทุน และการค้าระหว่างประเทศย่อมกระทบกับยอดขายและรายได้ของภาคธุรกิจ จนหลายกิจการเริ่มมีปัญหาด้านสภาพคล่อง

ที่น่าเป็นห่วงมากไปกว่านั้นคือ หากการแพร่ระบาดยังคงยืดเยื้อต่อไป ภาวะสภาพคล่องตึงตัวอาจทวีความรุนแรงขึ้นและกลายเป็นปัญหาการผิดนัดชำระหนี้ (Default) โดยเฉพาะธุรกิจที่มีความเปราะบางหรือมีหนี้สูง ซึ่งไม่สามารถทนทานต่อ shock ที่เกิดขึ้นได้นานนัก ทำให้ธุรกิจนั้นจำเป็นต้องลดค่าจ้างหรือปลดคนงาน ซึ่งอาจลุกลามไปสู่การผิดนัดชำระหนี้ของภาคครัวเรือนได้ โดยแนวโน้มการผิดนัดชำระหนี้ของภาค

ธุรกิจและครัวเรือนที่เพิ่มขึ้นดังกล่าวนับเป็นความเสี่ยงสำคัญต่อเสถียรภาพของระบบการเงิน

อย่างไรก็ตาม คุณภาพสินเชื่อที่ด้อยลงนอกจากจะกระทบกับสถาบันการเงินแล้ว อาจส่งผลกระทบต่อเสถียรภาพตลาดการเงินผ่านตราสารอนุพันธ์ที่อ้างอิงกับสินเชื่อบริษัทที่เรียกว่า Collateralized Loan Obligation (CLO) อีกด้วย

หากมองย้อนไปในช่วงกว่าทศวรรษที่ผ่านมา จะพบว่าตลาด CLO ขยายตัวสูงขึ้นอย่างต่อเนื่อง จนทำให้เกิดความกังวลว่าขนาดของตลาด CLO ที่ใหญ่ขึ้นนี้อาจเปรียบเหมือนระเบิดเวลาลูกใหญ่ เนื่องจาก CLO เป็นตราสารที่ผ่านกลไกการปล่อยถ่ายความเสี่ยง จึงเอื้อให้สถาบันการเงินสามารถปล่อยสินเชื่อธุรกิจความเสี่ยงสูงได้ง่ายขึ้น เมื่อภาคธุรกิจก่อหนี้ได้ง่ายและใหญ่เกินตัวเท่ากับเป็นการเพิ่มความเปราะบางให้กับระบบการเงินโดยรวม

แม้ว่ากองทุนการเงินระหว่างประเทศ (IMF) และธนาคารกลางหลายแห่งได้ส่งสัญญาณเตือนถึงความเสี่ยงข้างต้นมาแล้วก่อนหน้านี้ แต่เมื่อการแพร่ระบาดของ COVID-19 เกิดขึ้นอย่างฉับพลัน ทำให้ยิ่งเห็นภาพรวมความเสี่ยงได้ชัดเจนมากขึ้น ซึ่งยังต้องติดตามต่อไปว่า COVID-19 จะเป็นตัวจุดชนวนระเบิดเวลาและเป็นต้นเหตุของวิกฤตเศรษฐกิจครั้งใหม่หรือไม่

บทความนี้มีวัตถุประสงค์ที่จะประเมินความเสี่ยงของ CLO โดยเฉพาะภายใต้สถานการณ์การแพร่ระบาดของ COVID-19 โดยแบ่งเนื้อหาออกเป็น 3 ส่วน ได้แก่ (1) โครงสร้างและความเสี่ยงของ CLO (2) การประเมินความเสี่ยงและผลกระทบของ COVID-19 ต่อตลาด CLO และ (3) แนวทางการรับมือความเสี่ยงจาก CLO และผลกระทบต่อประเทศไทย

2. ทำความรู้จักกับ CLO

หากจะทำความรู้จักกับ Collateralized Loan Obligation หรือ CLO ว่าคืออะไร คงต้องย้อนกลับไปดูที่ต้นกำเนิดของ CLO ว่ามาจากสินทรัพย์อ้างอิง (underlying assets) ประเภทใดก่อน โดย CLO ถือว่าเป็นตราสารในตระกูลเดียวกับ Mortgage-Backed Securities หรือ MBS ที่อ้างอิงมาจากสินเชื่อที่อยู่อาศัย แต่สินเชื่อดั้งเดิมของ CLO จะมีความพิเศษอยู่ที่เป็น **สินเชื่อภาคธุรกิจที่มีความเสี่ยงสูง** หรือหมายถึงสินเชื่อที่ให้แก่ธุรกิจที่มีหนี้สูง (Leveraged loan) หรือมีอันดับความน่าเชื่อถือ (Credit rating) ต่ำ¹

ตามปกติธนาคารจะปล่อยกู้สินเชื่อประเภทนี้โดยเก็บไว้ในพอร์ตสินเชื่อของตนเองไม่มากหรือเก็บไว้เพียงชั่วคราว และส่วนใหญ่จะขายสินเชื่อประเภทนี้ออกไปให้กับนักลงทุนอีกต่อหนึ่ง เพื่อกระจายความเสี่ยงและลดความจำเป็นในการตั้งสำรองเงินกองทุนเพื่อรองรับหนี้เสีย โดย ณ สิ้นปี 2019 ตลาดสินเชื่อ Leveraged loan ทั่วโลกมีขนาดประมาณ 5 ล้านล้านดอลลาร์ สรอ. ส่วนใหญ่อยู่ในทวีปอเมริกาเหนือ (3 ล้านล้านดอลลาร์ สรอ.) และยุโรป (1 ล้านล้านดอลลาร์ สรอ.) (IMF 2020)

เป็นที่น่าสังเกตว่าแม้สินเชื่อดั้งเดิมที่มีความเสี่ยงสูง แต่ช่วงทศวรรษที่ผ่านมานักลงทุนต่างให้ความสนใจลงทุนใน Leveraged loan เพิ่มขึ้น โดยรูปแบบการลงทุนนอกจากจะสามารถเข้าไปรับซื้อ Leveraged loan ได้โดยตรงแล้ว ยังสามารถลงทุนผ่านตราสารทางการเงินที่เรียกว่า Collateralized Loan Obligation (CLO) ซึ่งเป็นการนำ Leveraged loan หลาย ๆ ประเภทมาจัดรวมกัน (Pool) แล้วผ่านกระบวนการแปลงสภาพให้เป็นที่ตราสารหนี้ (Securitization) (กล่องที่ 1) จากนั้นจะแบ่งขายตราสารให้กับนักลงทุนตามระดับความเสี่ยงที่พอใจ โดยทั่วไปผลตอบแทนของ CLO มักจะเป็นที่ดึงดูดใจ โดยเฉพาะในช่วงดอกเบี้ยขาขึ้น

ในการสร้าง CLO นั้น ตัวกลางหรือ CLO Manager จะนำสินเชื่อดั้งเดิมที่มีความเสี่ยงสูงที่รวบรวมได้มาจัดชั้น (tranche) ตามระดับความเสี่ยง โดยเริ่มต้นจากชั้นสูงสุดคือ **Senior tranche** ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือ AAA ซึ่งสะท้อนความเสี่ยงน้อยที่สุด และได้รับผลตอบแทนจากการจ่ายคืนเงินต้นและดอกเบี้ยของ Leveraged loan เป็นลำดับแรก โดยผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนค่อนข้างน้อยตามชั้นความเสี่ยงที่ต่ำ ด้าน tranche รองลงมาคือ **Mezzanine tranche** ที่มีอันดับความน่าเชื่อถือ AA ถึง BB ซึ่งมีความเสี่ยงเพิ่มขึ้น และมีผลตอบแทนเพิ่มขึ้นด้วย ขณะที่ **Junior tranche** มีอันดับความน่าเชื่อถือ B หรือต่ำกว่า ซึ่งจะมีผลตอบแทนที่สูงขึ้นเป็นลำดับถัดไปตาม “Payment waterfall” ลดหลั่นลงมาจนถึง tranche ล่างสุดคือ **Equity tranche** ที่ไม่มีอันดับความน่าเชื่อถือ และผู้ลงทุนจะได้รับผลตอบแทนส่วนที่เหลือหลัง Leveraged loan ที่เป็นหลักประกันได้จ่ายเงินคืน tranche อื่น ๆ ครบหมดก่อนแล้ว ดังนั้น tranche นี้จึงมีผลตอบแทนค่อนข้างสูงเมื่อเปรียบเทียบกับ tranche อื่น

โดยสรุป ตราสาร CLO ชั้น Senior ถึง Junior tranche มีลักษณะเป็นตราสารหนี้ที่ได้รับการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ² โดยให้ผลตอบแทนเป็นอัตราดอกเบี้ยลอยตัว (Floating rate notes) ขึ้นอยู่กับอัตราดอกเบี้ยอ้างอิง เช่น อัตราดอกเบี้ย LIBOR ระยะ 3 เดือนบวก

¹ สินเชื่อที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำกว่ากลุ่มนำลงทุน (Non-Investment Grade) หรือมีอัตราส่วนหนี้สินรวมต่อรายได้ (Debt to EBITDA ratio) สูงกว่า 3 - 4 เท่า โดยธุรกิจมักกู้ Leveraged loan เพื่อการซื้อหุ้นกิจการอื่น (Leveraged Buy-Outs) การควบรวมกิจการ (Mergers and Acquisitions) การเพิ่มทุน (Recapitalization) หรือเพื่อทดแทน (Refinance) หนี้เดิม สินเชื่อ Leveraged loan มีอัตราดอกเบี้ยแบบลอยตัว และมีสินทรัพย์ของบริษัทเป็นหลักประกัน โดยเจ้าหนี้มีสิทธิเรียกร้องเป็นลำดับแรก (First lien) โดยตัวอย่างบริษัทขนาดใหญ่ใน

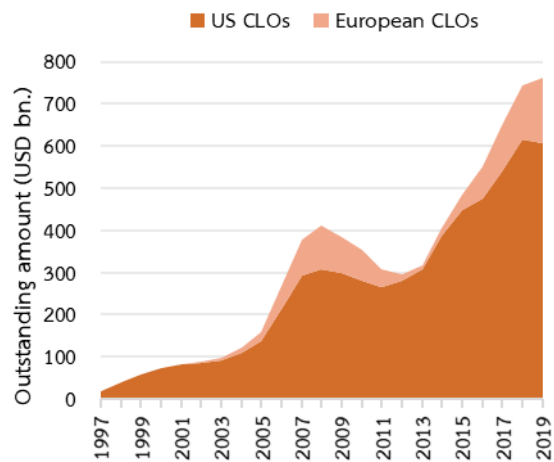
สหรัฐฯ ที่มีการกู้ Leveraged loan เช่น Dell International, American Airlines, Envision Healthcare, Avis, Chrysler และ Burger King

² อันดับความน่าเชื่อถือของ CLO ไม่สามารถเทียบเคียงกับอันดับความน่าเชื่อถือของหุ้นกู้ทั่วไปได้โดยตรง เนื่องจากเป็นตราสารที่มีโครงสร้างซับซ้อน (Structured Finance Product) โดยมีความเสี่ยงต่างจากตราสารหนี้ทั่วไป และมักใช้สัญลักษณ์ '(sf)' พ่วงท้าย เช่น AAA (sf) เพื่อบ่งชี้ว่าเป็น ratings ที่ให้กับ structured finance products โดยเฉพาะ

ค่าชดเชยความเสี่ยง (3M LIBOR + spread) ขณะที่ Equity tranche ไม่มีการจัดอันดับความน่าเชื่อถือ จึงมีความเสี่ยงสูงสุด แต่จะได้รับผลตอบแทนสูงสุดเช่นกัน

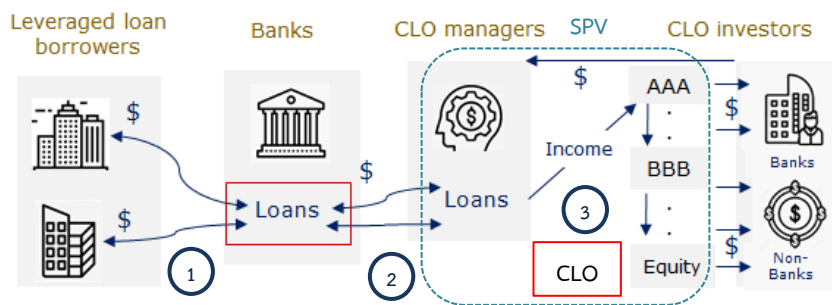
คำถามที่น่าสนใจถัดมาคือ ตลาด CLO มีขนาดใหญ่เพียงใด ข้อมูล ณ สิ้นปี 2019 พบว่าตลาด CLO ในยุโรปมียอดคงค้างประมาณ 156.5 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ขณะที่ตลาด CLO ในสหรัฐฯ มีขนาดสูงกว่าเกือบ 4 เท่า หรือคิดเป็นมูลค่าประมาณ 606 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ซึ่งตลาด CLO ทั้งสองแห่งขยายตัวอย่างต่อเนื่องตั้งแต่ปี 2013 (ภาพที่ 1) ส่วนหนึ่งเนื่องจากความต้องการของนักลงทุนที่เพิ่มมากขึ้น โดยเฉพาะในช่วงดอกเบี้ยขาขึ้นจากผลตอบแทนของ CLO ตั้งแต่ Junior tranche ขึ้นไปอ้างอิงอัตราดอกเบี้ยลอยตัว

ภาพที่ 1: ยอดคงค้าง CLO ในสหรัฐฯ และยุโรป



ที่มา: IMF Global Financial Stability Report, April 2020

กล่องที่ 1: กระบวนการ Securitization ของ CLO



ที่มา: ดัดแปลงจาก Andreas Jobst (2002)

- (1) กลุ่มธนาคารพาณิชย์ร่วมกันปล่อยกู้ Leveraged loan ในลักษณะ syndicate ให้กับภาคธุรกิจ
- (2) บริษัทผู้จัดการลงทุน CLO (CLO manager)* ซื้อ Leveraged loan จากธนาคารพาณิชย์ โดย CLO manager จะเลือกซื้อสินเชื่อภาคธุรกิจระยะ 5 – 10 ปี จากหลายอุตสาหกรรมเข้าพอร์ตเพื่อกระจายความเสี่ยง โดยปกติ 1 รุ่นของตราสาร CLO จะมาจากสินเชื่อภาคธุรกิจประมาณ 100 บริษัทในกว่า 10 อุตสาหกรรม หรือกว่า 200 สัญญา (S&P, 2018) เพื่อกระจายความเสี่ยง (Risk diversification)
- (3) CLO manager จะจัดตั้ง Special Purpose Vehicle (SPV) เพื่อออก CLO ขายให้นักลงทุน แบ่งออกเป็น tranche ต่าง ๆ ตามลำดับชั้นความเสี่ยงและผลตอบแทนที่จะได้รับ ได้แก่ Senior (credit rating AAA), Mezzanine (AA ถึง BB), Junior (B หรือต่ำกว่า) และ Equity tranches

*หมายเหตุ CLO manager อาจเป็นบริษัทบริหารจัดการสินทรัพย์ บริษัทลูกของบริษัทประกัน กองทุน hedge fund หรือ private equity

อย่างไรก็ดี ตลาด CLO ที่ขยายตัวสูงขึ้น โดยสิ้นเชิงในพอร์ต CLO กลับมีคุณภาพด้อยลง สะท้อนถึงแนวโน้มการปล่อยสินเชื่อที่หย่อนมาตรฐาน (Covenant-lite loan³) มีสัดส่วนเพิ่มมากขึ้น ปัจจัยดังกล่าวสร้างความกังวลแก่ธนาคารกลางและหน่วยงานกำกับดูแล กรณีที่พอร์ต Leveraged loan ซึ่งหนุนหลัง CLO เกิดผิดนัดชำระ (default) จำนวนมาก จะส่งผลกระทบต่อผู้ถือครองและผลกระทบทางอ้อมต่อเสถียรภาพระบบการเงินโดยรวม เมื่อมูลค่าของ CLO ลดต่ำลงอย่างรวดเร็ว

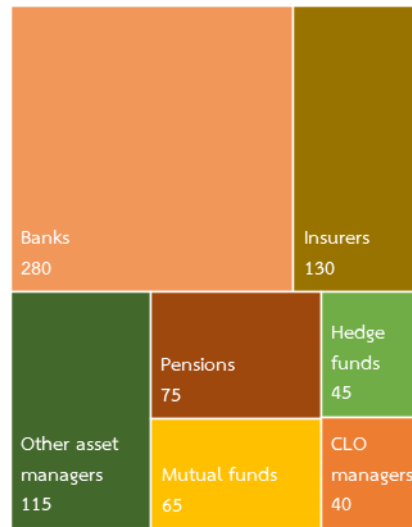
ทั้งนี้ แม้ว่าธนาคารกลางหลายแห่ง และ IMF จะมีความกังวลว่าตลาด CLO อาจเป็นจุดเปราะบางของตลาดการเงินโลก เปรียบเสมือนเป็นระเบิดเวลาที่อาจปะทุขึ้นได้ในช่วงวิกฤต แต่ที่ผ่านมาก็ยังไม่เห็นที่ท่าว่าตลาด CLO จะระเบิดขึ้นแต่อย่างใด เหตุผลสำคัญที่ทำให้ตลาด CLO ยังอยู่รอดมาได้เป็นผลมาจากการกระจายความเสี่ยง (diversification) ที่ดีพอ ซึ่งเป็นข้อได้เปรียบและแตกต่างจากผลิตภัณฑ์ที่มีลักษณะคล้ายคลึงกัน เช่น CDO หรือ MBS ที่มีสินทรัพย์อ้างอิงกระจุกตัวในสินเชื่อที่อยู่อาศัย เมื่อเกิดวิกฤต Subprime ปี 2008 ที่พองสบู่แตกในภาคธุรกิจอสังหาริมทรัพย์ ทำให้ราคาตราสารเหล่านี้ด้อยค่าลงฉับพลัน

สำหรับวิกฤต COVID-19 ในปัจจุบันธนาคารกลางและหน่วยงานกำกับดูแลคงต้องประเมินกันใหม่ว่าคุณภาพของ Leveraged loan ที่มีโอกาสด้อยค่าลงมากในหลายอุตสาหกรรมพร้อมกัน จะเป็นตัวจุดชนวนระเบิด CLO หรือไม่ และหาก CLO เกิดระเบิดขึ้นจริงจะกระทบใครบ้างและรุนแรงเพียงใด ซึ่งบทความนี้ผู้เขียนพยายามประเมินโอกาสและผลกระทบที่อาจเกิดขึ้น โดยวิเคราะห์จากโครงสร้างเบื้องต้นของ CLO ดังนี้

ผลกระทบทางตรง: จากข้อมูลยอดคงค้างการถือครอง CLO โดยตรงของนักลงทุนกลุ่มต่าง ๆ พบว่า ธนาคารพาณิชย์ กองทุนรวม และบริษัทประกัน เป็นผู้ถือหลัก ซึ่งมีสัดส่วนการถือครองรวมกันคิดเป็นร้อยละ 70 ของยอดคงค้าง CLO ทั้งหมด (ภาพที่ 2 และ 3) โดยธนาคารพาณิชย์ถือครองประมาณร้อยละ 37 โดยเฉพาะกลุ่ม Global Systematically Important Banks (G-SIBs) ซึ่งเป็นผู้ถือรายใหญ่ใน CLO AAA tranche ทำให้ประเด็นการผิดนัดชำระของ Leveraged loan และ CLO อาจส่งผลกระทบต่อความเพียงพอของเงินกองทุนของ

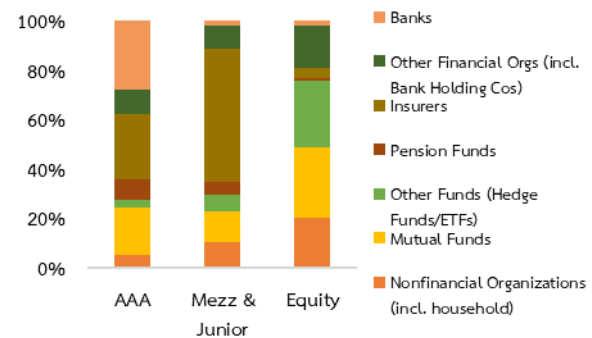
ธนาคารพาณิชย์ได้ อีกทั้งความต้องการสินเชื่อจากภาคธุรกิจที่เพิ่มขึ้นในช่วงเศรษฐกิจถดถอย โดยเฉพาะสินเชื่อเงินทุนหมุนเวียน (Revolving credit facilities) ซึ่งเป็นปัจจัยกดดันเพิ่มเติมต่อความเพียงพอของเงินกองทุนของธนาคารพาณิชย์

ภาพที่ 2: ยอดคงค้าง CLO ในสหรัฐฯ และยุโรป แบ่งตามประเภทกลุ่มนักลงทุน (พันล้านดอลลาร์ สรอ.)



ที่มา: IMF Global Financial Stability Report, April 2020

ภาพที่ 3: สัดส่วนการถือครอง CLO แต่ละ tranche ในสหรัฐฯ แบ่งตามประเภทกลุ่มนักลงทุน



ที่มา: DeMarco et al. (2020) Data as of December 2018

อย่างไรก็ตาม ความกังวลต่อประเด็นข้างต้นลดทอนลงบ้าง เนื่องจากช่วงกลางปี 2020 ที่ผ่านมา ธนาคารกลางสหรัฐฯ (Fed) ได้ประเมินความเพียงพอของเงินกองทุนของธนาคารพาณิชย์ขนาดใหญ่ 33 แห่งในสหรัฐฯ ภายใต้การคาดการณ์การฟื้นตัวของเศรษฐกิจในกรณีต่าง ๆ โดยพิจารณาผลกระทบของการถูกปรับ

³ Covenant-lite หมายถึง การลดความเข้มงวดของเงื่อนไขด้านการเงินที่ลูกหนี้ต้องปฏิบัติตาม เช่น เพดานสัดส่วนหนี้ต่อรายได้ (Debt to EBITDA ratio) หรือ อัตราส่วนกำไรต่อดอกเบี้ยจ่ายขั้นต่ำ (Minimum interest coverage ratio)

ลดอันดับความน่าเชื่อถือของสินเชื่อภาคธุรกิจในหลายอุตสาหกรรมที่จะส่งผลให้ราคา CLO ปรับลดลงไว้ด้วย ซึ่งผลการประเมินพบว่าภาคธนาคารของสหรัฐฯ ยังมีเงินกองทุนที่เพียงพอรองรับการหดตัวของเศรษฐกิจ และเพียงพอต่อความผันผวนของราคาสินทรัพย์ในตลาดการเงิน รวมถึงการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือของสินเชื่อธุรกิจอีกด้วย อย่างไรก็ตาม หากสถานการณ์การแพร่ระบาดยังคงยืดเยื้อ ข้อสมมติฐานที่ใช้ในการประเมินอาจรุนแรงกว่าคาด รวมถึง Fed ยังระบุเพิ่มเติมถึงการปรับทอนของคุณภาพสินเชื่อจากสถานะเศรษฐกิจที่แย่ลง ยังเป็นความเสี่ยงที่ต้องติดตามอย่างใกล้ชิด เนื่องจากส่วนหนึ่งเริ่มเห็นฐานะเงินกองทุนของธนาคารพาณิชย์หลายแห่งเริ่มถดถอยลงตามแนวโน้มการหดตัวของเศรษฐกิจ (FRB, 2020)

บริษัทประกันมีสัดส่วนการถือครอง CLO ประมาณร้อยละ 17 ของยอดคงค้าง โดยสัดส่วนครึ่งหนึ่งของพอร์ต CLO ของกลุ่มบริษัทประกันทั้งหมด เป็น CLO ในระดับความเสี่ยงที่ค่อนข้างต่ำหรือ AAA tranche ขณะที่การลงทุนอีกประมาณครึ่งหนึ่งอยู่ใน Mezzanine และ Junior tranches ที่อาจได้รับผลกระทบจากมูลค่า CLO ที่ลดลงเช่นกัน ทั้งนี้ มูลค่าการลงทุน CLO และ Leveraged loan ของบริษัทประกันในสหรัฐฯ และยุโรป คิดเป็นสัดส่วนประมาณร้อยละ 30-40 ของเงินกองทุน

กองทุนประเภท Hedge fund ซึ่งมีสัดส่วนการลงทุนเพียงร้อยละ 6 ของมูลค่ารวมของตลาด CLO แต่นำหนักการลงทุนส่วนใหญ่กระจุกตัวในกลุ่ม Mezzanine Junior และ Equity tranches ถึงร้อยละ 70 ซึ่งเป็นกลุ่มที่มีความเสี่ยงค่อนข้างสูงและอ่อนไหวต่อแนวโน้มคุณภาพสินเชื่อที่ถดถอยลงหรือการปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ

ผลกระทบทางอ้อม: นอกจาก CLO จะมีความเสี่ยงต่อผู้ถือครองตราสาร CLO โดยตรงแล้ว การด้อยค่าของ Leveraged loan และปัญหาการผิดนัดชำระยังส่งผลกระทบต่อลูกโซ่ต่อตลาดการเงินโดยรวมผ่านช่องทางต่าง ๆ เช่น ผลกระทบต่อความเชื่อมั่นของนักลงทุนซึ่งอาจนำไปสู่การขายที่รุนแรง (Market sell-off) โดยเฉพาะเมื่อนักลงทุนไม่มั่นใจว่าสินทรัพย์ต่าง ๆ มีความเสี่ยงที่แท้จริงเป็นอย่างไร และเมื่อราคาสินทรัพย์ปรับลดลงมากจนกระทบมูลค่าสินทรัพย์ของผู้ถือรายอื่น อาจทำให้เกิดการขายออกตามกันเพื่อหลีกเลี่ยงผล

ขาดทุน (Mark to market loss) จนส่งผลกระทบต่อแพร่กระจายในวงกว้าง (Contagion)

นอกจากนี้ การที่กลุ่มธนาคารพาณิชย์ร่วมกันปล่อยสินเชื่อให้กับลูกหนี้รายเดียวกัน อาจลดทอนคุณสมบัติการกระจายความเสี่ยงของ CLO ทำให้การจัด tranche ตามความเสี่ยงของ CLO ไม่ดีพอ และหากการลงทุนใน tranche ที่น่าจะปลอดภัยแต่กลับมีการผิดนัดชำระหนี้ขึ้น ผลกระทบย่อมตกอยู่กับกลุ่มสถาบันการเงินและนักลงทุนสถาบันประเภทต่าง ๆ ที่เป็นผู้ถือส่วนใหญ่ กระทั่งส่งผลกระทบต่อผู้ออมและอาจนำไปสู่ความเสี่ยงเชิงระบบ (Systemic risk) ต่อไปได้เช่นกัน

3. ผลกระทบของ COVID-19 ต่อตลาด CLO

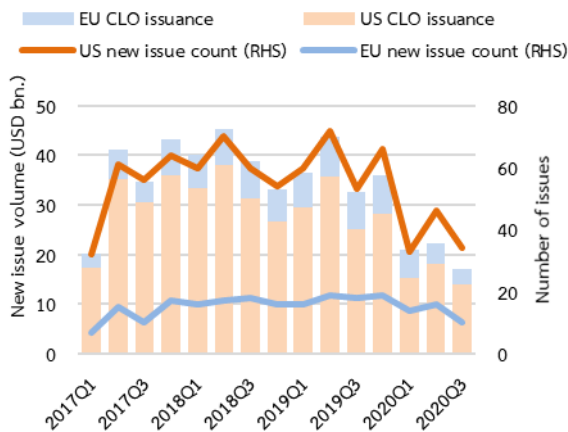
วิกฤต COVID-19 ที่ยังยืดเยื้อ ทำให้ธุรกิจหลายแห่งขาดสภาพคล่องและบางแห่งเกิดการผิดนัดชำระหนี้ ซึ่งความเสี่ยงข้างต้นมีความเชื่อมโยงกับ CLO ที่อ้างอิงสินเชื่อธุรกิจ จึงส่งผลกระทบต่อภาพรวมตลาด CLO ใน 3 ประเด็นหลัก ได้แก่ (1) ปริมาณการซื้อขายในตลาดแรกหายไป และราคาในตลาดรองลดลงมากจากความกังวลว่าสินเชื่อจะผิดนัดชำระเพิ่มมากขึ้น ส่งผลกระทบต่อสภาพคล่องในตลาด CLO โดยรวม (Liquidity risk) (2) แนวโน้มการผิดนัดชำระที่เพิ่มสูงขึ้น (Solvency risk) ทำให้นักลงทุนประสบปัญหาขาดทุนได้ และ (3) ราคาของตราสาร CLO ในตลาดผันผวนมากกว่าคาด (Market risk)

1) การเสนอขายในตลาดแรกและราคาในตลาดรองลดลง พบว่า ไตรมาสแรกของปี 2020 มูลค่าการเสนอขาย CLO ในตลาดแรกปรับลดลงมากกว่าครึ่ง จากเฉลี่ยประมาณ 40 พันล้านดอลลาร์ สรอ. ต่อไตรมาสในช่วงก่อน COVID-19 เหลือเพียงประมาณ 20 พันล้านดอลลาร์ สรอ. และทรงตัวจนถึงไตรมาสที่ 3 (ภาพที่ 4) สำหรับจำนวนรุ่น CLO ที่ออกขายปรับลดลงเช่นกัน จากประมาณ 60-70 รุ่นในแต่ละไตรมาส เหลือเพียงประมาณ 40 รุ่น สะท้อนความกังวลของนักลงทุนต่อตราสาร CLO ถึงแนวโน้มจะถูกปรับลดอันดับความน่าเชื่อถือ (Downgrade) เป็นจำนวนมาก เช่นเดียวกับปริมาณการปล่อยสินเชื่อ Leveraged loan ที่ปรับลดลง

สำหรับการปรับตัวด้านราคา พบว่า ช่วงเดือน มี.ค. 2020 (ภาพที่ 5) ราคา Leveraged loan และ CLO ในตลาดรองของทั้งสหรัฐฯ และยุโรปปรับลดลงประมาณร้อยละ 20 จากความกังวลการผิดนัดชำระของธุรกิจซึ่งได้รับผลกระทบจากมาตรการ lock-down รวมถึงราคาพลังงานและสินค้าโภคภัณฑ์ที่ปรับลดลงอย่างรุนแรง

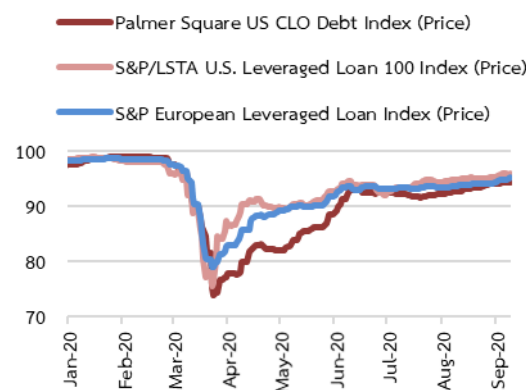
อย่างไรก็ดี ภายหลังทางการมีมาตรการพิเศษ เช่น โครงการเข้าซื้อสินเชื่อและตราสารหนี้ภาคเอกชน รวมถึงตราสารที่ผ่านกระบวนการ securitization ช่วยให้ราคา Leveraged loan และ CLO ปรับตัวดีขึ้น โดยนักลงทุนเริ่มกลับเข้าซื้อ CLO ในช่วงที่ราคาต่ำและปริมาณการออกตราสารยังจำกัด แต่ระดับราคาในภาพรวมยังไม่กลับขึ้นไปเท่ากับระดับเดิมในช่วงก่อนวิกฤต COVID-19

ภาพที่ 4: มูลค่าการเสนอขาย CLO ในตลาดแรก



ที่มา: Bloomberg

ภาพที่ 5: ดัชนีราคา Leveraged loan และ CLO ในตลาดรอง



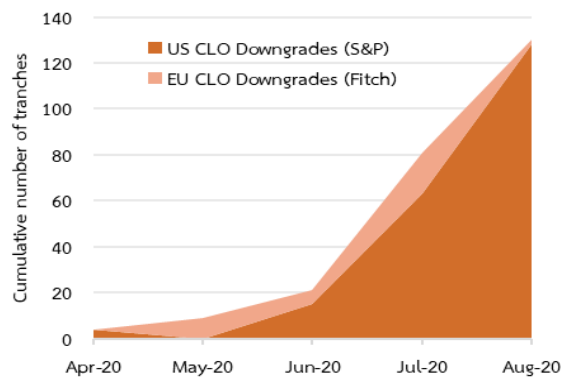
ที่มา: Bloomberg

2) ความเสี่ยงจากการผิมนัดชำระเพิ่มสูงขึ้น ตามแนวโน้มการปรับลดอันดับเครดิตและการชะลอตัวทางเศรษฐกิจ โดย ณ เดือน ก.ค. 2020 อัตรา Leveraged loan ที่ผิมนัดชำระต่อปริมาณสินเชื่อทั้งหมดเพิ่มขึ้นเป็นร้อยละ 3.7 ซึ่งสูงกว่าระดับปกติกว่าเท่าตัว⁴ (S&P LCD, 2020) ขณะเดียวกัน บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือปรับลดอันดับเครดิต (downgrade) CLO tranche ต่าง ๆ

ในสหรัฐฯ และยุโรปเพิ่มขึ้น (ภาพที่ 6) ซึ่งส่วนใหญ่เป็นกลุ่ม BB tranche และ B tranche (ภาพที่ 7) ซึ่งมีความเสี่ยงสูงและมีโอกาสที่จะถูก downgrade เป็นลำดับแรกอยู่แล้ว แต่สัดส่วนที่ถูก downgrade ถือว่าสูงขึ้นค่อนข้างมากเมื่อเทียบกับปีก่อนและมีความเป็นไปได้ที่จะมีตราสารถูก downgrade เพิ่มเติมอีกหากวิกฤต COVID-19 ยังคงยืดเยื้อ รวมถึงอาจส่งผลกระทบต่อผู้ลงทุนใน CLO AAA tranche ได้เช่นกัน

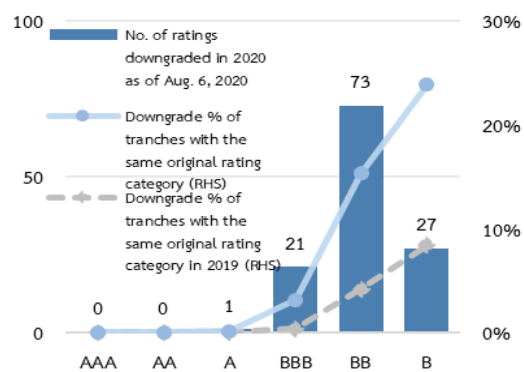
ความเสี่ยงของการผิมนัดชำระหนี้สามารถเกิดขึ้นพร้อมกันในหลายบริษัทจากโครงสร้างของภาคธุรกิจที่มีความเชื่อมโยงกันมากขึ้น ซึ่งเป็นเหตุให้สินเชื่อในพอร์ต CLO ผิมนัดชำระเป็นสัดส่วนสูงเกินกว่าที่ tranche ในระดับล่าง ๆ จะรองรับได้ทั้งหมด (Rising default correlation; Aramonte and Avalos, 2020)

ภาพที่ 6: จำนวนสะสมของ CLO tranche ที่ถูก downgrade โดยบริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือ



ที่มา: S&P และ Fitch Ratings ณ 14 ส.ค. 2020

ภาพที่ 7: จำนวน CLO tranche สะสมในสหรัฐฯ ที่ถูก downgrade โดย S&P แบ่งตาม rating



ที่มา: S&P Global Ratings ณ 9 ส.ค. 2020

⁴ โดยเป็นการผิมนัดชำระของ 69 บริษัทตั้งแต่ต้นปี คิดเป็นร้อยละ 3.9 ของจำนวนบริษัททั้งหมดในดัชนี S&P/LSTA Leveraged Loan Index

นอกจากนี้ ยังมีสัญญาณบ่งชี้ความเสี่ยงของ CLO แต่ละ tranche ที่เพิ่มขึ้น คือ อัตราส่วนของมูลค่า Leveraged loan ซึ่งใช้เป็นหลักประกันในการจ่ายผลตอบแทนให้นักลงทุน เปรียบเทียบกับมูลค่ารวมของ CLO tranche นั้น ๆ และ CLO tranche ชั้นสูงกว่าทั้งหมด

ซึ่งเรียกว่าเป็นการทดสอบ Overcollateralization หรือ OC test⁵ (อัตราส่วน OC ของแต่ละ tranche = มูลค่าสินทรัพย์รวมในพอร์ต / ยอดเงินต้นของ tranche และ tranche ที่สูงกว่า) ซึ่งโดยทั่วไปมักจะระบุไว้ในสัญญาของ CLO ว่าอัตราส่วนมูลค่า Leveraged loan ในพอร์ตควรสูงกว่าร้อยละ 105-120 ของมูลค่ารวม CLO Mezzanine tranche ขึ้นไป⁶

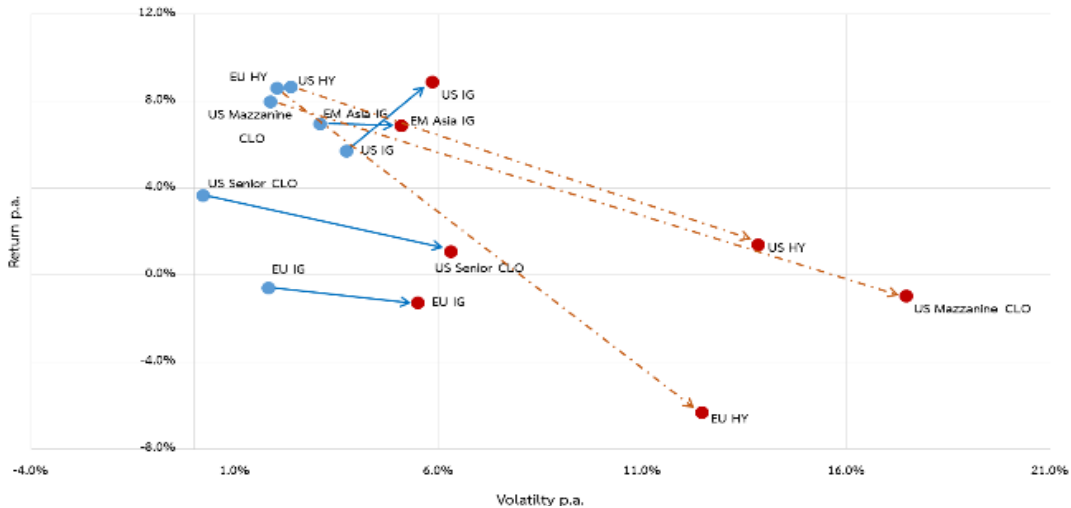
ผลประเมินล่าสุด พบว่า ตั้งแต่วิกฤต COVID-19 เป็นต้นมา อัตราส่วน OC ของ CLO ในสหรัฐฯ และยุโรป ปรับลดลงต่อเนื่องและต่ำกว่าระดับร้อยละ 104 ส่งผลให้เกิดการพักชำระ CLO Mezzanine tranche เพื่อนำผลตอบแทนมาคืนเงินต้นและดอกเบี้ยให้กับนักลงทุน CLO AAA tranche อย่างไรก็ตาม ผู้ร่วมตลาดบางส่วนคาดการณ์ว่า หากสถานการณ์ผิดนัดชำระหนี้มีแนวโน้มยืดเยื้อและขยายตัวในวงกว้างดังเช่นในช่วง Global

Financial Crisis นักลงทุน CLO AAA tranche อาจได้รับเงินต้นไม่ครบถ้วนและขาดทุนได้ถึงร้อยละ 5 ของเงินต้น⁷ (Aramonte and Avalos, 2020)

3) ราคาของตราสาร CLO ผันผวนมากกว่าคาดในช่วงวิกฤต พิจารณาจากผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนใน CLO (Risk-Return Profile) เทียบกับสินทรัพย์เสี่ยงอื่น เช่น (1) หุ้นกู้ในสหรัฐฯ และยุโรป (2) หุ้นกู้สกุลเงินดอลลาร์สหรัฐฯ ของตลาดเกิดใหม่ในเอเชีย (ภาพที่ 8) จะเห็นว่า ราคาสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับหนี้ภาคธุรกิจทุกประเภทมีความผันผวนมากขึ้น

อย่างไรก็ดี มีข้อสังเกตว่าในช่วงก่อน COVID-19 ราคา CLO จะผันผวนน้อยกว่าหุ้นกู้ต่าง ๆ ที่ให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกัน แต่เมื่อเกิด COVID-19 ความผันผวนของราคา CLO ทั้ง US CLO Senior และ US CLO Mezzanine ปรับสูงกว่าหุ้นกู้อื่น (ภาพที่ 8 และ 9) ส่วนหนึ่งอาจเกิดจากความต้องการลงทุนในสินทรัพย์ปลอดภัยที่เพิ่มขึ้น ประกอบกับมาตรการช่วยเหลือของธนาคารกลางโดยเน้นไปที่สินทรัพย์ที่มีความเสี่ยงต่ำ เช่น กรณีที่ Fed ประกาศเข้าซื้อหุ้นกู้กลุ่ม Investment Grade (IG) และ CLO AAA tranche

ภาพที่ 8: อัตราผลตอบแทนและความเสี่ยงของการลงทุนในสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับหนี้ภาคธุรกิจ



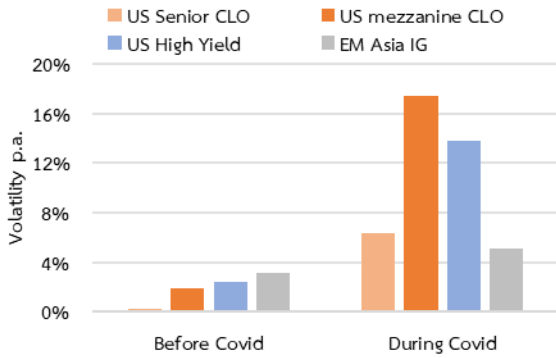
หมายเหตุ: ตำแหน่งจุดสีฟ้าแสดงค่าเฉลี่ยช่วงก่อนวิกฤต COVID-19 (ส.ค.19 - ม.ค.20) ตำแหน่งจุดสีแดงแสดงค่าเฉลี่ยช่วงวิกฤต (ก.พ.20 - ส.ค.20) ที่มา: Bloomberg

⁵ หาก Leveraged loan ในพอร์ตเกิดการผิดนัดชำระจำนวนมาก ส่งผลให้มูลค่าหลักประกันไม่เพียงพอต่อการจ่ายผลตอบแทนให้นักลงทุน CLO tranche ชั้นสูงกว่าทั้งหมด จะมีการพักชำระผลตอบแทนของ CLO tranche นั้น เพื่อนำไปจ่ายคืนเงินต้นและดอกเบี้ยให้กับนักลงทุน CLO ชั้นสูงสุดก่อน

⁶ Financial Stability Board (2019)

⁷ ผลจากการจำลองสถานการณ์บนพอร์ตสินเชื่อ 100 บริษัท โดยให้โอกาสผิดนัดชำระของสินเชื่อ (Default Probability) เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 4 เป็นร้อยละ 20 อัตราการสูญเสีย (Loss Given Default) เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 30 เป็นร้อยละ 60 และความเชื่อมโยงของการผิดนัดชำระ (Default Correlation) เพิ่มขึ้นจากร้อยละ 25 เป็นร้อยละ 90

ภาพที่ 9: การเปลี่ยนแปลงด้านความเสี่ยงของสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับหนี้ภาครัฐกิจ



ที่มา: Bloomberg

4. แนวทางการรับมือความเสี่ยงจาก CLO และผลกระทบต่อประเทศไทย

จากความเปราะบางของตลาด CLO ที่เพิ่มขึ้นในช่วงวิกฤต COVID-19 หากผู้มีส่วนเกี่ยวข้องในกลุ่มสถาบันการเงินทั้งกลุ่มธนาคารพาณิชย์ บริษัทประกัน และกองทุนรวมได้รับผลกระทบจากมูลค่า CLO ที่ลดลง จะส่งผลกระทบต่อระบบการเงินทั้งทางตรงและทางอ้อม ทำให้ตลาดการเงินขาดความเชื่อมั่นและนำไปสู่การเทขายสินทรัพย์ของนักลงทุนในวงกว้างได้ ธนาคารกลางและหน่วยงานกำกับดูแล รวมถึง CLO manager จึงได้เตรียมความพร้อมเพื่อรองรับความเสี่ยงที่เพิ่มสูงขึ้น โดยได้ดำเนินการในด้านต่าง ๆ ดังนี้

บทบาทของธนาคารกลางและหน่วยงานกำกับดูแล เพื่อรักษาเสถียรภาพของตลาด CLO ธนาคารกลางได้ดำเนินมาตรการในหลายรูปแบบ เช่น Fed มีโครงการเข้าซื้อสินเชื่อและตราสารหนี้ภาคเอกชนที่มีอันดับความน่าเชื่อถือสูง รวมถึงตราสารที่ผ่านกระบวนการ securitization เช่น Commercial Mortgage Backed Securities (CMBS) และ CLO AAA tranche (ภายใต้โครงการ Term Asset-Backed Securities Loan Facility: TALF) เพื่อเข้าพยุงตลาดในกรณีที่ราคาสินทรัพย์ลดลงอย่างรวดเร็ว ซึ่งถือเป็นนโยบายที่สร้างความเชื่อมั่นให้กับตลาดและช่วยให้ราคา Leveraged loan และ CLO พื้นตัวได้อย่างต่อเนื่อง

ขณะที่สำนักงานกำกับหลักทรัพย์และตลาดของยุโรป (European Securities and Markets Authority: ESMA) ได้ติดตามและวิเคราะห์ความเสี่ยงของ CLO ต่อนักลงทุนและเสถียรภาพระบบการเงิน รวมถึงกำกับให้บริษัทจัดอันดับความน่าเชื่อถือทำการวิเคราะห์ปัจจัย

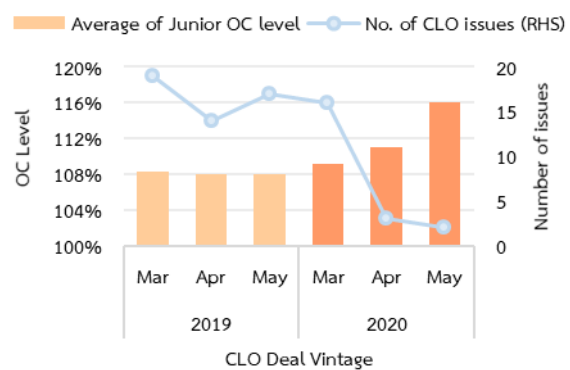
เสี่ยงที่เกี่ยวข้องอย่างรัดกุมและรอบด้าน พร้อมทั้งสื่อสารกับผู้ร่วมตลาดเพื่อสร้างความเข้าใจถึงความเสี่ยงต่าง ๆ ได้อย่างถูกต้อง

การปรับตัวของ CLO Manager เพื่อสร้างความเชื่อมั่นให้กับนักลงทุน โดย CLO Manager ได้พยายามปรับปรุงโครงสร้างและลักษณะต่าง ๆ ในสัญญา CLO (S&P Ratings, 2020) อาทิ

(1) **การลดความเสี่ยงด้านเครดิต** โดยเพิ่มสัดส่วนของ Equity tranche และเพิ่ม Leveraged loan ในพอร์ตที่ใช้หนุนหลังตราสาร CLO แต่ละ tranche เพื่อเพิ่มคุณภาพของสินเชื่อในพอร์ตให้สามารถรองรับอัตราการผิดนัดชำระและอัตราที่จะเรียกหนี้คืนได้ (Recovery rate) ได้ดีขึ้น รวมถึงปรับระยะเวลาให้สามารถจ่ายเงินต้นและดอกเบี้ยให้กับนักลงทุน CLO Senior tranche ได้เร็วขึ้นด้วย

(2) **การลดความเสี่ยงด้านตลาด** โดยให้ CLO manager สามารถซื้อ Leveraged loan เข้าพอร์ตเพิ่มเติมได้ในช่วงที่ราคาต่ำลงเพื่อลดต้นทุนโดยรวมเป็นต้น ทั้งนี้ การปรับโครงสร้างดังกล่าวช่วยเพิ่มมูลค่าของสินเชื่อในพอร์ต ทำให้อัตราส่วน OC ของ CLO เพิ่มขึ้นและช่วยลดความเสี่ยงที่ CLO tranche จะถูกกระทบการจ่ายผลตอบแทนเนื่องจากการผิดนัดชำระของสินเชื่อในพอร์ต (ภาพที่ 10)

ภาพที่ 10: อัตราส่วน Junior Overcollateralization (OC) เฉลี่ยของ CLO ในสหรัฐฯ ตามรุ่นที่ออก



ที่มา: FitchRatings

นอกจากนี้ เพื่อเตรียมความพร้อมรองรับความผันผวนในระยะข้างหน้า CLO Manager จึงพยายามผ่อนผันเงื่อนไขบางประการเพื่อเพิ่มความยืดหยุ่นในการซื้อขายสินเชื่อในพอร์ต CLO เดิมและหลีกเลี่ยงการหยุดจ่ายผลตอบแทนให้กับนักลงทุนในกรณีที่มีการปรับลด

อันดับความน่าเชื่อถือของสินเชื่อ เช่น ปรับข้อเสนอที่จะเพิ่มเพดานสัดส่วนสินเชื่อที่มีอันดับความน่าเชื่อถือต่ำสุด (CCC limit) รวมถึงปรับสัดส่วนการกระจุกตัวของอุตสาหกรรมและสัดส่วนสินเชื่อโดยผู้กู้รายเดียว (Concentration limit) ให้สูงกว่าเกณฑ์เดิม แต่การผ่อนปรนดังกล่าวอาจนำไปสู่ปัญหาด้านคุณภาพของสินเชื่อในอนาคตได้ เนื่องจากอาจเป็นการลดคุณภาพสินทรัพย์ในพอร์ตโดยรวม และเพิ่มความเสี่ยงต่อการผิดนัดชำระของธุรกิจรายใดรายหนึ่ง จึงเป็นปัจจัยเสี่ยงที่ยังต้องติดตามผลกระทบอย่างใกล้ชิดต่อไป

ผลกระทบของ CLO ต่อประเทศไทย เนื่องจากประเทศไทยยังไม่มีการพัฒนาตราสาร CLO เพื่อใช้ในการกระจายความเสี่ยงของสินเชื่อที่มีคุณภาพต่ำ ดังนั้นประเด็นความกังวลเช่นในตลาดต่างประเทศจึงไม่อาจจะเกิดขึ้นกับตลาดการเงินไทย

อย่างไรก็ดี อาจมีนักลงทุนไทยที่ซื้อกองทุนรวมประเภทที่ลงทุนในหน่วยลงทุนต่างประเทศ (Feeder fund) ผ่านกองทุนหลักของต่างประเทศ (Master fund) ซึ่งอาจมีการถือครองสินทรัพย์ที่เกี่ยวข้องกับ CLO ได้บ้าง แต่คาดว่าเป็นสัดส่วนที่น้อยมาก เช่น อาจมีตราสาร CLO บาง tranche หรือมีหุ้นกู้ High Yield ของธุรกิจที่มีระดับหนี้สูง หรือกองทุน ETF (Exchange Traded Fund) ที่อ้างอิงกับ CLO หรือ Leveraged loan ดังนั้นผลกระทบทางตรงจากการถือครองตราสาร CLO ในต่างประเทศของนักลงทุนไทยจึงมีจำกัดมาก

ทั้งนี้ ประเด็นที่น่าเป็นกังวลคือผลกระทบทางอ้อมซึ่งอาจบั่นทอนความเชื่อมั่นของนักลงทุนต่อฐานะของสถาบันการเงินและกองทุนรวมที่อาจได้รับผลกระทบจากความผันผวนของราคาสินทรัพย์ในตลาดการเงิน และการตั้งตัวของสภาพคล่องในตลาดเงินตราต่างประเทศ

5. บทสรุป

ในช่วง 4-5 ปีที่ผ่านมา CLO เป็นหนึ่งในโลกที่ช่วยกระตุ้นให้บริษัทในสหรัฐฯ และยุโรปสามารถขอสินเชื่อได้มากขึ้น แต่ในขณะเดียวกันการที่บริษัทก่อหนี้เพิ่มขึ้นมากดังกล่าวก็เป็นการสะสมความเปราะบาง ธนาคารกลางและหน่วยงานกำกับดูแลจึงต้องติดตามความเสี่ยงอย่างใกล้ชิด และวิกฤตการแพร่ระบาดของ COVID-19 ที่เกิดขึ้น อาจเป็นการจุดชนวนระเบิดให้กับตลาดการเงินโลก เพราะเมื่อธุรกิจในหลายอุตสาหกรรมประสบปัญหาสภาพคล่อง อาจทำให้การผิดนัดชำระเกิดขึ้นได้ในวงกว้าง

วิกฤต COVID-19 จึงถือเป็นบททดสอบสำคัญของ CLO ว่ากระบวนการ Securitization มีการกระจายความเสี่ยงที่ดีพอหรือไม่ ซึ่งข้อมูลล่าสุดพบว่า ความผันผวนของราคา CLO เพิ่มสูงขึ้นมากเมื่อเทียบกับหุ้นกู้อื่น ๆ ที่ให้ผลตอบแทนใกล้เคียงกัน และเริ่มเห็นการปรับลดอันดับเครดิตของ CLO หลายรุ่น โดยบาง tranche เริ่มหยุดจ่ายผลตอบแทน

มองไปข้างหน้าหากสถานการณ์วิกฤต COVID-19 ยังไม่คลี่คลาย Leveraged Loan และ CLO จะเป็นเสมือนระเบิดเวลาที่จะส่งผลกระทบต่อวงกว้างได้ ดังนั้นธนาคารกลางและหน่วยงานกำกับดูแลจึงจำเป็นต้องติดตามพัฒนาการในตลาดสินทรัพย์เสี่ยงเหล่านี้อย่างใกล้ชิด เพื่อป้องกันความเสี่ยงเชิงระบบที่อาจเกิดขึ้น โดยเฉพาะการดูแลให้มีแนวทางการบริหารจัดการความเสี่ยงของ CLO ที่เหมาะสม

สำหรับประเทศไทยซึ่งอาจยังไม่มีความเสี่ยงจากการถือครองตราสาร CLO โดยตรง และไม่พบการเสนอขาย CLO ในประเทศ แต่นักลงทุนอาจได้รับผลกระทบทางอ้อมจากการเทขายสินทรัพย์เสี่ยงที่เกี่ยวข้องในตลาดการเงินโลก ผู้กำกับดูแลจึงควรระมัดระวังและสร้างความเข้าใจเกี่ยวกับผลิตภัณฑ์ที่ลงทุนอย่างถ่องแท้ให้กับนักลงทุน

References

- ปิติ ดิษยทัต (2563). บทบาทเดิมที่ไม่เหมือนเดิมของธนาคารกลางท่ามกลางวิกฤตโควิด-19. aBRIDGEd, สถาบันวิจัยเศรษฐกิจป๋วย อึ๊งภากรณ์, กรกฎาคม 2563.
- Aramonte, S. and F. Avalos (2020). Corporate credit markets after the initial pandemic shock, *BIS Bulletin*, 1 July 2020, no. 26.
- Bank of England (2018). *Financial Stability Report*. Issue No. 44, November 2018.
- Bank of Japan (2019). *Financial System Report*, October 2019.
- BIS (2018). The rise of leveraged loans: a risky resurgence? *BIS Quarterly Review*. Bank for International Settlements, September 2018.
- Bouveret, A., D. Fennell and R. Horri (2020). Model risk in CLOs. *ESMA Report on Trends, Risks and Vulnerabilities* No. 2, European Securities and Markets Authority, September 2020.

DeMarco, Laurie, Emily Liu, and Tim Schmidt-Eisenlohr (2020). "Who Owns U.S. CLO Securities? An Update by Tranche," *FEDS Notes*. Washington: Board of Governors of the Federal Reserve System, June 25, 2020.

ESMA (2020). EU CLO credit ratings – an overview of Credit Rating Agencies practices and challenges, *ESMA Thematic Report*, European Securities and Markets Authority, May 2020.

FRB (2020). *Assessment of Bank Capital during the Recent Coronavirus Event*, Board of Governors of the Federal Reserve System, June 2020.

Financial Stability Board (2019). *Vulnerabilities associated with leveraged loans and collateralized loan obligations*, December 2019.

Fitch Ratings (2020). *Coronavirus Rating Action Tracker for Structured Finance and Covered Bonds*, 12 August 2020.

IMF (2018). *Sounding the Alarm on Leveraged Lending*. IMF Blog, November 2018.

IMF (2020). *Global Financial Stability Report: Markets in the Time of COVID-19*, April 2020.

Jobst, Andreas A. (2002). *Collateralised Loan Obligations (CLOs) - a Primer*. CFS Working Paper No. 2002/13.

Powell, Jerome H. (2019). *Business Debt and Our Dynamic Financial System*. Remarks at the 24th Annual Financial Markets Conference. Board of Governors of the Federal Reserve System, May 2019.

S&P LCD (2020). *Loan default rate reaches 3.7% as oil, gas sector tops record*. Leveraged Commentary & Data, S&P Global Market Intelligence, 21 July 2020.

S&P LCD (2018). *S&P Global Ratings' CLO Primer*. Leveraged Commentary & Data, S&P Global Market Intelligence, September 2018.

S&P Ratings (2020). *CLO Spotlight: Redesigning the CLO Blueprint after COVID-19*, S&P Global Ratings, April 2020.

บทความนี้สำเร็จลุล่วงได้ด้วยความช่วยเหลือจาก คุณสุโชติ เปี่ยมชล คุณชนานันท์ สุภาดุลย์ คุณสรวิศ ฉัตรไพฑูรย์ คุณกาญจน์สุขญา เตชะหรรวีจิตร และทีมงานส่วนวิเคราะห์ตลาดการเงิน ฝ่ายตลาดการเงิน รวมถึงความเห็นที่เป็นประโยชน์จาก ดร. พรพินันท์ ฉันทภักดีพงศ์ และคณะ FAQ Editor: ดร. สุรัช แทนบุญ ดร. เสาวณี จันทะพงษ์ และ ดร. ฐิติมา ชูเชิด ผู้เขียนขอขอบพระคุณเป็นอย่างยิ่ง

Contact Author:



ธีรัช เชื้อประไพศิลป์
ผู้วิเคราะห์อาวุโส
ฝ่ายตลาดการเงิน
สายตลาดการเงิน
ThethacC@bot.or.th