

Melania Fiscina

melania.fiscina@pgalternative.com

La scorsa settimana è iniziata lentamente per via della festività US, ma successivamente l'attività si è intensificata in linea con la volatilità macro e le tensioni geopolitiche.

I volumi di tranche in offerta sono stati crescenti nel corso della settimana, sia in BWIC (~295mm) sia da run dei dealer (~720mm media giornaliera) ma sono stati ben assorbiti da una continua domanda da parte degli investitori.

La maggior volatilità del contesto macro è stata chiaramente visibile nel movimento osservato negli indici di credito (il Xover ha raggiunto in settimana un picco intraday di ~259bps, dai ~243bps di chiusura del 16/01, per poi chiudere nuovamente venerdì a ~243bps), ma gli spreads dei CLOs, dopo una leggera debolezza all'inizio della settimana sono rimasti stabili, mostrando nuovamente un restringimento nella parte alta della struttura, e una forte domanda per la carta IG in generale.

Tranche AAA dai profili più lunghi (~5yrs) continuano ad essere scambiate in 120a-L120s mentre profili naturalmente corti e di deal delevered sono offerti in area 70-100s.

Guardando il bucket di mezzanine IG, le AA hanno presentato livelli in VH170-180 mentre le single A stabili in L200s. Le note BBB continuano a ricevere una buona domanda, con spread che nel range H200-L300s per tranche con metriche creditizie migliori mentre carta Tier-2/3 o dai profili più lunghi rimane *wider* intorno a MH300-L400s.

Rimane pronunciato il tiering tra le mezzanine sub-IG, principalmente dovuto ad una divergenza nella qualità del collaterale. Le tranche BB con miglior qualità e minor duration si collocano in area VH500s mentre tranche più deboli (bassi livelli di MVOC) o più lunghe in duration in L700-800s. Gli spread per le single-B si muovono nel range da (MH 700-L800) per le migliori ad (MH900 -1000s) per i deal dalle metriche più deboli.

Nel mercato primario sono stati prezzati 7 deal (4 reset, 1 refi e 2 nuove emissioni) mentre la pipeline è in salita, con 14 operazioni (8 reset e 6 nuove emissioni).

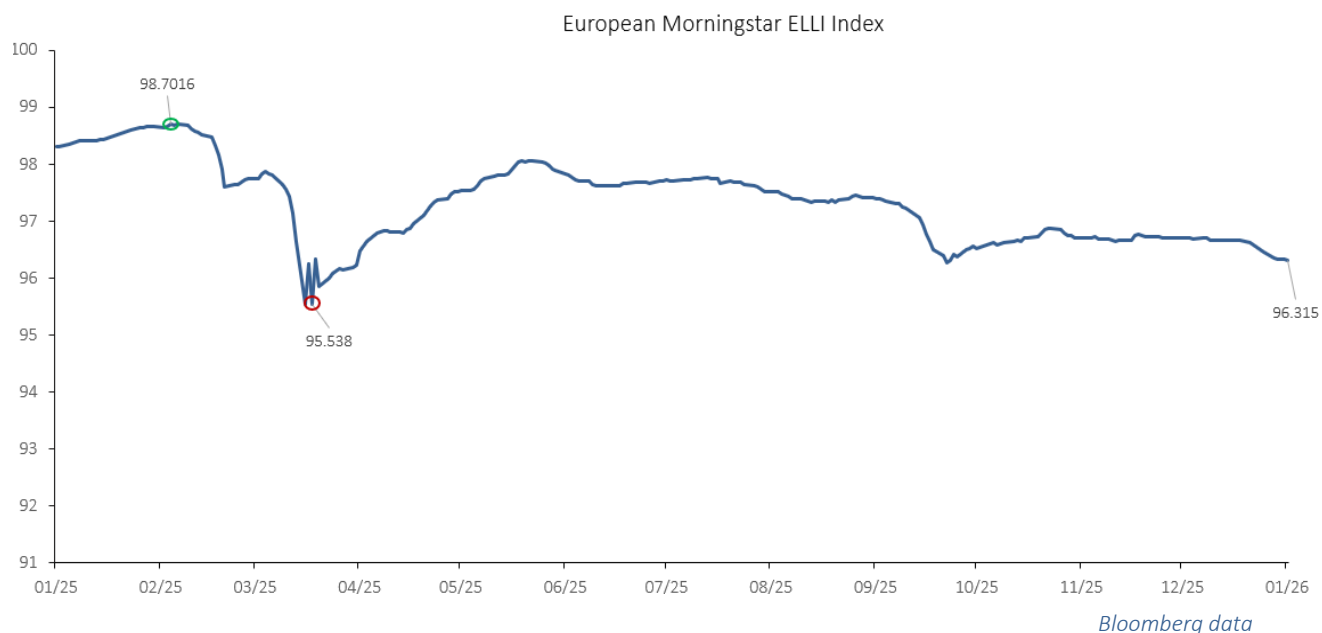
> CLO Secondary – Indicative Mid Spread*

	31/12/25	16/01/26	23/01/26	WoW	YTD	YTD (%)
AAA	115	105	100	-5	-15	-13%
AA	185	180	175	-5	-10	-5%
A	230	215	215	0	-15	-7%
BBB	340	325	325	0	-15	-4%
BB	610	595	595	0	-15	-2%
B	900	880	880	0	-20	-2%

* DM calcolati considerando i titoli in offerta con cash price <100.30, prezzati nel caso no call, con ipotesi 15%CPR, 2%CDR, 50%severity, 12mesi recovery lag.

Nel corso della settimana l'indice ELLI ha seguito il trend in leggera diminuzione, che aveva già preso avvio alla fine del 2025. Alla chiusura di venerdì, il valore dell'indice si attestava a **96.315** Vs 96.4576 del 16/01/26.

Il grafico di seguito mostra l'andamento YoY dell'indice ELLI di Morningstar; in verde e in rosso il massimo e il minimo relativi dell'ultimo anno, toccati il 26/02/25 e il 09/04/25 rispettivamente.



	31/12/25	16/01/26	23/01/26	WoW Delta Px	YTD Delta Px
S&P ELLI	96.66	96.46	96.31	-0.14	-0.35

L'andamento decrescente osservato nel valore dell'indice ELLI (rappresentativo dei prezzi dei leveraged loan) si è riflesso anche nei livelli di MVOC delle tranche CLO, che risultano in minima diminuzione, nella settimana, lungo tutta la struttura.

Di seguito se ne riportano i livelli insieme ai *generic cash price* delle tranche CLO di secondario, per categoria di rating, con i delta nella settimana e da inizio anno.

> CLO Secondary – MVOC*

	31/12/25	16/01/26	23/01/26	WoW	YTD
AAA	158.5%	158.4%	158.2%	-0.2%	-0.3%
AA	134.5%	134.4%	134.2%	-0.2%	-0.3%
A	124.1%	124.0%	123.8%	-0.2%	-0.3%
BBB	114.0%	113.8%	113.7%	-0.1%	-0.3%
BB	107.9%	107.8%	107.6%	-0.2%	-0.3%
B	104.2%	104.1%	104.0%	-0.1%	-0.2%

* Le medie dei MVOC vengono calcolate da P&G su tutto l'universo dei CLO europei, utilizzando i livelli di MVOC da Intex, aggiustati tenendo in considerazione il movimento dei prezzi dei loan (Morningstar ELLI) rispetto alla data dell'ultimo report disponibile per ogni singolo deal.

> CLO Secondary – Generic Cash Price

	31/12/25	16/01/26	23/01/26
AAA	99.7-100.4	99.1-100.6	99.6-100.8
AA	99.5-100.6	96.7-101.3	97.0-101.3
A	100.0-100.3	99.6-101.5	100.0-101.5
BBB	98.7-100.3	99.0-102.3	98.0-102.3
BB	99.1-99.7	87.0-101.7	95.0-102.0
B	96.7-100.6	87.0-102.0	82.5-100.9

> CLO Secondary – Dealers' Offers**

Nella settimana si è assistito ad un incremento nei volumi di offerte mediante run dei dealer. Considerando infatti una media di 13 dealer attivi (Vs 12 della settimana precedente), l'offerta media giornaliera ammontava complessivamente a ~720mm (Vs ~640mm della settimana precedente); del totale in offerta, ~484mm (Vs ~429mm della settimana precedente) erano su CLO AAA.

Dalla tabella di seguito è possibile individuare gli avg Ask Price/Ask DM (bps)/Yield/WAL, tenendo in considerazione le tranche in offerta della scorsa settimana. Data la situazione attuale di mercato, abbiamo distinto tra caso no call (per i titoli con cash price <100.30) e caso call (per i titoli con cash price >100.30).

as of 23/Gen	Size (~mm)	Ask Px < 100.30, caso no call				Ask Px > 100.30, caso call			
		Avg Ask Px	Avg Ask DM (bps)	Yield (%)	WAL (yrs)	Avg Ask Px	Avg Ask DM (bps)	Yield (%)	WAL (yrs)
AAA	484	100.1	85	3.1	2.0	100.5	85	2.9	1.1
AA	94	99.7	160	3.9	4.0	100.6	105	3.1	0.8
A	80	100.2	210	4.7	6.9	100.9	135	3.4	1.1
BBB	40	99.8	330	5.8	5.8	101.2	150	3.5	0.8
BB	11	94.6	685	9.4	5.5	101.2	320	5.3	0.6

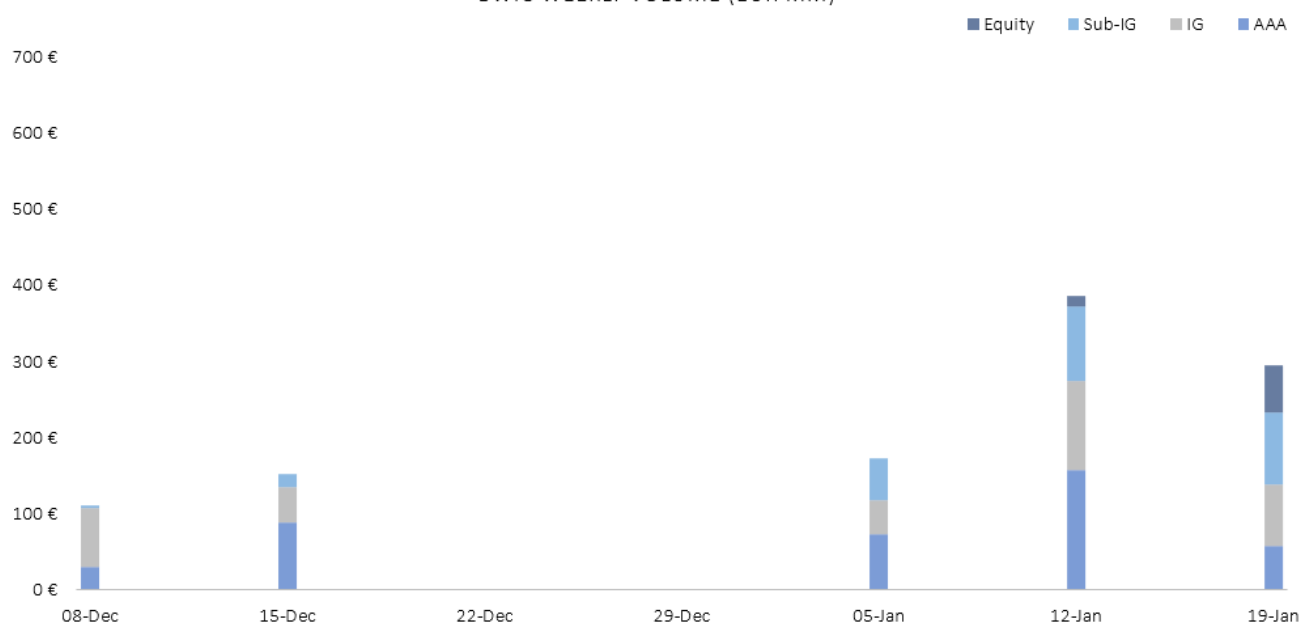
** DM, WAL e Yield calcolati da Bloomberg con le ipotesi: 15% CPR, 2% CDR, 50% LGD, 12 Recovery Lag.

> CLO Secondary – BWIC Volumes

Il grafico di seguito mostra i volumi settimanali registrati in asta dalla seconda settimana di dicembre. Nella settimana i volumi di tranche offerte in BWIC sono stati più contenuti e inferiori a quelli della precedente. L'offerta complessiva ammontava infatti a ~295mm (Vs ~385mm della settimana prima), e tornando così appena al di sopra della media settimanale registrata nel corso dello scorso anno (~270mm).

I flussi si sono principalmente concentrati sulle mezzanine sub-IG (~20% BB/~80% single-B) che, pari a ~94mm, hanno rappresentato il ~32% del totale in lista. A seguire, le mezzanine IG, ~80mm/~27% e le tranche senior, ~58mm/~20% del totale. Buona anche l'attività su tranche equity, offerte per ~63mm (~21% dell'offerta complessiva).

BWIC WEEKLY VOLUME (EUR MM)



> CLO Primary

Nel corso della settimana il mercato primario ha continuato a mostrarsi particolarmente attivo. Abbiamo infatti assistito al pricing di sette operazioni, 4 reset (dai manager Barings, Redding Ridge, Brigade e Partners Group), 1 refi (da Invesco) e 2 nuova emissione (da Palmer Square e Permira Credit). Anche la pipeline risulta decisamente piena contando, al momento e da nostra evidenza, 14 operazioni, di cui 8 reset (dai manager Alcentra, Napier Park, CIFIC, CVC, Guggenheim, Signal e Capital Four) e 6 nuove emissioni (dai manager Blackstone, Pine Bridge, Nassau, Fidelity, Cross Ocean e Signal). Di seguito si riporta un recap dei prezzi e degli spread delle emissioni da dicembre 2025.

ISSUE DT	TICKER	MANAGER	AAA	AA	A	BBB	BB		B	
			DM	DM	DM	DM	DM	PX	DM	PX
02/12/25	PENTA 2025-21X	Partners Group	127	190	225	315	530	100.0	825	100.0
04/12/25	ARESE 17X <i>(reset)</i>	Ares Mgmt	130	190	220	310	530	100.0	880	98.5
04/12/25	CORDA 12X <i>(reset)</i>	CVC Credit Partners	125	195	225	335	557	100.0	900	97.0
04/12/25	ARCAN 3X	Arcano Loan Advisors	135	200	240	330	565	100.0	875	98.0
05/12/25	BABSE 2025-1X	Barings	126	200	240	350	595	100.0	895	99.0
05/12/25	OCPE 2017-1X <i>(reset)</i>	Onex Credit Partners	130	195	225	320	525	100.0	850	100.0
05/12/25	AQUE 15X	HPS Investment Partners	132	200	245	350	615	100.0	N/A	N/A
05/12/25	GROSV 2025-4X	CQS	127.5	210	250	350	600	100.0	900	99.25
05/12/25	TIKEH 3X <i>(reset)</i>	Tikehau	133	200	230	350	585	100.0	925	98.0
05/12/25	AVOCA 21X <i>(reset)</i>	KKR Financial Advisors	130	190	210	305	535	100.0	856*	98.0
11/11/25	VESPK 1X <i>(reset)</i>	Blackstone	131	198	230	335	550	100.0	925	98.25
11/11/25	INDI 1X <i>(refi)</i>	Indigo	126	200	240	340	600	100.0	-	-
12/12/25	CGMSE 2025-3X	Carlyle Investment Mgmt	131	200	230	300	555	100.0	875	100.0
14/12/25	FIOS 1X <i>(reset)</i>	Sona Asset Mgmt	134	200	230	330	580	100.0	870	98.5
14/12/25	HAYEM 9X <i>(reset)</i>	Hayfin Capital Mgmt	138	210	260	390	645	100.0	850*	N/A

17/12/25	ARINI 8X	Arini Capitl Mgmt	130	195	225	315	535	100.0	850	100.0
18/12/25	LOGIC 3X	Acer Tree Investment	135	205	250	360	600	100.0	935	98.25
19/12/25	VENDM 2020-1X (<i>reset</i>)	Carlyle Investment Mgmt	132	200	250	350	620	100.0	970	92.5
20/12/25	MDPKE 13X (<i>reset</i>)	UBS Asset Mgmt	132	200	240	355	620	100.0	960	95.0
16/01/26	FOAKS 5X (<i>refi</i>)	Fair Oaks	123.5	175	200	275	525	100.0	815	100.0
16/01/26	MARGA 2X (<i>refi</i>)	M&G	123.5	180	210	290	490	100.0	-	-
20/01/26	BABSE 2024-1X (<i>reset</i>)	Barings	127	190	220	315	550	100.0	895	97.75
22/01/26	RRME 18X (<i>reset</i>)	Redding Ridge	123	160	195	265	460	100.0	-	-
22/01/26	INVESC 12X (<i>refi</i>)	Invesco	126	168	195	225	375	100.0	-	-
23/01/26	ARMDA 6X (<i>reset</i>)	Brigade Capital Mgmt	125	175	200	270	500	100.0	800	100.0
23/01/26	PLMER 2026-1X	Palmer Square Capital Mgmt	123	165	195	270	460	100.0	780	100.0
23/01/26	PENTA 2022-11X (<i>reset</i>)	Partners Group	127	165	200	270	465	100.0	800	100.0
23/01/26	PRVD 14X	Permira Credit	123	160	200	265	475*	-	780*	-

**Bloomberg data – BB/B coupon*

> Indici di Mercato (23/Gen)

Index	Last Px	Δ Weekly	Δ Monthly	Δ YTD
XOVER (bps)	243	0	-2	-2
CDX HY (bps)	292	3	-22	-25
Cash EU HY (bps)	274	-7	-10	-8
Cash US HY (bps)	312	-2	-24	-24
MAIN (bps)	50	0	0	0
CDX IG (bps)	49	0	-1	-1
CASH EU IG	60	-2	-4	-3
CASH US IG	102	-2	-7	-6
SNRFIN CDSI GEN 5Y Corp	53	0	-1	-1
SUBFIN CDSI GEN 5Y Corp	90	-1	-3	-3
S&P500	6916	-0,42%	-0,21%	1,02%
FTSE MIB	44832	-2,11%	0,50%	-0,25%

Bloomberg data - Indices

P&G SGR SpA

Via Flaminia 491, 00191 Roma

T. +39 06 4543 081

FOLLOW US!



Disclaimer

Il presente documento è stato redatto da P&G SGR S.p.A. ed ha finalità esclusivamente informative. Le informazioni e le idee qui contenute sono di proprietà esclusiva di P&G SGR S.p.A. e il destinatario di tali informazioni comprende e si impegna a trattare tale materiale come riservato e confidenziale. Né questo documento né qualsiasi altra dichiarazione (orale o di altro tipo) fatta in qualsiasi momento in relazione allo stesso costituisce un'offerta, un invito o una raccomandazione ad acquistare o cedere titoli o a concludere qualsiasi transazione. La presente relazione non costituisce o fa parte di, e non deve essere interpretata come, alcuna offerta di vendita o sottoscrizione di, o invito a offrire, acquistare o sottoscrivere, alcun titolo, né essa o parte di essa deve rappresentare una base per, o su cui fare affidamento in qualsiasi connessione con, qualsiasi contratto o impegno. Si consiglia alle potenziali controparti di esaminare e/o ottenere una consulenza professionale indipendente e di trarre le proprie conclusioni in merito alle informazioni così fornite. È vietata la divulgazione, l'uso, la diffusione o la copia non autorizzati (in tutto o in parte) di questo documento o di qualsiasi informazione in esso contenuta. La diffusione del presente documento non obbliga P&G SGR S.p.A. a concludere alcuna transazione. P&G SGR SpA non rilascia alcuna dichiarazione in merito a qualsiasi questione o in merito all'accuratezza o alla completezza di qualsiasi dichiarazione fatta nel presente documento o fatta in qualsiasi momento oralmente o in altro modo in relazione al presente e ogni responsabilità (per negligenza o altro) in relazione a tali questioni o dichiarazioni è espressamente esclusa, salvo che in caso di dolo o colpa grave.