ANALYYSI

# Kiinteistöalan luottoriskit kasvussa haastavassa toimintaympäristössä

8.12.2023 – Analyysi – Rahoitusvakaus

Maija Järvenpää
Ekonomisti

Kimmo Koskinen
Neuvonantaja

Ville Voutilainen
Vanhempi datatiede-ekonomisti

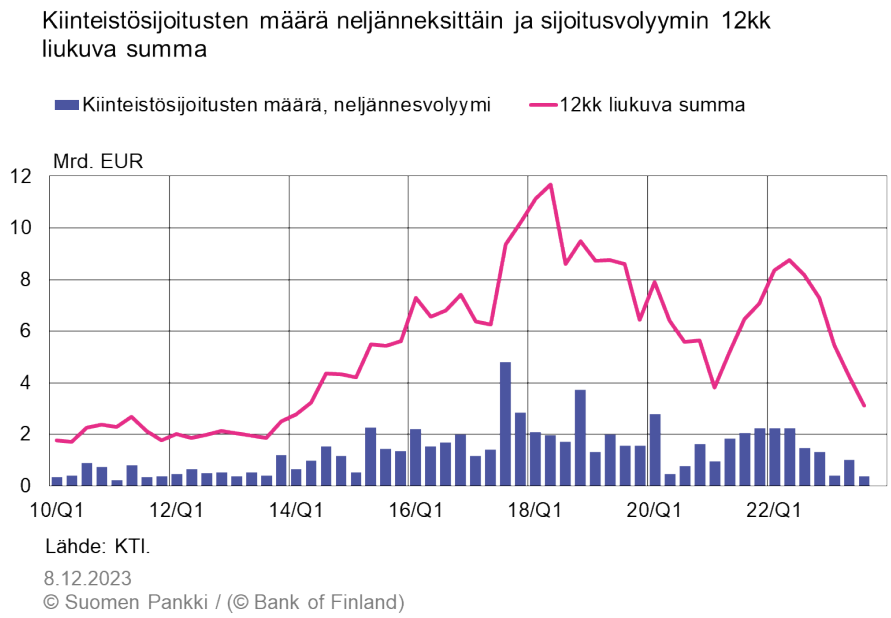
Kotimaiset kiinteistösijoitusmarkkinat ovat laskusuhdanteessa, millä on negatiivisia vaikutuksia sekä talouteen että erilaisiin kiinteistösijoittajiin. Suomessa pankeilla on paljon kiinteistöalan lainoja, jotka on tunnistettu pankkien yhdeksi keskeiseksi haavoittuvuudeksi, ja jotka lisäävät pankkien riskinkantokyvyn tarvetta. Kotimaan lisäksi suomalaisilla pankeilla on altistumia myös Pohjoismaiden kiinteistösektoriin. Kiinteistöalan luottoriskit ovat toistaiseksi pysyneet vähäisinä, joskin riskien kasvua alkaa olla näkyvissä. Suomen pankkisektorilla on stressitestin perusteella hyvät edellytykset kestää kasvavat luottoriskit myös kiinteistösektorilta.

Tässä artikkelissa esitetyt mielipiteet ovat kirjoittajien omia eivätkä välttämättä edusta Suomen Pankin näkemystä.

## Kiinteistösijoittamisen näkymät heikentyneet, toimiala odottaa markkinatilanteen vakautuvan 2024

Kotimaisen kiinteistömarkkinan tila on heikentynyt vuoden 2023 aikana. Kiinteistösijoituksissa kauppamäärät ovat vähäisiä, kauppojen koot pieniä ja likviditeetti vähäinen (kuvio 1). Toimintaympäristön heikentyminen on lisännyt epävarmuutta kiinteistökohteiden rahoituksen, kannattavuuden ja arvonmäärityksen suhteen. Kiinteistöjen rahoitus-, hoito- ja korjaus- sekä rakennuskustannukset ovat viimeisen reilun vuoden aikana nousseet merkittävästi, mikä heikentää kiinteistöomistajien kiinteistöistä saatavia nettotuottoja.

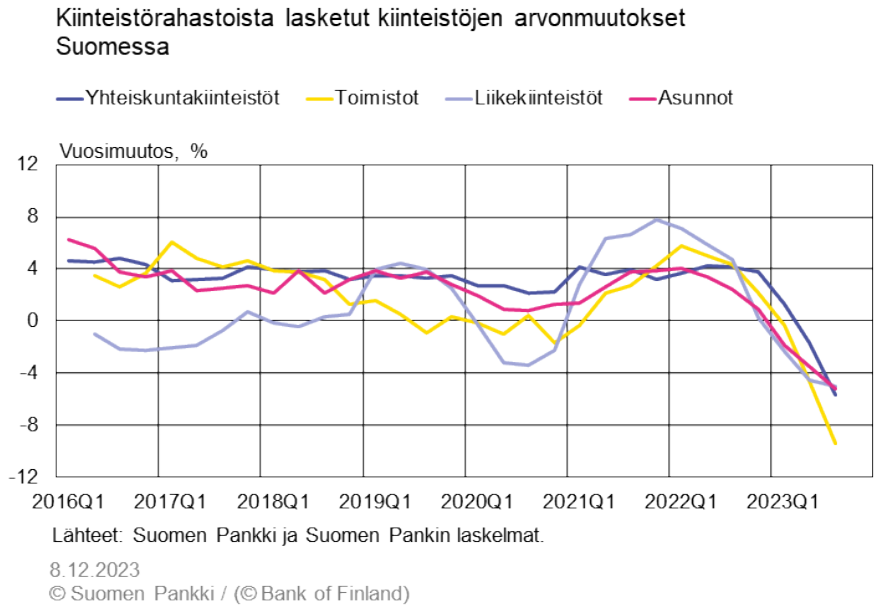
Kuvio 1.




Kiinteistösijoitusten nettotuottovaatimusten pitkään jatkunut lasku päättyi vuoden 2022 puolivälissä ja tuottovaatimukset ovat olleet selvässä kasvussa vuonna 2023. Korkotason nousu on kaventanut kiinteistösijoitusten tuottovaatimusten ja riskittömien korkojen välisiä eroja. Tämä on heikentänyt kiinteistösijoitusten suhteellista houkuttelevuutta sijoittajien silmissä, mikä ennakoi kiinteistöhintojen laskua[1] vuonna 2023 (kuvio 2). Tähän viittaa myös vuonna 2023 nähty asuntohintojen lasku, sillä asunnot ovat keskeisin kiinteistösijoittajien sijoituskohde. Myös markkinakorkojen nousu jatkui vuonna 2023, joskin hidastuen, mikä osaltaan ajaa arvostustasoja alas.

1. Kotimaisesta kiinteistömarkkinoista ei ole olemassa samanlaista hintaindeksiä kuin omistusasuntohinnoista. Kiinteistömarkkinoiden hintakehitystä täytyy täten arvioida epäsuorasti tuottovaatimusten, eri sijoittajien sijoitusportfolioiden arvonmuutosten ja muiden tilastollisten indikaattoreiden kautta.

Kuvio 2.




Lokakuussa 2023 toteutetun Rakli-KTI toimitilabarometrin [2] mukaan ammattisijoittajat odottavat kiinteistömarkkinoiden kaupankäyntivolyymien toipuvan vuoden 2024 aikana. KTI:n mukaan yli 80 % vastaajista ennakoi kiinteistösijoitusmarkkinoiden yleisen tilanteen paranevan seuraavan vuoden aikana, ja kaikkien toimitilasektoreiden kauppavolyymeihin odotetaan kasvua. Odotusten taustalla on etenkin hidastunut inflaatio ja korkotason nousun tasaantuminen. KTI:n mukaan lähes 70 % barometriin vastanneista uskoo, että etenkin ulkomaisten sijoittajien kysyntä kasvaa. Kotimaisen sijoittajakysynnän kasvuun uskoi sen sijaan hieman harvempi. Epävarmuus markkinan tulevan kehityksen suhteen on kuitenkin suurta.

## Rakenteelliset tekijät voimistavat laskusuhdannetta etenkin toimisto- ja liikekiinteistösegmenteissä

Heikon taloudellisen toimintaympäristön ja kiristyneiden rahoitusolojen lisäksi kiinteistömarkkinoihin vaikuttavat myös rakenteelliset tekijät. Perinteisiä liikekiinteistösegmenttejä, kuten toimistoja ja kaupanalaa, painavat edelleen etätyön ja verkkokaupan kasvanut suosio. Näillä tekijöillä on ollut nykyistä laskusuhdannetta voimistava vaikutus.

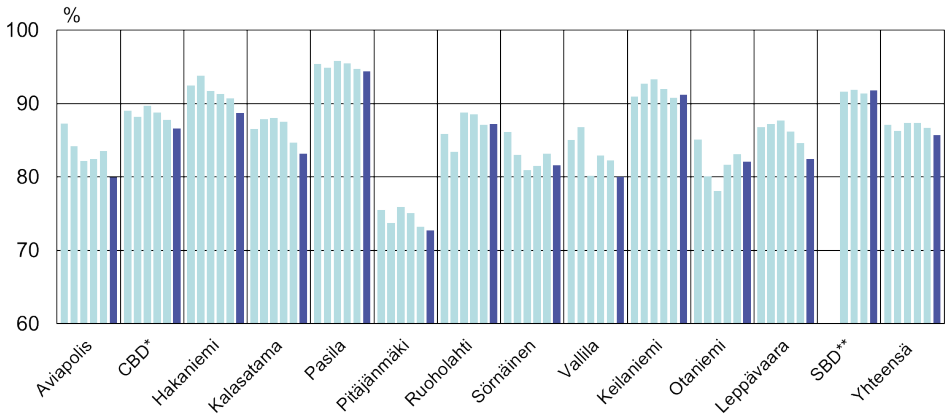
Toimistokiinteistöjen vajaakäyttöasteet ovat jäämässä selvästi pandemiaa edeltävää aikaa korkeammalle tasolle, mikä on merkittävä haaste monille kiinteistöomistajille (kuvio 3). Toimistojen osalta myös markkinan polarisaatio on kasvanut. Yritykset suosivat erityisesti uusia moderneja energiatehokkaita kohteita. Vanhojen toimistokiinteistöjen muuttaminen uuteen tarkoitukseen on ollut viime vuosina verrattain yleistä, mutta ei riittävän ripeää. Kasvaneen vajaakäytön myötä toimistojen kokonaistuotto on heikentynyt: KTI-kiinteistöindeksin toimistokiinteistöjen

2. KTI Markkinakatsaus ja Rakli-KTI Toimitilabarometri, syksy 2023: Kiinteistökauppojen volyymi alamaissa | KTI Kiinteistötieto.

kokonaistuotto laski vuonna 2022 toiseksi heikoimpaan lukemaan indeksin historiassa.

Kuvio 3.

Toimistojen käyttöasteet ovat laskeneet pääkaupunkiseudulla, 2021/I–2023/III




*CBD=Ydinkeskusta (Central Business District), **SBD=Laajennettu keskusta (Secondary Business District)

Lähde: Helsinki Research Forum ja RAKLI.

8.12.2023

© Suomen Pankki / (© Bank of Finland)

Liiketilamarkkina on elpymässä pandemiasta, mutta on altis talousnäkymien ja yksityisen kulutuksen heikentymiselle ja kulutustottumusten muutoksille. Verkkokaupan kasvu, koronapandemia ja korkea inflaatio ovat kaikki vaikuttaneet ihmisten kulutuskysyntään. KTI:n analyysin mukaan [3] markkinan muutos on johtanut vähittäiskaupan kiinteistöjen kannattavuuden voimakkaaseen eriytymiseen, kun kaupunkikeskustojen liiketilojen, kauppakeskusten ja päivittäistavarakohteiden menestys on erkaantunut toisistaan.

## Asunnoista odotettavissa myös vuodelta 2023 arvonalentumistappioita

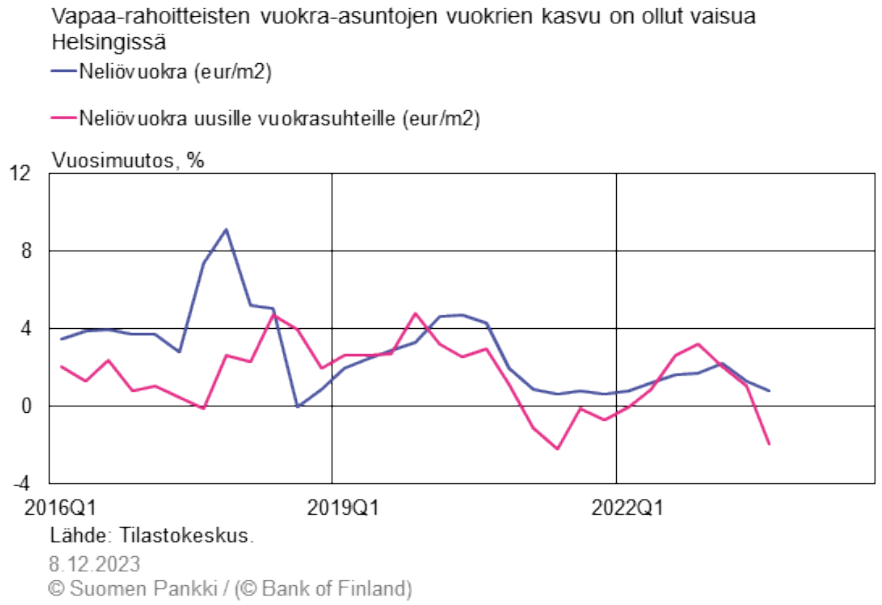
Suomessa kiinteistösijoitusmarkkinat ovat viime vuosina kasvaneet etenkin vuokra-asuntomarkkinan kasvun vetämänä. Voimakas kasvu pysähtyi vuonna 2022 äkkijarrutukseen, kun asuntohinnat kääntyivät Suomessa loppuvuodesta 2022 korkojen nousun myötä laskuun. Asuntohintojen lasku on jatkunut myös vuoden 2023 puolella. KTI Kiinteistöindeksin vuokra-asuntokantaan kirjattiin vuonna 2022 indeksin historian ensimmäinen arvonalentuminen (-5.9 %). Asuntosijoitusmarkkinaa oli pitkään pidetty turvallisena sijoituskohteena ja se houkutteli paljon uusia sijoittajia hyvien tuottojen perässä etenkin matalan koron vuosina.

Asuntojen markkina-arvoja painoi erityisesti tuottovaatimusten nousu, joka on ollut verrattain suuri, koska matalan koron aikana asuntojen tuottovaatimukset laskivat ennätysalhaiseksi. Sijoitusten kannattavuutta ja asuntokiinteistöjen tuottonäkymiä painoivat lisäksi nousseet rakennus- ja ylläpitokustannukset. Vuokratasoihin ei ole aivan lähivuosina odotettavissa selkeää korjausta, sillä vuokralaisten maksukyky ei nouse yhtä

3. KTI Markkinakatsaus kevät 2023 (taiqa.com).

nopeasti kuin yleinen hintataso. Samaan aikaan vuokra-asuntojen tarjonnan kasvu jatkuu ripeänä (kuvio 4). Vuokramarkkinoiden nykyistä tilannetta vaikeuttaa olennaisesti viime vuosien voimakas rakentaminen. Valmistuvien vuokra-asuntojen määrä kasvaa edelleen, vaikka uusien vuokra-asuntojen aloitukset ovatkin laskeneet jo merkittävästi.

Kuvio 4.

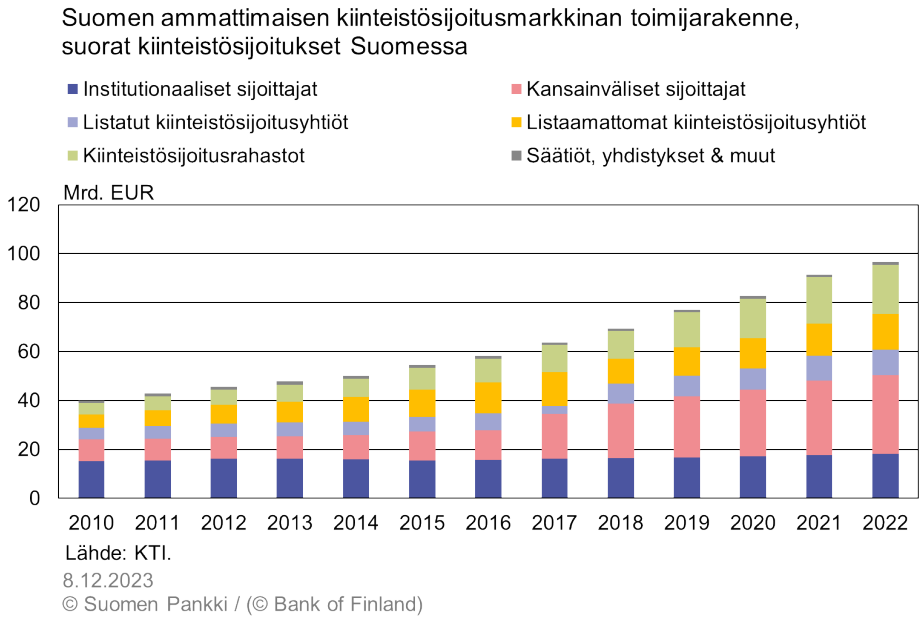



## Kiinteistösijoittajien likviditeettiriskit kasvaneet kaupankäynnin hiljentyessä

Kiinteistömarkkinan heikko suhdanne vaikuttaa suoraan negatiivisesti kiinteistösijoittajiin. Suomessa suurin kiinteistöjen omistajaryhmä ovat ulkomaiset sijoittajat. Ulkomaisten sijoittajien hallussa oli vuoden lopussa yli 32 miljardin euron arvosta suomalaisia kiinteistöjä. Ulkomaisten toimijoiden kirjo on hyvin suuri ja sisältää sekä instituutiosijoittajia, rahastoja että kiinteistöyhtiöitä.

Kotimaiset kiinteistösijoitusrahastot ovat viime vuosina ohittaneet instituutiosijoittajat suurimpana kotimaisena toimijaryhmänä. Vuoden 2022 lopussa kiinteistörahastojen omistuksessa oli KTI:n mukaan kiinteistöjä yli 20 miljardin euron arvosta. Suomalaisten instituutiosijoittajien suorien kotimaisten kiinteistösijoitusten määrän kasvu on viime vuosina ollut varsin maltillista. Kolmas merkittävä kotimainen sijoittajaryhmä on erilaiset listatut ja listaamattomat kiinteistösijoitusyhtiöt (kuvio 5).

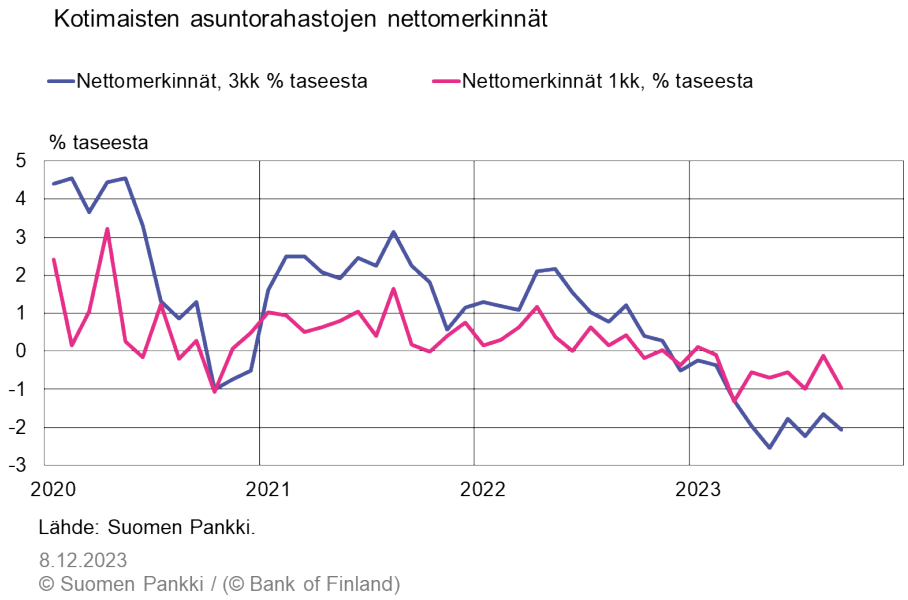
Kuvio 5.




Kiinteistösijoitusten arvostustappiot rasittavat erityisesti kiinteistösijoitusyhtiöiden kannattavuutta. Korkojen nousu on kallistanut merkittävästi kansainvälisiltä joukkolainamarkkinoilta hankittavan rahoituksen hintaa, ja yhtiöiden jälleenrahoitusriskit ovat kasvaneet huomattavasti. Osa yhtiöistä on vahvistanut taseitaan esimerkiksi omien velkojen takaisinostoilla markkinoilta, sopimalla uusista luottolimiiteistä ja jäädyttämällä osingonmaksut. Pohjoismaisten rajat ylittävien sijoitusten takia ulkomaisten kiinteistösijoitusyhtiöiden riskien kasvu saattaa heijastua myös Suomeen.

Heikentynyt tuottokehitys on lisännyt lunastuksien määrää kotimaisissa avoimissa kiinteistörahastoissa (kuvio 6). Epälikvidien kiinteistösijoitusten vuoksi avoimet kiinteistörahastot ovat alttiita lunastusten kasvusta johtuville likviditeettiriskeille. Rahastot saattavat joutua myymään sijoitusvarallisuuttaan, mikäli lunastustarpeisiin ei muutoin pystytä vastaamaan. Sijoituskiinteistöjen myyminen voi olla haastavaa nykyisessä toimintaympäristössä. Rahastotoimijat ovat varautuneet markkinatilanteeseen mahdollistamalla likviditeettivälineiden käytön säännöissään. Likviditeetinhallintavälineitä voidaan käyttää tilanteissa, joissa rahaston poikkeuksellinen likviditeettitilanne sitä vaatii, esimerkiksi siten, että lunastustoimeksiannoista on ilmoitettava aiempaa aiemmin. Lisäksi osa yhtiöistä on muuttanut kiinteistörahastojen lunastusfrekvenssiä, eli sitä kuinka usein rahasto on auki lunastuksille.

Kuvio 6.



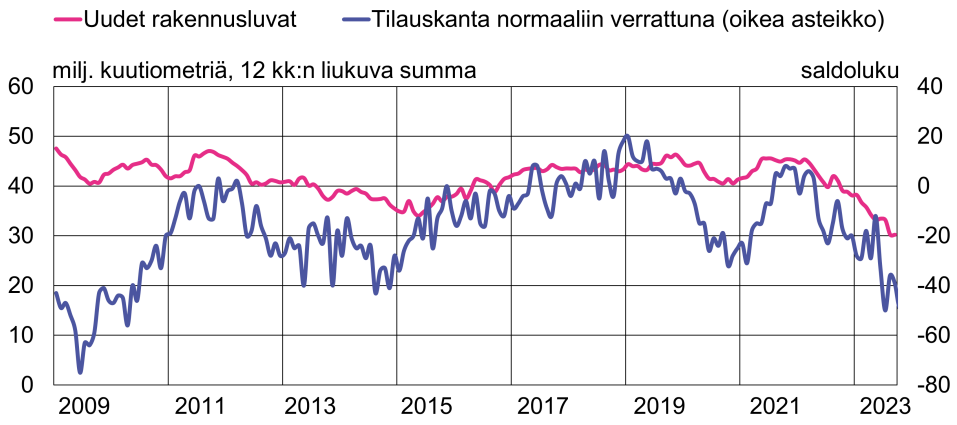

Työeläke- ja vakuutussektorilla kiinteistöriskit ovat pääosin rajattuja, sillä eläkevakuuttajia lukuun ottamatta toimijoiden kiinteistösijoitusten määrä on pieni. Riskejä pienentää myös se, että vakuutussektori käyttää keskimäärin vain vähäistä velkavipua kiinteistösijoituksissaan. Suurimpien suomalaisten instituutiosijoittajien kiinteistösijoitusten keskimääräinen kokonaistuotto jäänee kuitenkin vuoden 2023 osalta selvästi edellisiä vuosia heikommaksi.

## Kiinteistösijoitusmarkkinoiden laskusuhdanne heikentää myös rakentamisen näkymiä

Kiinteistösijoitusmarkkinoiden voimakas hiljentyminen heikentää myös rakentamista, jossa suhdanne on heikentynyt selvästi, toimijoiden kannattavuus on heikko ja myymättömien asuntojen määrä kasvaa. Uusien rakennushankkeiden volyymi on laskenut jyrkästi, mikä näkyy rakennusyhtiöiden normaalia heikompana tilauskantana (kuvio 7). Rakennusalan suhdannetilanne oli lokakuun 2023 EK:n suhdannebarometrissa suurin piirtein finanssikriisin tasolla.

Kuvio 7.

Uudet rakennusluvat ja rakennusalan tilauskanta normaaliin verrattuna




Lähteet: Tilastokeskus, Elinkeinoelämän keskusliitto.
8.12.2023
© Suomen Pankki / (© Bank of Finland)

Kutistuva tilauskanta rasittaa rakennusyhtiöiden tulevaa kassavirtaa ja kannattavuutta. Rakennusalan haavoittuvuutta suhdanteen heikentymiselle kasvattaa lisäksi alan jo valmiiksi verrattain heikko kannattavuus. Rakennuskustannusten nopea nousu vuosina 2021–2022 on heikentänyt monien rakennusalan toimijoiden kannattavuutta entisestään. Alan vaikeasta tilanteesta kertoo osaltaan konkurssien kasvu erityisesti talonrakentamisen alatoimialalla.

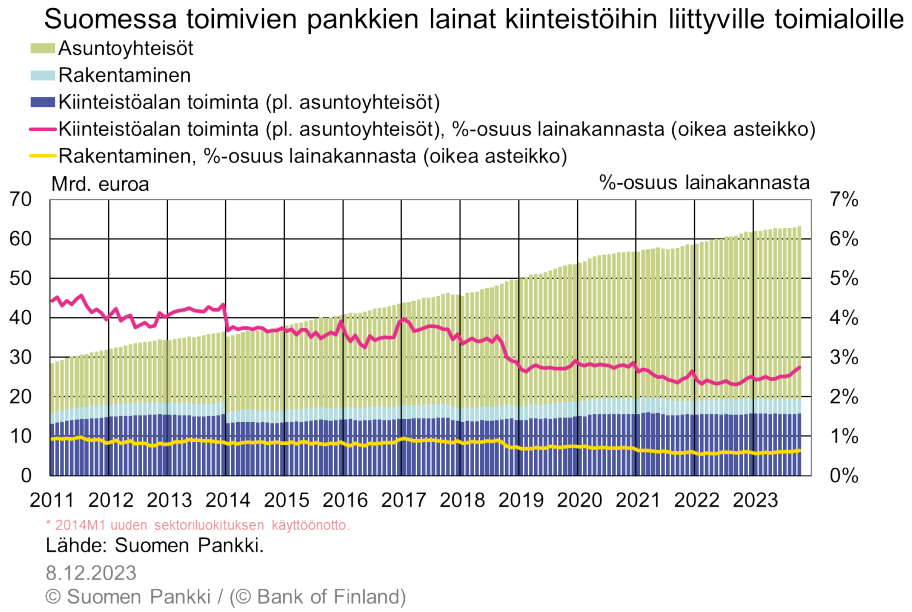
Asuntorakentamisen perustajaurakointia harjoittavien rakennusliikkeiden tilanteesta tekee erityisen haastavan se, että asuntomarkkinan yskiessä uusia asuntoja on vielä valmistunut runsaasti. Asuntosijoittajien haluttomuus ostaa uudiskohteita on kasvattanut rakennusyhtiöiden valmiiden, myymättömien asuntojen määrää reippaasti. Myymättömät asunnot sitovat rakennusliikkeiden pääomia ja syövät kassavirtaa, mikä lisää riskiä asuntojen pakkomyynneistä.

## Suurin osa pankkien kiinteistöalan lainoista myönnetty taloyhtiöille tai asuntoyhteisöille

Suomessa toimivilla pankeilla on verrattain paljon saatavia kiinteistöalan yrityksiltä. Lainakanta kohdistuu kuitenkin pääosin asuntomarkkinoihin ja taloyhtiölainoihin. Pankkien asuntoyhteisöille myöntämä lainakanta Suomessa oli vuoden 2023 lokakuussa 43 mrd. euroa (kuvio 8, vihreä pylväs). Muille kiinteistöalan yrityksille kuin asuntoyhteisöille kotimaassa toimivat pankit olivat myöntäneet lainoja 15,5 mrd. euron edestä[4] (kuvio 8, tummansininen pylväs). Suoraan rakentamiseen myönnettyjä lainoja oli 3,1 mrd. euroa.

4. Tämä joukko koostuu suurelta osin toimijoista, jotka toimivat pääosin asuntomarkkinoiden ulkopuolella ja näitä voidaan pitää perinteisinä liikekiinteistötoimijoina.

Kuvio 8.

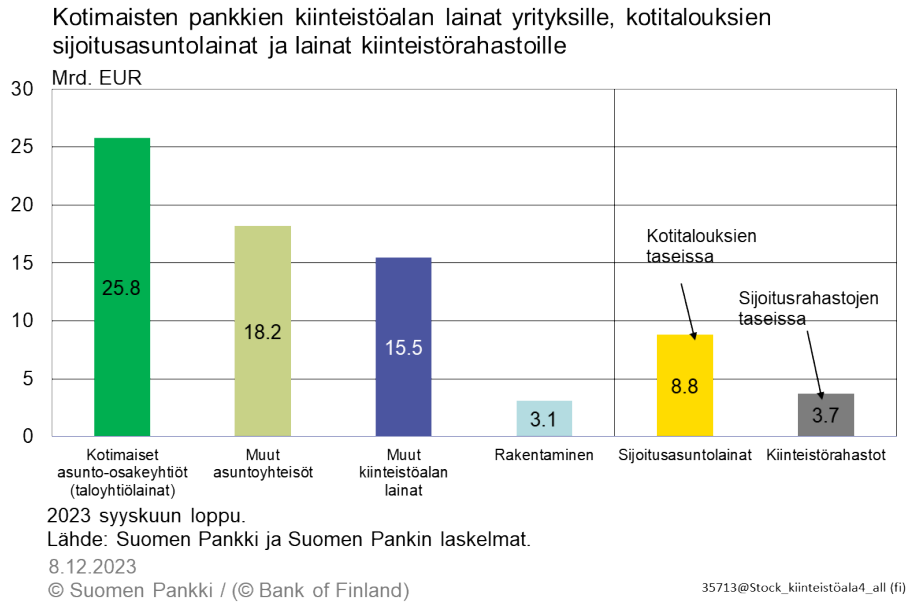



Luottokohtaisen rekisterin perusteella kuvaa kiinteistöalan lainakannan kehityksestä voidaan tarkentaa edelleen. Suomen Pankin Luoti-tilastotietokannan mukaan[5] pääosa (42 %, 26 mrd. euroa) kotimaisille asuntoyhteisöille myönnetyistä lainoista on suoraan kotimaisille asunto-osakeyhtiöille myönnettyjä lainoja, eli ns. taloyhtiölainoja (kuvio 9). Ne eivät siten välttämättä suoraan liity kiinteistösijoitusmarkkinoihin, ellei esimerkiksi sijoittaja käytä taloyhtiölainoja kiinteistösijoitustensa rahoittamiseen.[6] Lisäksi pankit ovat myöntäneet noin 18,2 mrd. euron edestä lainoja suoraan erilaisille asuntoyhteisöiksi määritellyille kiinteistösijoitus- ja hallinnointiyhtiöille (nk. muut asuntoyhteisöt, eli asuntoyhteisöt pl. taloyhtiöt). Nämä toimijat keskittyvät pääosin asuntojen hallinnointiin, vuokraustoimintaan ja sijoittamiseen.

Tämän lisäksi kiinteistöalan lainoiksi voidaan mieltää myös pankkien kotitalouksille myöntämät asuntosijoituslainat (8,8 mrd. euroa) ja kiinteistösijoitusrahastoille myönnetyt lainat (3,7 mrd. euroa). Kaiken kaikkiaan kiinteistöalalle myönnettyjä lainoja oli siis n. 74 mrd. euroa.

5. On hyvä huomata, että lainakohtainen Luoti-tieto ei täysin vastaa Suomen Pankin rahoitustilastoista saatuja aggregaattilukuja. Sen takia tässä artikkelissa esitetyt luvut saattavat lähteestä riippuen hieman erota toisistaan.
6. Tilastokeskuksen mukaan pääosa taloyhtiölainoista on kotitalouksien taseissa. Tarkkaa tietoa ei ole kuinka paljon näistä on sijoitustarkoitukseen. Kts. tarkemmin aiheesta: https://www.eurojatalous.fi/fi/2021/1/taloyhtiolainojen-enimmaisluotto-osuus-vaikuttaisi-vain-osaan-rakentamisen-rahoituksesta/ ja https://www.eurojatalous.fi/fi/2021/1/sijoitusasuntolainojen-erittely-asuntolainoista-tarkentaa-kuvaa-kotitalouksien-velkaantumisesta/.

Kuvio 9.

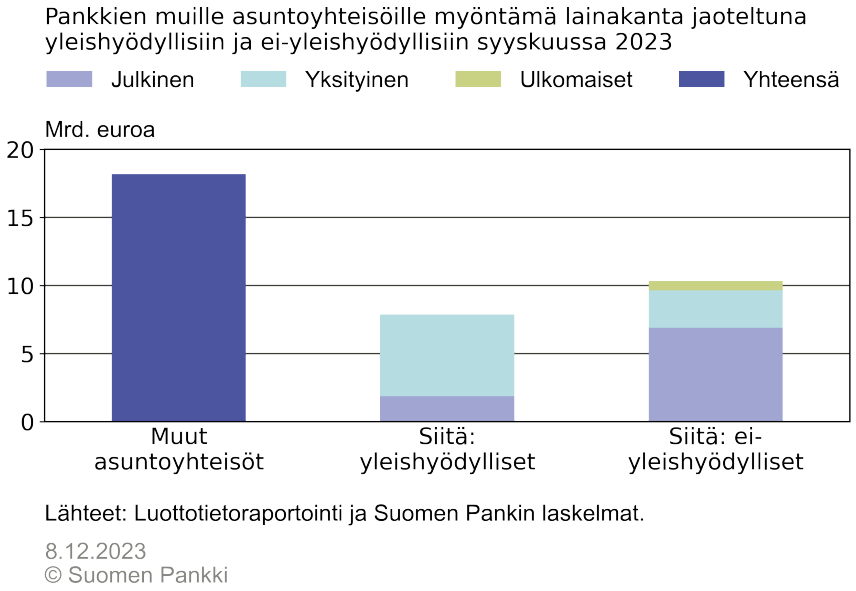



Merkittävä osa muista asuntoyhteisöistä on kuntien vuokra- tai asumisoikeusyhtiöitä tai erilaisia yleishyödyllisiä yhteisöjä[7]. Yleishyödyllisten yritysten osuus muiden asuntoyhteisöjen lainakannasta on lähes 43 % (kuvio 10). Yleishyödyllisten yhteisöjen toiminta liittyy vahvasti valtion tukemaan sosiaaliseen asuntotuotantoon. Valtion omistama Asumisen rahoitus ja -kehittämiskeskuksen (ARA) myöntää valtion tukia sosiaaliselle asuntotuotannolle eli ARA-tuotannolle. Valtion tuki kanavoidaan nykyään pääosin ns. korkotukilainan[8] muodossa.

7. Yleishyödylliset yhteisöt on määritelty ARA:n yleishyödylliseksi nimeämien yhteisöjen listan mukaan. Yleishyödylliset yhteisöt ovat osa valtion tukemaa sosiaalista asuntotuotantoa. Yleishyödyllisen yhteisön on täytettävä vuokra-asuntolainojen ja asumisoikeustalolainojen korkotukilaissa ja aravalaissa yleishyödyllisyydelle asetetut edellytykset. Yleishyödylliseksi nimetyn yhteisön on noudatettava laissa määrättyjä yleishyödyllisyyden edellytyksiä ja toimittava niiden mukaisesti.

8. ARA hyväksyy korkotukilainoja vuokra-, asumisoikeus- ja osaomistustalojen uudisrakentamiseen kuntien puoltamille kohteille. Korkotukilaina on pankin tai muun rahoituslaitoksen myöntämä laina, jonka korosta valtio maksaa osan (Valtiokonttori / ARA) jos lainansaajan perusomavastuukorko ylittyy. Vuokra- tai asumisoikeusasuntojen rakentamista varten myönnetyllä korkotukilainalla on valtion täytetakaus. Takaus tulee voimaan suoraan automaattisesti.

Kuvio 10.




Yksityisille, ei-yleishyödyllisille muille asuntoyhteisöille suoraan myönnetty lainakanta näyttäisi siten jäävän suhteellisen pieneksi (n. 2,8 mrd. euroa). Suorien pankkilainojen verrattain pieni määrä johtuu osaltaan siitä, että suuret Suomessa toimivat asuntovuokraamiseen erikoistuneet kiinteistösijoitusyhtiöt rahoittavat huomattavan suuren osan toiminnastaan joukkolaina- ja yritystodistusmarkkinoiden kautta.

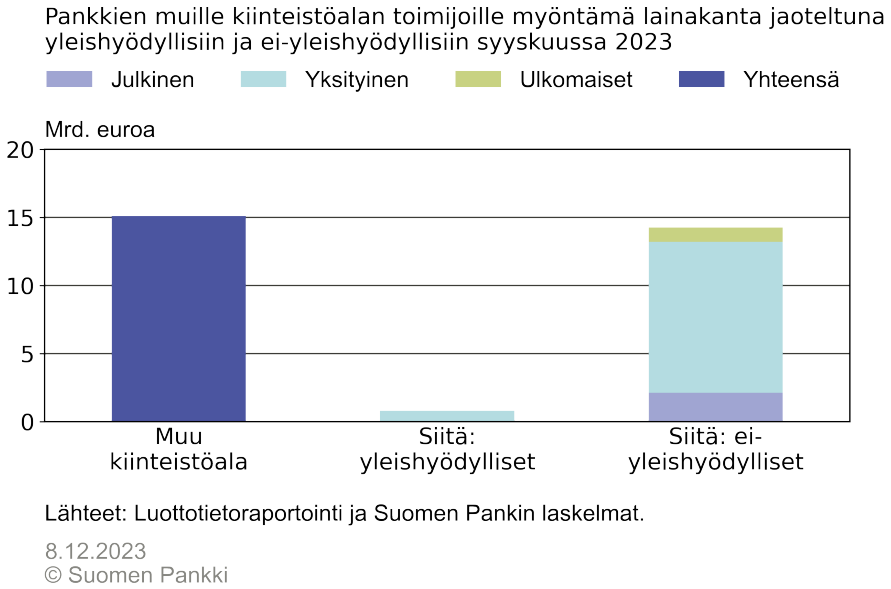
Muut kiinteistöalan yritykset (kiinteistöalalla toimivat yksityiset yritykset) muodostavat hyvin heterogeenisen joukon kiinteistöalan toimijoita. Määrällisesti pääosa pankkien luotoista on myönnetty erilaisille kiinteistöosakeyhtiöille. Tämä johtuu siitä, että usein kiinteistöomistaminen järjestetään (keskinäisen tai ei-keskinäisen) kiinteistöosakeyhtiön avulla. Kiinteistösijoittajan perustaman osakeyhtiön ainoana tarkoituksena on omistaa ja hallita yhtä tai useampaa kiinteistöä. Todellinen sijoittaja omistaa itse tai yhdessä muiden omistajien kanssa perustetun kiinteistöosakeyhtiön osakkeita. Kiinteistökaupat järjestetään tyypillisesti kiinteistöosakeyhtiön osakekauppana. Osakeyhtiö voi ottaa omaan nimeensä myös pankkilainaa. Kiinteistösijoitushankkeita on usein rahoitettu hankkimalla kullekin kiinteistökohteelle tai kiinteistöportfoliolle oma rahoitus, ja eri kohteet voivat olla juridisesti eriytettyjä. Siten järjestely myös suojaa sijoittajia kiinteistöosakeyhtiön konkurssitilanteessa.

Todellisuudessa pankkien saatavat kiinteistösijoitusmarkkinoilta ovat ensisijaista vastapuolitietoa selvästi keskittyneempiä, sillä suuret kiinteistösijoittajat voivat hallinnoida kymmeniä kiinteistöosakeyhtiöitä. Näitä keskittymiä ei analyysissa ole vielä pystytty huomiomaan.

Merkittävän ryhmän muille kiinteistöalan yrityksille kuin asuntoyhteisöille myönnetystä lainakannasta muodostavat yksityiset kotimaiset kiinteistösijoitusyhtiöt. Kiinteistösijoitusyhtiöillä on usein hajautettu sijoituspolitiikka ja ne ottavat usein lainaa omaan nimiinsä (kuvio 11). Merkittäviä lainoja on myös myönnetty suoraan suurien kiinteistökohteiden, kuten kauppakeskusten, logistiikka- ja liikennekiinteistöjen, tai

yliopistojen kampuskiinteistöjen rakentamiseksi ja kehittämiseksi. Etenkin instituutiosijoittajien, kuten työeläkeyhtiöiden, kiinteistösijoituksia[9] on tyypillisesti rahoitettu epäsuorasti kiinteistöosakeyhtiöiden kautta.

Kuvio 11.




Julkisen sektorin hallinnoimien yritysten osuus on muiden kiinteistöalan yritysten osalta melko vähäinen. Julkisomisteiset yritykset kattavat n. 14 % muille kiinteistöalan yrityksille myönnetystä lainakannasta. Pienissä kunnissa julkinen yhtiö voi hallita hyvin laaja-alaisesti kunnan kiinteistövuokrausta käsittäen erityyppisiä kiinteistökokonaisuuksia.

Ulkomaisten toimijoiden osuus Suomessa toimivien pankkien muun kiinteistöalan lainoista on noin 7 %. Todellisuudessa määrä voi olla suurempi, koska moni ulkomainen toimija on perustanut Suomeen kotimaisen holding-yhtiön, joka tilastoituu Tilastokeskuksen sektoritiedoissa kotimaiseksi yritykseksi.

Kotimaan toimintojen lisäksi kotimainen pankkisektori lainoittaa kiinteistöalaa pohjoismaisten sivuliikkeidensä kautta. Suomalaispankkien kaikki saamiset sisältävän valvojaraportoinnin mukaan kesäkuussa 2023 kotimaiset velalliset vastasivat vain noin 30 % kotimaisen pankkisektorin liikekiinteistövakuudellisista yrityslainoista. Samaan aikaan Ruotsin, Tanskan ja Norjan yhteenlaskettu osuus oli noin 68 %. Suurin osa kotimaisten pankkien liikekiinteistövakuudellisista saamisista kohdistuu siis Suomen sijasta muihin Pohjoismaihin.

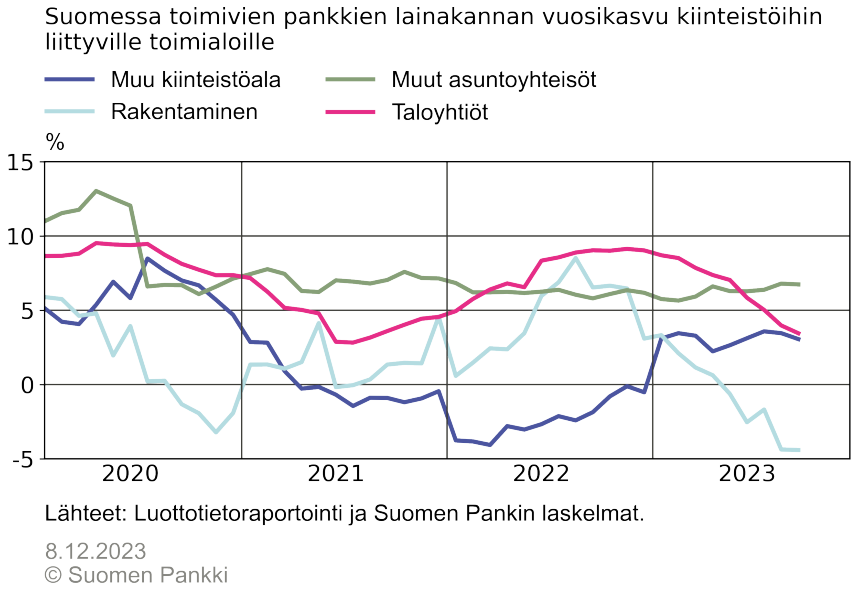
## Kiinteistöalan rahoitusolot kiristyneet – korvaako pankkirahoitus markkinarahoituksen saatavuutta?

Viime vuosina kotimaisten pankkien lainanantoa kiinteistösektorille ovat lisänneet

9. Esimerkiksi kauppakeskus REDI.

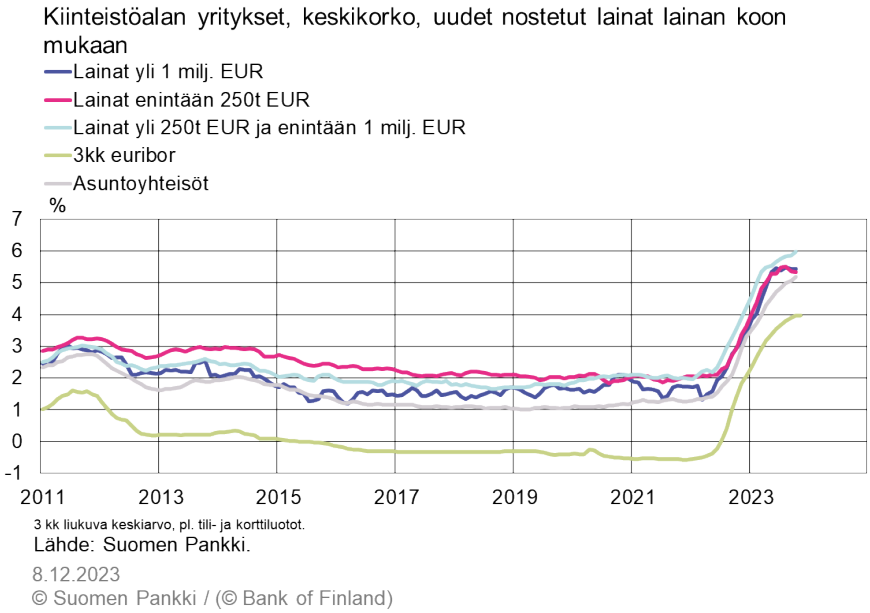
erityisesti taloyhtiölainat ja lainat muille asuntoyhteisöille (kuvio 12). Muiden asuntoyhteisöiden lainanottoa on osaltaan edistänyt melko reipas ARA-tuotannon kasvu vuosina 2020–2021. Sen sijaan lainananto muille kiinteistöalan toimijoille ja rakennusalalle on kasvanut maltillisemmin ja paikoitellen jopa vähentynyt. Toisaalta erityisesti näiden alojen suuremmat yritykset ovat kevyiden rahoitusolojen aikana hakeneet rahoitusta muista lähteistä, kuten pääomamarkkinoilta.

Kuvio 12.



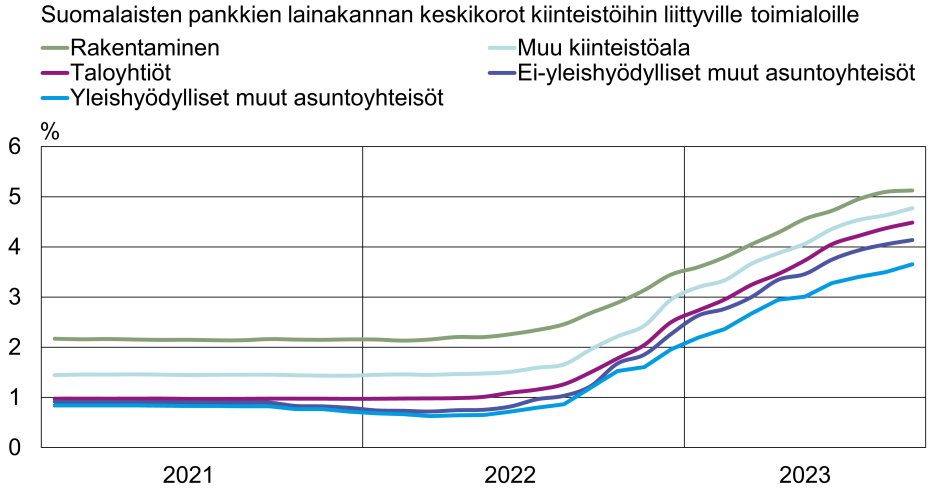

Kiinteistöihin liittyvien toimialojen yritysten pankkilainojen korot ovat nousseet nopeasti markkinakorkoja seuraten. Viimeisen vuoden aikana pankkilainojen keskikorot ovat olleet korkeimmillaan Suomen Pankin laatiman tilastoinnin aikana (kuvio 13).

Kuvio 13.



Muiden asuntoyhteisöjen osalta yleishyödyllisten ja muiden (asuntoyhteisöiksi määriteltyjen) toimijoiden korkokehitys on hieman eriytynyt vuoden 2022 syksystä alkaen (kuvio 14). Eriytymistä saattavat osaltaan selittää ARA:n julkisille ja yleishyödyllisille toimijoille myöntämät korkotukilainat. Nopeasti kasvaneet rahoituskustannukset syövät myös julkisesti tuettujen toimijoiden kassavirtaa ja kannattavuutta mahdollisesta valtion korkotuesta huolimatta.

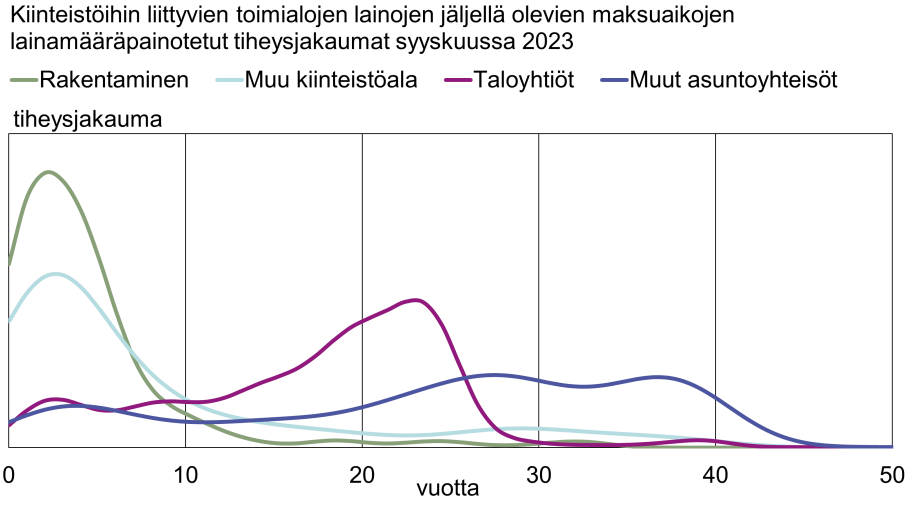
Kuvio 14.




Lähde: Suomen Pankki, luottotietoraportointi.
8.12.2023
© Suomen Pankki / (© Bank of Finland)

Osalla kiinteistöalan toimijoista on suuria jälleenrahoitustarpeita lähivuosina. Kiinteistöihin liittyvien toimialojen pankkirahoituksen jäljellä olevassa juoksuajassa ja edelleenrahoituksen lähiajan uusimistarpeissa on suurta vaihtelua (kuvio 15). Muun kiinteistöalan lainojen lainamäärillä painotettu jäljellä olevan juoksuajan mediaani oli syyskuussa 2023 vain 4 vuotta. Rakennusalalla juoksuajan mediaani oli tätäkin lyhyempi, n. 3 vuotta. Puolet näiden toimialojen lainoista siis tulee joko maksettavaksi tai uusittavaksi seuraavan 3–4 vuoden sisällä. Sen sijaan taloyhtiöillä vastaava luku oli 19 ja muilla asuntoyhteisöillä jopa 27 vuotta.

Kuvio 15.




Lähde: Suomen Pankki, luottotietoraportointi.
8.12.2023
© Suomen Pankki / (© Bank of Finland)

Heikentynyt markkinarahoituksen saatavuus saattaa kasvattaa suurten kiinteistö- ja rakennusyhtiöiden pankkirahoituksen kysyntää lähitulevaisuudessa. Kiristyneet rahoitusolot ja rahoitusmarkkinoiden kasvaneet huolet kiinteistömarkkinoiden riskeistä heikentävät suurten kiinteistö- ja rakennusalan yhtiöiden kykyä uusia erääntyvää velkakirjarahoitustaan. Markkinarahoituksen mahdollisesti tyrehtyessä nämä suuremmat toimijat todennäköisesti kääntyvät pankkirahoituksen puoleen. Jos pankkien halu ja kyky kasvattaa luotonantoaan kiinteistösektoriin on rajoittunutta, saattaa suurten yritysten kasvanut pankkirahoituksen kysyntä heikentää pienempien alan toimijoiden rahoituksen saatavuutta.

Pankit ovat kiristäneet luottoehtojaan. Lokakuussa 2023 toteutetun Rakli-KTI Toimitilabarometrin mukaan kotimaisen pankkirahoituksen saatavuus kuitenkin parani hienoisesti kevään kyselyyn verrattuna. Syksyn 2023 barometrissa kolmannes vastaajista arvioi rahoituksen saatavuuden kiristyvän edelleen tulevan puolen vuoden aikana, kun kevään 2023 barometrissa näin ennakoi vielä reilusti yli puolet vastaajista.

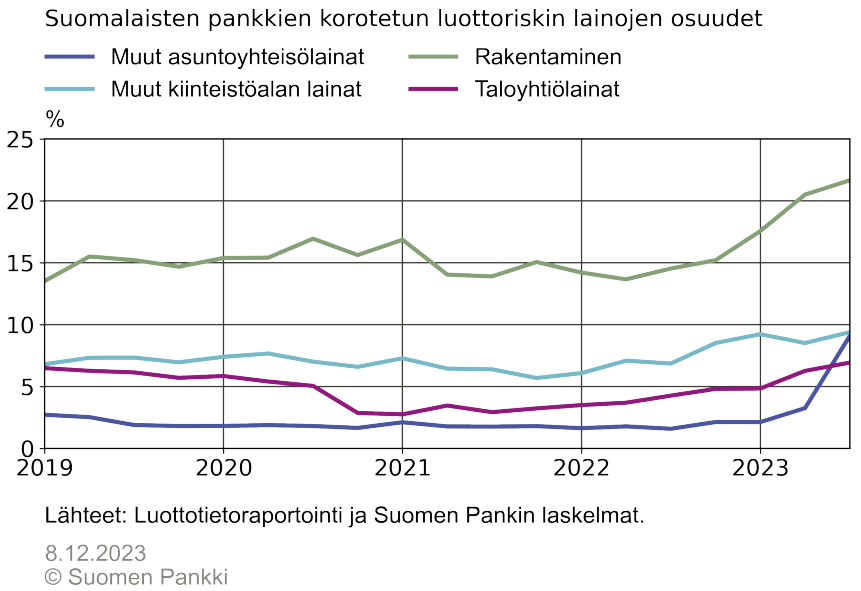
## Luottoriskit kasvussa, mutta järjestämättömät luotot toistaiseksi vähäisiä

Pankkien luottoriskit kiinteistösektorin saatavista ovat kasvaneet vuoden 2023 kuluessa. IFRS-kirjanpitostandardin mukaisten luottoriskiltään kohonneiden lainojen (nk. arvonalentumisvaiheen 2-lainojen) osuus on kasvanut kaikilla kiinteistöihin liittyvillä toimialoilla (kuvio 16).[10] Erityisen voimakasta luottoriskien kasvu on ollut suhdanneherkällä rakennusalalla, jossa syyskuussa 2023 jo yli viidennes lainoista oli

10. Jakoa yleishyödyllisiin ja ei-yleishyödyllisiin muihin asuntoyhteisöihin ei Kuvioissa 16 ja 17 tehdä, sillä vastapuolien joukko kutistuu liian pieneksi. Yleisesti voidaan todeta, että yleishyödyllisten muiden asuntoyhteisöjen luottoriskiltään kohonneiden lainojen sekä järjestämättömien lainojen osuudet ovat todella pienet.

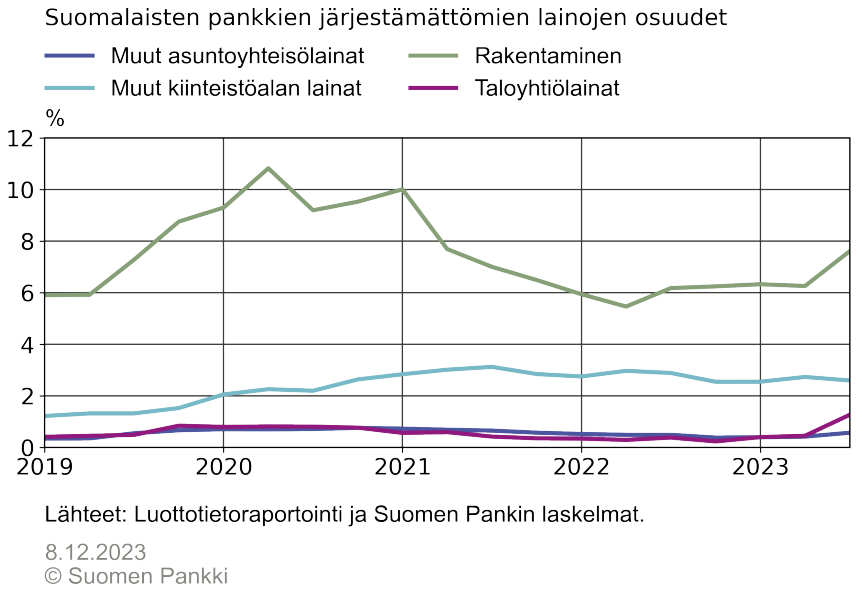
luokiteltu luottoriskiltään kohonneiksi.

Kuvio 16.




Kasvaneista luottoriskeistä huolimatta pankkien järjestämättömät saamiset kiinteistöihin liittyviltä aloilta ovat toistaiseksi melko vähäisiä (kuvio 17). Rakentamisen alalla järjestämättömien luottojen osuus on kasvanut syksyn 2023 hieman, mutta taso on edelleen alhaisempi kuin esimerkiksi pandemian aikaan.

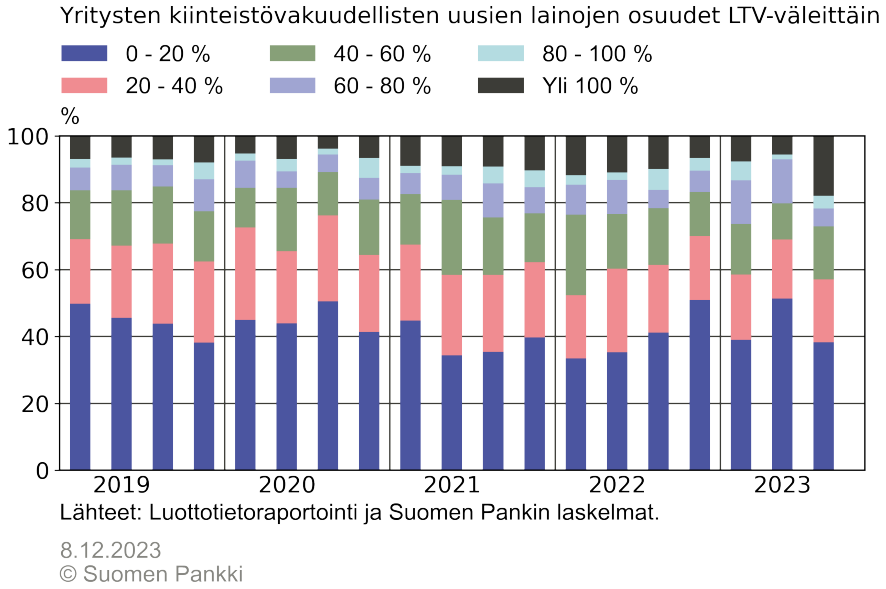
Kuvio 17.




Osaltaan pankkien kotimaisista kiinteistöalan lainoista aiheutuvaa luottoriskiä pienentävät yritysten kiinteistövakuudellisten lainojen melko maltilliset luototussuhteet (kuvio 18). Lainojen suhde kiinteistöomistusten arvoon[11] (nk. LTV, *loan-to-value*) on

tärkeä mittari, sillä se kertoo hankkeiden lainoitusasteesta ja riskillisyydestä pankeille.[12] Reilut puolet lainoista on neljän viime vuoden aikana myönnetty alle 40 prosentin suuruisella LTV-suhteella ja valtaosa (noin kolme neljäsosaa) alle 60 prosentin suuruisella suhteella.

Kuvio 18.




**Kotimainen kiinteistömarkkina altis asuntomarkkinahäiriöille, pankkisektorin vakavaraisuus suojaa riskeiltä**

Kiinteistömarkkinoiden riippuvuus talouden suhdanteista yhdessä rakenteellisten muutosten kanssa lisäävät sijoittajiin ja kiinteistörahoitukseen liittyviä riskejä, mikä voi kärjistää hintaliikkeitä markkinoilla. Varsinaisten pakkomyyntien riskiä vähentävät kuitenkin verrattain laaja-alainen sijoittajakunta, instituutiosijoittajien suuret omistukset ja mittavalla velkarahalla toimivien sijoittajien suhteellisen vähäinen määrä.

Toimintaympäristön voimakas heikentyminen on kuitenkin lisännyt toimijoiden riskejä laaja-alaisesti. Erityisesti kiinteistösijoitusyhtiöiden, joiden toimintamalli perustuu joukkolainamarkkinoilta hankitun velkavivun hyödyntämiseen, tilanne on heikentynyt. Myös kiinteistörahastojen haasteet ovat kasvussa lunastusten kasvun myötä.

11. Tässä analyysissa (kuten usein lainarekisteriaineistojen kohdalla) LTV-suureen nimittäjä arvioidaan usein lainojen vakuuksien arvon kautta, sillä varsinaista tietoa lainalla hankittavan kohteen arvosta ei ole.
12. Suomen Pankin yritysluottotietorekisterin (Luoti) perusteella on aikaisempaa paremmin mahdollista määritellä samalla kertaa liikekiinteistömarkkinatoimijat, heidän pankkilainansa sekä kyseisten lainojen vakuudet. Sovellamme uusien liikekiinteistölainojen LTV-lukujen laskuissa tulkintaamme Euroopan järjestelmäriskikomitean vuoden 2019 suosituksen mukaisesta määritelmästä: 1) Tunnistetaan aineistosta uudet lainat. 2) Valitaan lainat, joissa vakuutena on jotain seuraavista tyypeistä: asuinkiinteistöt, toimistot, liiketilat tai liikekiinteistö. 3) Lasketaan LTV-luku lainakohtaisesti jakamalla uuden lainan nimellinen määrä käytettyjen liikekiinteistövakuuksien nimellisellä määrällä (mahdolliset muut lainan vakuudet on jätetty huomioimatta). Syntyvä LTV-suure ei ole täydellinen indikaattori, sillä varsinkin pienet LTV-luvut korostuvat aineistossa. Indikaattorin kehitys yli ajan on kuitenkin mielenkiintoinen lisätieto.

Asunnot ovat ylivoimaisesti suurin sijoituskohde markkinoilla ja asuntomarkkinoiden tilannetta on tärkeää seurata tarkasti. Asuntosijoittajina on paljon myös yksityishenkilöitä, joiden velkakestävyyden arviointiin ei ole täyttä näkyvyyttä. Toinen kotimainen kipupiste on toimistomarkkina, jossa polarisaatio on kasvanut, vajaakäyttö huomattavaa ja suomalaisten työntekijöiden etätyöhalukkuus vahvaa. Toimistokiinteistöjen omistajat joutuvat investoimaan kohteiden uusiokäyttöön, joka voi olla nykyisessä taloustilanteessa kallista.

Kotimaan kiinteistösektorin kytkeytyneisyys Pohjoismaihin, etenkin Ruotsiin, on hyvin vahva. Ulkomaiset sijoittajat laajentavat kotimaan kiinteistösijoittajien omistuspohjaa ja tuovat markkinoille likviditeettiä. Kasvanut ulkomainen sijoitustoiminta kytkee kuitenkin kotimaan kiinteistösyklin vahvasti myös globaaliin ja Pohjoismaiseen kiinteistösykliin. Riskien kasvu Pohjoismaissa lisää riskejä myös kotimaassa. Läpinäkyvyys ulkomaisiin sijoittajiin ja rahoitusjärjestelyihin on osaltaan heikko. Kiinteistömarkkinan riskien vastapainona kotimaisen pankkisektorin riskinkantokyky on hyvä. Luottotappioiden ja järjestämättömien lainojen määrä on edelleen vähäinen, joskin kasvussa. Kiinteistömarkkinatoimijat ovat toistaiseksi pystyneet sopeuttamaan toimintojaan hallitusti, mutta pankkien on hyvä myös varautua luottoriskien kasvuun.

Verrattain korkeat altistumat kiinteistösektorille on jo pitkään tunnistettu yhdeksi kotimaisen pankkisektorin keskeiseksi rakenteelliseksi haavoittuvuudeksi. Vahva vakavaraisuus ja hyvä kannattavuus suojaavat pankkeja kiinteistömarkkinoihin liittyviltä riskeiltä. Euroopan pankkiviranomaisen, Euroopan keskuspankin ja Finanssivalvonnan stressitestien perusteella kotimaisen pankkisektorin pääomapuskurit olisivat riittävät sellaisessakin heikossa skenaariossa, jossa esimerkiksi liikekiinteistöjen arvot laskisivat merkittävästi.[13] Lisäksi pankkien tappionkantokykyä on vahvistettu entisestään makrovakauspuskurein. Kiinteistöalan riskikeskittymät ovat yksi huhtikuussa 2024 uudelleen voimaan astuvan järjestelmäriskipuskurivaatimuksen asettamisperusteista.[14]

## Avainsanat

asuntomarkkinat, rahoitusvakaus, asuntosijoittajat, kiinteistöala

13. Suomalaispankkien stressitestit julkaistu – pankkien kestokyky hyvä, mutta toimintaympäristön merkittävä heikkeneminen söisi puskureita - 2023 - www.finanssivalvonta.fi.
14. Liite Finanssivalvonnan johtokunnan 29.3.2023 tekemään päätökseen: Järjestelmäriskipuskurivaatimuksen määräämisen perusteet, perusteita koskevien mittareiden arvot sekä päätöksestä annettavat tiedot (finanssivalvonta.fi).