

Vakuutuslaitosten suorien kiinteistösijoitusten tuotot ja markkina-arvostaminen

Sisällys

1	Teema-arvion tavoitteet ja tausta	1
1.1	Tavoitteet	1
1.2	Teema-arvion tausta	2
2	Yleistä kiinteistösijoittamisesta	2
2.1	Kiinteistöjen markkina-arvostamisen tavat	2
2.2	Kiinteistöt sijoituskohteena	3
2.3	Suorien kiinteistösijoitusten jakautuminen asunto- ja liikekiinteistöihin	4
3	Teema-arvion tulokset	4
3.1	Asuin- ja liikekiinteistöjen keskinäinen suhde	4
3.2	Suorien kiinteistösijoitusten markkina-arvostaminen vakuutuslaitoksissa	5
3.3	Suoriin kiinteistöihin kohdistuneet kaupat ja arvonalennukset 2023	6
3.4	Suorien kiinteistösijoitusten painot ja tuotot	6
4	Yhteenveto ja jatkotoimet	7

1 Teema-arvion tavoitteet ja tausta

1.1 Tavoitteet

Tämän teema-arvion tavoitteena oli selvittää suorien kiinteistösijoitusten tuottojen muodostumista erityisesti markkina-arvostusten muutosten osalta. Ajantasaisten arvostusten käyttäminen määritellään sääntelyssä, ja sen merkitys korostuu nyt koetun kaltaisessa, poikkeuksellisen haastavassa markkinatilanteessa. Lähtöoletuksena oli, että kiinteistösijoitusten arvostusten olisi pitänyt keskimäärin laskea riippumatta siitä, onko arvostusmenetelmänä käytetty tuotto- tai kauppa-arvomenetelmää.

Suorat kiinteistösijoitukset ovat epälikvidi, tyypillisesti kerran vuodessa markkina-arvostettava omaisuuslaji, ja niihin liittyy merkittävä arvostuksiin kohdistuva epävarmuus. Arvostusmenetelmiä on erilaisia, niitä voidaan vaihtaa ja arviointi voidaan tehdä joko itse tai teettää se ulkopuolisella taholla. Lisäksi kiinteistömarkkina on Suomessa eriytynyt maantieteellisesti – esimerkiksi kasvukeskukset vs. muu Suomi – mikä vaikeuttaa markkina-arvostusten vertailtavuutta entisestään.

1.2 Teema-arvion tausta

Korkotason nousu pitkään jatkuneen matalien korkojen ajanjakson jälkeen vaikuttaa kiinteistöjen arvostuksiin erityisesti silloin, kun arvostusmenetelmänä on käytetty tuottoarvomenetelmää (eli kiinteistön arvo on, hieman yksinkertaistetusti kuvattuna, tulevien kassavirtojen diskontattu nykyarvo). On perusteltua odottaa, että tätä arvostusmenetelmää käytettäessä markkina-arvojen olisi pitänyt laskea, jolloin tuottoprosentin olisi tullut olla lähellä nolaa tai jopa negatiivinen. Tuottoprosenttiin vaikuttavat lisäksi myös vuokratuotto sekä mahdollisten kauppojen myötä realisoituneet arvostuserot.

Toisaalta inflaatio on kasvattanut rakennuskustannuksia ja siten vähentänyt osaltaan uudisrakentamisen määrää. Tämän pitäisi näkyä pidemmällä aikavälillä kysynnän ja tarjonnan epätasapainon kautta hintatasoa nostavana tekijänä. Kauppa-arvomenetelmällä tehtyjen arvostusten tulisi olla linjassa yleisen hintatason muutoksen kanssa, joten tälläkin metodilla markkina-arvojen olisi pitänyt keskimäärin laskea.

2 Yleistä kiinteistösijoittamisesta

Finanssivalvonta arvioi työeläkevakuuttamista harjoittavien yksityisten ja julkisten eläkelaitosten sekä henki- ja vahinkovakuutusyhtiöiden suorien kiinteistösijoitusten jakautumista asuin- ja liikekiinteistöihin, käytettyjä arvostusmenetelmiä sekä tuottojen muodostumista. Vuosi 2023 oli poikkeuksellisen heikko kotimaisella kiinteistömarkkinalla: kiinteistöjen arvot laskivat voimakkaasti samalla, kun kauppavolyymit painuivat alimmalle tasolle kymmeneen vuoteen.

Kiinteistösijoituksilla on perinteisesti ollut iso rooli vakuutuslaitosten sijoitussalkuissa. Jos huomioidaan myös rahastojen kautta tehdyt kiinteistösijoitukset, yhteenlaskettu määrä on viimeisen kymmenen vuoden aikana noussut euromääräisesti jo yli 27 mrd. euroon. Eli kasvua on ollut liki kolmanneksella. Tämä kiinteistöpainon kasvu on tapahtunut erityisesti rahastosijoitusten kautta, näiden sijoitusten määrä on yli kaksinkertaistunut tarkasteluperiodilla. Toisaalta kiinteistösijoitusten paino koko sijoitusomaisuuden määrään verrattuna on jopa hieman laskenut, kun sijoitusomaisuuden määrä on samaan aikaan kokonaistasolla noussut.

Vakuutuslaitosten sijoitusjakaumissa korostuu luonnollisesti eläkelaitosten huomattavan suuri koko suhteessa muuhun vakuutussektoriin. Eläkelaitosten suorien kiinteistösijoitusten euromäärä on itse asiassa lähes yhtä suuri kuin kaikkien vahinkovakuutusyhtiöiden yhteenlaskettu koko sijoitusomaisuuden määrä. Sekä henki- että vahinkovakuutusyhtiöillä suorien kiinteistösijoitusten paino on keskimäärin 7 % koko sijoitusomaisuudesta, eläkelaitoksilla vastaavasti n. 6 %.

2.1 Kiinteistöjen markkina-arvostamisen tavat

Kiinteistöt markkina-arvostetaan tyypillisesti joko kauppa-arvo- tai tuottoarvomenetelmällä. Näistä ensin mainitussa markkina-arvo johdetaan samanlaisten ja

vastaavien kiinteistökohteiden myynneistä tai muista arvostamiseen liittyvistä tiedoista. Tämä arvostusmenetelmä soveltuu sellaisiin kohteisiin, joilla käydään aktiivisesti kauppaa tai joille voidaan löytää vastaavien kohteiden arvostustiedot. Ongelmia aiheuttavat esimerkiksi sijaintiin, kuntoon, pinta-alaan, rakennusvuoteen ja vuokralaisiin liittyvät erot, jotka saattavat heikentää kohteiden vertailtavuutta olennaisesti. Lisäksi eri kohteiden keskinäinen vertailtavuus heikkenee markkinatilanteen muuttuessa merkittäväällä tavalla, ja nopeasti, kuten korkojen ja inflaation nousun myötä on tapahtunut.

Tuottoarvomenetelmässä kiinteistön arvo määritellään tulevien kassavirtojen nykyarvona. Kiinteistön käyttöaikana saatavien vuosituottojen, kuten vuokrien, määrästä vähennetään kiinteistöstä syntyvät hoitokulut sekä kiinteistön vanhenemisesta ja kulumisesta syntyvä korjausvelka. Kiinteistön tuottoarvo saadaan, kun tämä nettotuotto jaetaan halutulla tuottovaatimuksella. Korkotason voimakas nousu on käytännössä johtanut siihen, että tuottoarvomenetelmän antamat markkina-arvot ovat pääsääntöisesti laskeneet. Ongelmana tässä arvostusmenetelmässä on, että tulevaisuudessa vuokriin ja hoitokuluihin on aina jossain määrin epävarmuutta.

Vakuutuslaitokset käyttävät ensisijaisesti tuottoarvomenetelmää suorien kiinteistösijoitusten arvostamisessa. Myös kauppa- ja tuottoarvomenetelmien keskiarvoa käytettiin osassa vakuutuslaitoksia, osittain myös kiinteistökohteesta riippuen. Sääntely edellyttää, että markkina-arvo vastaa todennäköistä luovutushintaa myyntitilanteessa, mutta osittain epälikvidiksi muuttunut kiinteistömarkkina ei kuitenkaan välttämättä kykene tuottamaan riittävän luotettavaa informaatiota arvostusten muodostamista varten. Tuottoarvomenetelmän käytön yleisyydestä kertoo se, että kauppa-arvomenetelmän käyttö on jäänyt selkeästi alle neljännekseen kaikkien kiinteistöjen arvostamisessa.

Sääntelykehikosta riippumatta voidaan todeta, että kiinteistösijoitukset on arvostettava vuosittain, joko ulkoisen arvioitsijan toimesta tai vakuutuslaitoksen omaa, sisäistä arviointia käyttäen. Arvostusmenetelmien on oltava johdonmukaisia eikä niitä tule muuttaa markkinatilanteen pohjalta muutoin kuin perustelluista syistä. Myös sisäisten arviointien perusteet ja johtopäätökset tulee dokumentoida.

2.2 Kiinteistöt sijoituskohteena

Kiinteistösijoitukset poikkeavat toisistaan lukuisten eri muuttujien osalta, ja kahden lähes identtisen kiinteistön arvoissa saattaa olla yksittäisten tekijöiden vuoksi suuriakin eroja. Kiinteistömarkkinasta saatavilla oleva informaatio on puutteellista ja jakaantuu epätasaisesti eri osapuolten kesken. Kiinteistöt ovat portfoliosijoittamisen näkökulmasta myös suurta pääomaa vaativa omaisuusluokka. Siksi tyypillisesti laajamittaista kiinteistösijoittamista harjoittavat lähinnä suuret institutionaaliset sijoittajat, joiden sijoitusmassa on riittävän suurta, jotta kiinteistöistä saatava hajautushyöty olisi koko portfolion kannalta tehokkaasti hyödynnettävissä.

Merkittävä kiinteistösijoittamisen ominaispiirre on, että sijoituskohteet vaativat jatkuvaa ylläpitoa. Tämä puolestaan luo sijoittajalle jatkuvan negatiivisen kassavirran, joka tulee kattaa vuokratuloilla. Kiinteistöjen ylläpitokustannuksiin kuuluvat

mm. vastikkeet, sähkö ja kiinteistövero. Toisaalta kiinteistöt ovat kestävä sijoituskohte, joiden arvonalentuma tapahtuu hitaasti, samalla kun uudisrakentaminen vie alusta loppuun tarkasteltuna useita vuosia. Näistä tekijöistä johtuen kiinteistöjen tarjonta sopeutuu talouden muuttujiin, kuten korkotasoon ja vuokra-asuntojen kysyntään, varsin hitaasti.

2.3 Suorien kiinteistösijoitusten jakautuminen asunto- ja liikekiinteistöihin

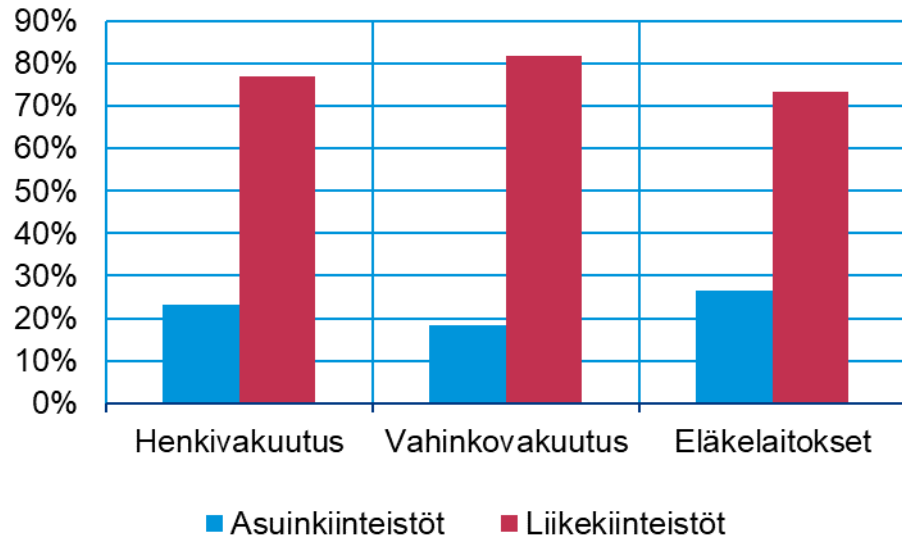
Asuinkiinteistömarkkina muodostuu suurelta osin kotitalouksien joko omaan käyttöön hankkimista kiinteistöistä tai sijoitusasunnoista. Rahoittajana toimii tyypillisesti pankki. Liikekiinteistömarkkina puolestaan käsittää laajalti erilaisia kiinteistöjä kuten toimistot, vähittäiskaupat ja teolliset tuotanto- ja logistiikkalaitokset. Näiden omistajina ovat yleensä muut tahot kuin kotitaloudet. Kiinteistösijoitusyhtiöiden lisäksi liikekiinteistömarkkinalla toimivat mm. pankit, vakuutuslaitokset ja sijoitusrahastot. Liikekiinteistömarkkinalla toimii keskeisessä roolissa myös ulkomaisia sijoittajia.

Toisin kuin asuinkiinteistömarkkina, liikekiinteistömarkkina vertautuu suoraan muihin sijoitusluokkiin, kuten osakkeisiin ja joukkovelkakirjalainoihin. Tärkeimmät hintavaihteluja selittävät tekijät globaalilla tasolla ovat bruttokansantuotteen kasvu, inflaation ja korkotason nousu sekä osakemarkkinan riskitason kasvu. Näistä ensin mainittu vaikuttaa hintatasoon positiivisesti, kun taas jälkimmäiset negatiivisesti.

3 Teema-arvion tulokset

3.1 Asuin- ja liikekiinteistöjen keskinäinen suhde

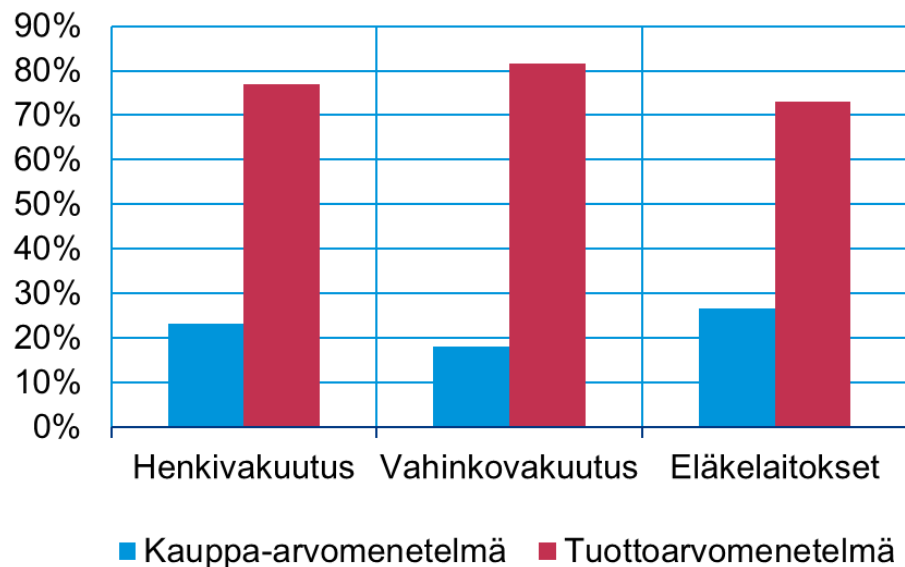
Asuin- ja liikekiinteistömarkkinoiden erot tarkoittavat myös erilaisia riskejä sekä sijoittajille että finanssimarkkinalle laajemmin. Esimerkiksi pankkien riskialtistuma liikekiinteistöihin on asuinkiinteistöjä pienempi, mutta toisaalta liikekiinteistöt ovat asuinkiinteistöjä kompleksisempia, ja myös dataan liittyvät haasteet tekevät arvioinnista vaikeampaa. Vakuutuslaitosten suorat kiinteistösijoitukset painottuivat selvästi liikekiinteistöihin.



lähde: Finanssivalvonta

3.2 Suorien kiinteistösijoitusten markkina-arvostaminen vakuutuslaitoksissa

Vakuutuslaitokset käyttävät ensisijaisesti tuottoarvomenetelmää suorien kiinteistösijoitusten arvostamisessa. Myös kauppa- ja tuottoarvomenetelmien keskiarvoa käytettiin osassa vakuutuslaitoksia, osittain myös kiinteistökohteesta riippuen. Käytännössä merkittävä osa kiinteistöjen arviokirjoista teetetään ulkopuolisella taholla, joka voi osaltaan myös vaikuttaa arvostustavan valintaan.



lähde: Finanssivalvonta

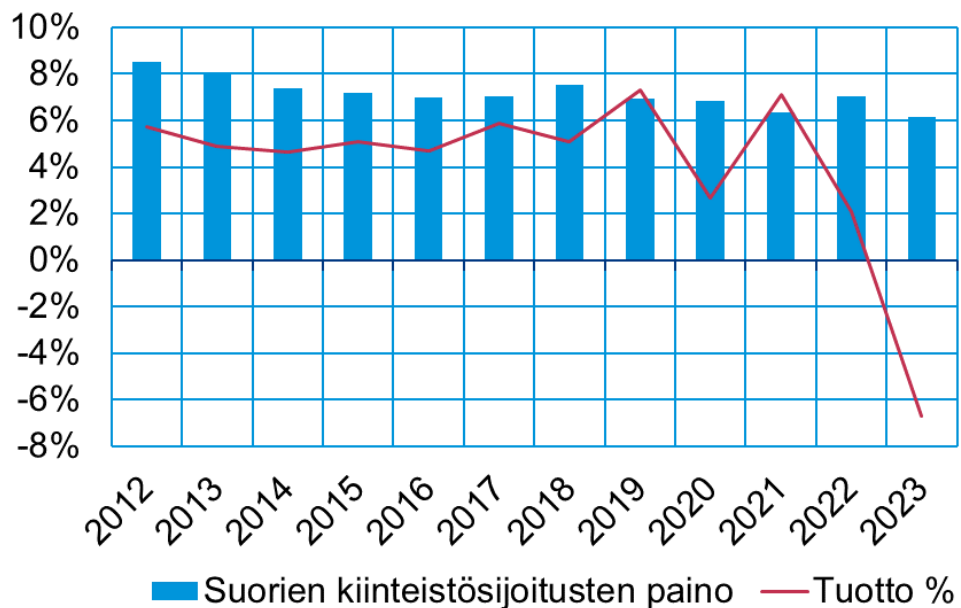
3.3 Suoriin kiinteistöihin kohdistuneet kaupat ja arvonalennukset 2023

Kaupankäynti kiinteistöillä jäi viime vuonna varsin vähäiseksi, mikä selittyy osittain koko markkinan kaupankäyntivolyymien laskulla ja sillä, että kiinteistöt ovat tyypillisesti pitkän aikavälin sijoituskohteita. Nettona tarkasteltuna vakuutuslaitokset olivat kiinteistömarkkinalla ostajia eivätkä myyjä.

Arvonalennuksia tehtiin yhteensä 1,6 mrd. eurolla, ja ne kohdistuivat erityisesti liikekiinteistöihin. Suhteessa koko sijoitusmassaan – yli 280 mrd. euroa vuoden 2023 lopussa – lukua voidaan pitää varsin maltillisena. Yleisesti ottaen liki kaikki vakuutuslaitokset tekivät nettomääräisesti laskettuna arvonalennuksia, kuten tässä markkinatilanteessa oli odotettavissakin. Toisaalta arvostuskäytänteissä aiemmin esiintyneet puutteet näkyivät yhä viime vuoden arvostustasoissa, kun tuottoja tasaavia elementtejä – tai puskureita – purettiin osin myös valvojan vaatimuksesta. Ilman näitä tekijöitä arvonalennusten määrä olisi melko varmasti ollut suurempi.

3.4 Suorien kiinteistösijoitusten painot ja tuotot

Suorien kiinteistösijoitusten tuotto painui n. -7 prosenttiin vuonna 2023. Finanssivalvonnan nykymuotoisen sijoitusraportoinnin aikana, eli vuodesta 2010 alkaen, tämä oli ensimmäinen kerta kun kiinteistösijoitusten tuotto päättyi koko sektorin tasolla negatiiviseksi. Tarkasteltaessa viimeisen kymmenen vuoden kumulatiivista tuottoa tilanne kuitenkin muuttuu olennaisesti: kumulatiivinen tuotto on edelleen n. 44 % positiivinen.



lähde: Finanssivalvonta

4 Yhteenveto ja jatkotoimet

Teema-arvion pohjalta voidaan todeta, että kokonaisuutena arvioiden arvostuskäytänteet olivat kohtalaisen hyvin sääntelyn mukaisia. Yksittäisiä poikkeuksia löytyi edelleen, näiden kohdalla Finanssivalvonta suorittaa jatkotoimenpiteitä vielä kuluvan vuoden aikana.

Yksittäisten kohteiden merkitys korostui varsinkin pienempien vakuutuslaitosten kohdalla, mikä osaltaan kertoo myös kiinteistösijoitusten piilevästä keskittymäriskistä. Sektoritasolla olennaisin keskittymäriski liittyy edelleen kasvukeskuksiin, jotka painottuvat kiinteistösijoitusten maantieteellisessä jakaumassa. Toisaalta kiinteistösijoitukset eivät yleensä ole kriittisessä roolissa vakuutuslaitosten sijoitusomaisuudessa, vaikka niiden paino onkin suuri. Tyypillisessä sijoitussalkussa korostuvat osakkeiden ja epälikvidien pääomarahastojen riskit kiinteistöjen si- jaan.

Tuotoissa oli poikkeuksellisen suuria vaihteluita. Tämä selittyy osaltaan aiempien markkina-arvostusten puutteilla, joista Finanssivalvonta huomautti valvottavatie- dotteella vuonna 2023. Tähän ns. arvostuspuskureiden käyttöön tuli viime vuonna selkeä muutos, mutta aiemmin kirjaamatta jääneet arvonnousut jossain määrin toivat tuottotasoihin laitoskohtaisia epä johdonmukaisuuksia ja poik- keamia.

Teema-arvio selkiytti valvojan käsitystä suorien kiinteistösijoitusten tuottojen muodostumisesta ja markkina-arvostusten ajantasaisuudesta. Yleiskuva arvioin- nin pohjalta on, ettei omaisuusluokkaan liity valvonnallisesta näkökulmasta mer- kittäviä huolia. Kiinteistömarkkinan tuleva kehitys on kuitenkin erityisen seuran- nan kohteena markkinatilanteesta johtuen. Kiinteistöjen asianmukaiseen arvioin- tiin on edelleen kiinnitettävä huomiota. Kiinteistömarkkinan laskusuhdanteen mahdollisesti jatkuessa pitkään, myös arvostusmallien parametrien tarkempi läpi- käynti voi tulla ajankohtaiseksi.