

BIENES INMOBILIARIOS COTIZADOS: LOS REAJUSTES DE PRECIOS IMPULSAN UNA PERSPECTIVA MÁS OPTIMISTA PARA 2023

El Equipo de Renta variable inmobiliaria global analiza las oportunidades que ofrece ahora el sector inmobiliario cotizado y los aspectos clave que deben tener en cuenta los inversores durante el próximo año.

El año pasado por estas fechas escribimos que 2021 fue un año de alivio en vista de lo que había pasado en 2020. Pero ese alivio no duró mucho, ya que los "badenes" previstos resultaron ser un enorme obstáculo en forma de inflación, que ha sido difícil de sortear para los mercados.

El 2022 tiene visos de ser el peor año en más de dos siglos para la rentabilidad de la deuda pública estadounidense a 10 años.¹ La renta variable suele proporcionar un contrapeso al deterioro de los mercados de renta fija, pero no ha sido así en esta ocasión. El índice MSCI World pierde un 16 % en el momento de escribir esto, lo que constituye la peor rentabilidad anualizada en el año hasta la fecha para una cartera mixta 60/40 en cien años.²

En realidad, no ha habido ningún lugar donde esconderse: la renta variable inmobiliaria tampoco se ha librado. Aunque históricamente los REIT cotizados han demostrado que *pueden* comportarse bien en periodos de aumento de la inflación, no ha ocurrido así en 2022. Los fondos de inversión inmobiliaria globales (o REIT, medidos por el índice FTSE EPRA Nareit Developed Total Returns) se devaluaron casi un 24%.³ Sin embargo, lo que ha cogido desprevenidos a la mayoría de inversores ha sido la magnitud y persistencia de la inflación, junto con la respuesta de la Reserva Federal estadounidense, al aumentar los tipos al ritmo más rápido desde 1988-89.⁴

¿Qué implican las valoraciones actuales del mercado?

Aunque el conjunto del mercado inmobiliario global cotizado se resintió en 2022, hay algunas diferencias importantes entre las regiones. Asia resultó ser algo más defensiva, al depreciarse solo el 14%, debido en parte a unas valoraciones ya mermadas y a la respuesta retardada en algunas economías reabiertas

tras la pandemia. Para lograr su objetivo de inflación, el mercado más grande de la región, Japón, limita el rendimiento de la deuda pública japonesa a 10 años a un máximo del 0,25%. Esto contrasta con los rendimientos más altos que ofrecen los bonos en otros lugares, fruto de la brusca subida de tipos por parte de otros principales bancos centrales. Por otro lado, los activos inmobiliarios europeos se han depreciado un 40% en dólares estadounidenses, ya que el mercado se reajustó rápidamente a sus bajos tipos de interés y ahora cotiza con un descuento sin precedentes respecto al valor liquidativo (VL), incluso durante la crisis financiera mundial. Por su parte, el mercado de REIT cotizados en EE. UU. arroja una rentabilidad del -23% hasta el 18 de noviembre.⁵ Aquí, los hoteles y los inmuebles de un solo inquilino se encuentran entre los más rentables, mientras que los sectores de crecimiento y no crecimiento, las naves industriales y las oficinas respectivamente, han sido los más flojos.

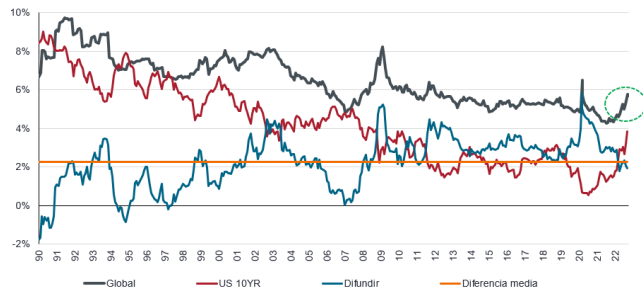
Sin embargo, esto ocurrió en un contexto general de subidas de tipos, por lo que, aunque los precios de las acciones han bajado, dando lugar a unos rendimientos de EBITDA/VE más altos (una forma útil de pensar en los rendimientos inmobiliarios implícitos ajustados a la deuda del mercado), los rendimientos de los bonos han aumentado más rápido. Esto produjo un estrechamiento del diferencial (diferencia entre los REIT globales y los rendimientos de la deuda pública a 10 años) hasta alcanzar el promedio a largo plazo (esto es, la línea azul y la línea verde del gráfico 1 ahora se sitúan a un nivel similar).

En cuanto a rendimientos del mercado inmobiliario global (línea gris oscura), vemos que subieron del 4,3 % a finales de 2021 al 5,7 % a finales de octubre de 2022, por lo que claramente los mercados de renta variable han sido artífices de la tendencia bajista en respuesta a los movimientos de los mercados de renta fija.

(*) Esta columna solo refleja la opinión del autor, y no necesariamente la opinión de CFA Society Chile, ni la del comité editorial, ni tampoco la opinión de CFA Institute.

Gráfico 1: Activos inmobiliarios: los diferenciales de los bonos regresan al promedio a largo plazo

Rendimiento del EBITDA/VE de mercados inmobiliarios globales (%) y rendimiento del Tesoro estadounidense a 10 años



Fuente: UBS, análisis de Janus Henderson Investors a 31 de octubre de 2022. La rentabilidad histórica no predice las rentabilidades futuras. Mercado inmobiliario global = universo de cobertura UBS

Ya hemos empezado a ver parte de esta expansión del rendimiento reflejada en algunos mercados inmobiliarios directos. El Reino Unido, en particular, ha actuado con mucha celeridad, ya que los tasadores se han apresurado a reflejar esta nueva realidad. Los rendimientos de los inmuebles comerciales preferentes del país han aumentado alrededor de 50 puntos básicos (bps) en los últimos 12 meses, mientras que los rendimientos del sector logístico preferente han subido 175 puntos básicos desde mayo de 2022.⁶ Evidentemente no todos los mercados se moverán a esta escala y, de hecho, los tasadores podrían haberse precipitado un poco. Ahora bien, el hecho de que los valores inmobiliarios globales cotizados hayan descontado una expansión media del rendimiento de 160 puntos básicos nos indica que los precios de las acciones de los REIT cotizados ya reflejan una visión más constructiva del mercado, lo que nos da cierta tranquilidad.

¿Qué importará en 2023? - solvencia financiera y durabilidad de los flujos de caja

Otro aspecto que conviene examinar a medida que aumenta el coste de la deuda es la salud financiera de las empresas, especialmente si los balances están bien capitalizados, y su efecto en la estabilidad de los flujos de caja. En este ámbito, las cosas se ven mejor que en cualquier otro momento de la historia reciente. El plazo medio ponderado actual hasta el vencimiento de los

REIT cotizados en EE.UU es superior a siete años, y los niveles de deuda también son bajos. Los REIT cotizados también tienen una deuda variable de solo el 17 %, comparado con el 60-70 % que presentan las gestoras inmobiliarias privadas más grandes.⁷

Un último aspecto que debemos tener en cuenta al analizar los fundamentales del mercado inmobiliario es lo que está sucediendo con los niveles de alquiler y cómo se verán afectados en una ralentización económica.

Hasta ahora, los fundamentales de primer orden se han mantenido fuertes. Sin duda, cuando las recesiones comienzan a hacer mella, posiblemente se pierda algo de lustre, pero con una oferta relativamente discreta debido a las secuelas de la COVID-19 y la demanda todavía sólida que registran ciertos sectores de crecimiento estructural, como la logística, centros de datos y residenciales de inquilino único, cabe la posibilidad de que el crecimiento general de los alquileres siga siendo positivo en 2023.

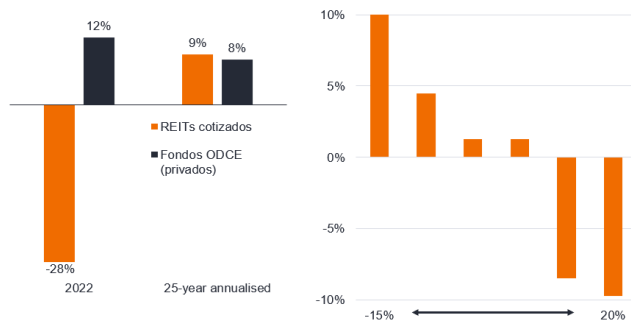
La durabilidad de las rentas es un aspecto clave que nuestro equipo debe considerar en el próximo año. Seguimos creyendo que un enfoque en las áreas de crecimiento estructural y escasez de oferta puede ayudar a amortiguar estas fuerzas cíclicas negativas.

¿Qué oportunidades se nos presentan hoy día? - valoraciones de los activos inmobiliarios públicos frente a los privados

Hemos comentado lo que implican los mercados bursátiles para los valores de los inmuebles cotizados y lo que algunos tasadores ya están empezando a reflejar a través de rebajas del valor de los inmuebles. Sin embargo, un área que hemos destacado a los inversores, y que hasta ahora se ha mantenido relativamente inmune, ha sido los inmuebles privados.

Según las rentabilidades más recientes del ODCE Index, que refleja el rendimiento del sector inmobiliario privado estadounidense, las valoraciones de los fondos privados han aumentado un 12 % en lo que va de año hasta el 30 de septiembre de 2022, lo que contrasta fuertemente con los REIT estadounidenses cotizados, que se han depreciado casi un 30 % en el mismo periodo.⁸ Observando el gráfico 2, podemos ver que, aunque la rentabilidad pasada no predice rentabilidades futuras, comprar REIT cotizados a los niveles de valoración actuales, en relación con el sector inmobiliario privado, ha resultado ser una decisión inteligente para los inversores a largo plazo.

Gráfico 2: Activos inmobiliarios privados frente a cotizados: comprar con descuento ha sido rentable históricamente



Fuente: Bloomberg, NCREIF, Green Street, análisis de Janus Henderson Investors, a 30 de septiembre de 2022. Eje izquierdo: Público= rentabilidad total del año hasta la fecha de REIT cotizados en EE. UU a 30 de

septiembre de 2022. Inmuebles privados = ODCE Index. La rentabilidad histórica no predice las rentabilidades futuras

Una visión más optimista

En nuestra opinión, no cabe duda de que las valoraciones de los inmuebles privados probablemente deban ajustarse en 2023. Este año ha sido doloroso, pero afortunadamente para los inmuebles cotizados "ya hemos pasado lo peor". Aunque el 2023 traerá consigo nuevos retos, creemos que el punto de partida actual refleja mejor la realidad que vendrá.

Notas:

1,2 Refinitiv Datastream, rentabilidad de la deuda pública estadounidense a 10 años e índice MSCI World Total Return del 1 de enero al 18 de noviembre de 2022; BofAML Global Research: The Flow Show, de fecha 23 de octubre y 13 de octubre de 2022.

3 Goldmans Sachs Europe Real Estate, 15 septiembre de 2022. Refinitiv Datastream, Haver Analytics, Kenneth French, Goldman Sachs Global Investment Research. Datos de 1950, inflación basada en el IPC (Índice de Precios al Consumo) de EE. UU y REIT estadounidenses = FTSE Nareit All Equity REITs Index. Rentabilidad de los REIT globales: Refinitiv Datastream: FTSE EPRA Nareit Development Total Return Index, expresado en USD del 31 de diciembre de 2021 al 18 de noviembre de 2022. La rentabilidad histórica no predice las rentabilidades futuras.

4 Comparación de la velocidad de las subidas de tipos de interés estadounidenses (1988-2022) (visualcapitalist.com)

5 FTSE EPRA Nareit Developed Europe Index, FTSE EPRA Nareit Developed Asia Index y FTSE Nareit All Equity REITs Index, rentabilidades totales expresadas en USD, del 1 de enero al 18 de noviembre de 2022.

6 Rendimientos preferentes del Reino Unido. Savills: Markets in Minutes: UK Commercial, 1 de noviembre de 2022.

7 Deuda variable y fija: Citi Research: Viewpoint, the Hunter Express & Lodging Valuation Tool, 19 de septiembre de 2022. Thomas R Arnold, David C Ling, Andy Naranjo. "Private Equity Real Estate Fund Performance: A Comparison to REITs and Open-End Core Funds". The Journal of Portfolio Management Special Real Estate Issue 2021, octubre de 2021.

8 Rentabilidad del índice ODCE en lo que va de año hasta el 30 de septiembre de 2022.

Comunicación publicitaria.

Balance de situación: indicador de la salud financiera de una empresa. Estado financiero que resume los activos, pasivos y el capital social de una empresa en un momento determinado. Cada apartado da una idea a los inversores de lo que tiene y debe una empresa, así como la cantidad invertida por los accionistas.

Rendimiento de los bonos: el nivel de rentas de un valor, expresado normalmente como tipo porcentual. Para un bono, por calcula dividiendo el cupón pagado entre el precio actual del bono.

Descuento respecto al VL se produce cuando el precio de mercado del REIT es inferior al valor liquidativo más reciente. Un descuento suele indicar que el mercado es generalmente bajista respecto a las inversiones mantenidas en la cartera. El Valor liquidativo es el valor de los activos de la cartera al cierre del mercado, menos los pasivos, dividido entre el número total de acciones en circulación.

Apalancamiento: en el contexto de este artículo nos referimos al importe de la deuda que conlleva un REIT. El ratio de apalancamiento se mide como la relación entre la deuda y los activos totales.

Rendimiento del EBITDA/VE: ratio de valoración financiera que mide la rentabilidad de la inversión (ROI) de una empresa. Trata de valorar empresas similares utilizando las mismas métricas financieras. Los flujos de caja se utilizan para determinar el valor de una empresa. Aquella que presente un flujo de caja boyante tendrá un alto valor de EBITDA/VE y viceversa.

Vencimiento medio ponderado (WAM): promedio de tiempo restante hasta el vencimiento de una cartera de deuda.

El **MSCI World IndexSM** refleja la rentabilidad del mercado de renta variable de los países desarrollados mundiales.

Índice ODCE es un índice ponderado por capitalización básico que incluye solo fondos de estrategia *core* diversificados de capital variable no cotizados que invierten al menos el 95 % de sus activos en mercados estadounidenses.

REIT o Fondos de Inversión Inmobiliaria son vehículos de inversión que invierten en bienes raíces mediante la propiedad directa de activos o acciones inmobiliarias, o hipotecas. Al cotizar en bolsa, los REIT suelen ser muy líquidos y se negocian como una acción normal.

Los valores inmobiliarios, entre ellos los de los Fondos de inversión inmobiliaria (REIT), pueden comportar riesgos adicionales, incluido el riesgo de tipos de interés, de gestión, fiscal, económico, medioambiental y de concentración.

Los valores extranjeros están sujetos a riesgos adicionales, como las fluctuaciones monetarias, la incertidumbre política y económica, el aumento de la volatilidad, la menor liquidez y las diferentes normas financieras y de información, que son mayores en mercados emergentes.

Los puntos de vista que aquí figuran corresponden a la fecha de publicación. Se ofrecen exclusivamente con fines informativos y no deben considerarse ni utilizarse como asesoramiento de inversión, jurídico o fiscal ni como oferta de venta, solicitud de una oferta de compra o recomendación para comprar, vender o mantener ningún valor, estrategia de inversión o sector de mercado. Nada de lo incluido en el presente material debe considerarse una prestación directa o indirecta de servicios de gestión de inversión específicos para los requisitos de ningún cliente. Las opiniones y los ejemplos se ofrecen a efectos ilustrativos de temas más generales, no son indicativos de ninguna intención de operar, pueden variar y podrían no reflejar los puntos de vista de otros miembros de la organización. No se pretende indicar o dar a entender que cualquier ilustración/ejemplo mencionado forma parte o formó parte en algún momento de ninguna cartera. Las previsiones no pueden garantizarse y no es seguro que la información proporcionada sea completa o puntual, ni hay garantía con respecto a los resultados que se obtengan de su uso. A no ser que se indique lo contrario, Janus Henderson Investors es la fuente de los datos y confía razonablemente en la información y los datos facilitados por terceros. La rentabilidad histórica no predice las rentabilidades futuras. La inversión conlleva riesgo, incluida la posible pérdida de capital y la fluctuación del valor.

No todos los productos o servicios están disponibles en todas las jurisdicciones. El presente material o la información contenida en él podrían estar restringidos por ley y no podrán reproducirse ni mencionarse sin autorización expresa por escrito, ni utilizarse en ninguna jurisdicción o en circunstancias en que su uso resulte ilícito. Janus Henderson no es responsable de cualquier distribución ilícita del presente material a terceros, en parte o su totalidad. El contenido de este material no ha sido aprobado ni respaldado por ningún organismo regulador.

Janus Henderson Investors es el nombre bajo el cual las entidades que se indican ofrecen productos y servicios de inversión en las siguientes jurisdicciones: (a) En Europa, Janus Capital International Limited (n.º de registro 3594615), Henderson Global Investors Limited (n.º de registro 906355), Henderson Investment Funds Limited (n.º de registro 2678531), Henderson Equity Partners Limited (n.º de registro 2606646), (cada una de ellas registrada en Inglaterra y Gales en 201 Bishopsgate, Londres EC2M 3AE y regulada por la Autoridad de Conducta Financiera) y Henderson Management S.A. (n.º de registro B22848, en 2 Rue de Bitbourg, L-1273, Luxemburgo y regulada por la Commission de Surveillance du Secteur Financier) ofrecen productos y servicios de inversión; (b) En EE. UU., los asesores de inversión registrados ante la SEC filiales de Janus Henderson Group plc; (c) En Canadá, a través de Janus Henderson Investors US LLC, solo para inversores institucionales de determinadas jurisdicciones; (d) En Singapur, Janus Henderson Investors (Singapore) Limited (número de registro de la sociedad: 199700782N). Este anuncio o publicación no ha sido revisado por la Autoridad Monetaria de Singapur; (e) En Hong Kong, Janus Henderson Investors Hong Kong Limited. Este material no ha sido revisado por la Comisión de Valores y Futuros de Hong Kong («SFC»); (f) En Taiwán (República de China), Janus Henderson Investors Taiwan Limited (con funcionamiento independiente), Suite 45 A-1, Taipei 101 Tower, No. 7, Sec. 5, Xin Yi Road, Taipéi (110). Tel.: (02) 8101-1001. Número de licencia SICE autorizada 023, emitida en 2018 por la Comisión de Supervisión Financiera; «(g) En Corea del Sur, Janus Henderson Investors Limited (Singapur), exclusivamente para Inversores profesionales cualificados (según se definen en la Ley de servicios de inversión financiera y mercados de capitales y sus subreglamentos); (h) En Japón, Janus Henderson Investors (Japan) Limited, regulada por la Agencia de Servicios Financieros y registrada como Entidad de servicios financieros que realiza actividades de gestión de inversión, asesoramiento de inversión y actividad de agencia y actividades de instrumentos financieros de tipo II; (i) En Australia y Nueva Zelanda, por Janus Henderson Investors (Australia) Limited ABN 47 124 279 518 y sus entidades relacionadas, incluida Janus Henderson Investors (Australia) Institutional Funds Management Limited (ABN 16 165 119 531, AFSL 444266) y Janus Henderson Investors (Australia) Funds Management Limited (ABN 43 164 177 244, AFSL 444268); (j) En Oriente Medio, Janus Capital International Limited, regulada por la Autoridad de Servicios Financieros de Dubái como Oficina de representación. No se realizarán transacciones en Oriente Medio y cualquier consulta deberá dirigirse a Janus Henderson. Las llamadas telefónicas podrán ser grabadas para nuestra mutua protección, para mejorar el servicio al cliente y a efectos de mantenimiento de registros reglamentario.

Fuera de EE. UU: Para uso exclusivo de inversores institucionales, profesionales, cualificados y sofisticados, distribuidores cualificados, inversores y clientes comerciales, según se definen en la jurisdicción aplicable. Prohibida su visualización o distribución al público. Comunicación Publicitaria.

Janus Henderson, Knowledge Shared y Knowledge Labs son marcas comerciales de Janus Henderson Group plc o una de sus filiales. © Janus Henderson Group plc.