



## Niedowartościowane amerykańskie REIT-y i optymistyczne prognozy na przyszłość

Oceniając atrakcyjność inwestowania w różne klasy aktywów należy brać pod uwagę wiele wskaźników, które odpowiednio interpretowane, mogą dobrze sygnalizować przyszłe trendy rynkowe dla tych aktywów. Takim wskaźnikiem w sektorze REIT-ów amerykańskich jest różnica pomiędzy średnią stopą dywidendy z US-REITs, a średnią rentownością obligacji korporacyjnych spółek amerykańskich.

Historycznie, w USA, średnia rentowność rynkowa obligacji korporacyjnych posiadających rating inwestycyjny Baa, zwykle przewyższała średnią stopę dywidendy US-REITs, a różnica ta, zazwyczaj wynosiła około 130 punktów bazowych (bps). Natomiast, w połowie kwietnia 2018 roku *spread* między rentownością obu tych klas aktywów zmalał zaledwie do poziomu 38 punktów bazowych.

Jak należy interpretować to zjawisko? Co to oznacza?

Historycznie, gdy rentowność dywidend wypłacanych przez amerykańskie REIT-y była wyższa niż rentowności innych inwestycji dochodowych, było to zazwyczaj oznaką niedowartościowania REIT-ów i tego, że – prawdopodobnie – w najbliższych kilku latach - osiągną wysokie stopy zwrotu w porównaniu z innymi inwestycjami. Tak było w USA we wczesnych latach 90-tych (czyli od początku okresu tzw. "nowoczesnej ery US - REITs"); kiedy *spread* wynosił nie więcej jak 50 punktów bazowych, to w okresie następnych trzech lat, całkowita stopa zwrotu inwestycji w REIT-y osiągnęła 18,8 % średniorocznie i przewyższyła szeroki rynek akcji średnio o 11,1 punktów procentowych rocznie.

W okresie współczesnej epoki REIT-ów (tj. od początku lat 90-tych XX w.), stopy procentowe ogólnie spadały, podobnie jak rentowności obligacji korporacyjnych Baa: o ile na początku rentowność tych papierów była wyższa niż 10% średniorocznie, to w ostatnich latach rentowność tych obligacji systematycznie obniżyła się i dziś jest niższa niż 5% (wykres 1).

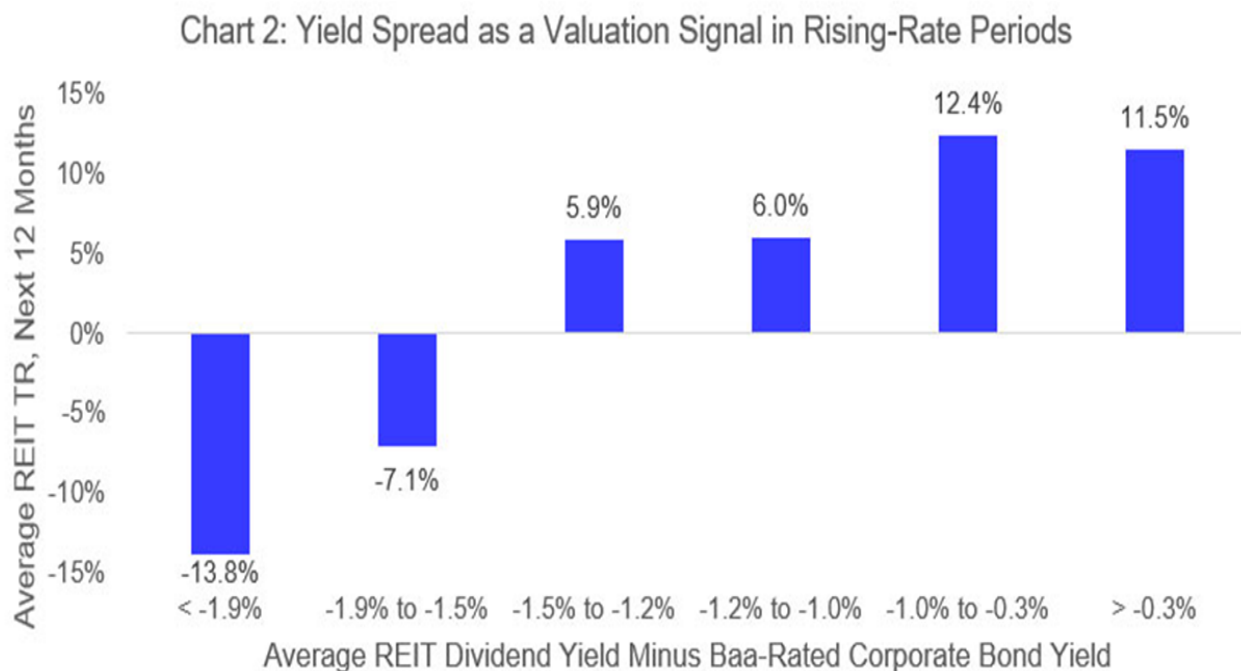
Chart 1: Baa-Rated Corporate Bond Yields during the "Modern REIT Era"



Źródło: B.Case, kwiecień 2018, NAREIT

Jak widać na wykresie 1 - było wiele okresów - z których, wiele było relatywnie długich – podczas, których stopy procentowe rosły, mimo że trend długoterminowy był spadkowy. Można wykorzystać te okresy, aby zdiagnozować, w jaki sposób wzrost stóp procentowych może wpłynąć na stopy zwrotu z REIT-ów w przyszłości. Pojawia się więc pytanie, jak zachowywać się będą REIT-y amerykańskie w okresie zmieniających się rentowności i podwyższanych stóp procentowych?

Przed podjęciem próby odpowiedzi na to pytanie, ważne, aby pamiętać o fundamentalnych zjawiskach związanych z gospodarką w okresie podwyższonych stóp procentowych: gdy oprocentowanie z powodu poprawiających się warunków makroekonomicznych rośnie, inwestorzy na rynku nieruchomości czerpią korzyści z rosnącego obłożenia i wzrostu czynszów i dochodów z najmów, a tym samym rosną wyceny nieruchomości; ponadto, kredytobiorcy, którzy używają głównie długu o stałym oprocentowaniu - na przykład REIT-y – odnoszą korzyści ze spadku wartości rynkowej ich zadłużenia udzielanych wg stałej stopy procentowej gdy rynkowe stopy procentowe rosną.

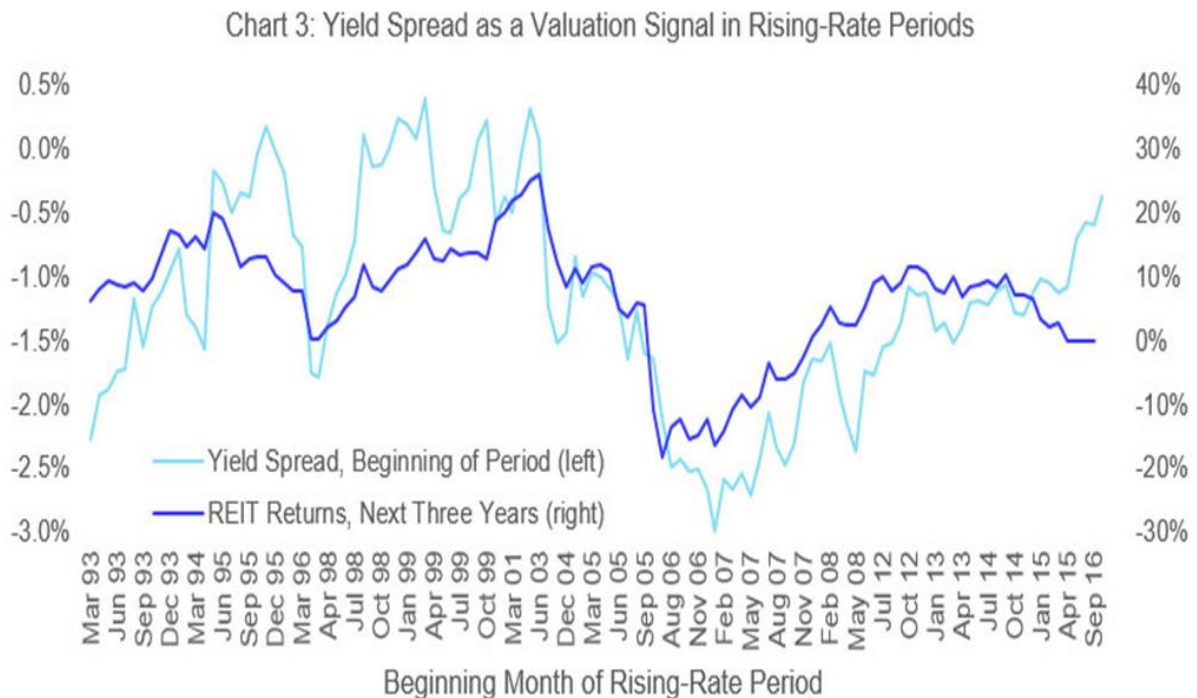


Źródło: B.Case, kwiecień 2018, NAREIT

Mając te konceptualne podstawy, możemy przyjrzeć się historycznym danym dotyczącym *spreadów* rentowności, szczególnie w okresach rosnących stóp procentowych. Aby to zrobić, można zacząć od danych na temat *spreadów* rentowności pomiędzy obiema klasami aktywów na koniec miesiąca, przy czym *spread* został zdefiniowany jest jako średnia, całkowita rentowność obligacji korporacyjnych o ratingu Baa minus średni dochód z dywidend z US-REIT-ów (reprezentowanych przez indeks *REIT FTSE Nareit All Equity*). Następnie, można zidentyfikować okresy "rosnących" i "spadających" stóp procentowych zgodnie z tym, czy kupon z obligacji korporacyjnych Baa był wyższy lub niższy w okresie przyszłych 12 miesięcy. Taki *spread* może zostać potraktowany jako dobry sygnał kupna / sprzedaży (wykres 2).

Okazuje się, że kiedy stopa dywidendy REIT-ów jest wyższa niż kupon (rentowności) obligacji, to zazwyczaj jest to dobry sygnał niedowartościowania REIT-ów i prawdopodobnie, ta klasa aktywów osiągnie relatywnie lepsze wyniki w przyszłości. Ta ogólna zasada utrzymywała się historycznie, nawet w okresach podwyższonych stóp procentowych: gdy *spread* rentowności wynosił nie więcej jak 30 punktów bazowych (w tym w tych rzadkich czasach, gdy stopy dywidendy REIT-ów były faktycznie wyższe niż średni kupon obligacji korporacyjnych) oraz zyski z obligacji przedsiębiorstw wzrosły w przyszłym roku, to całkowita stopa zwrotu z szerokiego rynku amerykańskich REIT-ów w okresie najbliższego roku powinna była osiągnąć poziom średnio 11,5% (wykres 2).

Natomiast, na wykresie 3 pokazano wyniki modelu prognostycznego opartego o wyniki analizy regresji rozpiętości stopy zysku w okresie początkowym z przyszłą prognozowaną stopą zwrotu amerykańskich REIT-ów (dane historyczne najlepiej pasują do modelu regresji trzyletniej, bowiem wskaźnik R-kwadrat jest wysoki i wynosi  $R^2 = 62\%$ , co oznacza relatywnie wysoką jakość modelu) (wykres 3).



Źródło: B. Case, kwiecień 2018, NAREIT

Zgodnie z modelem, jeżeli historyczne tendencje utrzymają się w przyszłości oraz jeśli wzrosną rentowności obligacji przedsiębiorstw, to *spread* na poziomie 38 punktów bazowych z jakim mieliśmy do czynienia 23 kwietnia 2018 roku, powinien być bardzo dobrym sygnałem prognostycznym dla sektora REIT-ów: w kolejnych trzech latach przewidywana całkowita stopa zwrotu powinna osiągnąć poziom 14,2% rocznie. Dodatkowo, jeśli historyczne wzorce będą nadal się utrzymywać oraz jeśli dochody z obligacji przedsiębiorstw wzrosną, to w ciągu następnych trzech lat przewidywana całkowita stopa zwrotu z REIT - ów amerykańskich powinna być wyższa o 4,1 punktu procentowego rocznie od całkowitej stopy zwrotu z szerokiego rynku akcji największych spółek amerykańskich reprezentowanych przez indeks Russell 3000.

A co będzie jeśli stopy procentowe nie wzrosną? Wyniki będą jeszcze lepsze. Na podstawie tego samego modelu regresji, ale zastosowanego do okresów o spadającym oprocentowaniu,

a nie do okresów wzrostu, można postawić tezę, że obecny *spread* w wysokości 38 punktów bazowych oznacza, że całkowita stopa zwrotu z US-REITs powinna osiągnąć ok. 22 procent rocznie w ciągu najbliższych trzech lat i przewyższy stopę zwrotu z szerokiego rynku akcji o 10,9 punktu procentowego rocznie, pod warunkiem, że stopy procentowe raczej spadną niż wzrosną, co jednak dziś, wydaje się być mało prawdopodobne.

**Najważniejszym wnioskiem z prezentowanego badania jest to, że obecna bardzo niska różnica w rentownościach pomiędzy średnią stopą dywidendy REIT-ów amerykańskich, a rentownością obligacji korporacyjnych firm amerykańskich (o ratingu Baa) historycznie, była bardzo sygnałem zwiastującym przyszłe, wysokie całkowite zyski z inwestycji w amerykańskie REIT-y, niezależnie od tego, czy stopy procentowe pójdą w górę, czy w dół. Zapowiada się więc dobry, kilkuletni okres dla REIT-ów w USA!**

Opracował: dr. Grzegorz Mizerski, na podstawie dr. B. Case, *REITs Look Undervalued, Regardless of the Interest Rate Environment*, 4/26/2018, NAREIT.