

**Anna Mazurczak**

Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu

# **WPŁYW KRYZYSU FINANSOWEGO NA DZIAŁALNOŚĆ FUNDUSZY NIERUCHOMOŚCI TYPU REIT W USA**

## **Wprowadzenie**

REIT jest rodzajem zamkniętego funduszu stworzonego po to, aby inwestować w nieruchomości, papiery wartościowe zabezpieczone hipoteką lub w te dwa rodzaje aktywów jednocześnie. REITs można uznać za efektywną strukturę podatkową służącą finansowaniu i zarządzaniu nieruchomościami.

Fundusze nieruchomości typu REITs, jako forma inwestowania na rynku nieruchomości, ze zmiennym natężeniem, ale od ponad 50 lat cieszą się zainteresowaniem inwestorów na rynku amerykańskim. Analizując REITs pod kątem wartości kapitalizacji rynku, należy zauważyć dynamiczny ich wzrost. Na koniec 2010 roku wartość amerykańskiego rynku REITs szacowana była na 390 mld USD, co w porównaniu z 10 mld USD w roku 1994 stanowi niebywały skok. Atuty REITs jako instrumentu wpływającego na poziom dywersyfikacji portfeli inwestycyjnych były niezmiennie podkreślane w opracowaniach i analizach do czasu kryzysu finansowego. Od 2008 roku pojawiają się opinie dotyczące zdolności destabilizujących REITs. Anderson, Boney i Gurguis<sup>1</sup> wykazali, że REITs reagują na gwałtowne zmiany rynkowe blisko dwa razy bardziej, niżeli rynki kapitałowe. Następnie Jian i Anderson<sup>2</sup> podkreślili niestabilność REITs, szczególnie w okresach dużych zawirowań rynku. Test zmienności REITs przeprowadzili także An-

---

<sup>1</sup> R. Anderson, R.V. Boney, H. Guirguis: Monetary Shocks, Volatility Regimes, and Inflation: An Empirical Analysis of REIT Behavior. „Forthcoming, Journal of Real Estate Research” 2010.

<sup>2</sup> Z. Jian, R. Anderson: An Empirical Investigation of Herding Behavior in the U.S. REIT Market. „Journal of Real Estate Finance and Economics” 2011.

derson, Rottke, Zhu i Zietz<sup>3</sup>, wykazując duży wpływ czynników kryzysowych na wyniki REITs. Oczywiście nie kwestionuje się długookresowego pozytywnego wpływu REITs na portfele inwestycyjne inwestorów, a jedynie ich zmienność w warunkach kryzysu.

Ze względu na przedmiot inwestowania wyróżnia się trzy rodzaje funduszy REITs: kapitałowe (*equity*), hipoteczne (*mortgage*) oraz hybrydowe (mieszane). Fundusze kapitałowe są przede wszystkim właścicielem i podmiotem zarządzającym nieruchomościami generującymi dochód. Fundusze hipoteczne nabywają w sposób pośredni lub bezpośredni wierzytelności zabezpieczone hipoteką. Fundusze hybrydowe (mieszane) natomiast są połączeniem dwóch pierwszych rodzajów<sup>4</sup>.

## 1. Funkcjonowanie funduszy nieruchomości typu REIT w Stanach Zjednoczonych

Koncept REITs w USA sięga połowy XIX wieku, kiedy pojawiły się duże zasoby kapitału i jednoczesny wzrost popytu na możliwości zainwestowania go w nieruchomości. Jednak współczesny amerykański rynek funduszy REITs powstał ponad 100 lat później, w momencie wejścia w życie ustawy regulującej ich działalność. 14 września 1960 roku wszedł w życie „REIT Act”, będący częścią pakietu ustaw Cigar Excise Tax Extension<sup>5</sup>. Według Richarda J. Elliota do końca 1965 roku powstało 65 REITs<sup>6</sup>, co potwierdza Peter A. Schulkin, zwracając uwagę na bardzo powolny wzrost wartości kapitalizacji rynku REITs w latach 1963-1968<sup>7</sup>.

W latach 1968-1970 liczba REITs wzrosła z 61 do 161<sup>8</sup>. Dynamiczny rozwój REITs w tym okresie był spowodowany kilkoma podstawowymi czynnikami. Brak kapitału w sektorze firm budowlanych i deweloperskich, spowodowany zmiennymi warunkami kredytowymi oraz rosnącym stopami procentowymi, zachęcał no-

<sup>3</sup> R. Anderson, N. Rottke, B. Zhu, J. Zietz: REITs in Volatile Times: Stabilizing or Not? Working Paper 1108. Dr. P. Philips School of Real Estate, College of Business Administration, Orlando, Florida 2011.

<sup>4</sup> A. Mazurczak: Znaczenie funduszy nieruchomości typu Real Estate Investment Trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce. Praca doktorska. Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2011.

<sup>5</sup> Ibid.

<sup>6</sup> R.J. Elliot Jr.: The rewards and risks in Real Estate Investment Trusts. „Barrons National and Business Financial Weekly” 1965, No. 30.

<sup>7</sup> P.A. Schulkin: Real estate investment trusts. „Financial Analysts Journal” 1971, No. 27.

<sup>8</sup> S. Chan, J. Erickson, K. Wang: Real Estate Investment Trust. Structure, performance and investment opportunities. Oxford University Press, New York 2003.

wych inwestorów. Ze względu na ograniczone możliwości finansowania tej sfery ze strony banków czy też firm ubezpieczeniowych, skłoniło to do tworzenia publicznych REITs zaangażowanych w ten rodzaj projektów inwestycyjnych<sup>9</sup>.

Boom inwestycyjny i budowlany w sektorze projektów deweloperskich oraz jednoczesny rozwój hipotecznych REITs specjalizujących się w finansowaniu tych projektów doprowadziły do nadpodaży na rynku nieruchomości. Jednocześnie rosnące stopy procentowe udzielanych kredytów i wzrost kosztów materiałów budowlanych spowodowały niewypłacalność deweloperów i wiele bankructw. Do początku 1975 roku kredyty zaciągnięte przez REITs w bankach sięgały 11 mld USD, co stanowiło ponad 50% wartości ogółu aktywów rynkowych REITs<sup>10</sup>. Kryzys gospodarczy w latach 70. ubiegłego wieku i jednocześnie pierwszy wyraźny kryzys w działalności REITs stanowił silny bodziec do wprowadzania nowelizacji w ustawodawstwie dotyczącym REITs. W 1974 roku weszła w życie pierwsza znacząca zmiana w opodatkowaniu. Kongres umożliwił funduszom zarządzanie przejmowanymi nieruchomościami przez okres 90 dni, bez groźby utraty uprzywilejowanego statusu podatkowego.

W listopadzie 1976 roku Prezydent Ford podpisał w ramach tzw. reformy podatkowej (*Tax Reform Act* 1976) pierwszy pakiet nowelizacji dotyczących REITs, które umożliwiały powstawanie REIT w formie przedsiębiorstwa działającego na podstawie prawa korporacyjnego. Fundusze mogły także być właścicielami nieruchomości przeznaczonych w krótkim okresie na sprzedaż, pod warunkiem, że ciągle podstawową funkcją była funkcja inwestora, a nie pośrednika. Skutkiem wprowadzonych zmian była zmiana formy prawnej wielu funduszy z REITs na spółkę kapitałową<sup>11</sup>.

Po kryzysie w sektorze REITs przez ponad 10 lat fundusze w minimalnym stopniu stanowiły obszar zainteresowania inwestorów. Do 1982 roku inwestorzy postrzegali REITs jako znacząco niedoszacowane. W celu zwiększenia atrakcyjności względem alternatywnych form inwestowania wprowadzonych zostało kilka istotnych nowelizacji, będących częścią tzw. reformy podatkowej *Tax Reform Act* 1986<sup>12</sup>. Przede wszystkim REITs w pierwszym podatkowym roku działalności zostały zwolnione z zasady minimum 100 udziałowców oraz zasady 5/50. Zwiększyła się także elastyczność zarządca REITs poprzez umożliwienie samodzielnego zarządzania i doradztwa inwestycyjnego oraz zakładania spółek zależnych, mogących prowadzić działalność w zakresie usług związanych z obsługą

<sup>9</sup> A. Mazurczak: Op. cit.

<sup>10</sup> S. Chan, J. Erickson, K. Wang: Op. cit.

<sup>11</sup> A. Mazurczak: Op. cit.

<sup>12</sup> R. Imperiale: *Getting started in Real Estate Investment Trust*. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA 2006.

nieruchomości. Te nowelizacje otworzyły dla REITs nowe możliwości pozyskiwania dochodów<sup>13</sup>. Lata 1989-1991 to okres recesji na rynku nieruchomości, będący skutkiem kryzysu gospodarczego. Nastąpił spadek cen i wyników inwestycyjnych REITs. Fundusze rozpoczęły poszukiwanie nowych źródeł pozyskiwania kapitału, korzystając z tzw. IPOs, czyli pierwszych emisji publicznych.

W latach 1990-1995 nastąpiło ponowne ożywienie rynku, o czym może świadczyć m.in. wartość kapitalizacji REITs z 8,5 mld USD do 56 mld USD. W tym samym czasie aktywa ogółem wzrosły z 44 do 97 mld USD. Ogólna liczba funduszy publicznych wzrosła z 117 na koniec 1990 roku do 223 na koniec 1995 roku<sup>14</sup>. Istotny wpływ na rozwój REITs w latach 90. miało kilka zmian ustawodawczych. Pierwszą nowelizacją z sierpnia 1993 roku był pakiet ustaw podatkowych *Omni-bus Budget Reconciliation Act*, w skład których wchodziła regulacja bezpośrednio dotycząca działalności REITs, a mianowicie zasada *Five Or Fewer*. Drugą istotną zmianą była nowelizacja dotycząca działalności tzw. *umbrella partnership REIT* (tzw. UPREIT)<sup>15</sup>. Trzecią zmianą była rosnąca liczba specjalistycznych funduszy REITs, których portfele opierały się na konkretnym rodzaju nieruchomości, jak mieszkaniowe, biurowe i magazynowe, handlowe, hotelowe i inne.

Źródłem kolejnego pakietu ważnych dla REITs zmian były dwa akty prawne. Pierwszy, z sierpnia 1997 roku, to *REIT Simplification Act* (REITSA), będący częścią *Taxpayer Relief Act* oraz drugi, z grudnia 1999 roku, *REIT Modernization Act* (RMA) jako część pakietu ustaw zwanych *Ticket to Work and Work Incentives Improvement Act*<sup>16</sup>. REITSA umożliwiła funduszom świadczenie swoim najemcom dodatkowych usług związanych z nieruchomościami bez konsekwencji podatkowych. Zarówno REITSA, jak i RMA miały na celu zwiększenie konkurencyjnej pozycji REITs jako właściciela, jak i firmy świadczącej usługi na rynku nieruchomości.

W październiku 2004 roku pakiet ustaw *American Job Creation Act* wyeliminował bariery istniejące dotychczas dla inwestorów zagranicznych. Ponadto wprowadzono kary pieniężne za przekraczanie zasad ustawowych wyznaczających ramy działalności REITs. Zmniejszyło to istotnie ryzyko inwestowania w ten sektor. Z kolei *REIT Investment and Diversification Act* (RIDEA) z czerwca 2008 roku umożliwił REITs bardziej efektywne kupowanie i sprzedawanie aktywów, zwiększył rozmiary TRS (*Taxable REIT Subsidiary*) oraz umożliwił REITs inwestują-

<sup>13</sup> M. Gordon: *The complete guide to Real Estate Investment Trusts*. Atlantic Publishing Group, Inc. Ocala, Florida 2008.

<sup>14</sup> Ibid.

<sup>15</sup> G. Menna: *The UPREIT structure after two years: Where do we go from here?* Washington D.C., Nareit 1998.

<sup>16</sup> R. Imperiale: *Op. cit.*

cym w nieruchomości związane z opieką zdrowotną korzystanie z TRS na takich samych warunkach, jak REITs specjalizujące się w inwestycjach hotelowych.

Zmiany w formie prawnej, organizacyjnej oraz opodatkowaniu, które zachodziły w sektorze REITs w ciągu ponad pół wieku, miały zarówno pozytywny, jak i negatywny wpływ na jego rozwój. Pomimo ewolucji, jaką przeszły od lat 60. ubiegłego wieku, podstawowa funkcja pozostała niezmienna. Z jednej strony popyt na prawie nieograniczone zasoby publicznego kapitału inwestycyjnego, z drugiej poszukiwanie przez zarówno mniejszych – indywidualnych, jak i większych – instytucjonalnych inwestorów płynnej i stabilnej formy inwestowania na rynku nieruchomości, to główne przesłanki sukcesu REITs.

## 2. Określenie przyczyn i skutków kryzysu finansowego w USA

Źródłem kryzysu finansowego na rynku amerykańskim, a w konsekwencji na globalnych rynkach finansowych, jest kryzys rynku kredytów hipotecznych typu subprime (*subprime mortgage*), który stał się faktem w połowie 2007 roku. Kredyty typu *subprime* to kredyty charakteryzujące się wysokim ryzykiem spłaty, wynikającym z niewystarczającej zdolności regulowania zobowiązań przez kredytobiorców. Kredyty *subprime* stały się podstawowym elementem procesu sekurytyzacji i zabezpieczeniem obligacji sekurytyzowanych, sprzedawanych w celach inwestycyjnych i spekulacyjnych przez wszystkie, nawet największe instytucje finansowe w USA i Europie.

Źródłem kryzysu finansowego należy szukać w obniżaniu kryteriów przy udzielaniu kredytów na zakup nieruchomości, co umożliwiło dostęp do finansowania zakupu nieruchomości nawet przez osoby mniej zamożne, bez zdolności spłaty kredytów, bez stałego źródła dochodów. Konsekwencją był ciągle rosący popyt na nieruchomości, a tym samym wzrost ich cen. Początków kryzysu należy poszukiwać już na początku roku 2000, kiedy Fed obniżył stopy procentowe z 6,5% w połowie 2000 roku do 1% w czerwcu 2003 roku. Zachęciło to do zaciągania kredytów hipotecznych, a banki oraz inne instytucje finansowe bez najmniejszych oporów takich kredytów udzielały. W tym samym czasie rozwijał się rynek tzw. MBS (*Mortgage Backed Securities*), umożliwiających pozyskiwanie środków na kolejne kredyty hipoteczne. Instytucje finansowe popierały swoje decyzje optymistycznymi sygnałami z rynku nieruchomości, na którym ceny wzrastały systematycznie od 1997 roku. Nieograniczony prawie popyt na finansowanie zakupów nieruchomości oraz wątpliwe zasady udzielania tego finansowania przez banki doprowadziły do kryzysu.

Problemy w regulowaniu zobowiązań kredytowych masowo zaczęły się pojawiać pod koniec 2006 roku, kiedy stopy procentowe podniesiono do poziomu 5,25% (Fed od połowy 2003 roku do czerwca 2006 roku podniósł stopy o 4,25 pkt procentowego). Wyraźnie spadł zarówno popyt, jak i ceny na rynku nieruchomości. W okresie od początku 2006 do połowy 2007 roku ceny nieruchomości spadły tak znacznie, że amerykańska bańka ostatecznie pękła, a skutki tego zaczęły rozprzestrzeniać się na cały świat. Coś, co początkowo wydawało się kryzysem na rynku nieruchomości w USA, okazało się wkrótce ogólnoswiatowym problemem.

Najbardziej zmiennym sygnałem kryzysu było ogłoszenie upadłości czwartego co do wielkości banku inwestycyjnego Lehman Brothers 15 września 2008 roku. Następstwem tego zdarzenia oraz zagrożenia upadłością kolejnych amerykańskich i europejskich banków była utrata zaufania i brak pewności na międzynarodowych rynkach finansowych<sup>17</sup>. Amerykański kryzys hipoteczny, ze względu na duży stopień udziału światowych instytucji finansowych w procesie sekurytyzacji, przeniósł się na cały świat.

### **3. Ocena wpływu kryzysu finansowego na wyniki inwestycyjne funkcjonowania funduszy REIT w latach 2006-2012**

W celu zobrazowania zjawisk, jakie zachodziły na amerykańskim rynku funduszy nieruchomości typu REIT w czasie kryzysu finansowego, analizie porównawczej zostały poddane wartości indeksów rynku funduszy w Stanach Zjednoczonych publikowane przez NAREIT<sup>18</sup> oraz wybrane benchmarki (punkty odniesienia) rynku nieruchomości i rynku akcji. Ocena efektywności inwestycji w fundusze REITs wymagała przede wszystkim odpowiedniego wyselekcjonowania indeksów.

Dobór indeksów rynku nieruchomości podyktowany był przede wszystkim podstawowym instrumentem dla rynku pochodnego, jakimi są fundusze REITs, ale także zdeterminowany przez możliwie kompleksową informację o zjawiskach zachodzących na rynku nieruchomości komercyjnych oraz mieszkaniowych.

<sup>17</sup> J. Bullard: Three funerals and wedding. „Federal Reserve Bank of St. Luis Review” 1991.

<sup>18</sup> NAREIT (the National Association of Real Estate Investment Trusts) – międzynarodowe stowarzyszenie zrzeszające i reprezentujące REITs oraz inne spółki nieruchomościowe działające na terenie USA. Członkami stowarzyszenia są REITs oraz inne spółki akcyjne, które są właścicielami nieruchomości przynoszących dochód oraz spółki czy też osoby indywidualne, które stanowią warstwę doradczą, zarządczą oraz analityczną REITs.

Analiza wykorzystywanych w praktyce indeksów rynku nieruchomości pozwala na sklasyfikowanie ich według następujących kryteriów<sup>19</sup>:

- typ nieruchomości, dla jakich konstruowany jest indeks (np. mieszkalne, biurowe, przemysłowe),
- rodzaj danych stosowanych w indeksie (np. ceny transakcyjne na rynku nieruchomości, wartości uzyskiwane z wycen nieruchomości),
- rodzaj dochodów z tytułu nieruchomości uwzględnianych w indeksie.

Biorąc pod uwagę specyfikę portfeli nieruchomości większości funduszy REITs w ujęciu rodzajowym, za najbardziej adekwatne odnośniki można uznać indeksy dla dwóch rynków: mieszkaniowego i komercyjnego. Wśród indeksów występujących na rynku amerykańskim wybrano dwa indeksy według kryterium typu nieruchomości, dla jakich są konstruowane. Dla rynku mieszkaniowego konstruowany jest indeks Standard and Poor's/Case and Shiller Home Price Indices<sup>20</sup>. Jest to grupa 20 indeksów mieszkalnych, publikowanych miesięcznie i wyznaczanych za pomocą metody powtarzalnych transakcji. The S&P/Case-Shiller Home Price Indices jest wiodącą miarą zjawisk występujących na rynku mieszkaniowym, uwzględniającą wartość nieruchomości mieszkalnych zarówno w ujęciu ogólnokrajowym, jak i w 20 największych regionach metropolitarnych. Obliczenia i publikacje są prowadzone przez firmę Fiserv, Inc. Na koniec 2012 roku obliczane były indeksy dla:

- 10 metropolii (S&P/Case-Shiller 10-City Composites),
- 20 metropolii (S&P/Case-Shiller 20-City Composites),
- całego kraju (S&P U.S. National Home Price Index).

Metodologia obliczania wartości indeksów opiera się na obserwacji zmian cen domów jednorodzinnych w USA. Podstawowym parametrem używanym przy kalkulacji indeksu jest zmiana cen takiego samego rodzaju domów jednorodzinnych. Punktem wyjścia jest wyznaczenie indeksów dla poszczególnych metropolii, a następnie, uwzględniając odpowiednie wagi przypisane metropoliom, oblicza się indeks syntetyczny. Drugim indeksem konstruowanym dla nieruchomości komercyjnych (biurowych, handlowych, magazynowych) jest indeks Moody's/RCA CPPI Index (Real Commercial Property Index)<sup>21</sup>. Obejmuje on podstawowe segmenty nieruchomości komercyjnych na obszarach metropolitarnych i uwzględnia zmiany cen metodą regresji hedonicznej. CPPI jest jednym z podstawowych benchmarków na amerykańskim rynku nieruchomości komercyjnych. Do analizy

<sup>19</sup> K. Jajuga: Indeksy rynku nieruchomości. W: Współczesna bankowość hipoteczna. Red. A. Szelałowska. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2010.

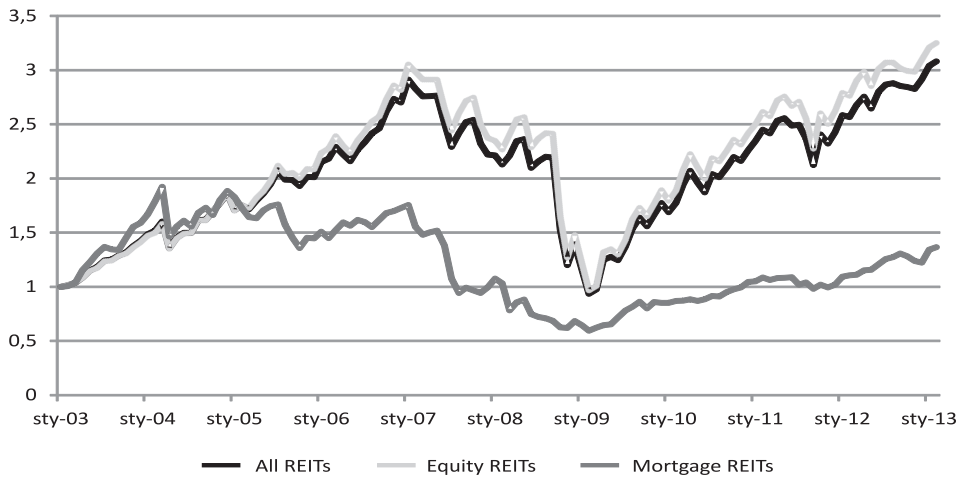
<sup>20</sup> Źródło danych: Standard & Poor's Financial Services LLC, [www.standardpoors.com](http://www.standardpoors.com).

<sup>21</sup> Źródło danych: Moody's Investor Service, [www.moody.com](http://www.moody.com).

włączono także indeks nieruchomości mieszkaniowych CPPI Apartment jako odniesienie do zmian zachodzących w ramach rynku mieszkaniowego.

Analiza obejmuje okres od stycznia 2003 roku do stycznia 2013 roku, a odniesienie wyników REITs do rynku kapitałowego obejmuje następnie okres od stycznia 2007 (początek kryzysu *subprime*) do stycznia 2013 roku.

Rys. 1 pokazuje, że w okresie od stycznia 2003 roku do stycznia 2007 roku wszystkie indeksy REITs systematycznie wzrastały, a indeks Equity zanotował wzrost o ponad 200%. Należy zauważyć, że indeks ten zachowuje się bardzo podobnie, jak indeks całego rynku REITs.



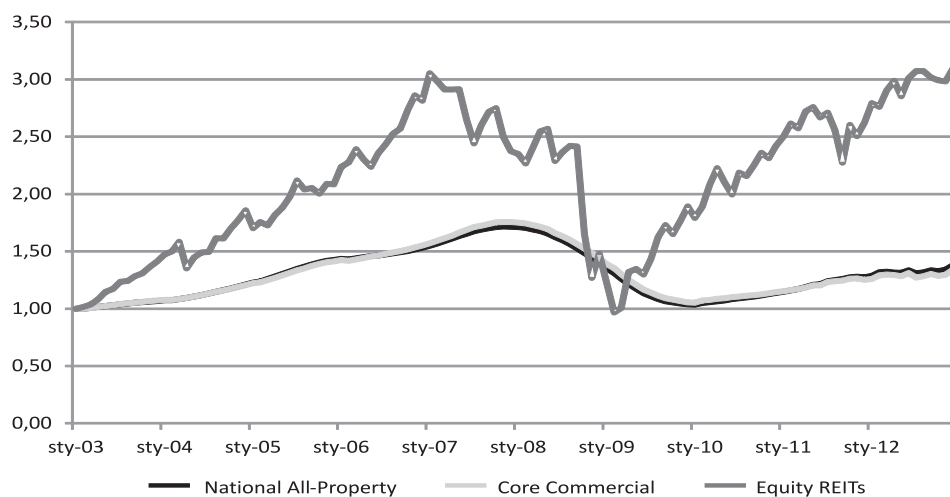
Rys. 1. Wartość indeksów REIT w latach 2003-2013

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych National Association of Real Estate Investment Trust (NAREIT).

Inaczej zachowywał się indeks Mortgage REITs, który w tym samym okresie nie zanotował tak spektakularnych wzrostów, osiągając jedynie w kwietniu 2004 roku wzrost na poziomie 92% w stosunku do bazowego stycznia 2003 roku. Późniejsze wyniki były już zdecydowanie słabsze i utrzymywały się na poziomie 40-60%. 2007 rok to moment wyraźnego załamania zarówno w przypadku Equity, jak i Mortgage. Warto jednak zaznaczyć, że dynamika tych zmian jest o wiele większa w przypadku funduszy kapitałowych aniżeli hipotecznych. W lutym 2009 roku indeks Mortgage zanotował blisko 41% spadku wartości w stosunku do początku okresu analizy i 133% spadku w odniesieniu do najwyższego poziomu z tego okresu. Fundusze Equity natomiast odnotowały jedynie kilkuprocentowe spadki w stosunku do stycznia 2003 roku, ale aż ponad 200% w odniesieniu do najwyższej wartości z 2007 roku.



Odnosząc wyniki indeksów REITs do ich aktywów bazowych, wykorzystując CPPI National – All Property Index oraz Core Commercial Index można zaobserwować, po pierwsze, większą zmienność wyników w przypadku indeksów REITs, aniżeli indeksów aktywów bazowych, po drugie, o wiele mniejsze wskaźniki wzrostu w przypadku nieruchomości komercyjnych (rys. 2).



Rys. 2. Wartość indeksów REIT oraz indeksów rynku nieruchomości komercyjnych w latach 2003-2012

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych National Association of Real Estate Investment Trust (NA-REIT) oraz Moody's Investor Service.

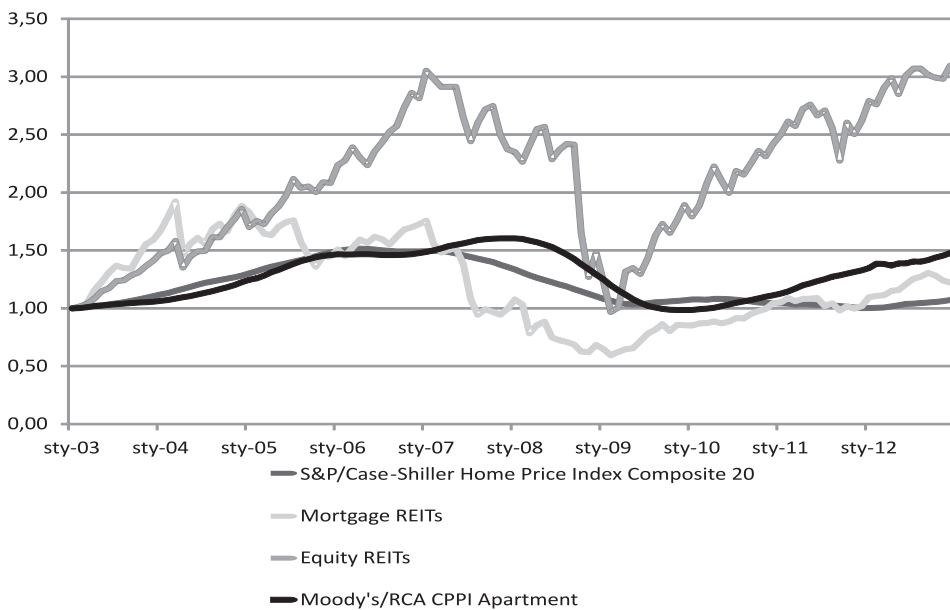
W okresie od stycznia 2003 roku do stycznia 2007 roku nieruchomości zdrożały o blisko 55% (ponad 200% Equity REITs). Jednakże po momencie największego załamania rynku na przełomie 2008 i 2009 roku dynamika tego załamania była o wiele większa w przypadku REITs, które staniały do wartości poniżej tej z okresu bazowego, a aktywa bazowe były ciągle o około 5% droższe.

Rys. 2 pokazuje, jak bardzo zmienne w okresie kryzysu mogą być inwestycje w REITs w porównaniu do wyników ich aktywów bazowych. Niewątpliwie duże zyski osiągnięte w okresach dobrej koniunktury zarówno na rynku nieruchomości komercyjnych, jak i na rynku instrumentów pochodnych do czasów kryzysu w 2007 roku mogły zachęcać inwestorów, jednak zmiany, jakie zaszły od tego momentu, stanowią czynnik mogący negatywnie wpływać na decyzje inwestycyjne.

Podobne wyniki zaobserwować można w przypadku indeksów rynku mieszkaniowego, które najlepiej obrazują zachowania rynku będącego źródłem kryzy-

su. Rys. 3 pokazuje analogiczne do rynku komercyjnego zachowanie indeksów mieszkaniowych w stosunku do REITs. W okresie od stycznia 2003 roku do początku kryzysu w 2007 roku ceny nieruchomości mieszkaniowych wzrosły o blisko 52%, w momencie gdy REITs odnotowywały wzrosty o ponad 200%. Jednak recesja spowodowała gwałtowne spadki REITs, które na przełomie 2008 i 2009 roku osiągnęły wartości ujemne w stosunku do roku bazowego. Również zmienność REITs w porównaniu do rynku mieszkaniowego jest zdecydowanie większa. Co ciekawe, REITs jako instrumenty reprezentujące rynek nieruchomości odznaczają się z jednej strony podobnymi zachowaniami co rynek, ale z drugiej strony zachowania te charakteryzują się zdecydowanie większym natężeniem.

Uzupełniając analizę o indeksy REITs hipotecznych, widać o wiele większe podobieństwo do sektora nieruchomości mieszkaniowych, aniżeli w przypadku funduszy hipotecznych. Jednak i w tym przypadku reakcja na kryzys była intensywniejsza i spowodowała blisko 50-proc. spadki w stosunku do roku 2003.

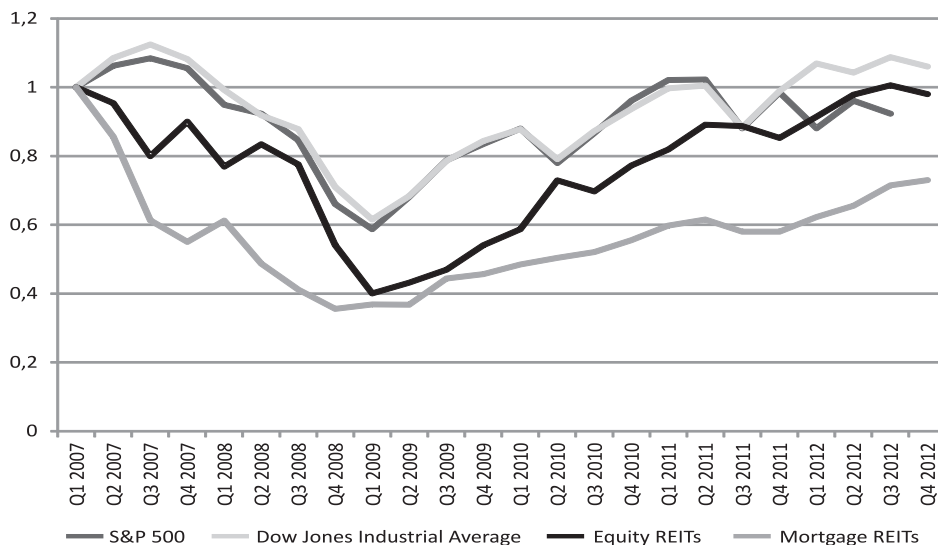


Rys. 3. Wartość indeksów REIT oraz indeksów rynku nieruchomości mieszkaniowych w latach 2003-2012

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych National Association of Real Estate Investment Trust (NA-REIT) oraz Standard & Poor's Financial Services LLC.

Ocena zachowania REITs na tle instrumentów rynku kapitałowego wymaga porównania indeksów REIT z podstawowymi benchmarkami rynku kapitałowe-

go, jakimi są indeksy S&P 500<sup>22</sup> oraz Dow Jones Industrial Average<sup>23</sup>. Ocenę zachowania tych instrumentów w okresie kryzysu finansowego przedstawia rys. 4.



Rys. 4. Wartość indeksów REIT oraz indeksów rynku kapitałowego w okresie kryzysu finansowego w latach 2007-2012

Źródło: Opracowanie własne na podstawie danych National Association of Real Estate Investment Trust (NAREIT), Standard & Poor's Financial Services LLC oraz Dow Jones Industrial.

Analizując powiązania REITs z rynkiem kapitałowym można dostrzec, iż mimo lepszych rezultatów osiągniętych w historii notowań przez REITs, kryzys finansowy wpłynął niekorzystnie na wyniki indeksów funduszy. Od stycznia 2007 roku dwa indeksy rynku kapitałowego zanotowały spadki o odpowiednio 48% i 42%. REITs w tym samym czasie straciły na wartości 68% w przypadku hipotecznych oraz 66% w przypadku akcyjnych. Zatem reakcja na kryzys finansowy była zdecydowanie większa w przypadku wyników REITs, aniżeli innych podstawowych wskaźników instrumentów rynku kapitałowego.

<sup>22</sup> S&P 500 jest indeksem, w skład którego wchodzi 500 firm o największej kapitalizacji, notowanych na New York Stock Exchange i NASDAQ; są to głównie firmy amerykańskie. Indeks ten jest najbardziej znanym wskaźnikiem zarządzanym przez Standard & Poor's, oddział McGraw-Hill. Źródło danych: [www.standardandpoors.com](http://www.standardandpoors.com).

<sup>23</sup> Dow Jones Industrial Average (DJIA) to drugi z najważniejszych indeksów akcji spółek notowanych na Giełdzie Papierów Wartościowych w Nowym Jorku (New York Stock Exchange) i NASDAQ. Indeks Dow Jones jest najstarszym działającym indeksem akcji w Stanach Zjednoczonych. Obecnie składa się on z 30 największych amerykańskich przedsiębiorstw. Źródło danych: [www.dowjones.com](http://www.dowjones.com).

## Podsumowanie

Niewątpliwie kryzys finansowy jako czynnik oddziałujący na kształtowanie się indeksów REITs stanowi dowód dużej zmienności wyników funduszy w warunkach niestabilności gospodarczej. REITs reagują na zmiany rynkowe bardziej niż sam rynek nieruchomości i również bardziej niż rynek akcji. Oczywiście nie oznacza to, że długookresowy wpływ REITs na portfele inwestycyjne inwestorów jest ciągle pozytywny. Ich zmienność w warunkach kryzysu powinna być jednak czynnikiem istotnym dla inwestorów.

Przeprowadzona na podstawie amerykańskiego rynku analiza działalności funduszy typu REITs w czasach kryzysu finansowego dowodzi, że atrakcyjność funduszy REITs jest o wiele mniejsza, jeżeli brać pod uwagę dynamikę zmian zachodzących pod wpływem czynników zewnętrznych, do jakich można zaliczyć głęboką recesję. Wyniki działalności obrazowane indeksami funduszy w porównaniu do wyników rynku nieruchomości i rynku akcji wskazują na zdecydowanie większe ryzyko spadków cen REITs w czasach zawirowań finansowych.

Powyższa analiza wskazuje na bardzo dynamiczne spadki notowane przez fundusze REITs w czasach kryzysu finansowego, przy słabszej reakcji rynku akcji czy też samego rynku nieruchomości. Niezaprzeczalnie w czasach dobrej koniunktury na rynku zyskowność REITs może kilkakrotnie nawet przewyższać analizowane indeksy, jednak ich zachowanie w ostatnich latach wskazuje na konieczność bardziej krytycznego podejścia do tych instrumentów, łączących w sobie atrybuty dwóch rynków – kapitałowego i nieruchomości.

## Literatura

- Anderson R., Rottke N., Zhu B., Zietz J.: REITs in Volatile Times: Stabilizing or Not?, Working Paper 1108, Dr. P. Philips School of Real Estate, College of Business Administration, Orlando, Florida 2011.
- Anderson, R.V. Boney, Guirguis H.: Monetary Shocks, Volatility Regimes, and Inflation: An Empirical Analysis of REIT Behavior. „Forthcoming, Journal of Real Estate Research” 2010.
- Brown G.: Property Investment and the Capital Markets. Spoon, New Zealand 2009.
- Bullard J.: Three funerals and wedding. „Federal Reserve Bank of St. Luis Review” 1991.
- Chan S., Erickson J., Wang K.: Real Estate Investment Trust. Structure, performance and investment opportunities. Oxford University Press, New York 2003.

- Elliot R.J. Jr.: The rewards and risks in Real Estate Investment Trusts. „Barrons National and Business Financial Weekly” 1965, No. 30.
- Gordon M.: The complete guide to Real Estate Investment Trusts. Atlantic Publishing Group, Inc. Ocala, Florida 2008.
- Imperiale R.: Getting started in Real Estate Investment Trust. John Wiley & Sons, Inc., New Jersey, USA 2006.
- Jajuga K.: Indeksy rynku nieruchomości. W: Współczesna bankowość hipoteczna. Red. A. Szelągowska. Wydawnictwo CeDeWu, Warszawa 2010.
- Jian Z., Anderson R.: An Empirical Investigation of Herding Behavior in the U.S. REIT Market. „Journal of Real Estate Finance and Economics” 2011.
- Mazurczak A.: Znaczenie funduszy nieruchomości typu Real Estate Investment Trust (REITs) w rozwoju rynku nieruchomości w Polsce. Praca doktorska. Uniwersytet Ekonomiczny w Poznaniu, Poznań 2011.
- Menna G.: The UPREIT structure after two years: Where do we go from here? Washington D.C., Nareit, USA 1998
- Schulkin P.A.: Real estate investment trusts. „Financial Analysts Journal” 1971, No. 27.

## THE ASSESSMENT OF THE IMPACT OF THE FINANCIAL CRISIS TO THE REITs MARKET IN THE USA

### Summary

Financial crisis on global markets, initiated in the USA, is regarded as one of the most characteristic phenomena in the contemporary global economy. Effects of the crisis visible in activity of Real Estate Investment Trust (REIT) evaluations of the changeability of the REITs market constitute a point of departure in comparing to the share market real estate market. In the study the author is making the assessment of the impact of the financial crisis to the REITs market in the USA, as the instrument combining features of both the capital market and the real estate market. Values of basic share indices of the American capital market, the real estate market and indices market of REITs funds in years 2007-2012 were compared. Analysis results will show that REITs in conditions of an economic crisis can be destabilizing instrument and being characterized by a highest risk. Determining investment attraction of the REITs funds constitutes the summary of results achieved in the recessionary period.