



Kan bolånefonder öka konkurrensen på bolånemarknaden?

Av Tomas Pousette på uppdrag av Konkurrensverket

UPPDRAGSFORSKNINGSRAPPORT 2018:2



KONKURRENSVERKET
Swedish Competition Authority

Konkurrensverket uppdragsforskningsrapport 2018:2
Utredare: Tomas Pousette
ISSN-nr 1652-8069
Foto: Mostphotos

Förord

I Konkurrensverkets uppdrag ingår att främja forskning på konkurrens- och upphandlingsområdet.

Konkurrensverket har gett ekonomie licentiat Tomas Pousette i uppdrag att, inom ramen för Konkurrensverkets uppdragsforskning, analysera hur konkurrensen och lönsamheten utvecklats på bolånemarknaden de senaste åren samt om bolånefonder kan öka konkurrensen på samma marknad.

Rapporten visar att bolånemarknaden i Sverige har vuxit under de senaste åren och att bostadsutlåningen i dag uppgår till cirka 4 000 miljarder kronor, varav hushållen står för cirka 80 procent. Bolånemarknaden domineras fortfarande av de fyra storbankerna även om de mindre bolånegivarna under senare år har ökat sina marknadsandelar. Lönsamheten på bolånemarknaden har stigit för bankerna vilket avspeglas i ökade marginaler på bolån samt ökad avkastning på eget kapital.

Med fler aktörer på marknaden ökar förutsättningarna för en effektiv konkurrens. Nya affärsmodeller som utmanar dem som råder och kan bidra till effektivitet och kundnytta. En ökning av konkurrensen på bolånemarknaden kan vara på gång nu när ett antal företag erbjuder finansiering genom bolånefonder i Sverige. Dessa företag vill förenkla låneprocessen genom att hoppa över den traditionella banken och erbjuda pensions- och försäkringsbolag att direkt investera i bolån. En fördel med detta kan vara att en del av lönsamheten på bolån som tidigare tillfallit bankerna kan fördelas mellan låntagare, som får lägre räntor, och investerare som får bättre avkastning på sitt investerade kapital.

Till projektet har det knutits en referensgrupp bestående av Rikard Eriksson (Bankföreningen) samt Ida Frössander (Finansinspektionen). Från Konkurrensverket har Björn Axelsson, Johan Hedelin, John Söderström, Mårten Törnqvist samt Joakim Wallenklint deltagit.

Författaren ansvarar själv för alla slutsatser och bedömningar i rapporten.

Stockholm, mars 2018

Rikard Jermsten
Generaldirektör

Innehåll

Sammanfattning	5
Summary	7
1 Studiens syfte och uppläggning	9
2 Den svenska bolånemarknaden	10
2.1 Snabb ökning av bolånen och stramare regler	10
2.2 Kort räntebindningstid	12
3 Konkurrensen på bolånemarknaden	14
3.1 Mindre aktörer tar marknadsandelar	14
3.2 Nischade långivare.....	16
3.3 Förmedling av bolån	17
3.4 Information om boräntor.....	18
4 Lönsamheten på bolånemarknaden	21
4.1 Brutto- och nettomarginal på bolån.....	21
4.1.1 Finansinspektionens modellberäkningar.....	21
4.1.2 Fem bostadsinstituts finansiella rapporter	22
4.2 Avkastning på eget kapital	25
4.2.1 Fem svenska bostadsinstitut	25
4.2.2 Danska realkreditinstitut och svenska bostadsinstitut	27
4.3 Risk och lönsamhet	29
5 Nya aktörer på bolånemarknaden	31
5.1 Olika finansieringsformer av bolån	31
5.1.1 Säkerställda obligationer	31
5.1.2 Värdepapperisering	32
5.1.3 Den nederländska modellen med bolånefonder.....	33
5.2 Skillnader mellan bolånefonder och säkerställda obligationer	34
5.3 Marknadspotential för bolånefonder	34
5.4 Skillnader mellan bolånemarknaden i Nederländerna och Sverige	35
5.5 Effekt av bolånefonder på boräntorna.....	36
5.6 Exempel på svenska bolånefonder – Stabelo och Hypoteket.....	37
5.7 Låntagarperspektiv på bolånefonder	39
5.8 Avslutande synpunkter	40
6 Referenser	41
7 Intervjuer	43

Sammanfattning

Den svenska bolånemarknaden har växt snabbt under de senaste åren och den totala bostadsutlåningen uppgår till cirka 4 000 miljarder kronor, varav hushållen svarar för cirka 80 procent. Hushållens bostadslån har under perioden 2002-2017 ökat från knappt en tredjedel till två tredjedelar av BNP. Ett utmärkande drag för den svenska bolånemarknaden är att hushållen i hög grad efterfrågar lån med kort räntebindningstid. Under 2017 hade drygt 70 procent av hushållens bolån den kortaste räntebindningstiden på tre månader.

Förändrade marknadsandelar och förbättrad information

Den svenska bolånemarknaden domineras av de fyra stora bankerna: Swedbank, Handelsbanken, Nordea och SEB. Storbankernas marknadsandel har dock minskat från 84 till 76 procent sedan 2004 medan de mindre bolånegivarna – SBAB, Länsförsäkringar, Danske Bank och Skandiabanken – ökat sina marknadsandelar. Förutom traditionella bolånegivare finns också nischade aktörer som erbjuder bolån till personer som av olika anledningar inte får lån av en vanlig bank. Deras verksamhet är dock liten när det gäller hushållens totala bolån. Ett annat inslag som växt fram på bolånemarknaden är förmedling av bolån. Affärsidén är att låneförmedlaren kontakter bankerna och jämför olika erbjudanden för att få fram de bästa lånevillkoren för låntagaren.

Låntagarnas information har också förbättrats genom Finansinspektionens beslut att bankerna varje månad ska publicera den genomsnittliga faktiska boräntan för olika räntebindningstider. Sedan genomsnittsräntor började publiceras 2015 har spridningen mellan långivarnas boräntor minskat. En jämförelse av genomsnittsräntorna för de fyra stora bankerna och de fyra mindre bolånegivarna visar att de mindre aktörerna främst har satsat på att konkurrera med den kortaste och mest efterfrågade räntebindningstiden på tre månader.

Lönsamheten på bolån har ökat

Trots stora förändringar av marknadsandelar på bolånemarknaden och förbättrad information om boräntorna, så visar både bostadsinstitutens finansiella rapporter och Finansinspektionens beräkningar att bruttomarginalen på bolån har ökat under de senaste åren. Bostadsinstitutens genomsnittliga nettomarginal har också stigit till en hög nivå. År 2016 och 2017 var nettomarginalen cirka 0,8 procent, vilket är betydligt högre än genomsnittet för perioden 2000-2017 på 0,6 procent. Den stigande lönsamheten på bolånemarknaden avspeglas också i att bostadsinstitutens genomsnittliga avkastning på eget kapital 2016 och 2017 nådde toppnoteringar på 21 procent, vilket är klart över genomsnittet för perioden 2000-2017 på cirka 14 procent.

Uppgången i lönsamheten för bostadsinstitutet under de senaste åren sammanfaller i tiden med att reglerna för utlåningen på bolånemarknaden stramats åt genom bolånetak och amorteringskrav. Ett gemensamt drag för de regleringar som

införts är att de riktas mot nya bolån, vilket troligen leder till inlåsnings effekter och minskad rörlighet på bostadsmarknaden. För bankerna kan detta innebära att befintliga låntagare stannar kvar trots att de skulle ha fått en lägre boränta hos någon annan bolånegivare. Inlåsnings effekten kan också innebära att befintliga låntagare blir mindre känsliga för räntehöjningar, till exempel i form av minskad rabatt på boräntan, när bolånets villkorsperiod löper ut.

För att få perspektiv på lönsamheten kan den svenska bolånemarknaden jämföras med den danska. Avkastningen på eget kapital var 2000-2016 nästan dubbelt så hög för de svenska bostadsinstituten, jämfört med de danska realkreditinstituten. Samtidigt har kreditförlusterna för de svenska bostadsinstituten under de senaste decennierna varit lägre än för de danska realkreditinstituten. Tar man historiska kreditförluster som en indikator på risken i utlåningen kan den högre lönsamheten på den svenska bolånemarknaden inte motiveras av en högre risk.

Bolånefonder kan pressa lönsamheten

En förändring av lönsamheten på den svenska bolånemarknaden kan emellertid vara på gång när finansiering genom bolånefonder nu startats. Grundtanken är att förenkla låneprocessen genom att hoppa över banken och istället erbjuda pensions- och försäkringsbolag att direkt investera i bolån. I Nederländerna har intresset för att investera i bolånefonder ökat starkt men det finns några skillnader mellan den svenska och nederländska bolånemarknaden som kan göra det svårare för bolånefonder att få liknande genomslag i Sverige.

En skillnad är den garanti av bolån som finns i Nederländerna men som inte har någon direkt motsvarighet i Sverige. Kreditrisken för investerare i bolånefonder blir därför större på den svenska bolånemarknaden. En annan skillnad är att räntebindningstiderna är betydligt längre på den nederländska bolånemarknaden än på den svenska. Fördelen för försäkringsbolag och pensionsfonder, som har långsiktiga skulder, att kunna matcha dessa med långsiktiga tillgångar, som bolån med lång duration, blir således mindre på den svenska bolånemarknaden.

Med bolånefonder kan en del av lönsamheten på bolån som i den traditionella modellen tillfaller bankerna fördelas mellan låntagare, som kan få lägre boräntor, och investerare, som kan få bättre avkastning än att placera i säkerställda bostadsobligationer. Beroende på styrkeförhållandet mellan parterna och beroende på hur snabbt bolånefonden vill växa, så kan utrymmet fördelas på olika sätt mellan fonden, investerare och bolånetagare. En grov uppskattning är att bolånefonder på sikt kan pressa ner bolåneräntorna med 0,2–0,4 procentenheter.

I Sverige har Stabelo och Hypoteket båda nyligen startat med bolån som finansieras genom en bolånefond för institutionella investerare. I starten har de två nykomlingarnas bolåneräntor varit cirka en kvarts procentenhet lägre än genomsnittet av övriga långgivares faktiska boräntor. Jämförs de två företagens boräntor istället med den långgivare som har den lägsta genomsnittliga boräntan, så är skillnaden betydligt mindre, cirka 0,1 procentenheter.

Summary

The Swedish mortgage lending market has grown rapidly during the last couple of years and total lending amounts to about 4 000 billion SEK, of which loans to households make up some 80 percent. In the period 2002-2017 mortgage loans to households increased from a little less than a third to two thirds of GDP. A distinguishing feature on the Swedish mortgage lending market is household's strong preference for variable interest rates. In 2017 more than 70 percent of household's mortgage loans had three month variable interest rates.

Change in market shares and improved information

The Swedish mortgage lending market is dominated by four big banks: Swedbank, Handelsbanken, Nordea and SEB. The market share of the big banks has, however, since 2004 decreased from 84 to 76 percent while the smaller lenders - SBAB, Länsförsäkringar, Danske Bank and Skandiabanken – has increased their market shares. There are also niche banks offering mortgage loans to individuals who for different reasons do not get ordinary mortgage loans. The niche bank's lending is, however, small compared to household's total mortgage loans. Another growing feature is intermediation of mortgage loans. The business idea is that the loan intermediary contacts banks and compares different offers to pick the best loan terms for the borrower.

Mortgage borrower's information has also been improved by the Swedish Financial Supervisory Authority (Swedish FSA) decision that banks monthly should publish the average actual mortgage rate for all fixed rate periods. Since the publication of average actual mortgage rates began, the spread between different mortgage lenders rates has narrowed. A comparison of the four big banks and the four smaller mortgage lenders average rates show that the latter primarily compete for the three month variable rate, which is the most popular among households.

Profitability on mortgage loans has increased

In spite of the changes in market shares on the mortgage lending market and improved information about mortgage rates, both the mortgage lenders financial reports and the Swedish FSA's estimates show that the gross margin on mortgage loans has increased in the last couple of years. Mortgage lenders net margin has also increased to a high level. In 2016 and 2017 the net margin was about 0,8 percent, which is markedly higher than the 2000-2017 average of 0,6 percent. The elevated profitability is also reflected in the mortgage lenders return on equity. In 2016 and 2017 the average return on equity for the mortgage lenders reached a peak of 21 percent, which is well over the average for the period 2000-2017 of about 14 percent.

The increase in profitability on the mortgage lending market in the last few years coincide with stricter regulations by means of maximum loan to value ratios and amortization requirements. The regulations have in common that they are aimed at

new mortgage loans, which probably leads to lock up effects and less movements on the housing market. For mortgage lenders this could mean that existing borrowers tend to stay even though they could have had a lower mortgage rate in another bank. Lock up effects could also mean that existing borrowers become less sensitive to rate increases, for example in the form of reduced discount on mortgage rates when the fixed rate period ends.

To get a perspective on the profitability on the Swedish mortgage market it can be compared with the Danish. Return on equity 2000-2016 was almost double for the Swedish mortgage lenders compared to the Danish, even though credit losses has been lower for the Swedish mortgage lenders than for the Danish. If historical credit losses are taken as an indicator on the risk in mortgage lending, then the higher profitability of the Swedish lenders cannot be explained by higher risk.

Mortgage funds may squeeze profitability

A change of profitability on the Swedish mortgage lending market may however be in the offing when financing via mortgage funds are now introduced. The idea is to simplify the process and offer pension funds and insurance companies to invest directly in mortgage funds, thus bypassing the banks. In the Netherlands the interest for investing in mortgage funds has increased rapidly but there are some differences between the Swedish and Dutch mortgage lending markets that could make it more difficult for mortgage funds to have a similar impact in Sweden.

One difference is the Dutch national mortgage guarantee that has no direct correspondence in Sweden. The credit risk for investors in mortgage funds will therefore be higher on the Swedish mortgage lending market. Another difference is the much longer fixed interest rate periods on the Dutch mortgage market than on the Swedish. The advantage for pension funds and insurance companies, which have long term debts, to match these with long term assets, like mortgage loans with long duration, is therefore less on the Swedish mortgage market.

With mortgage funds part of the profitability on mortgage loans, which in the traditional model accrues to banks, may be divided between borrowers, who can get lower mortgage rates, and investors, who can receive higher return compared to investing in covered bonds. Depending on the relative strength and the growth ambition of the mortgage fund, the surplus may be divided in different ways between the fund, investors and borrowers. A rough estimate is that mortgage funds may force mortgage rates down with 0,2-0,4 percentage points.

In Sweden Stabelo and Hypoteket both recently started with mortgage loans financed via a mortgage fund open to institutional investors. In the start the two newcomers mortgage rates have been about a quarter of a percentage point lower than the average of the other mortgage lenders interest rates. If the two newcomers mortgage rates instead are compared to the mortgage lender with the lowest interest rates, the difference is reduced to about 0,1 percentage points.

1 Studiens syfte och uppläggning

När bolånemarknaden diskuteras är det oftast den finansiella stabiliteten som är i fokus. Det har under senare år framför allt gällt risker med hushållens ökade skuldsättning och den snabba ökningen av bostadslånen. Frågan om hur bolånemarknaden fungerar från effektivitetssynpunkt, där konkurrensen spelar en central roll, har inte fått samma uppmärksamhet.

Syftet med den här studien är att analysera hur konkurrensen och lönsamheten har utvecklats på den svenska bolånemarknaden under de senaste åren samt att bedöma hur läget kan komma att utvecklas framöver. Förändringar av strukturen på bolånemarknaden tas också upp, liksom de regeländringar som genomförts de senaste åren. Studien avgränsas till utlåning till hushåll mot säkerhet i bostad och omfattar således inte annan utlåning till hushåll eller utlåning till icke-finansiella företag.

Studien är i huvudsak empirisk och baseras på data från Statistiska centralbyrån, Finansinspektionen, Riksbanken, svenska och utländska bolåneinstituts årsredovisningar samt annan offentlig statistik. Resultat från andra svenska och internationella undersökningar av bolånemarknaden tas också upp. Den kvantitativa delen av studien kompletteras av intervjuer med några utvalda aktörer som representerar olika delar av bolånemarknaden. Resultaten av intervjuerna har använts som bakgrundsmaterial till rapporten men särredovisas inte.

I avsnitt 2 beskrivs tillväxten på bolånemarknaden under de senaste 10–15 åren samt hushållens val av räntebindningstider på bolån. I avsnitt 3 studeras konkurrensen på bolånemarknaden genom analys av marknadsandelar. Avsnitt 3 tar också upp de förändringar som skett med nischade långgivare, låneförmedling och förbättrad information om boräntorna. Avsnitt 4 behandlar lönsamheten på den svenska bolånemarknaden och jämför den med lönsamheten på den danska bolånemarknaden. I avsnitt 5 behandlas olika finansieringsformer av bolån med särskilt fokus på modellen med bolånefonder. Avsnitt 5 tar också upp erfarenheten av bolånefonder i Nederländerna samt introduktionen av bolånefonder i Sverige.

2 Den svenska bolånemarknaden

2.1 Snabb ökning av bolånen och stramare regler

Utlåningen på den svenska bolånemarknaden uppgick i december 2017 till 3 960 miljarder kronor¹. Bolånemarknaden definieras här som monetära finansiella instituts utlåning till svenska hushåll och icke-finansiella företag mot säkerhet i bostad (småhus, bostadsrätter, ägarlägenheter och flerbostadshus). Utlåningen till hushåll är den dominerande delen av bolånemarknaden och svarar för 80 procent av de totala bostadslånen medan utlåningen till icke-finansiella företag svarar för resterande 20 procent. Till icke-finansiella företag räknas kommunala och privata bostadsbolag men även bostadsrättsföreningar, som svarar för knappt 60 procent av utlåningen till bostäder i den sektorn. Fastighetsbolag finansierar sig också genom att ge ut räntebärande värdepapper på den svenska och internationella finansmarknaden.

Tabell 1 Bolånemarknaden december 2017, miljarder kronor

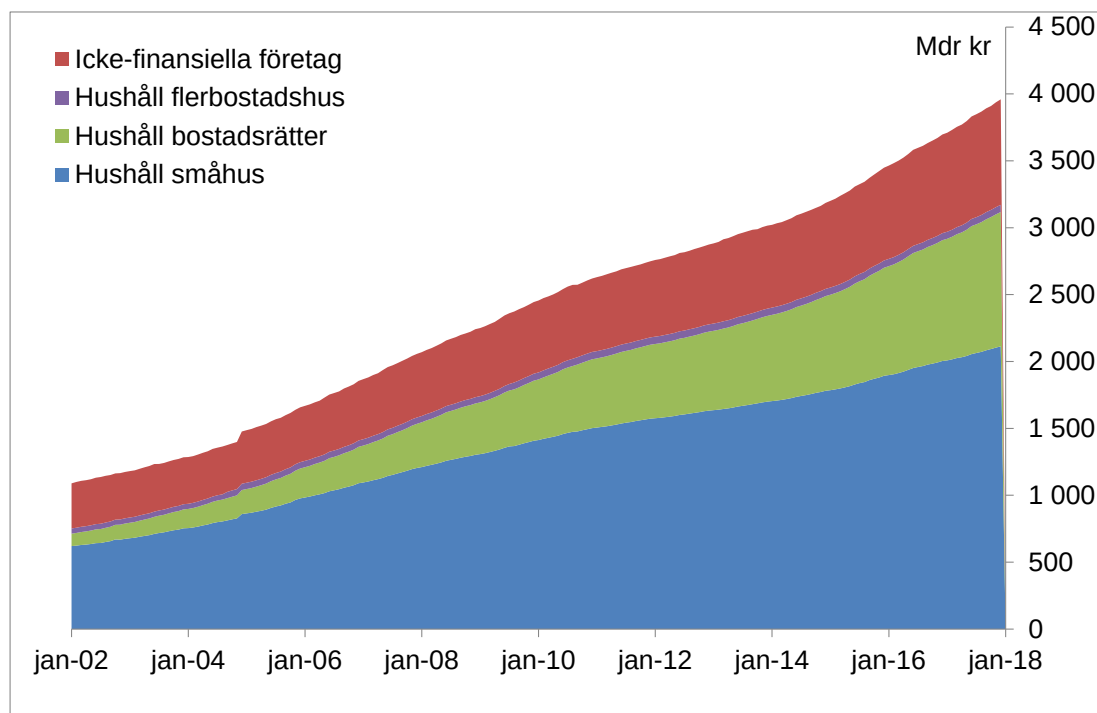
	Småhus	Bostadsrätter och ägarlägenheter	Flerbostadshus	Totalt	Varav bostadsrätts- föreningar
Hushåll	2 113	1 004	54	3 171	
Icke- finansiella företag	65	6	718	788	457
Totalt	2 178	1 010	772	3 960	457

Källa: SCB, Finansmarknadsstatistik.

Den svenska bolånemarknaden har växt snabbt de senaste åren och utlåningen har nästan fyrfaldigats sedan 2002 (se figur 1). Det är framför allt utlåningen till hushåll som ökat kraftigt samtidigt som prisökningarna på småhus och bostadsrätter varit stora. Hushållens andel av de totala bostadslånen har därmed ökat från cirka 70 procent 2002 till 80 procent 2017. Den snabba tillväxten i hushållens bostadslån har också medfört att bostadslånen andel av hushållens totala skulder har ökat från 72 procent 2002 till 83 procent 2017.

När det gäller hushållens bostadslån så har utlåningen till bostadsrätter ökat betydligt snabbare än utlåningen till småhus och bostadsrättslånen andel av hushållens totala bostadslån har ökat från 13 procent 2002 till 31 procent 2017. En större nybyggnation av bostadsrätter än av småhus och ombildningar av hyresrätt till bostadsrätt är två faktorer som har bidragit till den kraftiga ökningen av utlåningen till hushållens bostadsrätter. Lån till bostadsrättsföreningar ingår, som nämnts, inte i hushållssektorn, utan räknas till icke-finansiella företag. I fortsättningen av rapporten fokuserar vi på hushållens bostadslån men bortser från den mindre del av utlåningen till hushåll som avser flerbostadshus.

¹ SCB, Finansmarknadsstatistik.

Figur 1 Utlåning mot säkerhet i bostad 2002–2017

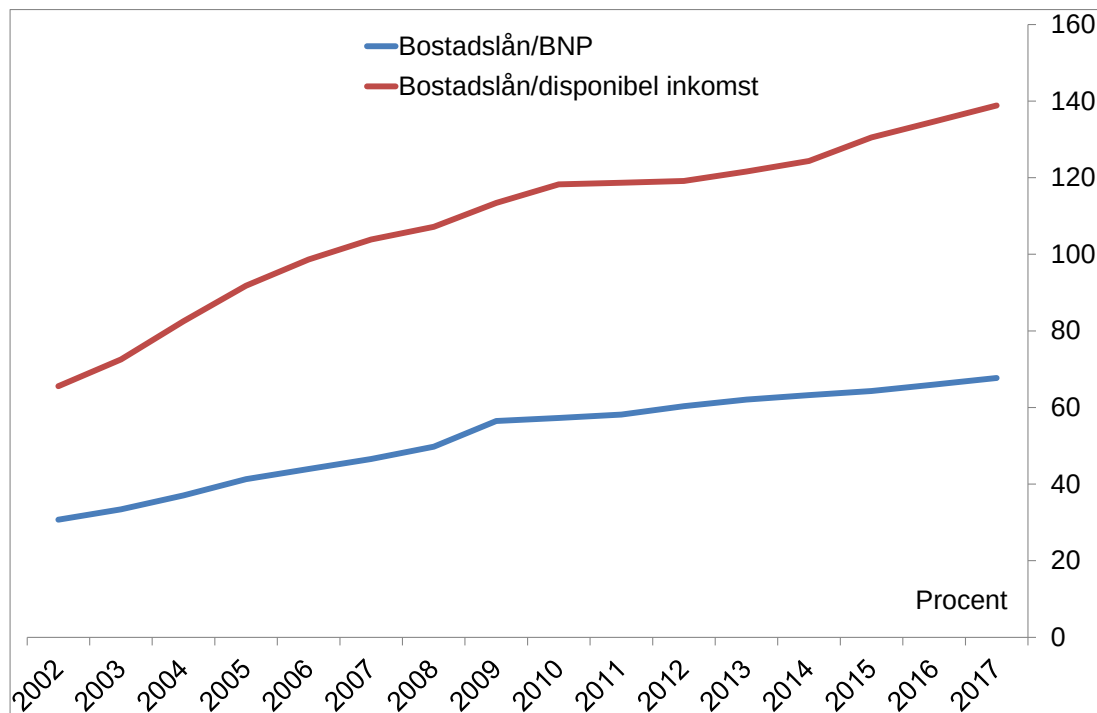
Källa: SCB, Finansmarknadsstatistik.

Ökningen av hushållens bostadslån har varit betydligt snabbare än tillväxten i BNP eller i hushållens disponibla inkomst (se figur 2). Hushållens bostadslån har under perioden 2002-2017 ökat från knappt en tredjedel till drygt två tredjedelar av BNP i löpande pris och i relation till hushållens disponibla inkomst har andelen mer än fördubblats, från 66 till 139 procent. Den kraftiga ökningen av hushållens bostadslån har gått hand i hand med en stark uppgång i priserna på småhus och bostadsrätter.

De makroekonomiska riskerna med hushållens ökade skuldsättning och med stigande bostadspriser har fått Finansinspektionen att strama åt reglerna för kreditgivning på bolånemarknaden. Den 1 oktober 2010 infördes det så kallade bolånetaket, som innebär att nya lån med bostad som säkerhet högst får utgöra 85 procent av bostadens marknadsvärde. Begränsningen av belåningsgraden följdes av krav på amortering av bostadslån, som infördes den 1 juni 2016. Amorteringskravet innebär att för nya bolån med en belåningsgrad mellan 70 och 85 procent ska 2 procent av lånebeloppet amorteras och för nya bolån med belåningsgrad mellan 50 och 70 procent ska 1 procent av lånebeloppet amorteras.

Finansinspektionen har därefter beslutat om ett skärpt amorteringskrav, som trädde i kraft den 1 mars 2018. Skärpningen innebär att den som tar ett nytt bolån som överstiger 4,5 gånger bruttoinkomsten ska amortera minst 1 procent utöver det tidigare amorteringskravet. Om bolånet är större än 4,5 gånger bruttoinkomsten och belåningsgraden är i intervallet 0-50, 50-70 eller 70-85 procent ska således 1, 2 respektive 3 procent av bolånet amorteras.

Figur 2 Hushållens bostadslån som andel av BNP och hushållens disponibla inkomst 2002–2017



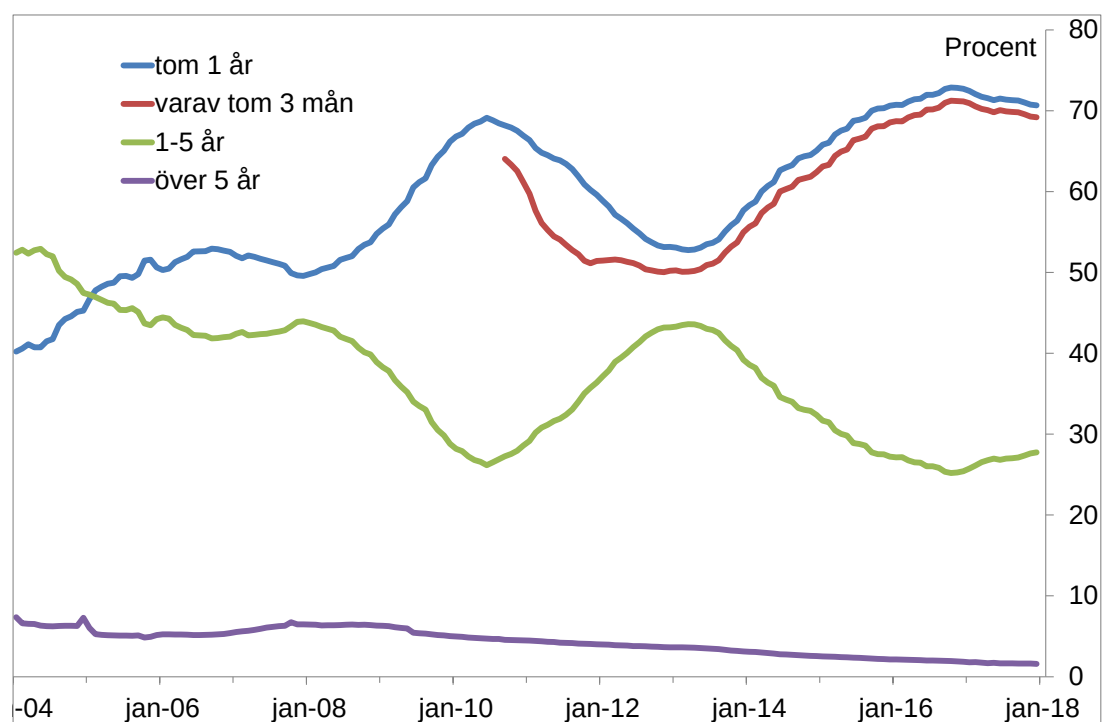
Källor: SCB, Finansmarknadsstatistik och Nationalräkenskaper.

2.2 Kort räntebindningstid

Ett utmärkande drag på den svenska bolånemarknaden är att hushållen i hög grad efterfrågar lån med kort räntebindningstid. Andelarna för olika bindningstider varierar över tiden beroende på skillnaden mellan korta och långa boräntor samt på hushållens förväntningar om bolåneräntorna men i allmänhet dominerar den kortaste räntebindningstiden på 3 månader. Under 2017 svarade lån med tremånadensränta för cirka 70 procent av hushållens totala bostadslån medan lån med en bindningstid på 1-5 år utgjorde 27 procent och bostadslån med bindningstider på över 5 år endast utgjorde 2 procent (se figur 3).

Hushållens preferens för kort räntebindningstid har drivits fram av en trendmässig nedgång på räntemarknaden under lång tid som gjort det lönsamt att välja kortast möjliga boränta istället för längre. Kostnaden för att lösa lån med bunden ränta i förtid genom ränteskillnadsersättning har också bidragit till att göra korta boräntor populära.

Den höga andelen bostadslån med kort räntebindningstid innebär att ränteförändringar snabbt påverkar hushållens räntekostnader för lånet. Samtidigt medför den höga andelen bolån med kort räntebindningstid att hushållen har stora möjligheter att byta långivare, utan att vara fastlåsta i låneavtal med långa räntebindningstider och riskera att få betala ränteskillnadsersättning.

Figur 3 Hushållens bostadslån fördelat på räntebindningstid 2004–2017

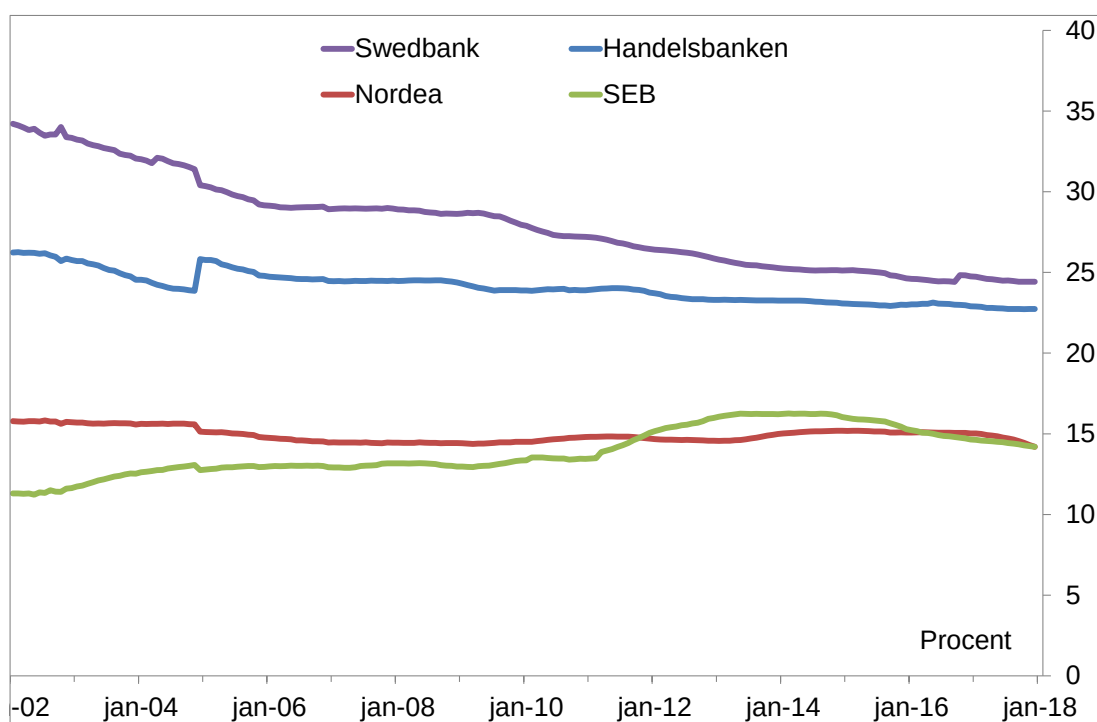
Källa: SCB, Finansmarknadsstatistik.

3 Konkurrensen på bolånemarknaden

3.1 Mindre aktörer tar marknadsandelar

Den svenska bolånemarknaden domineras av de fyra stora bankerna. De två största aktörerna, Swedbank och Handelsbanken, hade i december 2017 en marknadsandel på 24 respektive 23 procent medan Nordea och SEB båda hade en marknadsandel på 14 procent². Tillsammans hade således de fyra storbankerna en marknadsandel på cirka 76 procent.

Figur 4 Marknadsandelar för hushållens bolån för de fyra stora bankerna 2002–2017



Källa: SCB, Finansmarknadsstatistik.

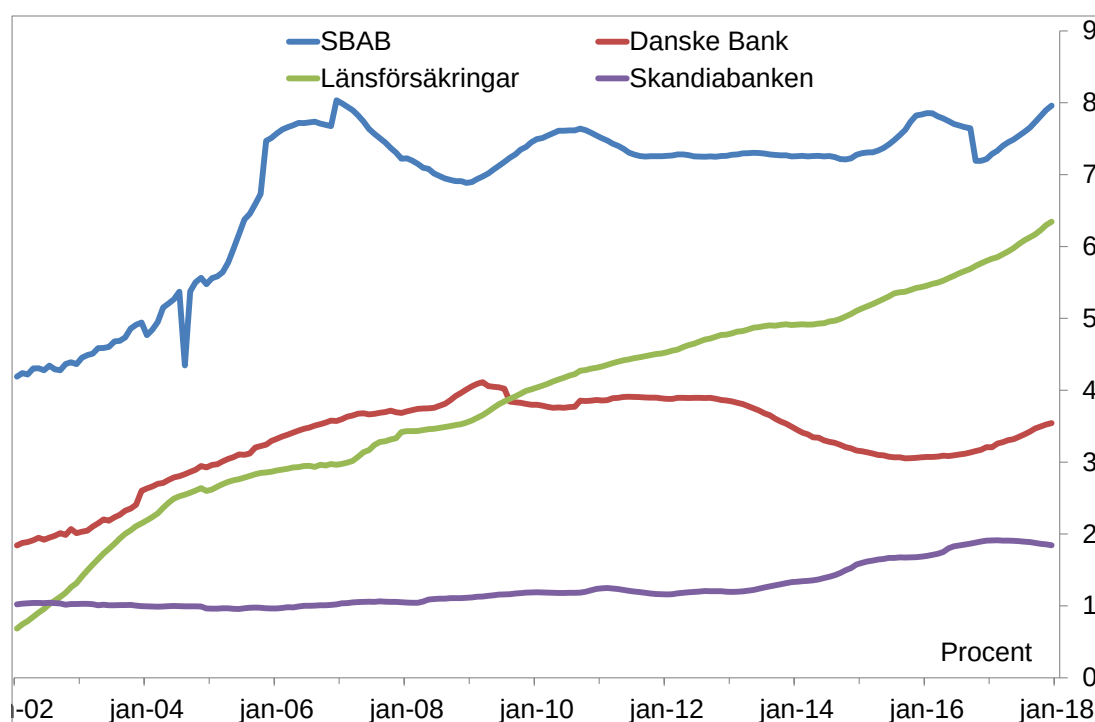
De fyra stora bankernas andel av bolånemarknaden har dock minskat gradvis under de senaste 10–15 åren. Om vi ser på statistiken från och med december 2004, efter det brott som finns i tidsserierna dessförinnan, så är det framför allt de två största aktörerna, Swedbank och Handelsbanken, som förlorat marknadsandelar medan Nordeas andel inte minskat lika mycket och SEB:s har ökat något³. För de fyra storbankerna sammantaget har marknadsandelen sedan december 2004 minskat från 84 till 76 procent.

² Statistiken avser senast publicerade kvartalsslut, fjärde kvartalet 2017, då en del mindre finansinstitut endast redovisar hushållens bostadslån kvartalsvis.

³ I december 2004 förbättrades rapporteringen av bankers utlåning fördelad på säkerhet. Tidigare rapporterades en större del som övrig säkerhet och blancokrediter.

Vinnarna när det gäller marknadsandelar på bolånemarknaden är de mindre aktörerna. De fyra största av de mindre bolånegivarna – SBAB, Länsförsäkringar, Danske Bank och Skandiabanken – har samtliga ökat sina andelar sedan december 2004. Det är framför allt Länsförsäkringar och SBAB som tagit marknadsandelar medan ökningen för Danske Bank och Skandiabanken är betydligt mindre. SBAB ökade sin andel av bolånemarknaden i början av den studerade perioden medan Länsförsäkringars marknadsandel har växt mer kontinuerligt⁴.

Figur 5 Marknadsandelar för hushållens bolån för de fyra utmanarna 2002–2017



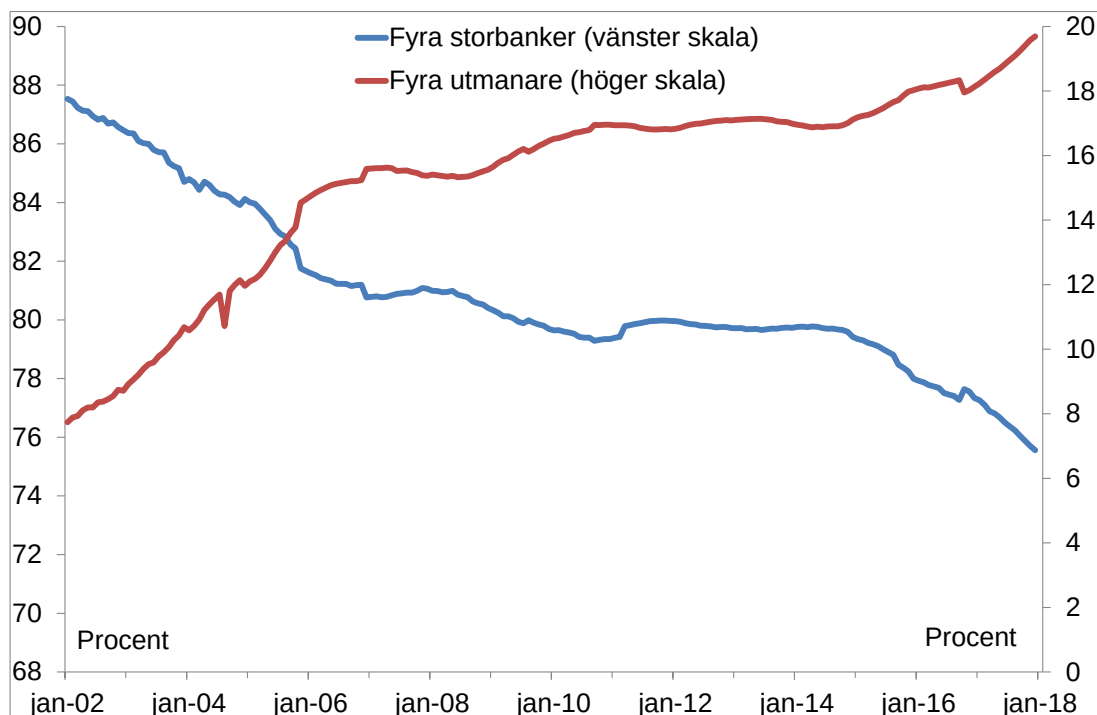
Källa: SCB, Finansmarknadsstatistik.

Tillsammans har de fyra utmanarna på bolånemarknaden under perioden december 2004 till december 2017 ökat sin marknadsandel från 12 till 20 procent på bekostnad av de fyra storbankerna. Övriga mindre aktörer, bland annat fristående sparbanker, har haft en ganska oförändrad marknadsandel på cirka 4 procent under den studerade perioden.

Det är således en förhållandevis stor förskjutning av marknadsandelar som skett under de senaste 10–15 åren från de stora bankerna till de mindre utmanarna. Förändringarna av marknadsandelar skulle givetvis vara ännu större om man såg till nytulningen istället för stocken av bolån.

⁴ Nedgången i SBAB:s marknadsandel under 2016 beror främst på att bolån från det tidigare samarbetet med Sparbanken Öresund övertogs av Swedbank Hypotek i samband med Swedbanks förvärv av Sparbanken Öresund.

Figur 6 Marknadsandelar för hushållens bolån för de fyra storbankerna och de fyra utmanarna 2002–2017



Källa: SCB, Finansmarknadsstatistik.

3.2 Nischade långgivare

Förutom traditionella bolånegivare finns också nischade aktörer som erbjuder bolån till personer som av olika anledningar inte får lån av en vanlig bank. Det kan till exempel gälla personer med betalningsanmärkningar, som har en annan typ av inkomst än från tillsvidareanställning eller som är egenföretagare med ett relativt nystartat företag. Ett exempel på den typen av specialiserade långgivare är Bluestep, som 2016 hade bolån i Sverige som uppgick till cirka 8 miljarder kronor, vilket motsvarade en marknadsandel på 0,3 procent⁵. Storleken på Bluestep kan närmast jämföras med Skandiabanken, som är den minsta av de fyra utmanarna på bolånemarknaden (se avsnitt 3.1). Skandiabanken hade 2016 en utlåning till hushåll med bostad som säkerhet på cirka 55 miljarder kronor och en marknadsandel på 1,9 procent⁶.

Bluesteps svenska bolån hade under perioden 2011–2016 en genomsnittlig årlig tillväxt med 12,5 procent, vilket var nästan dubbelt så mycket som tillväxten på hela svenska bolånemarknaden, som var 6,5 procent. Det finns uppenbarligen en stark efterfrågan på bolån från grupper som inte passar in i bankernas och bostadsinstitutens mallar för kreditprövning. Nackdelen är förstås att låntagarna får betala en högre boränta för den högre kreditrisken som de bedöms utgöra. Under 2017 var den genomsnittliga räntan på Bluesteps bolån med 3 månaders

⁵ Bluestep Årsredovisning 2016, sidan 29.

⁶ SCB, Finansmarknadsstatistik.

räntebindningstid drygt 3 procentenheter högre än genomsnittet på bolånemarknaden. Under 2016 var räntenettot i förhållande till utlåningen 4,3 procent för Bluesteps svenska bolån, jämfört med 1,2 procent för de fem svenska bostadsinstitut som särredovisar sin verksamhet⁷.

En annan nischad aktör är Svea Ekonomi, som 2016 hade en utlåning i Sverige som uppgick till drygt 5 miljarder kronor⁸. Utlåningen till privatpersoner mot pantbrev i fastigheter var dock bara 251 miljoner kronor 2016, vilket ändå var en ökning från 94 miljoner kronor 2015⁹. Hur stor del av bostadslånen till hushåll som finns på den svenska marknaden framgår inte av årsredovisningen men även om det vore samtliga lån som redovisas som säkerhet mot pantbrev, så är det marginellt i förhållande till den svenska bolånemarknadens storlek.

Ytterligare en nischaktör är Marginalen Bank, vars utlåning till svenska hushåll och personliga företag 2016 uppgick till drygt 11 miljarder kronor. Utlåningen mot säkerhet i bostadsfastighet var emellertid endast 618 miljoner kronor, där det av årsredovisningen inte framgår hur stor del av detta belopp som svenska hushåll svarar för. År 2015 var motsvarande belopp 528 miljoner kronor¹⁰.

Sammanfattningsvis är omfattningen av de specialiserade långivarnas verksamhet liten när det gäller hushållens bostadslån och därmed har den också en begränsad effekt på konkurrensen på bolånemarknaden.

3.3 Förmedling av bolån

Ett annat inslag som växt fram på bolånemarknaden är förmedling av bolån, som görs av till exempel Consector, Lånbyte och MittBolån. Affärsidén är att låneförmedlaren kontakter bankerna och jämför olika erbjudanden för att få fram de bästa lånevillkoren för låntagaren. Förmedlingen kan vara kostnadsfri för låntagaren men låneförmedlaren tar provision från banken när bolånet tecknas eller så betalar låntagaren en avgift till låneförmedlaren när man tar bolånet. Det finns också flera webbplatser som jämför boräntor från olika långivare och som förmedlar privatlån, det vill säga lån utan säkerhet.

Ett steg längre än förmedling av bolån togs av Bolånegruppen, som grundades 2014. Företaget samlade medlemmar för att gemensamt förhandla om lånevillkoren gentemot bankerna¹¹. Affärsidén att gruppförhandla med bankerna för att pressa ner boräntan har emellertid övergivits av företaget. En svårighet var att få de större bankerna att gå med på gruppförhandling och ett annat problem var svårigheter

⁷ Bluestep Årsredovisning 2016, sidan 29.

⁸ Svea Ekonomi Årsredovisning 2016, sidan 21.

⁹ Svea Ekonomi Årsredovisning 2016, sidan 51-52.

¹⁰ Marginalen Bank Årsredovisning 2016, sidan 56.

¹¹ Carlsson (2016).

för medlemmarna att byta bank¹². Bolånegruppen, som hade cirka 3 000 medlemmar med cirka 4 miljarder kronor i bolån, har numera ombildats till Hypoteket, som inriktas på direkt förmedling av bolån utan att gå över en bank (se avsnitt 5.3).

3.4 Information om boräntor

Det är inte bara när det gäller långgivare som bolånemarknaden förändrats, utan sättet som informationen om boräntor och lånevillkor sprids på har också förändrats. Tidigare var bankernas så kallade listräntor den främsta informationskällan om boräntorna. Bankernas listräntor publicerades till en början i tidningar och senare på bankernas webbplatser och på olika jämförelse-sajter. De faktiska boräntorna kunde emellertid vara betydligt lägre än listräntorna men prutmännen på listräntorna var i allmänhet okänd för låntagarna.

För att förbättra informationen om boräntorna började Svenska Dagbladet sommaren 2012 med Räntekartan, en webbplats, där låntagare kan lägga in den ränta man fått på sitt bolån, lånebelopp och räntebindningstid. Fördelen med Räntekartan är att informationen är allmänt tillgänglig utan kostnad och i bästa fall snabb men nackdelen är att det behövs att många bidrar med sin ränteinformation för att det hela ska bli rättvisande och att det kan hända att det läggs in felaktiga uppgifter. Konceptet med räntekarta för bolån finns till exempel också i Appen från företaget Tink.

Problemen med den oklara skillnaden mellan publicerade listräntor och faktiska boräntor bidrog till att Finansinspektionen beslutade att banker och kreditmarknadsföretag från den 1 juni 2015 på sin webbplats ska redovisa den genomsnittliga boräntan för varje räntebindningstid som långgivaren erbjuder. Den genomsnittliga boräntan ska redovisas per månad senast fem arbetsdagar efter månadens utgång.

Statistiska centralbyrån (SCB) har redan tidigare redovisat räntan på nya bolån månadsvis för olika bindningstider. Statistiken publiceras med ungefär en månads eftersläpning. Det som är nytt med Finansinspektionens regler är att alla långgivare lämnar uppgifter om boräntorna och att statistiken gäller alla bindningstider samt att den publiceras mycket snabbare än tidigare.

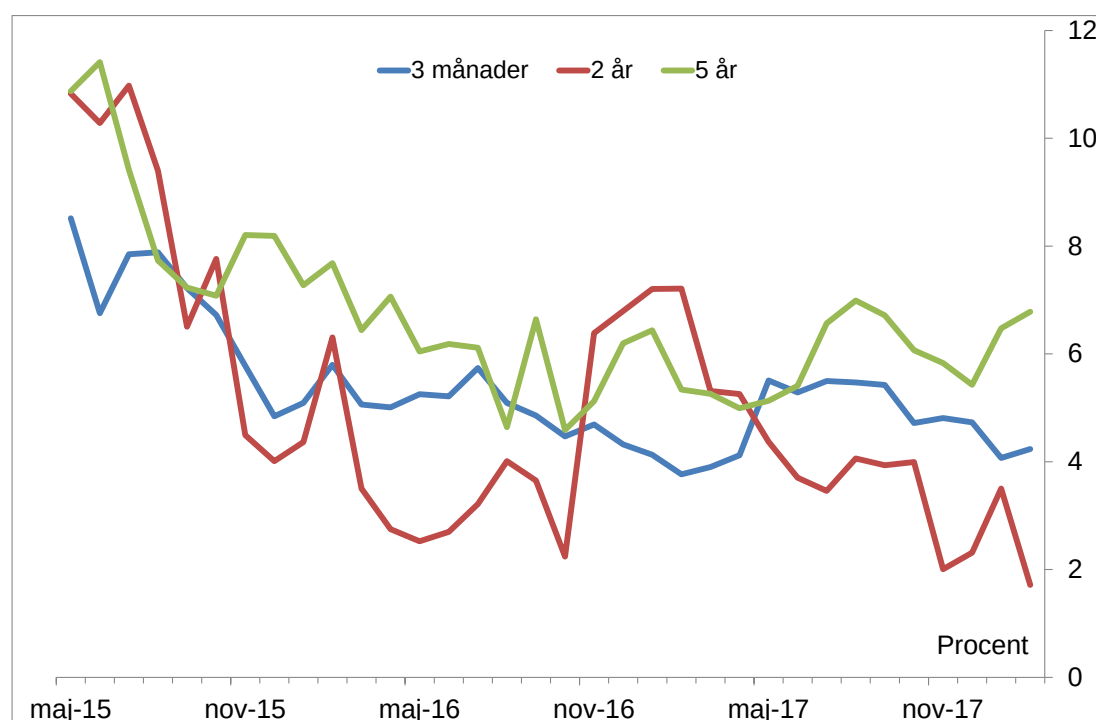
Publiceringen av genomsnittliga boräntor för olika bindningstider har förbättrat låntagarnas information om det faktiska ränteläget. Informationen om genomsnittsräntorna verkar också ha bidragit till att spridningen mellan långivarnas boräntor har minskat¹³. Det är ju knappast bra marknadsföring att ha betydligt högre boräntor än konkurrenterna. För att studera spridningen mellan långivarnas boräntor är det mer rättvisande att se på den relativa standardavvikelsen, det vill säga standardavvikelsen mellan långivarnas boräntor i förhållande till

¹² Ekström (2016).

¹³ Statistiken över genomsnittliga faktiska boräntor i denna rapport baseras på uppgifter från åtta långgivare: Danske Bank, Handelsbanken, Länsförsäkringar, Nordea, SEB, SBAB, Skandiabanken och Swedbank.

medelvärde, än på den absoluta standardavvikelsen eftersom hänsyn då tas till förändringar i boräntornas nivå. Ser man på den relativa standardavvikelsen, så har den minskat för samtliga de tre vanligaste räntebindningstiderna: 3 månader, 2 år och 5 år. Den största minskningen av spridningen kom redan under de första 5–6 månaderna efter att publiceringen av genomsnittsräntor infördes och därefter har spridningen mellan bankernas boräntor inte förändrats så mycket. De stora kasten i spridningen för 2 års räntebindningstid förklaras av tillfälliga lågräntekampanjer från en del långgivare.

Figur 7 Relativ standardavvikelse för bankernas boräntor med olika räntebindningstid maj 2015–februari 2018



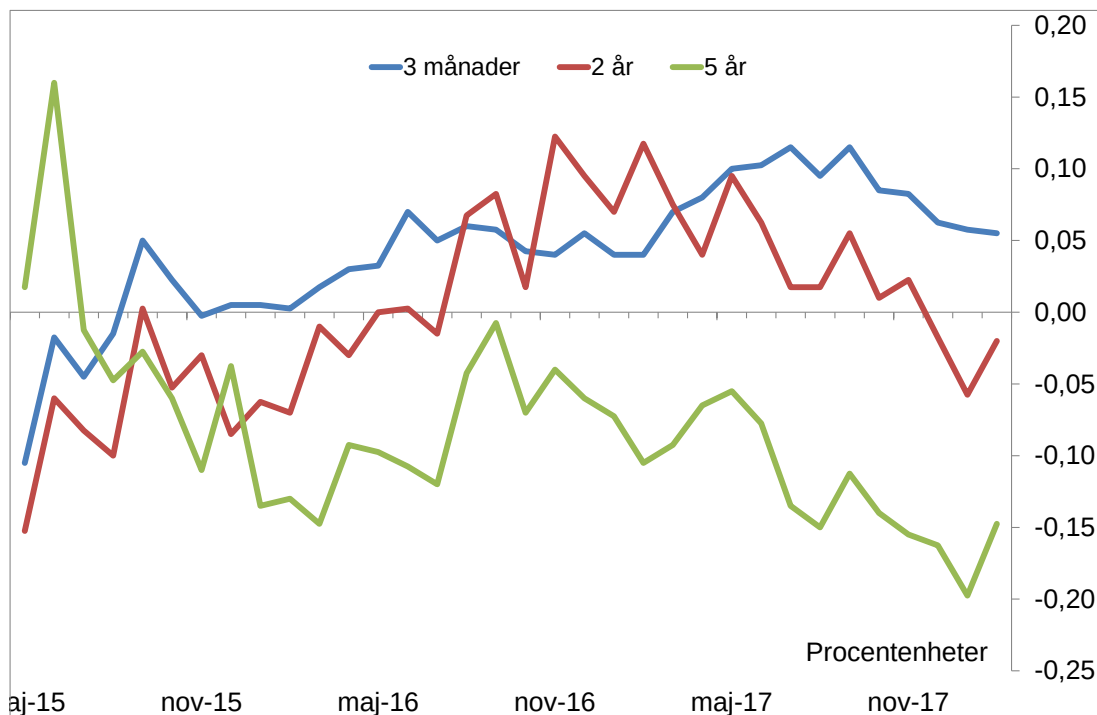
Källor: Bankernas webbplatser.

Frågan om publiceringen av genomsnittliga faktiska boräntor också ökat konkurrensen på bolånemarknaden är svårare att besvara. Bankernas genomsnittliga boräntor ger ju ingen information om lönsamheten på bolån. Ett alternativ för att få grepp om lönsamheten hade varit att alla banker också redovisat sina finansieringskostnader för olika räntebindningstider, som banken SEB tidigare gjorde dagligen under ganska lång tid. Jämför man boräntan som banken erbjuder med upplåningsräntan får man en indikation på den bruttomarginal banken vill ha på bolånet. Bruttomarginalen ger mer relevant information för låntagaren i en förhandling med banken än statistik på genomsnittlig faktisk boränta från olika långgivare, som kanske alla har en liknande marginal.

Hur ser de genomsnittliga boräntorna ut för de fyra stora bankerna i jämförelse med de fyra mindre utmanarna (Danske Bank, Länsförsäkringar, SBAB och Skandiabanken)? Det finns inget enhetligt mönster; under 2015 var storbankernas boräntor lägre än eller lika med utmanarnas men under 2016 och 2017 har

storbankernas boräntor varit högre än utmanarnas för bindningstider på 3 månader och mestadels högre för bindningstider på 2 år men lägre än utmanarnas för 5 års bindningstid. Skillnaden mellan den genomsnittliga boräntan för de fyra storbankerna och de fyra utmanarna för olika bindningstider är dock i allmänhet inte större än cirka 0,1 procentenheter.

Figur 8 Skillnad mellan de fyra stora bankernas och de fyra utmanarnas boränta för olika räntebindningstider maj 2015–februari 2018



Källor: Bankernas webbplatser.

Den ökade marknadsandelen för de fyra mindre utmanarna på bolånemarknaden verkar således inte ha drivits av en aggressiv räntepress, i alla fall inte under perioden från maj 2015 och framåt när genomsnittliga faktiska boräntor publicerats. De fyra utmanarna har främst satsat på att konkurrera om bolånetagarna med den kortaste och mest efterfrågade räntebindningstiden på 3 månader.

4 Lönsamheten på bolånemarknaden

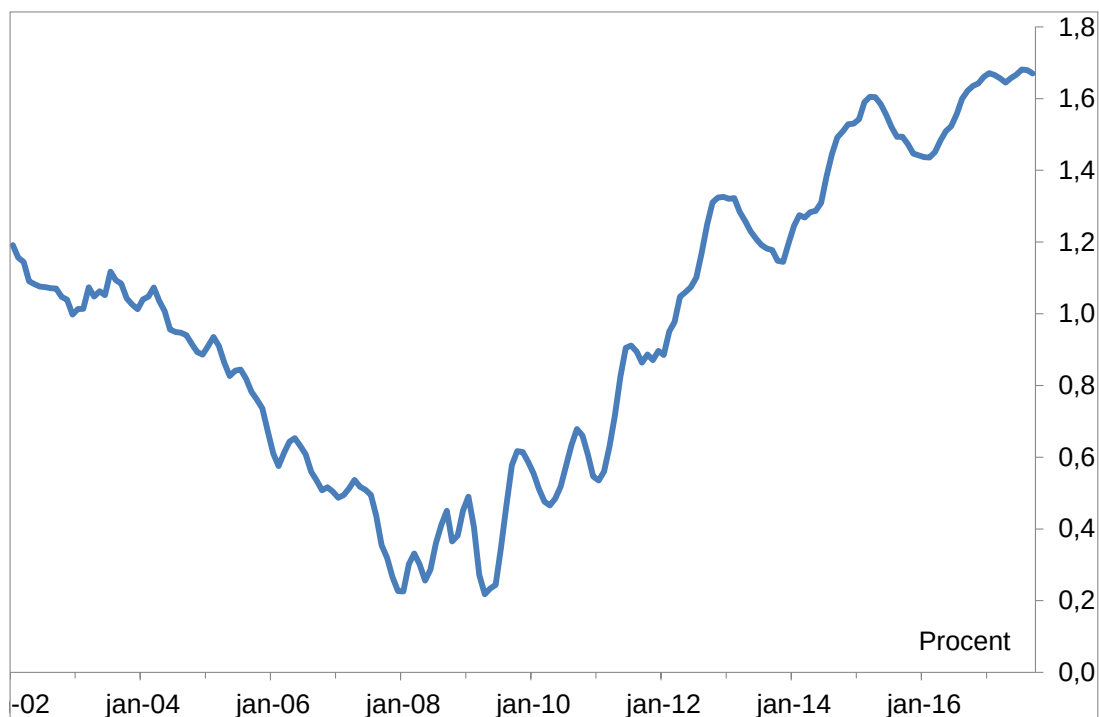
Bolånemarknaden domineras således inte längre lika klart av de fyra stora bankerna, utan mindre långgivare har gradvis blivit större under de senaste 10–15 åren. Låntagarnas tillgång till information om olika långgivarnas boräntor har också förbättrats. Hur har dessa förändringar påverkat lönsamheten på bolånemarknaden?

4.1 Brutto- och nettomarginal på bolån

4.1.1 Finansinspektionens modellberäkningar

Finansinspektionen (FI) beräknar månadsvis bankernas bruttomarginal på bolån med tre månaders räntebindningstid och publicerar resultaten kvartalsvis. Bruttomarginalen beräknas som skillnaden mellan den genomsnittliga räntan på nya bolån med tre månaders räntebindningstid och den av FI uppskattade finansieringskostnaden för dessa. Perioden 2002–2017 kan delas upp i två delar: en period med en allt mer pressad bruttomarginal fram till finanskrisen 2008–2009 och därefter en period fram till 2017 med en allt mer vidgad bruttomarginal. I december 2017, som är den senaste observationen, beräknas bankernas bruttomarginal till 1,71 procent, vilket är en historiskt hög nivå.

Figur 9 Bankernas bruttomarginal på bolån med tre månaders räntebindningstid 2002–2017



Källa: Finansinspektionen.

FI uppskattar att de skärpta regleringar som införts efter finanskrisen har ökat bankernas kapitalkostnad och därmed höjt bankernas kostnader för bolån med 0,4-0,5 procentenheter. Även med hänsyn till denna regelstyrda kostnadsökning har bruttomarginalen ökat kraftigt de senaste åren.

Finansinspektionens ansats är således att uppskatta finansieringskostnaden för ett bolån med tre månaders räntebindningstid. FI:s beräkningar ger värdefull information men svagheten är att modellen för att uppskatta finansieringskostnaden baseras på vissa antaganden och är en förenkling av verkligheten. Beräkningarna kan därmed öppna för kritik om att de inte stämmer med faktiska förhållanden. FI:s beräkningar avser också endast bruttomarginalen för tremånaders bolån och även om det är den dominerande räntebindningstiden, så förekommer även längre räntebindningstider.

4.1.2 Fem bostadsinstituts finansiella rapporter

En alternativ ansats för att bedöma lönsamheten på bolånemarknaden är att utgå från bostadsinstitutens finansiella rapporter. Fem av aktörerna på den svenska bolånemarknaden redovisar det finansiella resultatet av bolåneverksamheten. Det är Stadshypotek, som är ett dotterbolag till Handelsbanken, Swedbank Hypotek, Nordea Hypotek, SBAB och Länsförsäkringar Hypotek. Till de banker som inte särredovisar bolåneverksamheten hör SEB, Danske Bank och Skandiabanken. Sammantaget svarar de fem bostadsinstitut som särredovisar bolåneaffären för cirka 75 procent av utlåningen till hushåll på den svenska bolånemarknaden. Hur lönsamheten utvecklats för dessa fem bostadsinstitut bör således ge en god bild av den totala lönsamheten på bolånemarknaden.

För de svenska bostadsinstituten står räntenettot, skillnaden mellan ränteintäkter och räntekostnader, för den huvudsakliga delen av lönsamheten. Verksamheten går ju ut på att låna ut pengar till en högre ränta än den som man lånar upp pengar för. Räntenettot måste emellertid sättas i relation till omfattningen av bolåneverksamheten för att få ett meningsfullt mått. Ett vanligt mått som brukar användas av de svenska bolåneinstituten är placeringsmarginalen, som är räntenettot i förhållande till den genomsnittliga balansomslutningen. Placeringsmarginalen visar bruttomarginalen, det vill säga hur mycket bankerna tjänar på ett bolån före rörelsekostnader och eventuella kreditförluster. En placeringsmarginal på 1 procent innebär att bankerna brutto tjänar 10 000 kronor per år för varje utlånad miljon kronor i bolån.

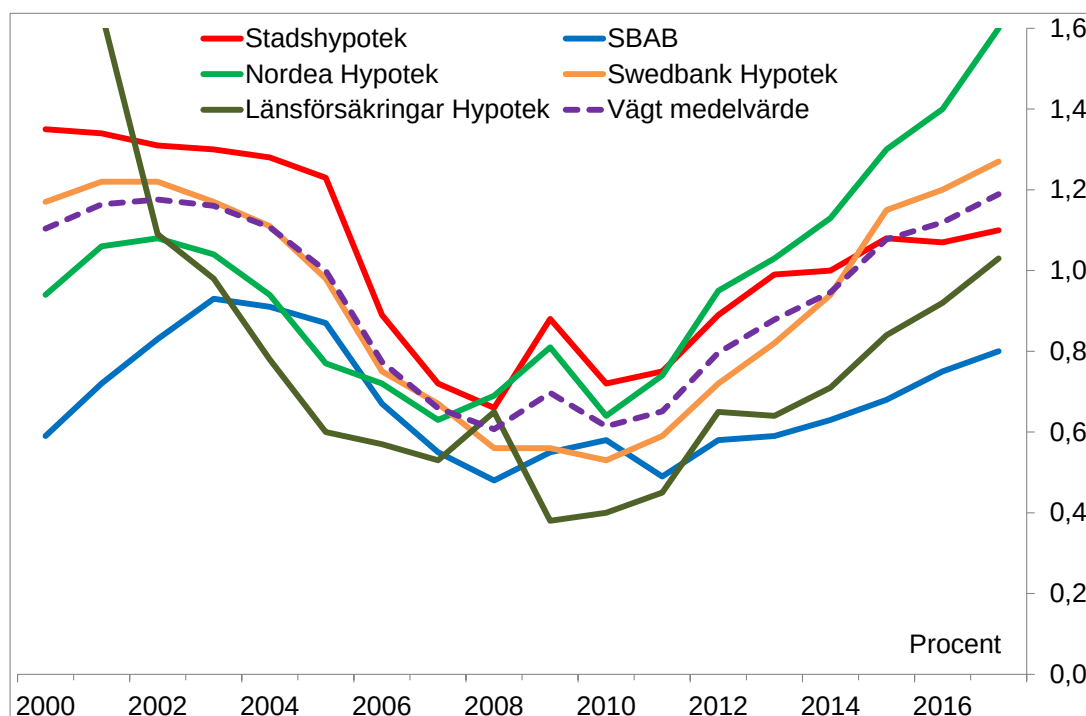
Den genomsnittliga placeringsmarginalen för de fem bostadsinstituten har en liknande U-formad profil som Finansinspektionens bruttomarginal¹⁴. Den är hög, drygt 1 procent, 2000-2004, för att sedan minska och vara som lägst under finanskrisen 2008 och åren närmast därefter. Under de senaste åren, 2012-2017, har

¹⁴ Den genomsnittliga placeringsmarginalen för de fem bostadsinstituten är ett vägt genomsnitt med respektive bostadsinstituts andel av institutens totala balansomslutning som vikt.

placeringsmarginalen ökat igen och är i slutet av perioden tillbaka på samma höga nivå som i början av perioden.

Placeringsmarginalen har varit högre för de stora bostadsinstituten – Stadshypotek, Swedbank Hypotek och Nordea Hypotek – än för de mindre – SBAB och Länsförsäkringar Hypotek. Det kan tyda på att storleken är viktig för att få så låga finansieringskostnader som möjligt men det kan också vara ett tecken på att de mindre aktörerna accepterat en något lägre placeringsmarginal för att växa och ta marknadsandelar.

Figur 10 Placeringsmarginalen för fem bostadsinstitut 2000–2017



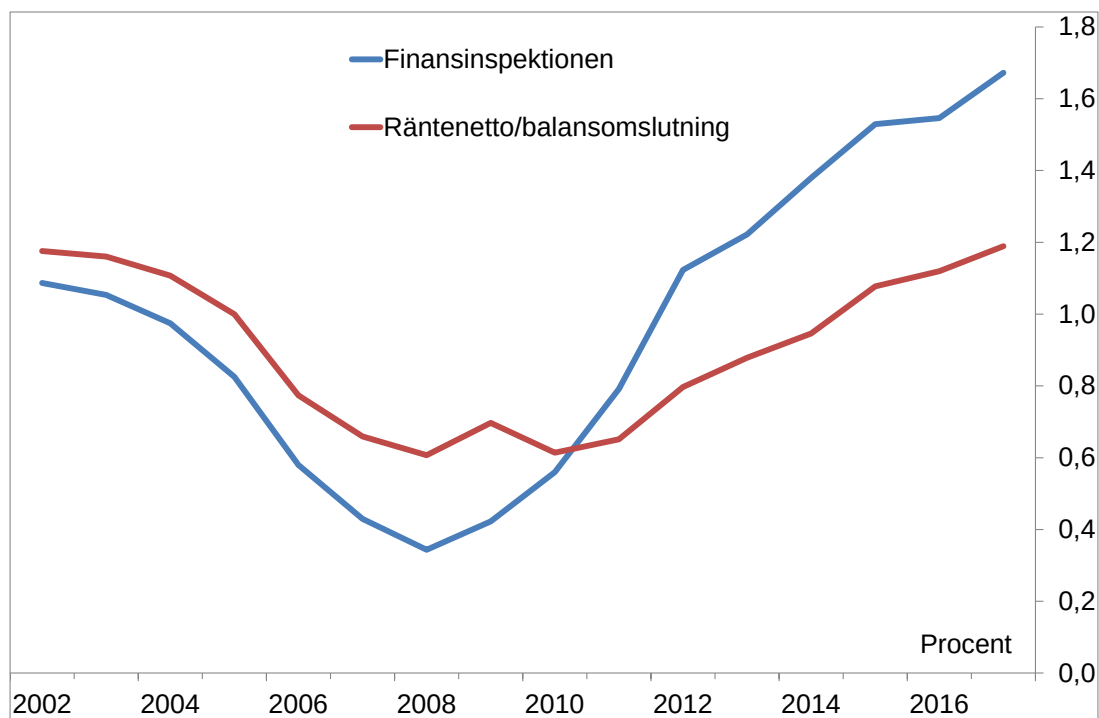
Källor: Bostadsinstitutens årsredovisningar.

Hur stämmer placeringsmarginalen, som redovisas i bolåneinstitutens finansiella rapporter, överens med Finansinspektionens beräkningar av bankernas bruttomarginal på bolån? Den U-formade profilen är ungefär densamma men under perioden 2002–2010 är placeringsmarginalen högre än FI:s bruttomarginal medan det är tvärtom under åren 2011–2017.

En förklaring till skillnaden är att avgifter till statliga garantiprogram redovisas i räntenettet i bolåneinstitutens finansiella rapporter, vilket reducerar detta. De olika regleringar som införts efter finanskrisen har också ökat bankernas kapitalkostnad för bolån med 0,4-0,5 procentenheter, enligt FI:s beräkningar. Drar man bort denna kostnadshöjande effekt från FI:s bruttomarginal, så är skillnaden betydligt mindre mot bruttomarginalen i bolåneinstitutens finansiella rapporter.

En annan förklaring till skillnaden kan vara att placeringsmarginalen avser de fem bolåneinstitutets hela verksamhet, som även omfattar utlåning till annat än hushållens småhus och bostadsrätter. Bostadsinstitutens utlåning till hushållens bostäder utgör i genomsnitt ungefär tre fjärdedelar av den totala utlåningen. Skillnaden mellan bostadsinstitutens räntor till hushåll och icke-finansiella företag har också ökat under de senaste åren, vilket samvarierar med den större differensen mellan FI:s bruttomarginal och de fem bostadsinstitutens placeringsmarginal¹⁵.

Figur 11 Bruttomarginalen på bolån enligt Finansinspektionen och fem bostadsinstituts finansiella rapporter 2002–2017

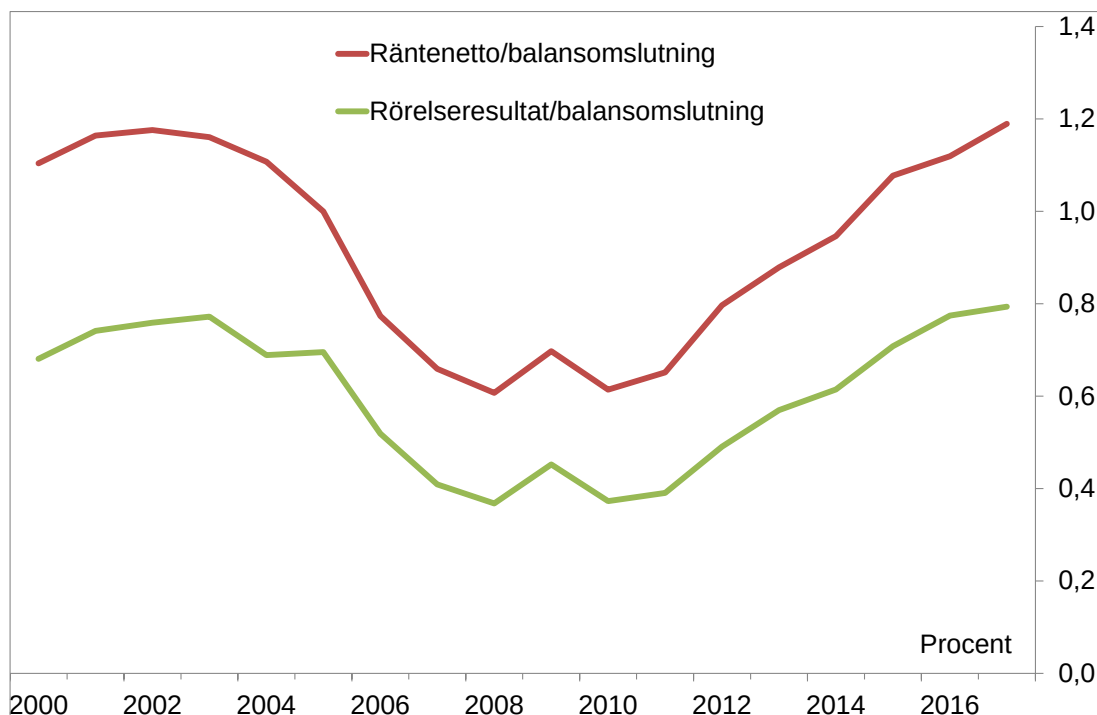


Källor: Finansinspektionen och bostadsinstitutens årsredovisningar.

För att få en uppfattning om nettomarginalen på bolån kan vi gå vidare från räntenettet till sista raden i bostadsinstitutens resultaträkningar och sätta resultatet efter skatt i relation till balansomslutningen. Skillnaden mellan placeringsmarginalen (bruttomarginalen) och nettomarginalen är avgifts- och provisionsnetto, rörelsekostnader, kreditförluster och skatt. För de fem bostadsinstituterna har dessa poster under perioden 2000-2017 i genomsnitt uppgått till 0,3 procent av balansomslutningen medan nettomarginalen i genomsnitt varit 0,6 procent av balansomslutningen. Under 2016 och 2017 har nettomarginalen på bolån varit cirka 0,8 procent, vilket är högre än genomsnittligt.

¹⁵ Bostadsinstitutens räntor till hushåll och icke-finansiella företag enligt SCB:s Finansmarknadsstatistik.

Figur 12 Bruttomarginal och nettomarginal på bolån för fem bostadsinstitut 2000–2017



Källor: Bostadsinstitutens årsredovisningar.

I de stora bankerna är finansieringen av bostadsutlåningen en del av bankens totala finansiering, även om bostadsinstitutet är ett dotterbolag till banken. En del av inlåningen i bankerna kan således överföras till bostadsinstitutet och användas för att finansiera bostadslån. Den ränta som bostadsinstitutet betalar på skulden till banken påverkar givetvis det resultat som redovisas i bostadsinstitutet.

De bostadsinstitut som ingår i en större bankkoncern får också tillgång till moderbolagets kontorsnät för att nå ut till bolånekunderna. För de tjänster som bostadsinstitutet köper från moderbolaget betalas en ersättning som ingår i bostadsinstitutets rörelsekostnader. När bostadsinstitutets lönsamhet på bolån diskuteras är det därför viktigt att ha klart för sig att resultatet kan påverkas av interna transaktioner och att banken, inom ramen för god redovisningssed, kan välja var inom koncernen som vinsterna redovisas.

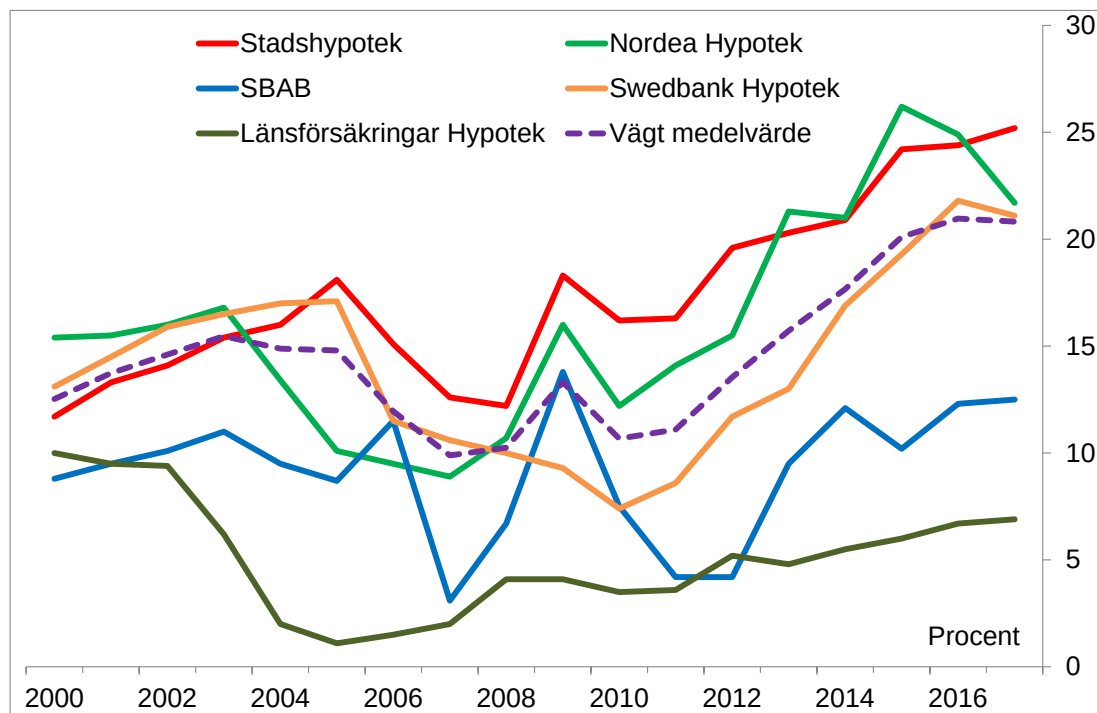
4.2 Avkastning på eget kapital

4.2.1 Fem svenska bostadsinstitut

Placeringsmarginalen och nettomarginalen ger en indikation på lönsamheten på bolånemarknaden men ett mer direkt mått på lönsamheten är avkastningen på eget kapital, det vill säga resultatet efter skatt i förhållande till genomsnittligt eget kapital. Under perioden 2000–2017 har avkastningen på eget kapital för de fem svenska bostadsinstitutet i genomsnitt uppgått till cirka 14 procent, enligt deras

finansiella rapporter¹⁶. Mönstret är liknande som för placeringsmarginalen; avkastningen var hög under första hälften av perioden, sjönk under åren i samband med finanskrisen för att sedan stiga kraftigt de senaste åren. Under 2016 ökade den genomsnittliga avkastningen på eget kapital för de fem svenska bostadsinstituten till en ny högsta notering på 21 procent och även under 2017 har lönsamheten legat kvar på den nivån. På samma sätt som för placeringsmarginalen är lönsamheten betydligt högre för de tre stora bostadsinstituten än för de två mindre.

Figur 13 Avkastning på eget kapital för fem bostadsinstitut 2000–2017



Källor: Bostadsinstitutens årsredovisningar.

Både bruttomarginalen (placeringsmarginalen) och nettomarginalen för de fem bostadsinstituten är, som nämnts, på ungefär samma nivå 2000–2001 som 2016–2017 (se avsnitt 4.1.2). Samtidigt har avkastningen på eget kapital ökat från cirka 13 procent 2000–2001 till cirka 21 procent 2016–2017. Förklaringen till att lönsamheten förbättrats kraftigt utan motsvarande uppgång i nettomarginalen är att bostadsinstitutens egna kapital ökat långsammare än balansomslutningen.

Den kraftigt ökade lönsamheten för bostadsinstituten under de senaste åren sammanfaller i tiden med att reglerna för utlåningen på bolånemarknaden stramats åt genom bolånetaket och amorteringskravet, som infördes i oktober 2010 respektive juni 2016 (se avsnitt 2.1). Redan innan dessa regler infördes hade bankerna i hög grad anpassat långivningen till de mer restriktiva villkoren. En intressant fråga

¹⁶ Den genomsnittliga avkastningen på eget kapital för de fem bostadsinstituten är ett vägt genomsnitt med respektive instituts andel av bostadsinstitutens totala egna kapital som vikt.

är om de ökade regleringarna av långivningen har påverkat lönsamheten på bolånemarknaden.

Ett gemensamt drag för de regleringar som tidigare införts och det skärpta amorteringskrav som införts på bolånemarknaden den 1 mars 2018 är att de riktas mot nya bolån. En trolig effekt av detta är att det leder till inlåsnings effekter och att rörligheten på bostadsmarknaden minskar. Byte av bolånegivare är visserligen tillåtet utan att bolånet påverkas av de nya reglerna men om låntagarna inte har full information om detta undantag, så kan en inlåsnings effekt bli följden i alla fall. En del låntagare som annars skulle ha bytt bostad väljer att bo kvar för att kunna behålla de villkor som bolånen hade innan regleringarna infördes. För bostadsinstituten kan detta innebära att befintliga låntagare stannar kvar trots att de skulle ha fått en lägre boränta hos någon annan bolånegivare. Inlåsnings effekten kan också innebära att befintliga låntagare blir mindre känsliga för räntehöjningar, till exempel i form av minskad rabatt på boräntan, när bolånets villkorsperiod löper ut.

För att testa hypotesen om regleringarnas effekt på bolåneinstitutens lönsamhet skulle det behövas uppgifter om frekvensen av låntagarnas byte av bolånegivare före och efter det att regleringarna infördes. Information om befintliga låntagares lånevillkor, jämfört med liknande nya låntagares lånevillkor skulle öka möjligheten att testa hypotesen. Här finns ett intressant område för forskning framöver.

4.2.2 Danska realkreditinstitut och svenska bostadsinstitut¹⁷

För att få perspektiv på lönsamheten på den svenska bolånemarknaden kan den jämföras med den danska. Eftersom det finns vissa skillnader mellan hur den svenska och danska bolånemarknaden fungerar har en del korrigeringar av den danska lönsamheten fått göras för att jämförelsen ska bli mer rättvisande.

På den danska bolånemarknaden finns sju realkreditinstitut men i praktiken är det bara fyra av instituten som erbjuder bostadslån till hushållen: Nykredit/Totalkredit, Realkredit Danmark, BRF Kredit och Nordea Kredit¹⁸. Totalkredit köptes av Nykredit 2003 och ingår i Nykreditkoncernen. Realkredit Danmark har sedan 2001 varit en del av Danske Bank koncernen. Den danska bolånemarknaden domineras således av tre stora banker – Nykredit, Danske Bank och Nordea – medan de två andra stora danska bankerna, Jyske Bank och Sydbank, har Totalkredit som samarbetspartner när det gäller realkreditutlåning¹⁹.

Även för de danska realkreditinstituten är räntenettet den huvudsakliga intäktskällan. Till skillnad mot i Sverige utgör emellertid skillnaden mellan

¹⁷ Avsnittet är en uppdatering av delar av resultaten i Pousette (2013).

¹⁸ Ett av realkreditinstituten, DLR Kredit är främst inriktat på kreditgivning till jordbruket. LR Realkredit är ett litet realkreditinstitut med en utlåning på cirka 19 mdr DKK 2016. LR Realkredit ägs av fem banker och är främst inriktat på lån till egendomar som får någon form av offentligt stöd.

¹⁹ För en översikt av den danska bolånemarknaden se t.ex. Realkreditrådet (2016) eller Statens Bostadskreditnämnd (2011).

ränteintäkter och räntekostnader en mindre del medan huvuddelen av räntenettet utgörs av avgifter (bidrag) som låntagaren löpande betalar som en procentuell andel av den återstående skulden. Bidragets syfte är att täcka institutens kostnader för verksamheten (lokaler, personal, IT-system m.m.), täcka eventuella kreditförluster samt ge en vinst. Bidragets storlek skiljer sig mellan olika lånetyper och mellan olika realkreditinstitut. År 2016 uppgick bidragsintäkterna till 0,58 procent av de danska realkreditinstitutens balansomslutning medan det traditionella räntenettet endast utgjorde 0,06 procent²⁰.

De danska realkreditinstituten tar också ut olika engångsavgifter när lån tas upp. Det är avgifter för uppläggningskostnader av lånet, avgifter för kostnader i samband med handel med obligationer samt ofta en avgift för att institutet hanterar registreringen av pantbrev. Avgifterna skiljer sig mellan olika institut och mellan olika typer av lån. För ett bolån på 1 miljon danska kronor varierar den totala engångsavgiften till realkreditinstituten mellan 6 400 och 11 500 danska kronor²¹.

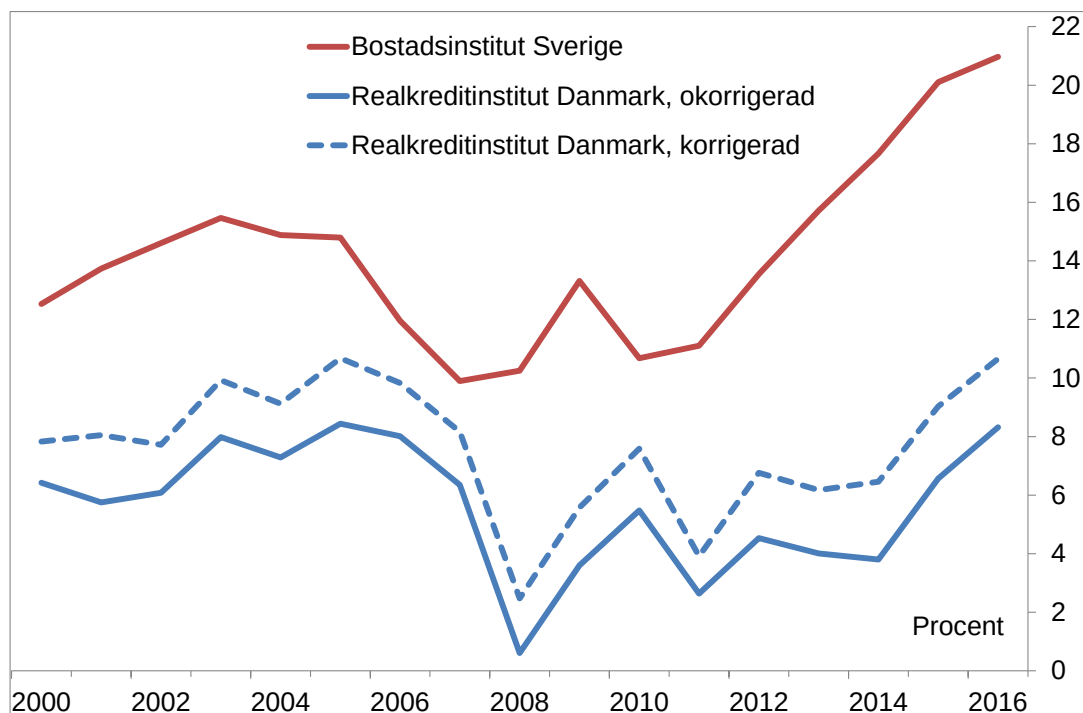
Trots floran av engångsavgifter är avgifts- och provisionsnettot ändå negativt för de flesta danska realkreditinstitut och för branschen som helhet. Detta beror främst på att instituten betalar provision till fastighetsmäklare eller banker för att dessa förmedlar bolånen, vilket väger tyngre än intäkterna från engångsavgifterna när lån tas upp.

Avgifter och provisioner förekommer även på den svenska bolånemarknaden men för att ta hänsyn till avgifternas och provisionernas större betydelse på den danska bolånemarknaden har utgifter för avgifter och provisioner dragits bort från resultatet före skatt. Skattesatsen på det korrigerade resultatet har satts lika med skattesatsen på det okorrigerade resultatet. För att inte underskatta storleken av korrigeringen har vi antagit att skillnaden mellan det korrigerade och okorrigerade resultatet inte påverkar det egna kapitalet. Korrigeringen innebär att de danska realkreditinstitutens avkastning på eget kapital efter skatt under perioden 2000–2016 i genomsnitt ökar med 2,0 procentenheter.

²⁰ Finanstillsynet, Realkreditinstitutter, Statistisk materiale 2016.

²¹ Uppgifter från Realkreditrådets webbplats 2012.

Figur 14 Avkastning på eget kapital för danska realkreditinstitut och svenska bostadsinstitut 2000–2016



Källor: Finanstillsynen och bostadsinstitutens årsredovisningar.

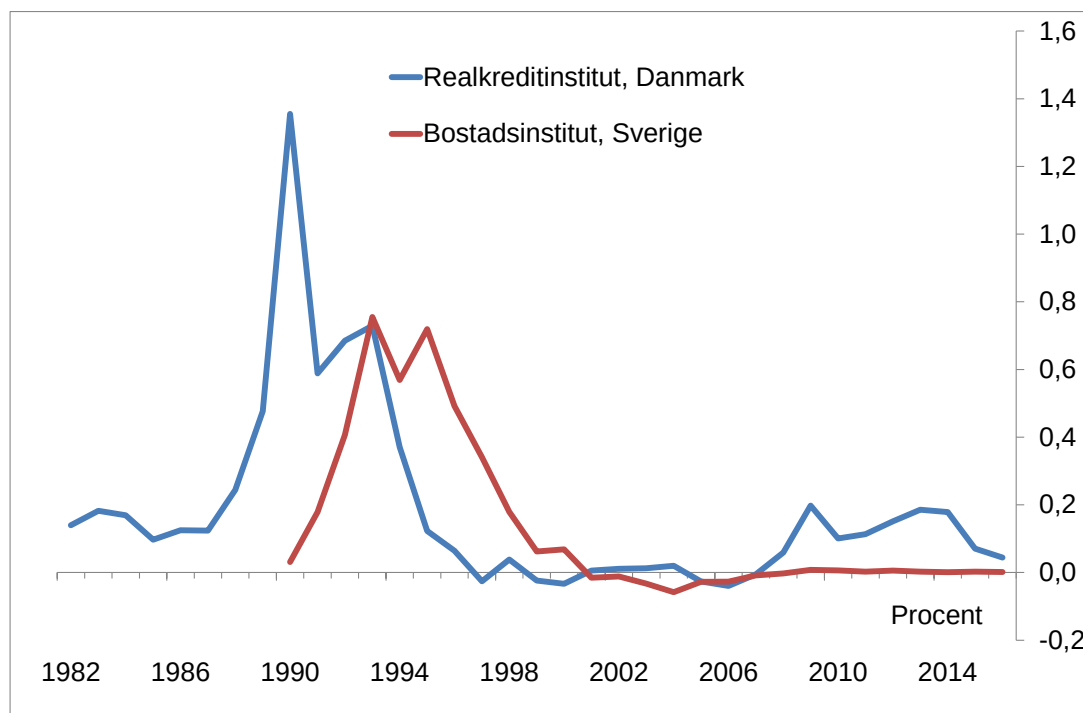
Även efter korrigeringen för avgifts- och provisionsutgifter har avkastningen på eget kapital efter skatt för de danska realkreditinstitutet varit betydligt lägre än för de fem svenska bostadsinstitutet. Under perioden 2000–2016 var den korrigerade avkastningen på eget kapital för de danska instituten i genomsnitt 7,6 procent, vilket kan jämföras med 14,2 procent för de svenska bostadsinstitutet. En del av skillnaden i lönsamhet under de senaste åren kan förklaras av en ökning av kreditförlusterna i de danska realkreditinstitutet på grund av prisfall på den danska bostadsmarknaden men långsiktigt har lönsamheten varit betydligt högre på den svenska bolånemarknaden än på den danska.

4.3 Risk och lönsamhet²²

Vad är en rimlig lönsamhet på bolånemarknaden? Är det lönsamheten på den svenska bolånemarknaden som är för hög eller är det lönsamheten på den danska bolånemarknaden som är för låg? Bostadsutlåningen, mestadels till hushåll, har karakteriserats av låga kreditförluster även under djupa konjunktur nedgångar. Risken i verksamheten har varit låg och kommer sannolikt att vara så även framöver. Med låg risk är det svårt att motivera en mycket hög lönsamhet. Ur den synvinkeln framstår de svenska bolåneinstitutens lönsamhet som alltför hög och de danska realkreditinstitutens lönsamhet som mer normal.

²² Avsnittet är en uppdatering av delar av resultaten i Pousette (2013).

Figur 15 Kreditförluster för danska realkreditinstitut och svenska bostadsinstitut 1982–2016, procent av utlåning



Källor: Finanstillsynet, Riksbanken och bostadsinstitutens årsredovisningar.

Kreditförlusterna för realkreditinstitutet i Danmark och bostadsinstitutet i Sverige har mestadels varit mycket låga²³. Undantagen är en period i slutet av 80-talet och början av 90-talet i Danmark, med kartoffelkur och skattereform, samt krisen i Sverige under första hälften av 90-talet. Under den svenska 90-talskrisen var det framför allt bostadsinstitutets utlåning till kommersiella fastighetsbolag och bostadsrättsföreningar som orsakade kreditförlusterna medan förlusterna på utlåningen till hushållens bostäder var små. Även efter den senaste finanskrisen, med stora prisfall på den danska bostadsmarknaden, har kreditförlusterna för realkreditinstitutet varit förhållandevis små. Under perioden 1990–2016 har de genomsnittliga kreditförlusterna på den svenska bolånemarknaden varit något lägre än på den danska, 0,14 respektive 0,18 procent av utlåningen.

Kreditförlusterna för de svenska bostadsinstitutet har de senaste decennierna således varit något lägre än för de danska realkreditinstitutet. Utgår man från de historiska kreditförlusterna som en indikator på risken i utlåningen kan inte den högre lönsamheten på den svenska bolånemarknaden än på den danska motiveras av en högre risk.

²³ Statistiken över kreditförlusterna i de svenska bostadsinstitutet 1990–2011 har tagits från Riksbanken, Finansiell Stabilitet, 2012:1. För 2012–2016 egna beräkningar baserade på bostadsinstitutets årsredovisningar. Statistiken över kreditförlusterna i de danska realkreditinstitutet 1982–2008 har tagits från Finanstillsynets rapport Markedsudviklingen 2008 for Realkreditinstitutter. För perioden 2009–2016 har statistiken tagits från Markedsudviklingen 2012 for Realkreditinstitutter och Markedsudviklingen 2016 for Realkreditinstitutter.

5 Nya aktörer på bolånemarknaden

Det är således mycket som har förändrats på den svenska bolånemarknaden: de stora bankernas marknadsandel har minskat medan de mindre långgivarnas marknadsandel har ökat, långgivare som är specialiserade på kundgrupper som faller utanför den vanliga kreditprövningen har tillkommit och informationen om och jämförelsen av boräntorna har förbättrats. Ändå fortsätter lönsamheten på bolånemarknaden att vara mycket hög och under de senaste åren har den stigit till nya toppnoteringar. Vad är det som skulle kunna pressa lönsamheten till nivåer som skulle vara mer i paritet med den låga risk som långgivarna tar på den svenska bolånemarknaden?

En intressant utveckling är den förändring som under de senaste åren har skett på bolånemarknaden i Nederländerna. Grundtanken är att förenkla processen bakom bolånen genom att hoppa över banken och istället erbjuda pensions- och försäkringsbolag att mer direkt investera i bolån. En del av lönsamheten på bolån som i den traditionella modellen tillfaller bankerna kan då fördelas mellan låntagaren, som kan få lägre boräntor, och investeraren, som kan få bättre avkastning än att placera i säkerställda bostadsobligationer. Modern teknik medför också att kostnaderna för lånehanteringen – allt från låneansökan och kreditupplysning till hantering av pantbrev – kan hållas nere.

5.1 Olika finansieringsformer av bolån

I den traditionella modellen bakom bolån vänder sig hushållet till banken eller bostadsinstitutet för att låna pengar. Banken finansierar bolånet främst genom att emittera obligationer på den svenska och internationella kapitalmarknaden som investerare köper. Det är framför allt säkerställda obligationer som emitteras men även icke-säkerställd kort- och långfristig upplåning förekommer. Investerarna som köper bostadsobligationer kan till exempel vara försäkringsbolag, pensionsbolag eller räntefonder. Övrig finansiering som banken kan använda är inlåning, det vill säga pengar som har satts in på sparkonton.

5.1.1 Säkerställda obligationer

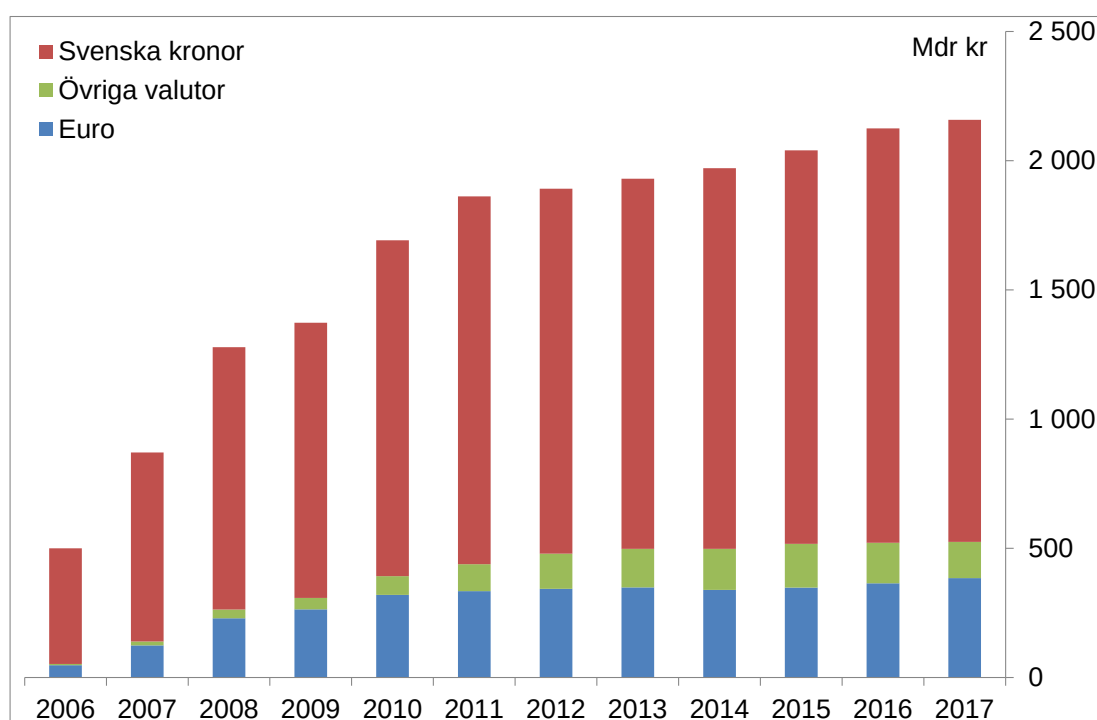
Säkerställda obligationer är, som nämnts, en viktig finansieringsform på den svenska bolånemarknaden²⁴. De är reglerade i lag och Finansinspektionen ansvarar för att lagen följs. Säkerställda obligationer utmärks av att de ger investeraren en fordran både på emittenten och på den underliggande säkerhetsmassan. Lagen reglerar vilka tillgångar som får ingå i säkerhetsmassan och hur den ska vara sammansatt. Om några tillgångar inte uppfyller kraven måste de tas bort från säkerhetsmassan och om det skulle behövas, så måste nya tillgångar tillföras. Tillgångarna i säkerhetsmassan och den kreditrisk som är förenad med dem finns

²⁴ Avsnittet om säkerställda obligationer bygger på Sandström m.fl. (2013).

kvar på emittentens balansräkning. Säkerställda obligationer har, som namnet anger, konstruerats för att vara en mycket säker tillgång och på så sätt bidra till att hålla nere emittentens finansieringskostnad.

Den svenska lagstiftning som gjorde det möjligt att ge ut säkerställda obligationer infördes i juli 2004. Från 2006 började säkerställda obligationer emitteras och de tidigare bostadsobligationerna omvandlades till säkerställda obligationer. Den utestående stocken av säkerställda obligationer uppgick 2017 till 2 158 miljarder kronor, varav cirka tre fjärdedelar var i svenska kronor och euron var störst bland de utländska valutorna.

Figur 16 Säkerställda obligationer, utestående stock i svenska kronor, euro och övriga valutor, 2006–2017



Källor: Svenska Bankföreningen och Association of Swedish Covered Bond issuers.

5.1.2 Värdepapperisering

En annan metod för att finansiera bolån är värdepapperisering²⁵. Vid en värdepapperisering av bolån säljer banken en portfölj (pool) av bostadslån till ett specialföretag som finansierar köpet av lånen genom att emittera obligationer. Banken kan på detta sätt flytta bolånen från sin balansräkning till specialföretaget och investeraren som köper obligationerna har inte längre en fordran på banken, utan på säkerhetsmassan i specialföretaget. Kreditrisken i bolånen övergår därmed till investeraren. Vid värdepapperisering skyddas investerarna inte av särskild

²⁵ Beskrivningar av värdepapperisering finns i Eliasson och Rydén (2014), Kettis och Nyberg (2000) och Blåvarg och Lilja (1998).

lagstiftning eller av någon tillsynsmyndighet, utan skyddet regleras genom avtal mellan specialföretaget och investerarna.

I Sverige används numera inte värdepapperisering i någon större utsträckning. De finansiella företag som ägnar sig åt värdepapperisering genom specialföretag hade 2013 en volym på endast 4 miljarder kronor²⁶. Finansieringsformen används emellertid fortfarande och ett färskt exempel är den värdepapperisering som Bluestep Bank genomförde 2017 av en portfölj av svenska bolån till ett värde av cirka 3 miljarder kronor²⁷.

Ett potentiellt problem vid värdepapperisering är att incitamentet för banken att göra en bra kreditbedömning kan minska när tillgångarna i form av bolån inte längre finns kvar på den egna balansräkningen. Samtidigt ger värdepapperisering en möjlighet att flytta ut kredit- och likviditetsrisker i finansieringen av bolån från banksystemet till andra aktörer, som inte är lika känsliga för stora förluster. De som investerar i värdepapperiserade bolån måste emellertid ha god information om de risker som de tar.

5.1.3 Den nederländska modellen med bolånefonder

Som ett exempel på den nederländska modellen kan vi ta Dutch Mortgage Funding Company (DMFCO), som grundades 2013. DMFCO är specialiserat på nederländska pensionsfonder men företaget kunde lika väl ha varit inriktat på andra typer av investerare, som försäkringsbolag. Pensionsfonderna investerar i Neederlands Hypotheken Fonds (NHF), vilket är en fond som förvaltas av DMFCO. Vid starten var det tre pensionsfonder som totalt satsade 1,8 miljarder euro och därefter har fler pensionsfonder kommit till och kapitalet hade i början av 2017 växt till 8,8 miljarder euro²⁸. NHF investerar i bostadslån som ges ut under varumärket MUNT Hypotheken. Erbjudanden till potentiella låntagare om bostadslån från MUNT Hypotheken skickas ut via cirka 1 700 oberoende finansiella rådgivare (IFA).

Finansieringsmodellen med bolånefonder liknar värdepapperisering där bolånefonden är motsvarigheten till ett specialföretag. Paketering av bolån i en fond är en möjlig modell men det finns även andra alternativ som att investeraren tar över bolånen direkt i ett eget separat bolag eller på sin egen balansräkning²⁹. I dessa fall omvandlas inte bolånen till värdepapper men om bolånefonden istället skulle emittera obligationer, så blir det en vanlig värdepapperisering.

²⁶ Hansson m.fl. (2014).

²⁷ Bluestep Delårsrapport januari-juni 2017, sidan 2.

²⁸ CapitalStructure (2017).

²⁹ Bosman (2018).

5.2 Skillnader mellan bolånefonder och säkerställda obligationer

Vad är det som främst skiljer den nederländska modellen med bolånefonder från finansiering av bolån med säkerställda obligationer, som är den dominerande finansieringsformen på den svenska bolånemarknaden?

I bolånefonder, liksom vid värdepapperisering, är investeraren exponerad mot kreditrisken i tillgångarna i specialföretaget. Investeraren har således ingen fordran på den bank som överlätit bolånen till specialföretaget. Med säkerställda obligationer finns däremot tillgångarna och kreditrisken kvar på bankens balansräkning och investeraren har en fordran både på tillgångarna i specialföretaget och på banken (emittenten). Villkoren för bostadslånen, i form av till exempel belåningsgrad, och kreditbedömningen som görs vid låneansökan blir därför mycket viktiga för att bedöma kreditrisken i de bostadslån som tillförs bolånefonden.

Likviditeten är en annan skiljelinje. Säkerställda obligationer har en mycket hög likviditet och visade sig fungera väl även under den senaste finanskrisen. Vid en investering i en bolånefond är det mer osäkert hur likvid tillgången är. För riktigt långsiktiga investerare, som pensionsfonder eller livförsäkringsbolag, kan likviditeten spela mindre roll medan det kan vara av stor betydelse för andra investerare.

En annan skillnad mellan bolånefonder och säkerställda obligationer är reglerna för kapitalkraven³⁰. Livförsäkringsbolag, som är en potentiell investerare i bolånefonder, regleras enligt regelverket Solvens II medan banker faller under regelverket Basel III. Kapitalkraven för bostadslån med låga belåningsgrader (upp till 70–75 procent) är mycket gynnsammare med Solvens II än med Basel III, vilket ger livförsäkringsbolag som investerar i bolån genom en bolånefond en fördel gentemot banker som med säkerställda obligationer har kvar bolånen på balansräkningen. I Sverige regleras dock, under en övergångsperiod tills 2019, flera livförsäkringsbolag enligt Finansinspektionens Trafikljusmodell, som inte är lika gynnsam som Solvens II när det gäller kapitalkrav för bolån.

5.3 Marknadspotential för bolånefonder

I Nederländerna har intresset från försäkringsbolag och pensionsfonder för att investera i bolån ökat starkt under de senaste åren. Statistik från centralbanken i Nederländerna (DNB) visar att försäkringsbolag och pensionsfonder ökat sin andel av den nederländska bolånemarknaden från 8 procent andra kvartalet 2010 till 11 procent andra kvartalet 2016 och andelen än betydligt högre i nytillåningen³¹. Under första halvåret 2016 finansierades en femtedel av nya bolån av försäkringsbolag och pensionsfonder. Det är framför allt livförsäkringsbolag som tagit in en stor andel bolån i sina portföljer (16 procent) medan andelen är lägre för sakförsäkringsbolag (4 procent) och pensionsfonder (2 procent). I ett scenario till 2025

³⁰Avsnittet baseras på McBeath och Astrup (2017).

³¹ DNB (2017)

räknar DNB med att det är pensionsfonder som kommer att svara för den största ökningen av investeringar i bolån framöver och att andelen bolån i pensionsfondernas portföljer kommer att öka till 5 eller 10 procent.

I Sverige lanserade Stabelo i november 2017 en modell för finansiering av bolån som liknar den nederländska, med en bolånefond där pensionsbolag och andra institutionella investerare kan investera³². Stabelo samarbetar med och ägs till knappt 20 procent av Avanza. Stabelo är kreditgivare och Avanza är distributör av bolånen. I februari 2018 lanserade Hypoteket, som delvis ägs av mediekoncernen Schibsted, ett liknande nederländskt koncept med bolånefond på den svenska marknaden³³.

Den svenska marknaden för hushållens bolån uppgår, som nämnts, till cirka 3 000 miljarder kronor (se avsnitt 2.1). En marknadsandel för bolånefonder, liknande den i Nederländerna, på cirka 10 procent motsvarar 300 miljarder kronor. Det är således mycket stora belopp som nya aktörer kan komma att konkurrera om.

5.4 Skillnader mellan bolånemarknaden i Nederländerna och Sverige

Finns det några skillnader mellan den svenska och nederländska bolånemarknaden som skulle kunna göra det svårare för bolånefonder att få genomslag i Sverige? En skillnad är den garanti av bolån som finns i Nederländerna, Nationale Hypotheek Garantie (NHG), och som inte har någon direkt motsvarighet i Sverige. Mot en engångsavgift på 1 procent av bolånet och upp till ett visst lånebelopp (265 000 euro 2018), så träder garantin in om det uppstår problem med betalning av bostadslån i vissa fall, som vid arbetslöshet. Över hälften av de nederländska bostadslånen backas upp av garantin³⁴.

För investerare reducerar NHG kreditrisken och garantin täcker inte bara återstående skuld, utan också eventuella obetalda räntor på bolånet och andra kostnader. Andelen nya bolån med garanti är ungefär dubbelt så stor för pensionsfonder och försäkringsbolag, som för banker³⁵. Den högre kreditrisken i bolånefonder, jämfört med säkerställda obligationer motverkas således i Nederländerna delvis av NHG-garantin. Avsaknaden av motsvarande garanti på den svenska bolånemarknaden kan göra det svårare för bolånefonder att attrahera investerare här. Det finns visserligen olika låneskyddsförsäkringar på den svenska bolånemarknaden, som kan tecknas av låntagaren, men ingen generell garanti som den nederländska.

³² Avanza Pressmeddelande 2017-11-15.

³³ Carlsson (2018).

³⁴ Beskrivning av hur NHG fungerar finns på dutchsecuritisation.nl och nhg.nl.

³⁵ DNB (2017).

En annan skillnad mellan den svenska och nederländska bolånemarknaden är räntebindningstiden på bolån. Svenska hushåll efterfrågar i hög grad bolån med kort räntebindningstid på 3 månader (se avsnitt 2.2). I Nederländerna är det betydligt vanligare med långa räntebindningstider. För försäkringsbolag och pensionsfonder, som har långsiktiga skulder, är det en fördel att kunna matcha dessa med långsiktiga tillgångar, som bolån med långa räntebindningstider. Det märks också på den nederländska bolånemarknaden där försäkringsbolag och pensionsfonder främst investerar i bolån med långa räntebindningstider på cirka 20 år medan bankerna dominerar för bolån med korta bindningstider. Skillnaden i räntebindningstid gör således att fördelen med bolånefonder för långsiktiga investerare, som livförsäkringsbolag eller pensionsfonder, är mindre på den svenska än på den nederländska bolånemarknaden.

En ytterligare skillnad är det stora antalet oberoende finansiella hypoteksmäklare som finns på den nederländska bolånemarknaden men inte på den svenska. Detta nätverk underlättar för nya aktörer som inte är banker att nå ut till låntagare med erbjudanden om bolån. På den svenska bolånemarknaden finns dock, som nämnts, flera webbplatser som förmedlar bolån. Avsaknaden av oberoende finansiella mäklare på den svenska bolånemarknaden är därför sannolikt av mindre betydelse.

Det är möjligt att avsaknaden av en garanti som NHG och preferensen för korta räntebindningstider bidrar till att bolånefonder kommer att få mindre genomslag på den svenska bolånemarknaden än vad konceptet fått på den nederländska bolånemarknaden. Det skulle då också innebära att konkurrensen kommer att påverkas mindre på den svenska bolånemarknaden.

5.5 Effekt av bolånefonder på boräntorna

Bolånefonder har, som nämnts, fått ett stort genomslag på den nederländska bolånemarknaden och frågan är hur mycket det påverkat boräntorna. Institutionella investerare på den nederländska bolånemarknaden finansierar främst bolån med långa räntebindningstider på cirka 20 år (se avsnitt 5.4). Den nederländska centralbanken bedömer att bruttomarginalen på nya bolån med räntebindningstider på mer än 5 år har pressats ner och det är i det segmentet med längre räntebindningstider som pensionsfonder och försäkringsbolag har stora marknadsandelar. Däremot har bruttomarginalen för nya bolån med räntebindningstider upp till 5 år varit ganska stabil³⁶. Det verkar således som om de nya aktörerna har bidragit till ökad konkurrens på delar av den nederländska bolånemarknaden.

Däremot är det svårt att bedöma hur stor effekt bolånefonder har haft på nederländska boräntor genom att jämföra med svenska boräntor. Nederländska försäkringsbolag och pensionsfonder placerar främst i bolån med långa räntebindningstider på cirka 20 år medan längre räntebindningstider för hushållens bolån än 5 år är ovanligt i Sverige. Den press som observerats på boräntor med

³⁶ DNB (2017).

långa räntebindningstider i Nederländerna kan således inte jämföras med motsvarande boräntor i Sverige eftersom det långa räntesegmentet i stort sett saknas här.

Vilken potentiell effekt skulle man kunna räkna med att bolånefonder kan få på svenska boräntor? År 2017 var den beräknade bruttomarginalen på bolån cirka 1,2 procent och nettomarginalen var 0,8 procent av bostadsinstitutens balansomsättning (se avsnitt 4.1.2). Låt oss anta att bolånefonder genom att digitalisera låneprocessen och lägga ut delar av verksamheten på specialiserade företag kan reducera rörelsekostnaderna med 0,2 procentenheter så att nettomarginalen ökar till 1,0 procent. Det utrymmet kan fördelas på olika sätt mellan bolånefonden, investerare i bolånefonden och bolånetagarna. Vi antar att ägarna till bolånefonden vill ha en nettomarginal på 0,4 procent, vilket är ungefär vad SBAB haft de senaste åren. Vidare antar vi att investerare vill ha 0,3 procent i extra avkastning för högre risk och sämre likviditet i bolånefonden jämfört med säkerställda obligationer³⁷. Då skulle de boräntor som kan erbjudas genom bolånefonder kunna vara 0,3 procentenheter lägre än nuvarande boräntor.

Beroende på styrkeförhållandet mellan parterna och beroende på hur snabbt bolånefonden vill växa på bolånemarknaden, så kan givetvis utrymmet fördelas på andra sätt mellan fonden, investerare och bolånetagare. Räkneexemplet visar emellertid att bolånefonder kan ha en påtaglig nedpressande effekt på bolåneräntorna som storleksmässigt kan uppskattas till 0,2–0,4 procentenheter.

5.6 Exempel på svenska bolånefonder – Stabelo och Hypoteket

På den svenska bolånemarknaden startade, som nämnts, Stabelo i november 2017 med bolån som finansieras genom en bolånefond. Det kan ge en indikation på hur konkurrensen och pressen på boräntorna kan komma att se ut när nya aktörer kommer in med nya finansieringslösningar. Hypoteket, som startade en liknande bolåneverksamhet i februari 2018, har hittills haft boräntor som legat på i stort sett samma nivå som Stabelos.

Stabelo har valt att jämföra sina boräntor med genomsnittet av de sex största bolånegivarnas faktiska boränta³⁸. I starten har Stabelos bolåneräntor varit cirka en kvarts procentenhet lägre än genomsnittet för de sex största bolånegivarnas faktiska boräntor. Rabatten kommer, enligt Stabelo, att variera något baserat på marknadens förutsättningar men målet är att man ska vara billigare än genomsnittet av de sex största bolånegivarnas faktiska räntor. Stabelo har inga krav på helkundsengagemang men en viktig begränsning är att bolånet endast erbjuds till låntagare med en belåningsgrad som är högst 60 procent. Hypoteket har inte heller något krav på att låntagaren ska köpa andra finansiella tjänster än bolån men går

³⁷ För enkelhets skull bortses från att bostadsinstituten även finansierar sig på andra sätt än med säkerställda obligationer.

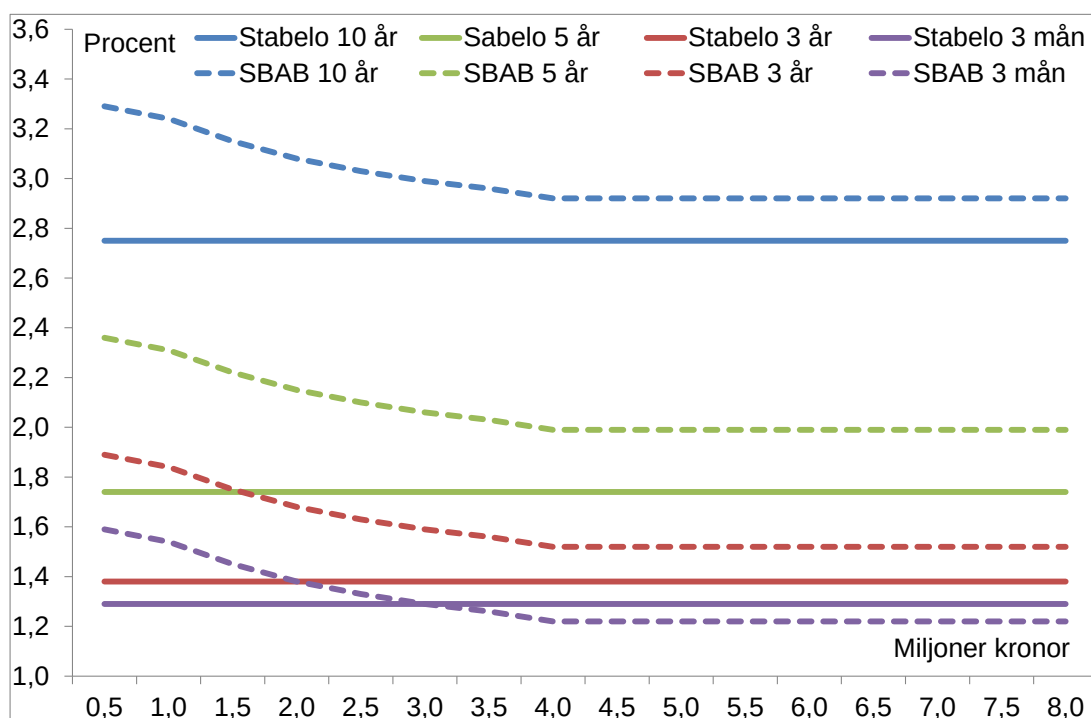
³⁸ Swedbank, Handelsbanken, Nordea, SEB, SBAB och Länsförsäkringar Bank.

lite högre och lånar ut upp till 65 procent av bostadens värde. För försäkringsbolag som regleras av Solvens II är den låga belåningsgraden fördelaktig i och med att placeringar i bolånefonden då inte är förenade med något kapitalkrav.

Om man istället jämför Stabelos boräntor med den av de sex större bolånegivarna som har den lägsta faktiska genomsnittliga boräntan, så är skillnaden betydligt mindre: 0,14 procentenheter för såväl tremånadersräntan, som för femårsräntan³⁹. Dessutom måste man ta hänsyn till att Stabelo endast lånar ut till högst 60 procent av värdet på bostaden medan övriga bolånegivare kan acceptera en belåningsgrad upp till 85 procent. För bolån med en maximal belåningsgrad på 60 procent är sannolikt övriga bolånegivares räntor betydligt lägre än de genomsnittliga faktiska boräntorna.

För att få en uppfattning om belåningsgradens betydelse har vi använt SBAB:s internetbaserade modell för att räkna ut boräntan. I modellen bestäms boräntan av två parametrar: bolånets storlek och belåningsgraden. Bolånets storlek har varierats inom det intervall där både Stabelo och SBAB ger bolån, 0,5-8,0 miljoner kronor, och belåningsgraden har satts till 60 procent⁴⁰.

Figur 17 Stabelos och SBAB:s boräntor med olika räntebindningstider



Källor: Stabelo.se och SBAB.se, 2018-01-11.

³⁹ Jämförelsen avser december 2017 då SBAB hade den lägsta tremånadersräntan av de sex större bolånegivarna med 1,43 procent och SEB hade den lägsta femårsräntan med 1,88 procent.

⁴⁰ Vid en belåningsgrad på 50 istället för 60 procent är SBAB:s boräntor 0,04 procentenheter lägre.

Beräkningarna visar att för tre månaders räntebindningstid har Stabelo lägre ränta än SBAB för bolån upp till 3 miljoner kronor medan SBAB har lägre ränta för större lånebelopp. När det gäller bindningstider på 3, 5 och 10 år har Stabelo genomgående en lägre ränta än SBAB men skillnaden minskar väsentligt när lånebeloppet ökar⁴¹.

En jämförelse av Stabelos och Hypotekets boräntor med andra bolånegivare än SBAB kan ge något andra resultat men beräkningarna ger ändå en indikation på hur konkurrensen på bolånemarknaden kan komma att förändras. Med bolånefonder som riktas till pensionsbolag och försäkringsbolag, så är det troligt att konkurrensen mot bankerna ökar framför allt för längre räntebindningstider. Eftersom investerarna i bolånefonder i allmänhet har långa skulder är det en fördel om tillgångarna, bolånen, också är långa. Mönstret blir då liknande som i Nederländerna med en press främst på boräntor med längre bindningstider.

5.7 Låntagarperspektiv på bolånefonder

Stabelo och Hypoteket riktar sig båda till låntagare med en belåningsgrad som är högst 60 respektive 65 procent medan Finansinspektionens allmänna råd, genom det så kallade bolånetaket, är att belåningsgraden inte bör överstiga 85 procent av bostadens marknadsvärde. Bolånetagare med en högre belåningsgrad än 60 eller 65 procent är således även fortsättningsvis hänvisade till bankerna. Denna grupp kommer dock inte att missgynnas av att det finns bolånefonder, så länge som bankerna sätter boräntan efter den kreditrisk som belåningsgraden avspeglar.

I och med att Stabelo och Hypoteket endast beviljar bolån med en belåningsgrad upp till 60 respektive 65 procent, så blir jämförelsen med andra långgivares genomsnittliga boräntor som man publicerar på sina webbplatser missvisande. Övriga långgivare har ju en blandning av låntagare med olika belåningsgrad, varav en del kan vara högre än 60-65 procent. Jämförelsen av Stabelos och SBAB:s boräntor visar att belåningsgraden kan ha stor betydelse för den boränta som låntagaren får.

Finns det någon särskild risk för bolånetagare med bolånefonder, jämfört med bolån från traditionella banker? En möjlig risk skulle kunna vara att kreditprövningen inte håller måttet och kreditförlusterna blir oväntat höga, så att finansierarna av bolånefonderna drar tillbaka sina pengar. Då skulle låntagarna oväntat kunna hamna i ett läge där man måste söka en ny bolånegivare.

En annan möjlig risk med bolånefonder skulle kunna vara bristande tillgång på kapital. Om en låntagare vill utöka sitt bolån och det vid detta tillfälle inte finns tillräckligt med pengar i bolånefonden kan det bli problem. Eftersom en långgivare ogärna vill dela säkerhet med någon annan långgivare skulle låntagaren för att utöka

⁴¹ I november 2017 redovisade Stabelo endast genomsnittsräntan för 3 månaders bindningstid och i december och januari 2018 redovisades endast genomsnittsräntan för 3 månader och 3 år. Utlåningen för övriga längre bindningstider var således så liten att någon genomsnittsränta inte redovisades.

bolånet kunna bli tvungen att avsluta det lån som finansierats genom bolånefonden med eventuell ränteskillnadsersättning som följd.

Inventeringen och bedömningen av riskerna med bolånefonder blir av naturliga skäl av spekulativ natur eftersom verksamheten på den svenska bolånemarknaden just startats. Framgångarna för bolånefonder i Nederländerna tyder dock på att fördelarna klart överväger eventuella nackdelar.

5.8 Avslutande synpunkter

Bolånefonder är en finansieringsform som liknar värdepapperisering men där investeringen i bolån är mindre likvid än de obligationer som ges ut vid värdepapperisering. För att få upp intresset för bolånefonder gäller det att investerare ser en investering i bostadslån som en egen tillgångsklass. Den högre risken och sämre likviditeten i en bolånefond jämfört med säkerställda obligationer får då vägas mot den högre avkastning som investeraren kan erhålla.

Stabelo och Hypoteket har vid starten av bolånefonder på den svenska bolånemarknaden hittills satsat på en press på övriga långivares boräntor inom det intervall som vi uppskattat till 0,2–0,4 procentenheter (se avsnitt 5.5). Det blir intressant att följa hur räntesättningen från Stabelo, Hypoteket och andra liknande aktörer kommer att utvecklas framöver men också att se hur de traditionella bolånegivarna kommer att svara på den nya konkurrensen.

De befintliga bolånegivare som har försäkringsbolag inom koncernen kommer förmodligen inte att vara så intresserade av att dessa övergår från att placera i säkerställda obligationer till att investera i bolånefonder. Det är inte heller givet att den fördel som bolånefonder har mot säkerställda obligationer när det gäller reglerna för kapitaltäckning kommer att bestå. Nya aktörer på bolånemarknaden har emellertid en fördel i att de direkt kan utforma sin organisation efter den senaste tekniken medan befintliga långivare får anpassa en etablerad organisation till digitaliseringen, vilket kan vara svårare.

Svaret på frågan i den här rapportens titel "Kan bolånefonder öka konkurrensen på bolånemarknaden?" blir ett ja men med reservationen att det kan ta tid innan effekten märks på allvar.

6 Referenser

- Avanza Pressmeddelande 2017-03-15, Avanza avser ingå samarbetsavtal med Stabelo, avanza.se.
- Avanza Pressmeddelande 2017-11-15, Avanza lanserar Sveriges billigaste bolån utan krav på sparkapital, avanza.se.
- Blåvarg M och P Lilja (1998), "Värdepapperisering – en framtida finansieringsform?", *Penning- och valutapolitik*, 1998:3.
- Bosman M (2017), "Investing in newly originated Dutch residential mortgage loans", Dynamic Credit, Amsterdam, October 9th 2017.
- Byttner K-J (2015), "Bolånegruppen pressar bankerna – fixade 1,29 procent för medlemmarna", va.se, 2015-06-16.
- Carlsson S (2016), "Schibsted investerar i prispress på bolån", didigital.se, 5 juli 2016.
- Carlsson S (2018), "Redo hugga in på bolånekakan", *Dagens Industri*, 5 februari 2018.
- De Nederlandsche Bank (DNB) (2016), Loan Markets in motion.
- Dutch Securitisation Association, Dutch Mortgage and Consumer Loan Markets, NHG, dutchsecuritisation.nl.
- Ekström J (2016), "Efter Schibsteds investering – nu stänger Bolånegruppen sin tjänst", breakit.se, 11 augusti 2016.
- Eliasson E och A Rydén (2014), "Värdepapperisering – bakgrund, nya initiativ och möjliga följder", Riksbanken Ekonomiska kommentarer, nr 10, 2014.
- Finansinspektionen, *Bankernas marginal på bolån*, kvartalsvis
- Finansinspektionen (2016), *FI:s beräkning av bolånemarginalen*, PM 2016-05-12.
- Finanstillsynet, *Markedsutviklingen for Realkreditinstitutter*, årlig.
- Hale T (2016), "Non-Banks shake up Dutch mortgages", *Financial Times*, December 27, 2016.
- Hansson D, Oscarius L och Söderberg J (2014), "Skuggbanker ur ett svenskt perspektiv", *Penning- och valutapolitik*, 2014:3.

Hedelius P (2017), "Storbankerna utmanas: Bolånen kan bli billigare", *Svenska Dagbladet*, 24 maj 2017.

Kettis M och L Nyberg (2000), "Euron och svensk bostadsfinansiering", *Penning- och valutapolitik*, 2000:2.

McBeath N och H Astrup (2017), "Swedish Banks. New layer of mortgage competition", Research report prepared by DNB Markets, a division of DNB Bank ASA, 23 May 2017

Nationale Hypotheek Garantie, nhg.nl.

Poilpre J-M (2017), "Fund in Focus: DMFCO dents Dutch Banks' dominance of mortgage market with pension funds' help", CapitalStructure, London, 2nd March 2017.

Pousette T (2013), "Lönsamhet på bolånemarknaden i Danmark och Sverige – studie på uppdrag av Villaägarna", rapport från Pousette Ekonomianalys, november 2013.

Realkreditrådet (2016), *Den klassiske danske realkreditmodel*, finansdanmark.dk/rkr

Riksbanken (2012), Finansiell stabilitet 2012:1.

Sandström M, D Forsman, J Stenkula von Rosen och J Fager Wettergren (2013), "Marknaden för svenska säkerställda obligationer och kopplingar till den finansiella stabiliteten", *Penning- och valutapolitik*, 2013:2.

Statens Bostadskreditnämnd (2011), *Bolånemarknader för väl fungerande bostadsmarknader. En internationell jämförelse*. November 2011.

Statistiska centralbyrån (SCB), Statistikdatabasen, Finansmarknad, Banker och kreditmarknadsföretag, tillgångar och skulder.

Statistiska centralbyrån (SCB), Statistikdatabasen, Finansmarknad, Finansmarknadsstatistik.

Statistiska centralbyrån (SCB), Statistikdatabasen, Nationalräkenskaper, Kvartals- och årsberäkningar.

Söderström J, D G Ruales, V Ruggieri och M Törnqvist (2013), "Konkurrensen på den finansiella tjänstemarknaden – inlåning, bolån och fonder", *Konkurrensverkets rapportserie* 2013:4.

Årsredovisningar för svenska monetära finansinstitut och danska realkreditinstitut.

7 Intervjuer

Hypoteket, 2017-10-16, Carl Johan Nordquist, VD, och Dag Wardeus, chef marknadsföring.

Postens pensionsstiftelse, 2017-10-20, Daniel Ek, förvaltare räntor och private equity.

Avanza, 2017-10-23, Gustav Berggren, chef för Privatbanken.

Danske Hypotek, 2017-11-24, Per Tunestam, VD.



Adress 103 85 Stockholm

Telefon 08-700 16 00

Fax 08-24 55 43

konkurrensverket@kkv.se

www.konkurrensverket.se