

Novembre 2025

Oltre l'incertezza: è il momento del debito immobiliare europeo



Mohamed Ali

*Director, Strategic Insight and Research,
Real Estate*

Il mercato immobiliare commerciale globale (CRE) ha subito una profonda trasformazione dalla metà del 2022, trainata dall'aumento dei tassi di interesse, dall'incertezza macroeconomica e dall'evoluzione delle dinamiche strutturali nei modelli occupazionali e di proprietà. Questi cambiamenti hanno portato a una significativa rivalutazione degli asset immobiliari, con una correzione dei valori di capitale di circa il 20-25% in Europa e in altri mercati sviluppati. Da allora, il debito garantito dal CRE è emerso come un'opportunità interessante per gli investitori istituzionali alla ricerca di rendimenti stabili e corretti per il rischio, diversificazione del portafoglio e mitigazione del rischio.

IL CONTESTO DEI MERCATI PRIVATI

I prestiti immobiliari rientrano nella sottocategoria del private debt all'interno dei più ampi mercati privati, che descrivono una vasta gamma di strategie di investimento in titoli di debito e azioni che in genere non sono quotati o scambiati sui più grandi mercati pubblici. In termini assoluti, i mercati pubblici sono significativamente più grandi dei mercati privati. Tuttavia, dal 2012 i mercati privati sono cresciuti a un tasso annuo di circa il 7,8%, superando la crescita dei mercati pubblici pari al 3,5% nello stesso periodo. I principali driver della crescita dei mercati privati sono stati gli investitori alla ricerca di rendimenti più elevati, in linea con la minore liquidità dei mercati privati, e di una migliore diversificazione del portafoglio nel contesto di bassi tassi d'interesse che ha caratterizzato il decennio precedente agli aumenti del 2022.

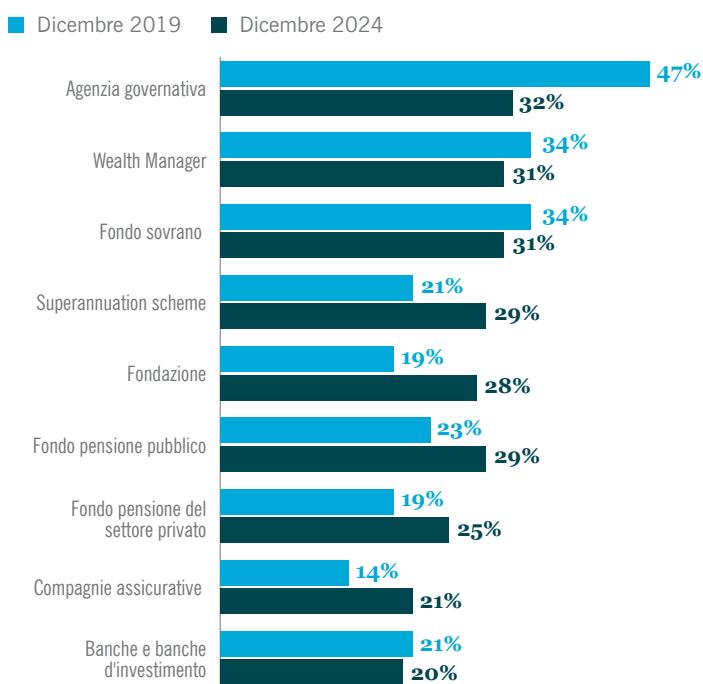
Figura 1: Crescita dei mercati privati rispetto a quelli pubblici



Fonte: EY, aprile 2024

I tassi di inflazione e di interesse elevati registrati dalla metà del 2022 hanno avuto un impatto negativo sulle strategie dei mercati pubblici e privati. Ciononostante, gli investitori continuano a essere interessati agli strumenti dei mercati del private debt, compreso il debito CRE, con la maggior parte degli investitori che sceglie di allocare una quota maggiore al debito CRE rispetto al 2019, mentre i fondi pensione pubblici e privati hanno registrato il maggiore aumento delle allocazioni.

Figura 2: Allocazione media nei mercati privati per tipo di investitore

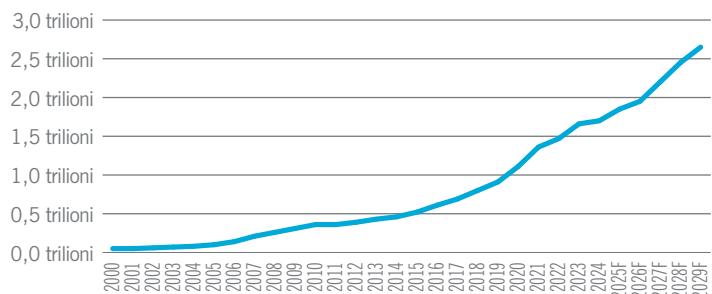


Fonte: Preqin Insights +, settembre 2025

All'interno dei mercati privati, il private debt rappresenta circa il 12% degli asset in gestione (AUM) globali ed è stato uno dei segmenti che ha registrato la crescita più rapida con un tasso annuo di circa il 12% dal 2012. Si prevede che questa crescita continuerà, con asset in gestione (AUM) globali del private debt che raggiungeranno i 2640 miliardi di dollari entro il 2029.

Oltre alla ricerca di rendimenti più elevati nell'ultimo decennio, gli investitori sono interessati al private debt anche per la mitigazione del rischio che offre rispetto alle strategie azionarie. In caso di insolvenza sui prestiti, i finanziatori sono in genere meno esposti al rischio, mentre gli azionisti sono i primi a perdere il proprio investimento.

Figura 3: AUM del private debt globale (% di migliaia di mld)

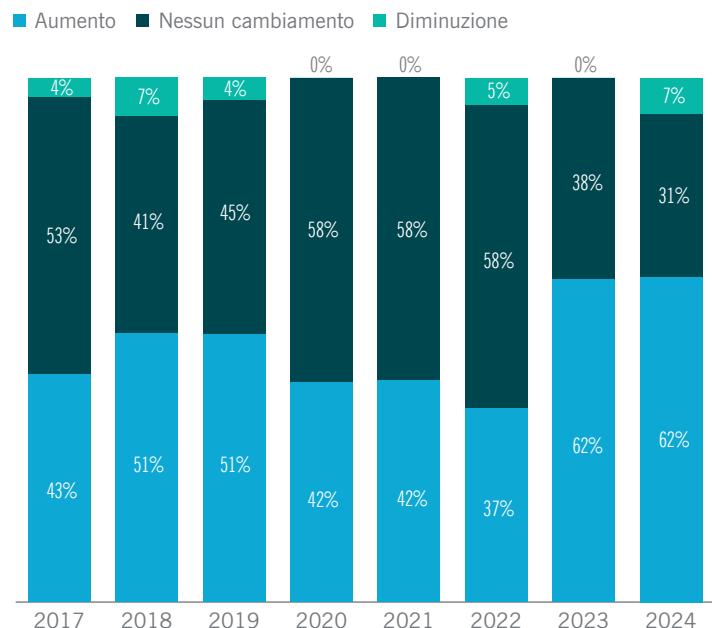


Fonte: Preqin (dati effettivi), Preqin – Future of Alternatives 2029 (previsioni)

Questo è interessante per gli investitori preoccupati per le prospettive macroeconomiche e alla ricerca di solidità contro futuri shock economici/di mercato.

La mitigazione del rischio rimane una caratteristica particolarmente interessante del debito immobiliare, poiché tutti i prestiti garantiti saranno sottoscritti con un bene fisico come garanzia collaterale. Gli investitori possono forzare la vendita dell'asset sottostante per recuperare il capitale o assumere il controllo dell'asset e mantenerlo fino a quando le condizioni di mercato non migliorano. Con la volatilità vista sui mercati globali negli ultimi due anni, è aumentata l'intenzione degli investitori di allocare risorse nel debito immobiliare.

Figura 4: Gli investitori intendono aumentare l'allocazione nel debito immobiliare



Fonte: ANREV/INREV/PREA Intenzioni di investimento 2024

EVOZIONE DEL DEBITO IMMOBILIARE EUROPEO

Il panorama europeo dei prestiti CRE ha subito una notevole evoluzione dalla crisi finanziaria globale (GFC). Le riforme normative — Basilea III/IV¹ e Solvency II,² nonché lo slotting³ nel Regno Unito hanno aumentato i requisiti patrimoniali per banche e compagnie assicurative, riducendo la loro propensione a concedere prestiti immobiliari commerciali con leva elevata e non core. Di conseguenza, gli istituti di credito alternativi sono intervenuti per colmare il vuoto, in particolare nel Regno Unito e, sempre di più, in tutta l'Europa continentale.

Le banche coprono ancora l'84% dei prestiti CRE in Europa, ma la loro quota di mercato è in calo. L'analisi di Nuveen Real Estate stima che i finanziatori alternativi forniscono attualmente circa il 40% dei prestiti immobiliari commerciali nel Regno Unito, il 10% in Francia e Spagna e il 5% in Germania, con un'ulteriore crescita prevista con l'attuazione di Basilea III Endgame⁴. Questa transizione sta creando un mercato creditizio più diversificato, competitivo e solido, con una gamma più ampia di soluzioni di finanziamento in tutto il capitale.

PERCHÉ IL DEBITO IMMOBILIARE?

Di conseguenza, gli investitori interessati a investire capitali nei mercati privati o ad aumentare la loro attuale allocazione hanno a disposizione un'ampia varietà di tipi di asset e strategie tra cui scegliere, tutte con diversi profili di rischio/rendimento, vantaggi di diversificazione e punti di forza dei covenant. Allora perché gli investitori dovrebbero considerare il debito immobiliare rispetto alle strategie concorrenti?

Debito immobiliare vs credito corporate privato

La storia e l'evoluzione del debito immobiliare rispecchiano in qualche modo quella del credito privato: una rapida crescita dopo la crisi finanziaria globale, da strategia di nicchia a mainstream (il credito privato alle imprese era un mercato da quasi 2.000 miliardi di dollari nel 2024), grazie agli investitori alla ricerca di rendimenti e alle banche che si sono ritirate dal mercato dei prestiti middle-market. Questa rapida crescita si è verificata durante l'era dei tassi di interesse bassi, quando i casi di insolvenza erano rari.

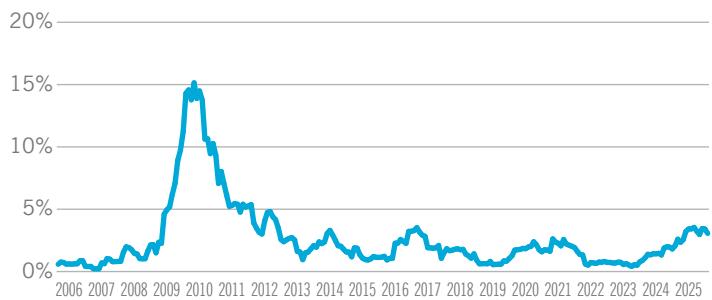
Le opportunità del credito privato richiedono il gestore giusto

A livello di mercato, il credito privato alle imprese sta mostrando segni di rischio più elevato rispetto al passato. In questo contesto, diventa sempre più importante identificare gestori che abbiano un track record di investimenti efficaci. Ad esempio i gestori che operano con successo nei prestiti middle market in Europa e negli Stati Uniti con un track record consolidato nell'identificazione di mutuatari che sono in gran parte isolati dalla volatilità macroeconomica e nella creazione di opportunità di prestito che performano bene nonostante l'incertezza generale del mercato.

Questo contesto favorevole è ora cambiato a causa dell'impennata dei tassi di interesse e del deterioramento delle condizioni macroeconomiche. Nel credito privato alle imprese stanno emergendo segnali di difficoltà: Fitch riferisce che i tassi di insolvenza nel credito privato alle imprese statunitensi sono saliti da quasi lo 0% nel 2022 al 5,7% all'inizio del 2025, mentre ICE Data Indices segnala un aumento dei tassi di insolvenza delle obbligazioni societarie europee speculative-grade a una media del 3,3% tra gennaio e agosto 2025.

Questi aumenti dei tassi di insolvenza delle imprese si stanno avvicinando ai livelli tipicamente associati ai periodi di recessione e qualsiasi ulteriore shock di mercato o periodo prolungato di debolezza potrebbe avere un impatto relativamente maggiore sulla performance del credito societario rispetto al mercato immobiliare che ha già subito una correzione.

Figura 5: Tasso di insolvenza speculative grade europeo



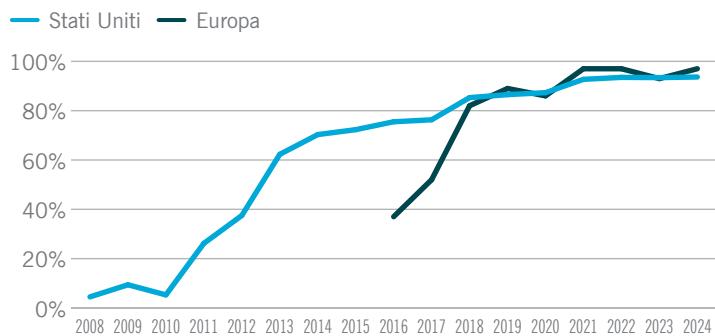
Fonte: ICE Data Indices, settembre 2025

L'aumento dei tassi di insolvenza delle imprese sarà probabilmente aggravato dalla significativa crescita dei prestiti covenant-lite (cov-lite) nell'ultimo decennio, che prevedono minori restrizioni per il mutuatario e minori tutele per chi concede il prestito. I prestiti cov-lite in genere omettono i test periodici sui prestiti, come il rapporto di indebitamento e/o il rapporto di copertura degli interessi, che forniscono ai finanziatori segnali precoci di potenziali rischi e l'opportunità di affrontarli in modo proattivo con i mutuatari.

Questo rapido aumento dell'emissione di prestiti cov-lite è stato determinato dalla forte concorrenza tra i finanziatori per impiegare i grandi volumi di capitale raccolti durante il periodo caratterizzato da bassi tassi di interesse. Il nuovo contesto di tassi di interesse più elevati dalla metà del 2022 potrebbe potenzialmente rendere vulnerabili alcuni portafogli.

Il debito CRE, al contrario, ha subito una flessione

Figura 6: Emissione di prestiti cov-lite in percentuale sul totale dei prestiti leveraged



Fonte: Pitchbook, AFME, luglio 2025

durante e immediatamente dopo la crisi finanziaria globale, quando la ridotta liquidità sul mercato ha portato i finanziatori ad agire secondo il principio "extend and pretend" (proroga e fingi), poiché le prospettive di vendita dei beni pignorati erano scarse. Ciò ha determinato che la maggior parte dei casi di insolvenza e di morosità si verificasse nel periodo tra il 2011 e il 2014, quando la possibilità di recuperare i prestiti insolventi o in sofferenza è tornata con la ripresa della liquidità.

Allo stesso tempo, le pressioni normative hanno ridotto la propensione delle banche a concedere prestiti nel mercato del debito CRE, con i finanziatori non bancari che hanno colmato il vuoto lasciato. Di conseguenza, il numero e la diversità dei finanziatori immobiliari sono migliorati in modo significativo dopo la crisi finanziaria globale. Questo soprattutto nel Regno

Unito, dove i salvataggi su larga scala di alcune banche nazionali hanno portato l'autorità di regolamentazione a imporre condizioni rigorose sui prestiti immobiliari sotto forma di un regime di "slotting" per l'allocazione del capitale regolamentare al settore. Il recente accordo di Basilea III Endgame in Europa potrebbe avere lo stesso impatto sulle banche dell'Europa continentale, richiedendo alle stesse l'allocazione di un capitale regolamentare significativamente maggiore a fronte dei prestiti CRE e di quelli garantiti da posizioni con leva finanziaria più elevata.

L'inasprimento della regolamentazione ha portato a condizioni di prestito nel settore immobiliare che

Figura 7: Tassi di insolvenza del debito corporate e del debito CRE



Fonte: S&P Global Ratings Credit Research & Insights, settembre 2025 e Bayes CRE Lending Report, ottobre 2025

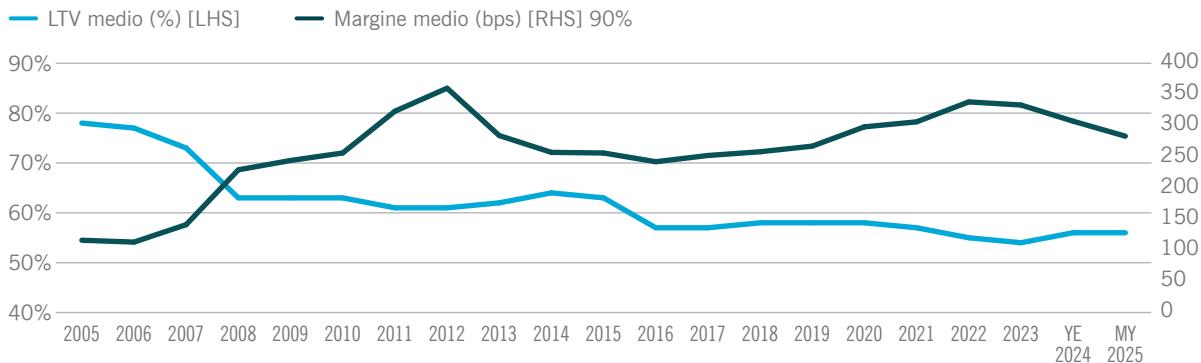
offrono ulteriori protezioni agli investitori. I tassi medi dei senior loan e del rapporto loan-to-value (LTV) sono passati da quasi l'80% prima della crisi finanziaria globale a circa il 55% alla fine del 2024, fornendo ai finanziatori un significativo margine di sicurezza.

Nello stesso periodo, gli investitori sono stati ricompensati con margini più elevati rispetto al periodo fino alla crisi finanziaria globale inclusa. Anche gli indici di copertura degli interessi (ICR) sono migliorati notevolmente durante questo periodo, sebbene il contesto di tassi di interesse più elevati dalla metà del 2022 abbia esercitato una pressione al ribasso su questo dato. Gli ICR medi sembrano essersi stabilizzati nel corso del 2024, grazie ai tagli dei tassi di interesse,



Il numero e la diversità dei finanziatori immobiliari sono migliorati in modo significativo dopo la GFC.

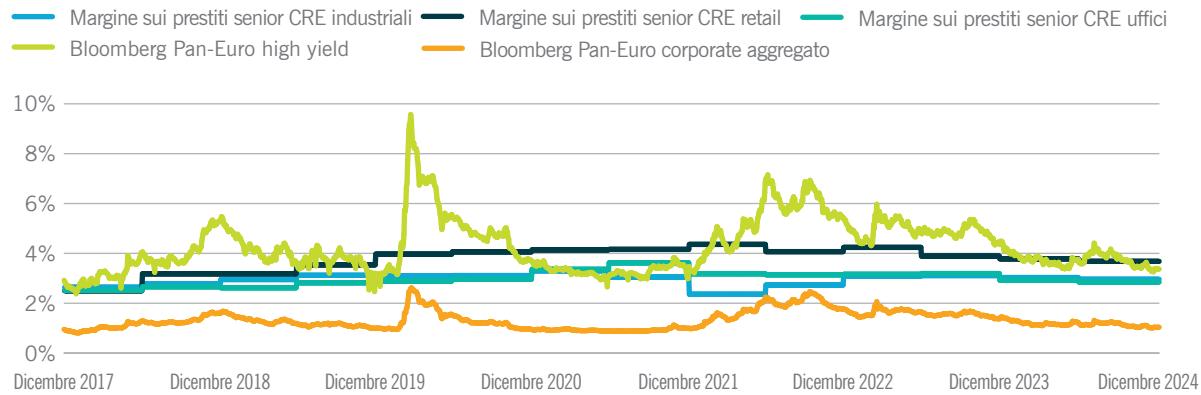
Figura 8: Tassi LTV medi rispetto ai margini



Fonte: Bayes CRE Lending Report, ottobre 2025

Figura 9: Variazioni degli spread creditizi medi

Spread creditizi medi e margini (%)



Fonte: Bloomberg, Bayes CRE Lending Report, ottobre 2025

e questa tendenza dovrebbe continuare man mano che il percorso verso un ulteriore allentamento dei tassi di interesse diventa più chiaro.

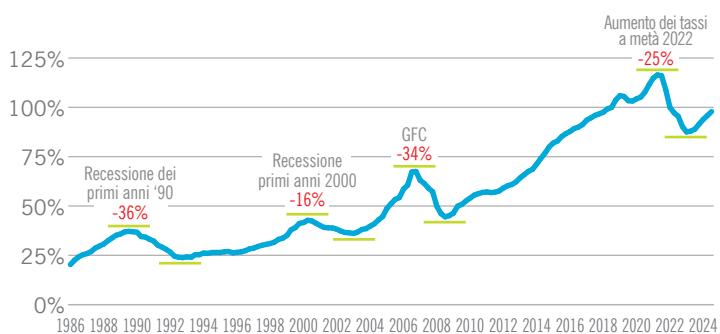
Mentre l'aumento dei tassi privi di rischio dal 2022 ha portato a un aumento dei rendimenti dei prestiti nella maggior parte dei mercati del debito, gli spread creditizi nel debito immobiliare sono rimasti elevati, mentre gli spread nel mercato del credito corporate liquido si sono ridotti. Di conseguenza, i prestiti immobiliari senior offrono ora rendimenti paragonabili, o addirittura superiori, a quelli delle obbligazioni societarie high yield, ma con garanzie collaterali superiori sotto forma di asset fisici e quindi prospettive di recupero.

Dalla metà del 2022, i valori del capitale immobiliare commerciale si sono ridimensionati, riflettendo pressioni sia cicliche che strutturali. Gli asset di pregio in tutta Europa hanno subito una correzione del 20-25% circa, con notevoli divergenze per settore e area

geografica. Il settore degli uffici ha dovuto affrontare difficoltà legate al passaggio al lavoro ibrido e al cambiamento della domanda degli occupanti, ma non si tratta della più grande discesa dai massimi ai minimi della storia. È importante sottolineare che la maggior parte della rivalutazione sembra ormai avvenuta e che in alcuni segmenti stanno emergendo i primi segni di stabilizzazione e persino di ripresa. Con un LTV medio intorno al 55%, la maggior parte degli asset avrà ancora una buona quota di capitale rimanente (equity) e i tassi ICR medi positivi implicano che i mutuatari sono incentivati a mantenere gli impegni di prestito e a mantenere i propri asset.

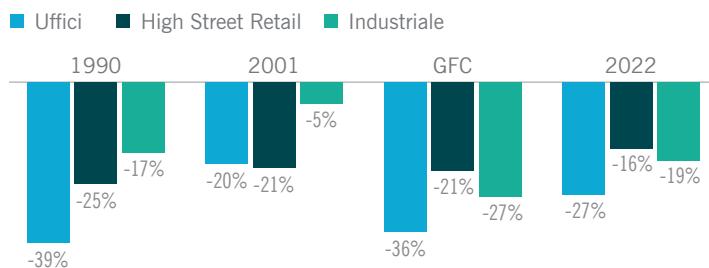
Inoltre, il fatto di avere asset come garanzie implica per il debito immobiliare che i tassi medi di recupero rimangono significativamente più elevati rispetto al mercato del private debt, anche in periodi di forte shock come la crisi finanziaria globale, in cui i rapporti LTV medi erano più elevati e i valori del capitale erano diminuiti del 35% nel settore degli uffici.

Figura 10a: Calo del valore del capitale dai massimi ai minimi



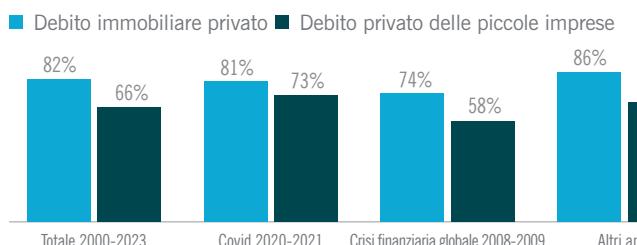
Fonte: CBRE Prime Capital Value Index, settembre 2025

Figura 10b: Variazione storica dai massimi ai minimi del valore del capitale prime europeo



Per i finanziatori, questa correzione crea oggi un punto di ingresso interessante. I nuovi prestiti sono ora strutturati sulla base delle attuali valutazioni più basse, fornendo un sostanziale cuscinetto di capitale.

Figura 11: Tassi di recupero globali



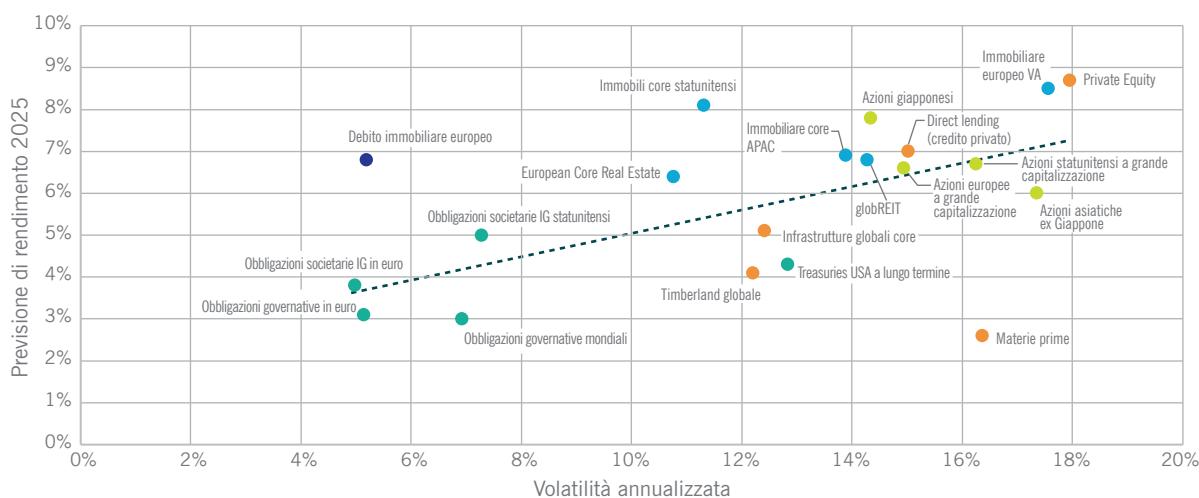
Fonte: dati GCD Bank, luglio 2025

Qualsiasi successiva ripresa dei valori del capitale dovrebbe migliorare ulteriormente la sicurezza di questi prestiti. I nuovi prestiti senior garantiti concessi oggi potrebbero resistere a cali generalizzati del valore del capitale oltre il 50%, superiori a qualsiasi flessione registrata dal 1989, prima di erodere la loro riserva di capitale (equity). Ciò sarà particolarmente interessante per gli investitori preoccupati per le prospettive macroeconomiche e alla ricerca di solidità contro futuri shock.

MINORE VOLATILITÀ, RENDIMENTI SIMILI

I dati dell'MSCI Europe Quarterly Private Real Estate Debt Fund Index mostrano la minore volatilità del debito CRE rispetto ad altri segmenti del mercato immobiliare e ai mercati pubblici e

Figura 12: Stime dei rendimenti e della volatilità degli asset globali



Fonte: Nuveen Research, JPMorgan Long Term Capital Market Assumptions e MSCI Europe Quarterly Private Real Estate Debt Fund Index. Si noti che l'indice MSCI European RE Debt utilizzato si riferisce ai dati relativi al periodo 2020-2024. Le previsioni di rendimento per il 2025 rappresentano la media del periodo 2023-2024. I dati target o altre previsioni contenuti nel presente documento si basano su stime e ipotesi soggettive; se una qualsiasi delle ipotesi utilizzate non dovesse rivelarsi vera, i risultati potrebbero variare in modo sostanziale. I rendimenti passati non sono garanzia di rendimenti futuri. Non è possibile investire in un indice.

privati più ampi, pur offrendo rendimenti simili a quelli delle asset class con un rischio più elevato.

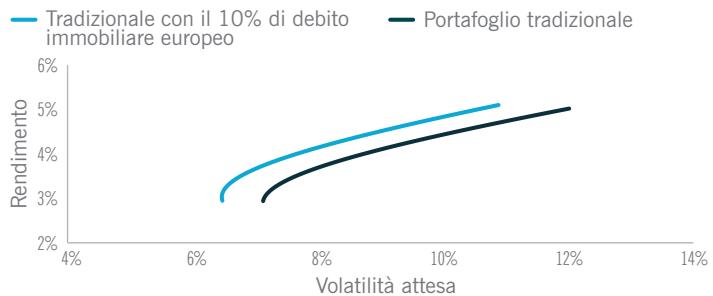
Questa protezione dagli shock è determinata da una serie di fattori, tra cui:

- La posizione degli investitori nel debito CRE all'interno della struttura del capitale, che fornisce una protezione agli investitori in caso di insolvenze.
- I prestiti CRE garantiscono un reddito costante, sostenuto da obbligazioni integrate nelle strutture delle operazioni.
- La natura fisica degli asset immobiliari può offrire una mitigazione del rischio agli investitori nel debito. Allo stesso tempo, la duration più breve di questi prestiti, rispetto ad altri asset obbligazionari, può contribuire a mitigare l'impatto dell'inflazione e delle variazioni dei tassi di interesse.

Questa volatilità inferiore contribuisce a mantenere più bassa la correlazione del debito CRE con il reddito fisso pubblico, offrendo agli investitori un'efficace diversificazione.

La figura 13 mostra l'impatto positivo che gli investimenti in debito CRE possono avere sulla volatilità di un portafoglio di investimento diversificato. Secondo la nostra analisi, allocare il 10% di un portafoglio al debito immobiliare può potenzialmente ridurre il profilo di rischio complessivo di un portafoglio diversificato.

Figura 13: Aggiungere il debito CRE alla frontiera efficiente tradizionale



Fonte: Nuveen Research, l'indice Bloomberg Euro Treasury rappresenta le obbligazioni, l'indice MSCI Europe rappresenta le azioni. Il debito immobiliare è rappresentato dall'indice MSCI Europe Quarterly Private Real Estate Debt Fund.

IL DEBITO IMMOBILIARE TORNA A ESSERE FAVORITO

Mentre i mercati e gli investitori continuano a destreggiarsi tra incertezza e volatilità, la diversificazione offerta dai mercati privati continua ad acquisire importanza. In questo contesto di crescita, il debito CRE è uscito da un periodo difficile e offre condizioni interessanti per gli investimenti.

La correzione delle valutazioni ha creato punti di ingresso interessanti per gli investitori che si avvicinano per la prima volta al debito CRE e per quelli che tornano a considerare questa asset class. Nel frattempo, il debito CRE continua a offrire ai portafogli importanti caratteristiche di mitigazione del rischio, in linea con la sua forte posizione alla base della struttura del capitale.

Le condizioni in cui si trova attualmente il debito CRE stanno creando nuove opportunità per gli investitori che cercano di diversificare ulteriormente la propria esposizione allontanandosi dall'incertezza dei mercati pubblici, lavorando al contempo per diversificare le proprie allocazioni nei mercati privati.

Per ulteriori informazioni, visitare il sito nuveen.com.

Note finali

Fonti

- 1 Basilea III/IV e Basilea Endgame si riferiscono alla serie finale di regolamenti bancari internazionali sviluppati dal Comitato di Basilea per la vigilanza bancaria, completati nel 2017. Queste norme rappresentano il culmine delle riforme post-crisi finanziaria del 2008 e stabiliscono requisiti patrimoniali, coefficienti di leva finanziaria e standard di gestione del rischio più rigorosi per le banche. Il quadro normativo mira a rafforzare la solidità delle banche richiedendo riserve di capitale di qualità superiore e approcci più standardizzati alla misurazione dei rischi di credito, operativi e di mercato..
 - 2 Solvency II è il quadro normativo dell'Unione Europea per le compagnie assicuratrici che stabilisce gli standard di adeguatezza patrimoniale e gestione del rischio. Esso richiede alle compagnie assicuratrici di detenere riserve di capitale sufficienti a coprire i propri rischi e passività, con l'obiettivo di proteggere gli assicurati e garantire la stabilità del settore assicurativo. Il quadro normativo utilizza un approccio basato sul rischio per calcolare i requisiti patrimoniali e pone l'accento sulla governance, la trasparenza e la vigilanza.
 - 3 Lo slotting è un approccio di valutazione del rischio di credito utilizzato dalle banche ai sensi delle normative di Basilea per esposizioni creditizie specializzate in cui è difficile applicare i tradizionali modelli di probabilità di insolvenza. Ciascuno slot corrisponde a specifici coefficienti di ponderazione del rischio utilizzati per il calcolo dei requisiti patrimoniali regolamentari, fornendo un metodo standardizzato per misurare il rischio di credito quando i dati finanziari dettagliati del mutuatario sono limitati o non disponibili.
- Le opinioni e i pareri espressi hanno scopo puramente informativo ed educativo alla data di produzione/redazione e possono cambiare in qualsiasi momento senza preavviso in base a numerosi fattori, quali condizioni di mercato o di altro tipo, sviluppi normativi e regolamentari, rischi e incertezze aggiuntivi, e potrebbero non verificarsi. Il presente materiale può contenere informazioni "previsionali" che non sono di natura puramente storica. Tali informazioni possono includere, tra l'altro, proiezioni, previsioni, stime dei rendimenti di mercato e composizione del portafoglio proposta o prevista. Qualsiasi modifica alle ipotesi formulate nella preparazione del presente materiale potrebbe avere un impatto significativo sulle informazioni qui presentate a titolo esemplificativo. I rendimenti passati non sono garanzia di risultati futuri. Investire comporta dei rischi; è possibile la perdita del capitale.

Informazioni importanti sui rischi

Investire comporta dei rischi; è possibile la perdita del capitale. Gli investimenti immobiliari sono soggetti a vari rischi associati alla proprietà di beni immobiliari, tra cui fluttuazioni del valore degli immobili, spese superiori o redditi inferiori alle aspettative, potenziali problemi ambientali e responsabilità, nonché rischi legati alla locazione degli immobili. Il settore immobiliare è fortemente influenzato dalle recessioni economiche o dalle variazioni dei valori immobiliari, degli affitti, delle imposte sugli immobili, dei tassi di interesse, del trattamento fiscale, delle normative o degli aspetti legali. I prezzi dei titoli azionari possono subire un calo significativo per periodi di tempo brevi o prolungati.

Nuveen Real Estate è una holding di gestione degli investimenti immobiliari di proprietà della Teachers Insurance and Annuity Association of America (TIAA). Tutte le informazioni sono state ottenute da fonti ritenute affidabili, ma la loro accuratezza non è garantita. Non vi è alcuna dichiarazione o garanzia in merito all'accuratezza, all'affidabilità o alla completezza attuali di tali informazioni, né alcuna responsabilità per le decisioni basate su di esse, che non devono essere considerate attendibili in quanto tali.

Le presenti informazioni non costituiscono una ricerca in materia di investimenti ai sensi della MiFID.

Nuveen, LLC fornisce soluzioni di investimento attraverso i propri specialisti in materia.

Nuveen Asset Management, LLC è un consulente di investimento registrato e un'affiliata di Nuveen, LLC.

SOLO PER PROFESSIONISTI FINANZIARI.

NON DESTINATO ALLA DISTRIBUZIONE PUBBLICA E ALL'USO DA PARTE DI INVESTITORI RETAIL.