Analyysi

# Suomen kiinteistösijoitusmarkkinoilla vilkasta

Rahoitusvakaus | 16.05.2018 | Eero Savolainen, Kimmo Koskinen, Ville Tolkki

KIRJOITTAJAT



Eero Savolainen

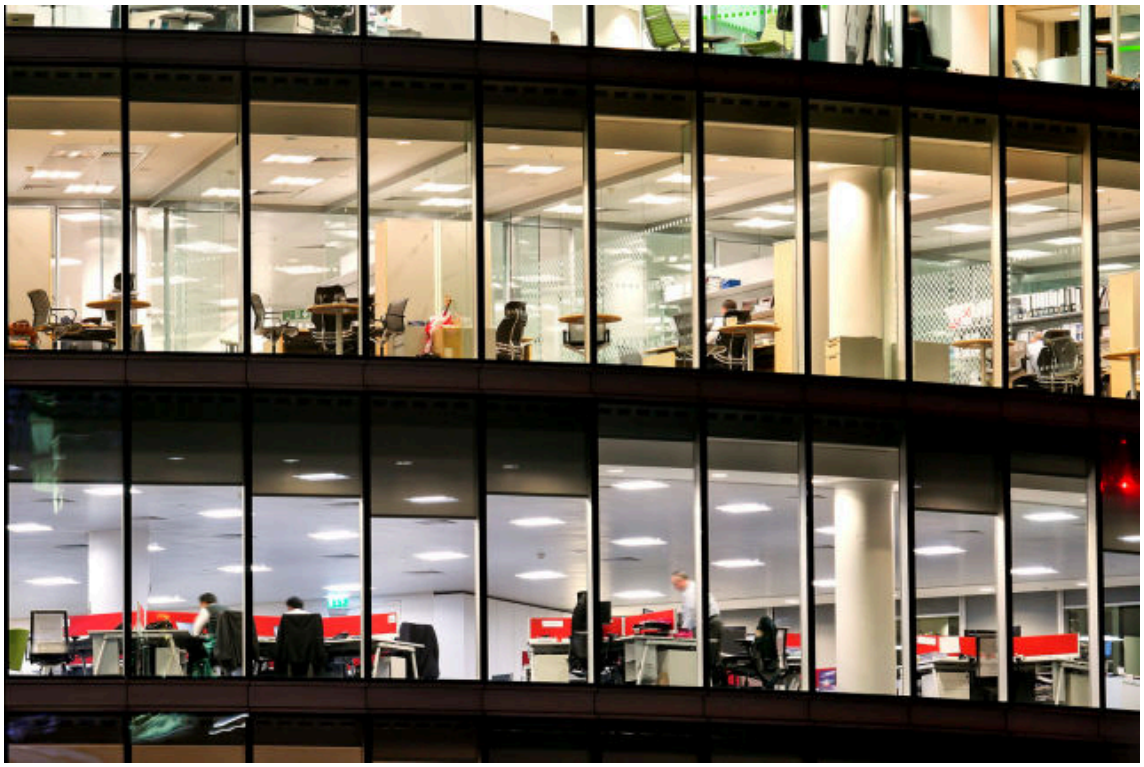


Kimmo Koskinen
Neuvonantaja



Ville Tolkki
Vanhempi neuvonantaja

Suomen kiinteistösijoitusmarkkinoilla on ollut viime vuosina poikkeuksellisen vilkasta. Kauppojen volyymi ja markkinoiden koko ovat kasvaneet voimakkaasti. Kansainvälisessä vertailussa Suomen markkinat ovat talouden kokoon suhteutettuna suuret. Ulkomaiset sijoitukset ovat osaltaan pienentäneet tuottovaatimuksia. Alhaiset tuottovaatimukset viittaavat kiinteistöjen korkeisiin arvostuksiin etenkin Helsingin ydinkeskustassa. Tämä voi altistaa Suomen markkinat ulkomailta välittyville taloussokeille. Kiinteistösijoitusmarkkinoiden riskit välittyvät pankkitoimintaan etenkin lainanannon kautta.



Suomen kiinteistösijoitusmarkkinat ovat kasvaneet yhtäjaksoisesti, ja vuonna 2017 sen kooksi on arvioitu 64 miljardia euroa, joka on 28 % suhteessa BKT:hen. Suomen markkinat ovatkin suurimpia Euroopssa, kun niitä verrataan talouden kokoon.[1]

Toimiminen liikekiinteistömarkkinoilla vaatii runsaasti pääomia, koska se perustuu merkittävään alkuinvestointiin ja vähitellen vuokrista saatavaan tuottoon ja arvonnousuun. Tulokomponenttiin sisältyy paljon epävarmuuksia, jotka riippuvat taloussuhdanteesta. Pankit ovat yleensä rahoittaneet kiinteistösijoittajia, ja ongelmat ovat ilmenneet heikossa taloustilanteessa pankkien järjestämättömien saamisten kasvuna. Kiinteistösijoittajien omistamia kiinteistöjä käytetään lisäksi yleisesti velkarahoituksen vakuuksina. Vakuudet ovat usein epälikvidejä, mikä stressitilanteessa heikentää mahdollisuuksia realisoida vakuuksia ja saada niistä täyttä hintaa.

Kiinteistösijoitustoiminnan lisäksi myös toimitilarakentamiseen saattaa liittyä rahoitusvakaudellisia haavoittuvuuksia. Toimitilarakentamiselle, kuten rakentamiselle yleensä, on ominaista voimakas riippuvuus taloussyklistä. Rakennusaktiviteetti reagoi vallitsevaan vuokra- ja hintatasoon sekä vajaakäyttöasteeseen, koska uuden tilan todennäköisin kilpailija on markkinoilla vapaana olevat tilat. Tilanne voi olla hyvin erilainen, kun rakennus valmistuu, koska rakennusajat ovat pitkät. Rakennuspäätöksen jälkeen markkinatilanne voi muuttua rakentajan kannalta epäsuotuisasti. Rakennusprojekteissa kustannukset syntyvät usein etupainotteisesti ja tuotot projektin loppuvaiheessa. Kun rakentaminen vaatii yleensä merkittävästi pääomia, rakennusprojektien pitkät aikataulut lisäävät haastavuutta rahoituksen näkökulmasta.

Toimitilarakentamisen riskienhallintaan vaikuttaa myös se, rakennetaanko uudishankkeita omaperusteisena liiketoimintana vai urakointina.[2]

## Liikekiinteistöjen uudisrakentaminen hidastuu kuluvana vuonna

Vuonna 2017 toimitilarakentamisen aloitukset lisääntyivät edellisvuoteen verrattuna. Etenkin liike- ja toimistorakennusten aloitukset kasvoivat selvästi vuodesta 2016. Liikerakennusten aloitukset kasvoivat noin 43 % ja toimistorakennusten aloitukset 13 %. Sen sijaan teollisuus- ja varastorakennusten aloitukset jäivät vuonna 2017 lähes edellisvuoden tasolle.

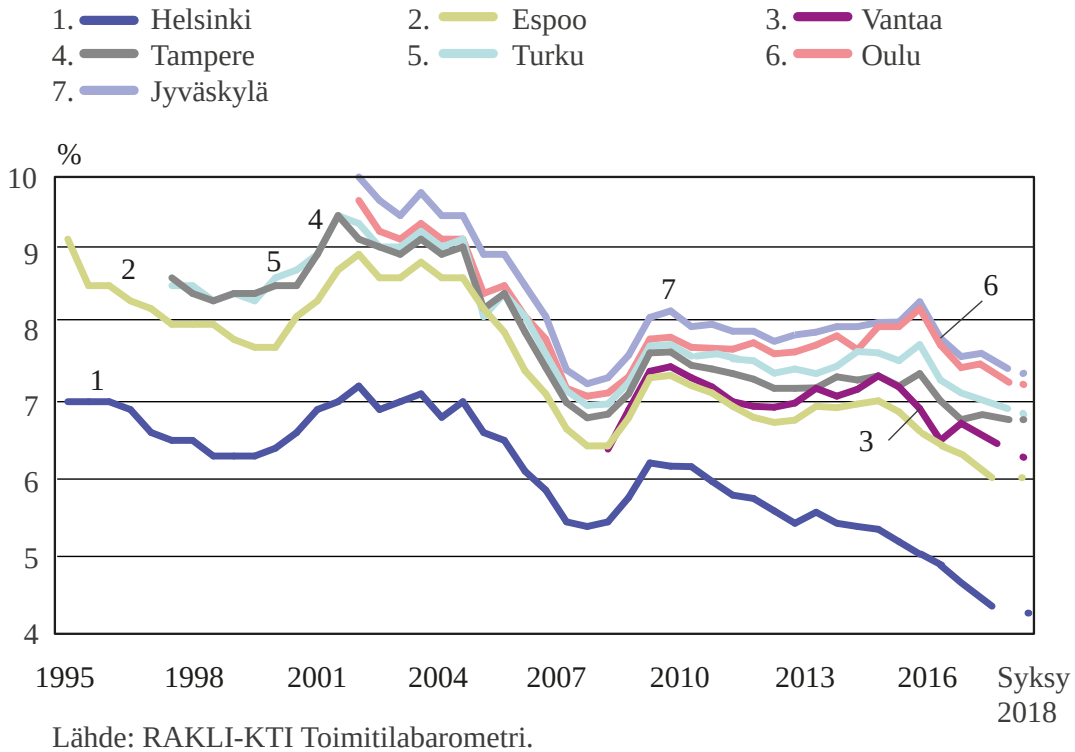
Rakennusteollisuus (RT) ennustaa kevään 2018 suhdannekatsauksessaan toimitilarakentamisen supistuvan hieman vuoden 2018 aikana teollisuus- ja toimistorakentamista lukuun ottamatta. Tähän viittaa myös rakentamislupahakemusten vähentyminen. RT ennakoi kuitenkin suotuisan talouskehityksen näkyvän etenkin teollisuusrakennusten aloitusten kasvuna, sillä talouden rakennemuutoksen myötä teollisuusrakentamisen määrä on ollut jo pitkään historiallisen vähäinen. Sen sijaan varastorakentamisen ennakoidaan supistuvan viime vuosien vilkkaan rakentamisen jälkeen. Liikerakennusuustuotannon odotetaan hidastuvan vuoden 2018 aikana noin 5 %. Asuntorakentamisen tapaan myös toimitilarakentaminen keskittyy kasvukeskuksiin. RT:n mukaan noin 70–80 % kaikista uusista toimistorakennuksista rakennetaan pääkaupunkiseudulle hyvien joukkoliikenneyhteyksien varteen.

## Ulkomaiset sijoittajat ovat kiinteistösijoitusmarkkinoiden suurin omistajaryhmä

Ulkomaiset sijoittajat nousivat vuonna 2017 suurimmaksi omistajaryhmäksi 29 prosentin markkinaosuudella Suomen kiinteistösijoitusmarkkinoista. Ulkomaisten sijoittajien suuren kasvun selittää Suomen mittapuussa tehty suuri yksittäinen kauppa, jossa Sponda myi Suomen kiinteistösalkkunsa Blackstonelle 3,7 miljardin euron hintaan. Tämän myötä ulkomaiset sijoittajat ohittivat kotimaiset institutionaaliset sijoittajat, joiden markkinaosuus on laskenut yhtäjaksoisesti. Ulkomaiset sijoittajat ovat tuoneet Suomen markkinoille aktiviteettia ja likviditeettiä. Samalla kuitenkin on kasvanut riski, että ulkomaiset toimijat vetäytyvät stressitilanteessa pieniltä Suomen markkinoilta, mikä voi johtaa hintojen laskuun. Tällainen kehitys voisi aiheuttaa ongelmia velkarahalla kiinteistöihin sijoittaneille ja kiinteistösijoittajia rahoittaneille tahoille, joita ovat etenkin pankit.

Kuvio 1.

Suurten suomalaiskaupunkien prime-toimistojen tuottovaatimukset




Lähde: RAKLI-KTI Toimitilabarometri.

9.4.2018
eurojatalous.fi

Suomalaisista institutionaalisista sijoittajista työeläkelaitoksilla on selvästi suurimmat kiinteistöomistukset, mutta myös vakuutusyhtiöillä on merkittäviä kiinteistöomistuksia. Vuonna 2017 työeläkelaitosten kiinteistösijoitukset olivat 16,5 mrd. euroa, josta 77 % oli kotimaisia.[3] Kiinteistösijoituksista haetaan riskien hajautusta ja suojaa inflaatiolta: tavoitteena on vakaa tuotto, joka kattaa pitkäaikaiset vastuut.

Listaamattomien kiinteistösijoitusyhtiöiden sijoitukset Suomeen ovat kasvaneet voimakkaasti 2010-luvulla, ja vuonna 2017 niiden koko oli 13,7 miljardia euroa. Listaamattomat yhtiöt ovat sijoittaneet etenkin vuokra-asuntoihin. Listattujen kiinteistösijoitusyhtiöiden sijoituskanta sen sijaan enemmän kuin puolittui Spondan ja Blackstonen välisen kaupan johdosta.

Finanssivalvonnan valvomien kiinteistörahastojen koko oli vuoden 2017 lopussa 10 mrd. euroa. Valtaosa näiden rahastojen saamisista on asunto- ja kiinteistöosakkeita. Kiinteistörahastojen

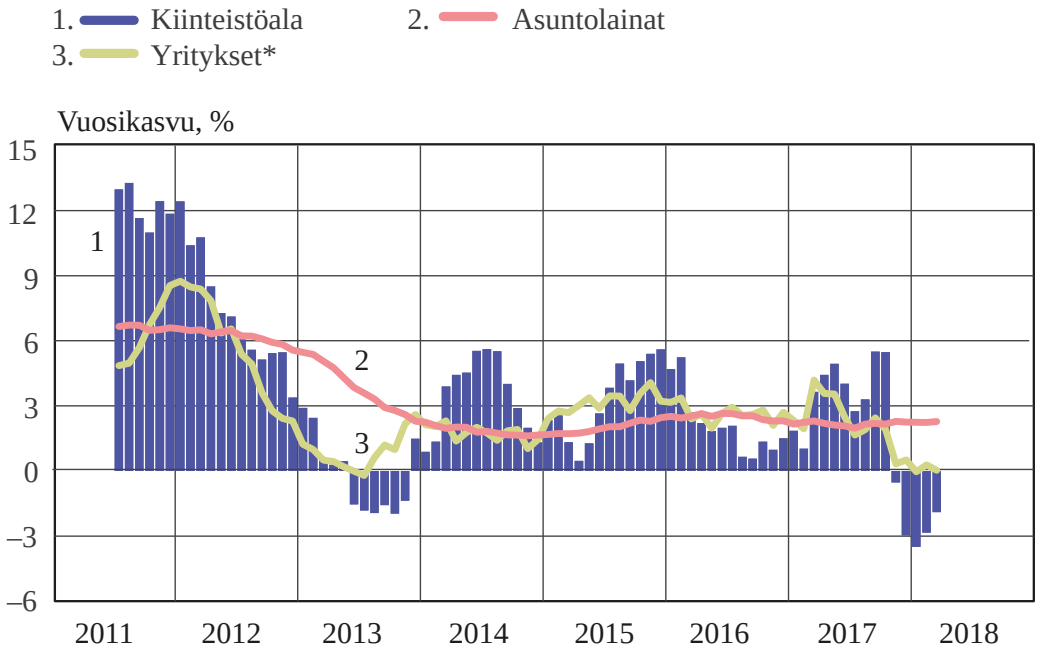
sijoituksista arviolta noin 60 % on tehty toimitilakiinteistöihin ja noin 40 % asuntoihin. Sijoitukset toimitilakiinteistöihin ovat lisäksi kasvaneet viime vuosina nopeasti.

## Kiinteistösijoitusmarkkinoiden alueelliset erot suuria

Suomen kiinteistösijoitusmarkkinat ovat kaksijakoiset ja alueelliset erot ovat suuret. Pääkaupunkiseudulla toimistokiinteistöjen vuokrat ovat selvästi korkeammat ja nettotuottovaatimukset pienemmät kuin muualla Suomessa. Nyrkkisääntönä on, että mitä pienempi nettovaatimus, sitä arvokkaampi kiinteistö on. Pääkaupunkiseudulla nettotuottovaatimus selittyy osaksi ulkomaisten toimijoiden voimakkaasti kasvaneilla sijoituksilla. Lisäksi pääkaupunkiseudulla sijaitsee merkittävä määrä kotimaisten ja ullkomaisten yritysten keskeisiä toimintoja, jotka tarvitsevat runsaasti toimistotilaa. Lisäksi kasvava väestö lisää tarvetta esimerkiksi kaupan alan kiinteistöille. Pääkaupunkiseudun sisälläkin on suuria eroja, ja kiinteistön sijainti on erittäin tärkeä. Etenkin Helsingissä prime-toimistojen vuokrat ja käyttöasteet ovatkin korkeita. Suurten kaupunkien keskustoissa sijaitsevien prime-toimistojen nettotuottovaatimukset ovat viime vuosina pienentyneet selvästi.[4] Esimerkiksi Helsingin ydinkeskustassa sijaitsevien prime-toimistojen nettotuottovaatimukset ovat laskeneet hieman yli 4 prosenttin. Myös muualla pääkaupunkiseudulla sekä Tampereella ja Turussa nettotuottovaatimukset ovat pienentyneet, mutta ne ovat kuitenkin 6–7 %. Historiallisen alhainen riskitön korko selittää osaltaan tuottovaatimuksien pienentymistä.

Kuvio 2.

Kiinteistöalan lainakanta kasvoi keskimäärin muita yritys- ja asuntolainoja nopeammin




* Pl. repo-ostot.
Lähde: Suomen Pankki.

8.5.2018
eurojatalous.fi

## Kaupan myllerrys vaikuttaa toimitilakiinteistöihin

Verkkokaupan nopea kasvu on haastanut kaupan perinteiset toimintamallit, mikä näkyy selvästi kauppakeskusammattilaisten odotuksissa.[5] Kauppakeskusbarometrin mukaan etenkin nettikaupalla ja verkko-ostamisella on negatiivinen vaikutus kauppakeskusliiketoimintaan ja tavaratalomyymälöiden myyntiin. Niinpä myymälätilojen odotetaankin pienenevän ja muiden tilojen kasvavan. Kysymys on, riittääkö jatkossa kaikille kauppakeskuksille asiakkaita.

Toimistotilojen tehokkuutta on jo lisätty. Vallitseva trendi on, että työntekijää kohden käytössä on entistä vähemmän neliömetrejä. Yhä useampi tekeekin työtä monitilatoimistossa oman huoneen sijasta, ja toimistohotellit ovat yleistyneet. Toimistotiloissa korostuu myös tilojen muutettavuus, ja sijaintiakin tarkastellaan kriittisesti. Esimerkiksi valtio on linjannut, että vain ministeriöiden

toimitilat säilyvät Helsingin keskustassa. Pääkaupunkiseudun toimistomarkkinoiden vajaakäyttöaste onkin kasvanut ja oli 13,4 % vuonna 2017. Tämä luku oli kansainvälisessä vertailussa korkea. Kuitenkin Helsingin keskustassa vajaakäyttöaste on huomattavasti pienempi (7,8 % vuoden 2017 lopussa). Korkeaa vajaakäyttöastetta selittää myös toimitilojen vilkas uudisrakentaminen.

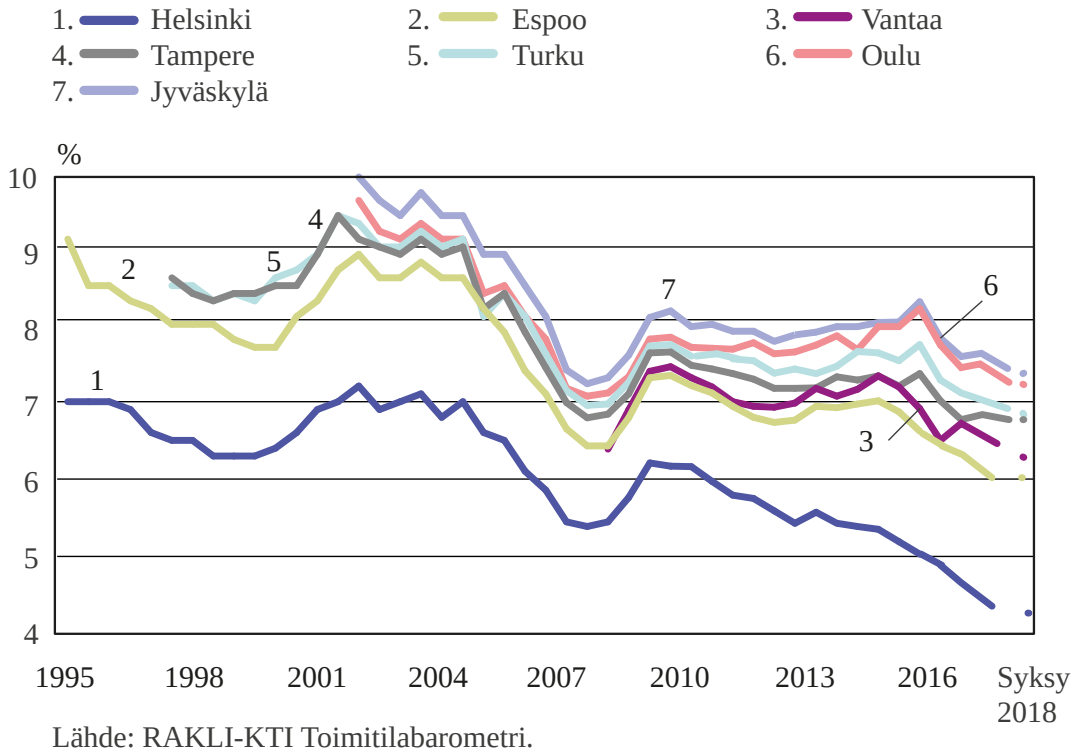
Majoituspalveluiden kysyntä on kasvanut, mikä näkyy hotellihuoneiden käyttöasteissa ja yöpymisten määrissä. Hotellikapasiteettia voi lisäksi kasvattaa kiinteistöjen käyttötarkoituksen muutoksilla, ja esimerkiksi toimistotalon voi muuttaa hotelliksi tai asuinrakennukseksi.

## Suomen pankkisektori altistuu kiinteistösijoitusmarkkinoiden riskeille erityisesti lainanannon kautta

Kiinteistömarkkinoiden riskit välittyvät pankkitoimintaan lainanannon kautta. Toiminta näillä markkinoilla vaatii runsaasti rahoitusta, mikä heijastuu kiinteistötoimialojen suurena lainanottona suhteessa niiden kansantaloudelliseen merkitykseen. Rakentamiseen ja kiinteistöalan toimintaan myönnetyt lainat muodostavat suuren osan pankkien yrityslainakannasta. Yrityksien ja asuntoyhteisöjen lainoista yli puolet kohdistuvat näille aloille. Valtaosa näiden toimialojen lainakannasta on asuntoyhteisöjen lainoja.

Kuvio 3.

Suurten suomalaiskaupunkien prime-toimistojen tuottovaatimukset




Lähde: RAKLI-KTI Toimitilabarometri.

9.4.2018
eurojatalous.fi

**Metodologia**
Toimialaluokitus ei erottele täydellisesti kiinteistötoimintaan sidoksissa olevaa yritystoimintaa. Kuitenkin sen avulla voidaan tunnistaa kaksi toimialaa, jotka ovat vahvasti sidoksissa kiinteistötoimintaan.
1) Kiinteistöalan toiminnan pääluokkaan luetaan kiinteistöjen myynti tai osto, kiinteistöjen vuokraus sekä muut kiinteistöpalvelut, kuten kiinteistöjen arviointi. Kiinteistöalan palvelut voivat koskea omaa tai liisattua omaisuutta, ja niitä voidaan tehdä joko palkkio- tai sopimusperusteella. Tähän pääluokkaan kuuluu myös isännöintitoiminta.
2) Rakentamisen pääluokkaan kuuluu puolestaan talonrakentaminen, maa- ja vesirakentaminen sekä erikoistunut rakentaminen.

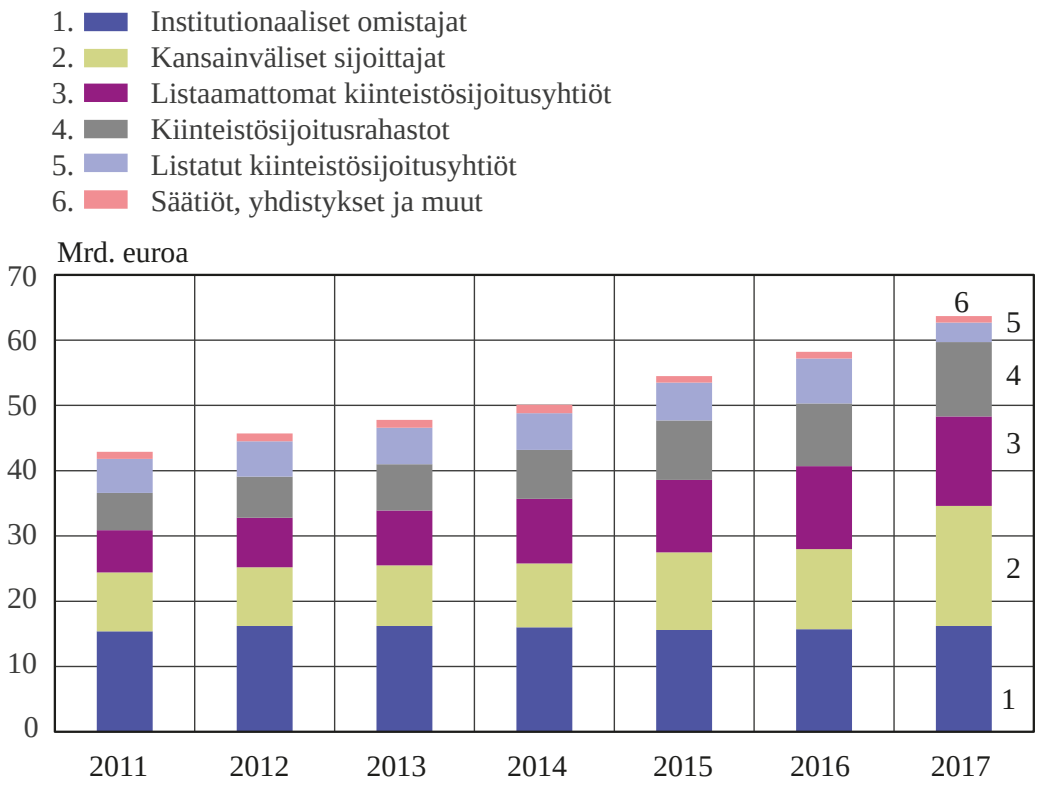
Lisäksi kiinteistöalan toiminta on hyödyllistä jakaa vielä sektoriluokituksen avulla yrityksiin ja asuntoyhteisöihin. Tällä tavalla tarkastelusta saadaan poistettua asuntoyhteisöt, kun

keskitytään tarkemmin toimitilakiinteistöihin.
Kansantalouden tilinpidosta tehtyjen arvioiden pohjalta kiinteistöalan toiminta kattaa 62 % yritysten toimitilakiinteistöomistuksista vuonna 2016. Loppu osa yritysten toimitilaomistuksia jää tarkastelun

Ilman asuntoyhteisölainojakin merkittävä osuus pankkien yrityslainakannasta on kiinteistöalan toiminnan ja rakentamisen lainoja. Näiden toimialojen lainakanta oli yhteensä 16,3 miljardia euroa tammikuussa 2018, mikä vastasi 30 %:a yrityslainoista. Kiinteistöalan toiminnan keskimääräinen lainakannan vuosikasvu oli 3,7 % ja rakentamisen 3,5 % heinäkuusta 2010 tammikuuhun 2018. Vertailun vuoksi kasvuvauhti oli kotitalouksien asuntolainoissa 3,4 % ja yrityslainoissa 3,0 %. Kiinteistöriskeille alttiiden toimialojen vuosikasvu on siten ollut yrityslainojen osalta keskimääräistä hieman nopeampaa kuluvalla vuosikymmenellä. Kiinteistöalan toiminnan ja kaikkien yrityslainojen kehitys on ollut samansuuntaista vuodesta 2015. Yksittäiset havainnot selittävät viime kuukausien laskua kiinteistöalan toiminnan lainoissa.

Kuvio 4.

Suomen kiinteistösijoitusmarkkinan koko




Sisältää ammattimaisten sijoittajien omistamat kiinteistöt.
Lähde: KTI.

9.4.2018
eurojatalous.fi

Pääomaintensiivisyytensä vuoksi näiden toimialojen lainoihin sisältyviin riskeihin on kiinnitettävä erityistä huomiota. Pankit arvioivat luottoriskejä ja hinnoittelevat riskit lainakorkoihin. Rakennustoimialan syklisyyteen liittyvä riski näkyy lainojen koroissa, mutta kiinteistöalan toiminnan korkoihin hinnoiteltu riski ei näy korkolisänä: rakennusalan lainakannan korko oli 2,13 % ja kiinteistöalan 1,46 % vuoden 2017 lopussa. Yritysten korko 1,64 % sijoittuu edellisten väliin.

Rakentamisen korkeampaa korkoa selittävät monet seikat. Rakentamisen voimakas syklisyys näkyy maksuvaikeuksissa, sillä sen konkurssiriski on selvästi suurempi kuin monilla muilla toimialoilla. Vuosituhannen alusta rakentamisen toimialalla konkurssiin joutui vuosittain 0,9–1,5 % toimialan yrityskannasta, eniten taantuman aikaan vuosina 2008–2014. Kiinteistöalalla

vuosittaisia konkursseja on ollut selvästi vähemmän, noin 0,2–0,4 % toimialan yrityskannasta.

Toimialan syklisyyden lisäksi lainojen riskeihin vaikuttavat erityisesti lainojen vakuudet ja takaisinmaksuajat. Vakuudellisten lainojen osuus on rakentamisessa pienempi kuin kiinteistöalan toiminnassa mutta samansuuruinen kuin yrityslainoissa keskimäärin, hieman yli 40 % lainoista vuosina 2011–2017. Kiinteistöalan toiminnassa vakuudellisten lainojen osuus lainakannasta oli kasvanut selvästi ja oli lähes 70 % joulukuussa 2017.

Lainanostojen takaisinmaksuaika vaihtelee voimakkaasti, mutta vuosikeskiarvon avulla voidaan arvioida kehityksen suuntaa. Takaisinmaksuaikoja ei voi kuitenkaan vertailla toimialojen välillä, koska toimialat ovat niin erilaisia rakenteiltaan. Kiinteistöalan toiminnassa uusien nostojen takaisinmaksuaika piteni hiukan eli 1,2 vuotta tällä vuosikymmenellä ja oli 9,3 vuotta joulukuussa 2017. Rakentamisen lainojen takaisinmaksuaika on ollut 2,8–5,2 vuotta.

## Yhteenveto

Etenkin ulkomaisten sijoittajien voimakas kiinnostus Suomen kiinteistösijoitusmarkkinoihin on kasvattanut markkinoiden kokoa ja pienentänyt tuottovaatimuksia. Suomen markkinoiden koko suhteessa BKT:hen on EU-maista suurimpia. Toimitilamarkkinoista ei ole saatavilla kattavaa hintaindeksiä, mutta historiallisen pienet tuottovaatimukset indikoivat korkeita hintoja. Markkinat ovat kuitenkin polarisoituneet, ja vähemmän houkuttelevat kiinteistöt kärsivät vajaakäytöstä. Ulkomaisten omistajien suuri osuus kiinteistömarkkinoista voi olla kanava, joka välittää ulkomailta tulevia taloussokkeja Suomen kiinteistömarkkinoihin ja laajemmaltikin kansantalouteen. Suomen kiinteistömarkkinoihin kohdistuvat riskit välittyvät pankkitoimintaan erityisesti lainanannon kautta. Samalla kiinteistömarkkinoihin sidoksissa olevien toimialojen osuus yrityslainoista oli merkittävä eli noin 30 %. Rakennusalan yritykset maksoivat lainoistaan korkeampaa korkoa, mikä liittyy muun muassa toimialan voimakkaaseen syklisyyteen ja muita toimialoja suurempaan konkurssiriskiin. Kiinteistöalan toiminnan yrityksien maksamat korot ovat keskimäärin  alhaisemmat kuin yrityislainojen korot, koska niillä on keskimääräistä enemmän vakuuksia ja pienempi konkurssiriski.

## Viitteet

1. Arvio Suomen kiinteistösijoitusmarkkinoista on johdettu ammattimaisten sijoittajien omistuksista. Määritelmä sisältää myös ammattimaisten sijoittajien omistamat vuokra-asunnot, joiden osuus markkinoista on 29 %. Ilman asuntosijoittajien omistuksia markkinoiden suhde BKT:hen pienenee 20 prosenttiin. Omia kiinteistöjään käyttävien yritysten omistukset eivät sisälly tähän määritelmään. Käyttäjäomistajien kiinteistöjen arvo on arviolta 50 mrd. euroa. Lisäksi julkisen sektorin kiinteistöomistukset on arvioitu noin 25 mrd. euron suuruisiksi.  Lähde: KTI. ↑

2. Omaperusteisella liiketoiminnalla tarkoitetaan sitä, että rakentaja itse vastaa hankkeen suunnittelusta, rakentamisesta ja vuokrauksesta/myynnistä. Urakoinnissa asiakas valitsee rakentajan eli urakoitsijan toteuttamaan hankkeen urakkahintaa vastaan. ↑
3. Lähde: Työeläkevakuuttajat TELA ry, https://www.tela.fi/sijoitusvarojen_kehittyminen. ↑
4. Sijoituskohteen tuottovaatimus koostuu riskittömästä korosta ja sijoituskohteen riskilisästä. ↑
5. Suomen Kauppakeskusyhdistyksen kauppakeskusbarometri 2017. ↑

## Asiasanat

kiinteistösijoitusmarkkinat, liikekiinteistöt, pankit, rahoitus, toimitilat