

# Splitsing activiteiten banken verbetert dynamiek woningmarkt

De lage beleidsrente van de Europese Centrale Bank sinds het begin van de crisis wordt niet doorgegeven aan de consument in de vorm van lage hypotheekrente. In Denemarken gebeurt dit wel omdat de hypotheekrente hier direct gebaseerd is op de kapitaalmarktrente en niet beïnvloed wordt door het balansrisico van de overige bancaire activiteiten.

**LANS BOVENBERG**  
Hoogleraar aan de  
Universiteit van  
Tilburg

**REMCO POLMAN**  
Algemeen econoom  
en oprichter van Solid  
Mortgages

Sinds 1996 is het spaargeld dat banken weten aan te trekken niet meer voldoende om de Nederlandse hypotheekschuld te financieren en zijn banken in toenemende mate afhankelijk geworden van kapitaalmarktfinanciering om het financieringsgat op te vullen. De onderliggende risico's van de huidige financieringsinstrumenten om marktfinanciering op te halen, zijn sterk gecorreleerd met de risico's van de uitgevende bank. Het gevolg hiervan is dat de hypotheekrente slechts een beperkte correlatie vertoont met de ontwikkeling van de risicovrije rente en in sterke mate met de impliciete risicopremies van Nederlandse banken. Dit vermindert de effectiviteit van monetair beleid en verstoort daarmee ook de dynamiek op de woningmarkt. Een verlaging van de beleidsrente – en daarmee de risicovrije rente – in tijden van laagconjunctuur leidt niet of onvoldoende tot een lagere hypotheekrente, waardoor consumptieve bestedingen niet worden gestimuleerd en woningprijzen onder druk blijven staan. Het omgekeerde geldt ook in tijden van hoogconjunctuur, waar een verhoging van de beleidsrente zich onvoldoende vertaalt in een hogere hypotheekrente, met als gevolg dat prijsstijgingen en transactie-volumes niet of onvoldoende worden afgeremd.

De meest voor de hand liggende oplossing om de sterke invloed van het totale bankbalansrisico op de hypotheekta-

rieven te doorbreken, is afscheiding van hypotheek- en overige activiteiten. Dit principe wordt met succes gehanteerd in Denemarken, waar specialistische hypotheekbanken – veelal dochters van commerciële banken – uitsluitend hypotheekfinancieringen middels de directe uitgifte van gespiegelde obligaties in de kapitaalmarkt (kader 1). Het benodigde buffervermogen wordt gefinancierd met achtergestelde obligaties en eigen vermogen zodat er geen beslag op het depositogarantiestelsel wordt gelegd. Terwijl de premies voor *credit default swaps* (CDS'en) voor Deense commerciële banken vanwege het toegenomen risico zijn opgelopen sinds de crisis – weliswaar minder dan in Nederland – gold dit niet voor de hypotheekobligaties. Met als gevolg dat de Deense hypotheektarieven in lijn met de beleidsrente zijn gedaald. Invoering van deze structuur in Nederland ontlast het depositogarantiestelsel en zal ook het liquiditeitsrisico van de resterende bankbalans significant verbeteren. Dit zal ook de financieringscapaciteit en condities voor onder andere het mkb ten goede komen.

## AFHANKELIJKHEID MARKTFINANCIERING

De Nederlandsche Bank onderkent de afhankelijkheid van Nederlandse banken van (volatiele) marktfinanciering en stelt dat de banken zich tot 2008 goedkoop konden financieren, en dat de hypotheekmarge – het verschil tussen de hypotheekrente en de risicovrije rente – laag was. Na 2008 is de hypotheekmarge echter sterk gestegen en banken slagen er niet in om de historisch lage beleidsrente door te geven aan consumenten (DNB, 2012).

De effectiviteit van rentebeleid wordt bepaald door de mate waarin een aanpassing van de beleidsrente doorwerkt in de eindtarieven voor bedrijven en gezinnen. In theorie zou een verhoging van de beleidsrente – via een verhoging van de risicovrije rente – bij gelijkblijvende marges moeten leiden tot een verhoging van het eindtarief, en vice versa bij een verlaging van de beleidsrente. De transmissie van de beleidsrente naar risicovrije rentes vindt wel plaats, maar vertaalt zich niet of onvoldoende naar een aanpassing van de eindtarieven.

## RELATIE BELEIDSRENTE EN RISICOVRIJE RENTE

De correlatie tussen de beleidsrente en risicovrije rente is bepaald middels een tijdreeksanalyse over de periode van het vierde kwartaal van 2003 tot aan het derde kwartaal van 2012. Voor de beleidsrente is het gemiddelde kwartaaltarief van de basis-herfinancieringsrente van de ECB genomen. Voor de risicovrije rente is respectievelijk de een-, drie-, zeven- en twaalfjaars swaprente uit de swapcurve gebruikt, welke door De Nederlandsche Bank (DNB) als risicovrij wordt gedefinieerd. Daarnaast is ook het zesmaands euribortarief – hoewel strikt genomen niet risicovrij – als belangrijkste referentie voor de variabele rente, afgezet tegen de beleidsrente (figuur 1).

Uit de onderzochte tijdreeks komt een sterke tot zeer sterke correlatie tussen de beleidsrente enerzijds en de risicovrije rente anderzijds naar voren. De gemiddelde marge met zesmaands euribor bedraagt 0,32 procent en beweegt zich in een bandbreedte van 1,15 procent met standaarddeviatie van 0,27 procent. Voor de twaalfjaars swaprente geldt een gemiddelde marge van 1,73 procent binnen een bandbreedte van 2,28 procent met standaarddeviatie van 0,74 procent (tabel 1).

## RELATIE RISICOVRIJE RENTE EN HYPOTHEEKRENTE

De correlatie tussen de risicovrije rente en de hypotheekrente is bepaald middels een vergelijkbare tijdreeksanalyse over dezelfde periode. Voor de hypotheekrente is het gemiddelde kwartaaltarief per rentevasttermijn voor nieuwe contracten gebruikt. Hierbij worden de volgende rentevasttermijnen onderscheiden: rentevast tot een jaar, rentevast van een tot vijf jaar, rentevast van vijf tot tien jaar en rentevast van meer dan tien jaar. Voor de risicovrije rente is respectievelijk de een-, drie-, zeven- en twaalfjaars swaprente en de zesmaands euribor gebruikt. Het verschil tussen de hypotheekrente per rentevasttermijn en de relevante risicovrije rente – de hypotheekmarge – is afgebeeld in figuur 2.

De correlatie tussen de hypotheekrente en de risicovrije rente blijkt alleen sterk voor de rentevasttermijn tot een jaar (tabel 2). Voor de overige rentevasttermijnen is deze zwak tot zeer zwak. Figuur 2 bevestigt het eerder door de DNB geschetste beeld en laat zien dat de relatief lage hypotheekmarge vóór de crisis waarschijnlijk zelfs als te laag gekwalificeerd dient te worden. In 2006 bedroeg de gemiddeld gewogen hypotheekmarge slechts 0,51 procent, en in 2007 zelfs maar 0,43 procent.

## FINANCIERINGSKOSTEN EN CDS

De reden voor de lage correlatie tussen hypotheekrente en risicovrije rente is gelegen in het feit dat de financieringskosten van banken tevens gebaseerd zijn op de premies voor CDS. De CDS kan gezien worden als een verzekeringspremie op wanbetaling van de bank en dient bij de risicovrije rente opgeteld te worden om tot de totale financieringskosten te komen (DNB, 2012). De hoogte van deze premie heeft betrekking op het totale balansrisico van de bank en is dus niet alleen gebaseerd op het specifieke hypotheekrisico.

Figuur 3 laat zien dat de gestegen marge tussen de hypotheekrente en de risicovrije rente verklaard kan worden uit de stijging van de CDS-premie. Bedroeg deze voor de crisis gemiddeld slechts 0,10 procent, na de crisis is dit gestegen naar gemiddeld 1,8 procent.

De bankmarge – de hypotheekrente minus de financieringskosten – is weergegeven in figuur 4. Tot medio 2005

bedroeg de gemiddelde bankmarge 0,85 procent. In de jaren 2006 en 2007 daalde de gemiddelde bankmarge naar 0,36 procent, en was gemiddeld zelfs negatief in 2008. De gemiddelde bankmarge bedraagt 0,55 procent na 2009 maar is volatiel met tijdelijk negatieve marges begin 2012. De hoge volatiliteit van de bankmarge (0,43 procent) en de sterk negatieve correlatie van  $-0,77$  ten opzichte van de financieringskosten lijkt erop te wijzen dat de bankmarge eerder een resultante is van de ontwikkelingen van de financieringskosten dan een onafhankelijk berekende opslag die de relevante kosten zou moeten dekken.

## BENODIGDE BANKMARGE

De bankmarge is de vergoeding die een bank nodig heeft – bovenop de eigen financieringskosten – ter dekking van operationele kosten zoals IT, marketing en personeel, optionaaliteitsrisico's zoals het offerte- en vervroegde-aflossingsrisico en verwachte kredietverliezen. Daarnaast verwacht een bank – net als iedere onderneming – een vergoeding voor het ingezette eigen vermogen. De operationele kosten en optionaaliteitsrisico's kunnen redelijkerwijs constant worden verondersteld. Als gevolg van de lagere huizenprijzen en hogere werkloosheid zijn de verwachte verliezen in de laatste jaren wel iets toegenomen en moeten banken meer kapitaal aanhouden, waardoor ook de vergoeding voor het eigen vermogen is toegenomen. De effecten hiervan zijn echter beperkt. Zo bedragen de kredietverliezen slechts 0,08 procent over

## Suggesties vanuit Denemarken

**KADER 1**

In Denemarken zijn de hypotheekschuld ten opzichte van het bnp, het betalingsgedrag van consumenten, de kredietverliezen en de gemiddelde LTV's vergelijkbaar met die in Nederland. Maar Denemarken kampt niet met dezelfde financieringsproblematiek als Nederland, met als gevolg dat het gemiddelde hypotheektarief momenteel twee procentpunten lager ligt dan in Nederland bij vergelijkbare LTV's.

In Denemarken worden hypotheekleningen uitsluitend verstrekt door hypotheekbanken. Deze hypotheekbanken – veelal dochters van commerciële banken – trekken geen spaargeld aan, maar financieren zich direct in de kapitaalmarkt middels de uitgifte van obligaties die exact dezelfde kasstroom hebben als de onderliggende hypotheekleningen. Het benodigde buffervermogen wordt gefinancierd met achtergestelde obligaties en eigen vermogen, zodat er geen beslag op het depositogarantiestelsel wordt gelegd. Hierdoor wordt het rente-, herfinancierings-, en liquiditeitsrisico volledig overgedragen aan institutionele langetermijnbeleggers.

De obligaties worden actief verhandeld op de beurs van Kopenhagen en zijn uitermate liquide (BIS, 2012). Tijdens de kredietcrisis bleken ze zelfs meer liquide dan staatsobligaties. Door de manier van financieren wordt een directe relatie gecreëerd tussen de kapitaalmarkt- en hypotheekrente. Dit bevordert de concurrentie op de hypotheekmarkt, bovendien wordt het hypotheektarief niet beïnvloed door de totale balansrisico's van de moederbank en werken wijzigingen in de beleidsrente direct door in de hypotheektarieven. Het volledig uitsluiten van het marktrisico – inclusief het herfinancieringsrisico – en de hogere transparantie compenseren ruimschoots het inherent hogere concentratie- en balansrisico van de hypotheekbanken. De scheiding van activiteiten zorgt er bovendien voor dat de moederbank een veel stabielere financierings- en balansstructuur heeft waardoor de capaciteit om financiering te verstrekken aan onder andere het mkb wordt vergroot. Het behalen van een looptijdtransformatieresultaat (indien gewenst) wordt door de moederbank op een veiligere manier gerealiseerd door in liquide en beleenbare hypotheekobligaties te investeren.

2012 ten opzichte van 0,02 procent vóór de crisis (DNB, 2012) en leiden de hogere *loan-to-value-ratio's* (LTV's) als gevolg van de daling van de waarde van het onderpand slechts beperkt tot hogere buffers en vergoeding op kapitaal. In de Quick Scan Hypotheekrente schatte de NMa (2010) de benodigde bankmarge nog constant in op 0,80 procent. Op basis van bovenstaande analyse lijkt een wat bredere schatting van 0,80 à 1,00 procent nog wel gerechtvaardigd, maar dit is echter onvoldoende om de geobserveerde hoge volatiliteit te verklaren.

**CONCLUSIE AFHANKELIJKHEID MARKTFINANCIERING**

De hypotheekrente vertoont slechts een beperkte correlatie met de ontwikkeling van de risicovrije rente. De afhankelijkheid van marktfinanciering – in combinatie met de gebruikte financieringsinstrumenten – zorgt ervoor dat de hypo-

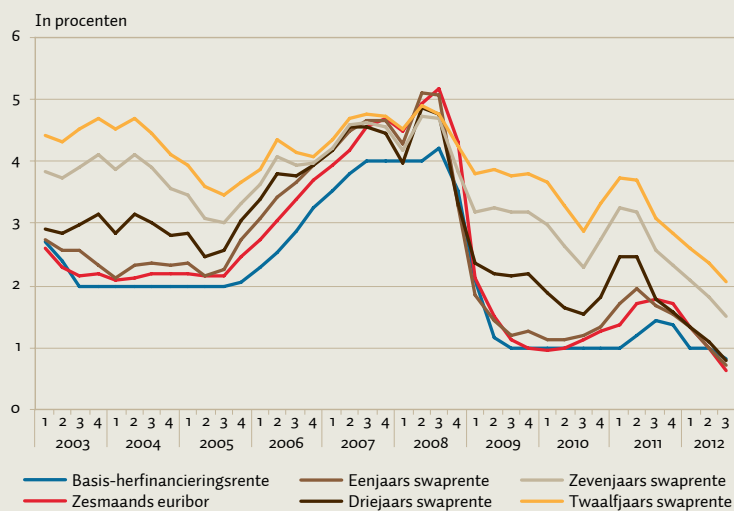
theektarieven sterk afhankelijk zijn geworden van de totale balansrisico's van Nederlandse banken. De huidige financieringsinstrumenten (securitisaties en gedekte obligaties) zijn illiquide gebleken, onder andere vanwege de complexiteit en gebrekkige *incentive*- en rapportagestructuur. De belangrijkste tekortkoming is echter de gebrekkige relatie tussen de kasstromen van de hypotheek enerzijds en de financieringsinstrumenten anderzijds. Hierdoor is tijdige betaling op de instrumenten sterk afhankelijk van de uitgevende instelling en ontstaat er een herfinancieringsrisico. Omdat hypotheek in het huidige systeem bovendien verstrekt worden voordat bekend is óf en tegen welk tarief de financieringsinstrumenten in de markt gezet kunnen worden, loopt de bank een rente- en liquiditeitsrisico. De CDS-premie is de enige referentie voor dit risico die continu beschikbaar is en fungeert daarom als basis voor de tariefstelling van Nederlandse hypotheek.

**KOSTEN VAN EEN VERSTOORDE DYNAMIEK**

Een wijziging van de beleidsrente leidt, zoals is aangetoond, tot een vergelijkbare wijziging van de risicovrije rente. Dit is het instrument van de monetaire autoriteiten om de reële economie bij te sturen. Een hogere beleidsrente zou op deze manier moeten leiden tot een hogere hypotheekrente. Indien dit niet of onvoldoende gebeurt – zoals in de periode van 2005 tot 2008 – leidt dit tot verschillende problemen. De te lage hypotheekrente zorgt ervoor dat de leencapaciteit van gezinnen

**Ontwikkeling risicovrije en beleidsrente**

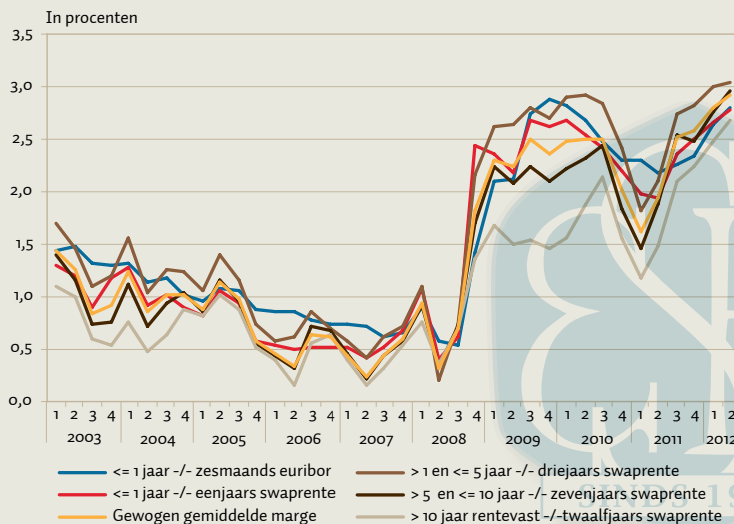
**FIGUUR 1**



Bron: DNB

**Ontwikkeling marge tussen hypotheekrente en risicovrije rente**

**FIGUUR 2**



Bron: DNB

**Relatie tussen beleidsrente en risicovrije rente, 2003–2012**

**TABEL 1**

	Correlatie	Gemiddelde marge	Minimale marge	Maximale marge	Bandbreedte min-max	Standaard-deviatie
Zesmaands euribor	0,99	0,32	-0,18	0,96	1,15	0,27
Eenjaars swaprente	0,98	0,39	-0,24	1,10	1,33	0,32
Driejaars swaprente	0,93	0,71	-0,18	1,47	1,65	0,41
Zevenjaars swaprente	0,85	1,29	0,18	2,26	2,08	0,60
Twaalfjaars swaprente	0,75	1,73	0,52	2,80	2,28	0,74

**Relatie hypotheekrente en risicovrije rente**

**TABEL 2**

	Correlatie	Gemiddelde marge	Minimale marge	Maximale marge	Bandbreedte min-max	Standaard-deviatie
Zesmaands euribor	0,81	1,58	0,53	3,05	2,52	0,84
Eenjaars swaprente	0,73	1,51	0,40	2,98	2,58	0,90
Driejaars swaprente	0,48	1,68	0,20	3,16	2,96	0,97
Zevenjaars swaprente	0,14	1,40	0,21	3,20	2,99	0,88
Twaalfjaars swaprente	0,18	1,15	0,15	2,98	2,83	0,75
Gemiddelde marge	n.v.t.	1,46	0,23	3,12	2,88	0,91

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.

hoger is dan gewenst, met als gevolg dat huizenprijzen blijven stijgen. Het transactievolume wordt niet voldoende afgeremd en hiermee samenhangend worden ook de overige consumptieve bestedingen niet voldoende afgeremd, met overmatige schuldopbouw tot gevolg. Verder leidt het tot uitholling van de winstmarges van banken, met als gevolg dat er onvoldoende kapitaalbuffers worden gecreëerd. Daarnaast lijken de overheidsfinanciën gezonder dan ze daadwerkelijk zijn.

De huidige problemen op de woningmarkt zijn in belangrijke mate terug te voeren tot bovenstaande effecten: huizenprijzen zijn te ver doorgestegen, er zijn te veel en te hoge hypotheekrentes verstrekt, er is onvoldoende afgelost en banken hebben te lage buffers.

De situatie van de laatste vier jaar, waarbij een lagere beleidsrente onvoldoende resulteert in een neerwaartse aanpassing van de hypotheekrente, levert in grote mate dezelfde problematiek op maar dan omgekeerd. De te hoge hypotheekrente leidt tot een lagere leencapaciteit, lagere transactievolumes en verdere prijsdalingen. Bovendien worden consumptieve bestedingen onvoldoende gestimuleerd en leidt het tot tegenvallers op de overheidsbegroting. Bij de huidige hypotheekschuld leidt een renteversil van 1 procent immers al tot 6,5 miljard euro aan te veel betaalde rente, waarvan ongeveer 2,5 miljard voor rekening van de overheid en de resterende 4 miljard voor rekening van de Nederlandse consumenten.

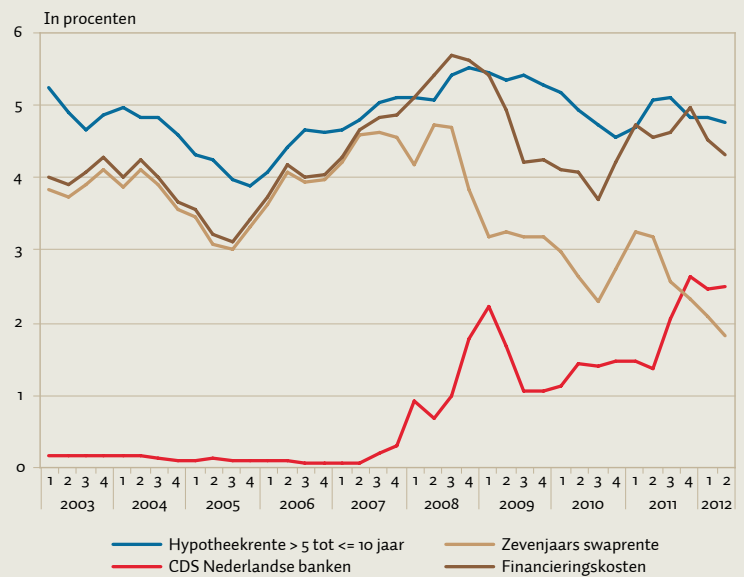
## CONCLUSIE

De kredietcrisis heeft meer dan ooit duidelijk gemaakt dat een stabiele financiële sector van cruciaal belang is voor de ontwikkeling van de reële economie. Wat ook duidelijk is geworden, is dat de financiële sector door de toenemende vervlechting extreem kwetsbaar is geworden voor kettingreacties. Dit heeft zowel betrekking op de internationale vervlechting tussen banken onderling, als de vervlechting tussen retail en zakelijke activiteiten. De nadruk in de discussie over maatregelen om deze kwetsbaarheid te verminderen, richt zich dan ook op versterkt internationaal toezicht en mogelijke een splitsing van retail en zakelijke activiteiten. De financiering van hypotheek blijft echter onderbelicht in deze discussie, en dit is met name voor Nederland – met een hypotheekschuld van meer dan honderd procent van het bnp – van groot belang. Afsplitsing van de hypotheekactiviteiten kan bijdragen aan de ontkoppeling van hypotheektarieven aan de risicopremies die banken nu betalen om marktfinanciering aan te trekken.

Hiertoe moeten banken, individueel of gezamenlijk, separate dochterentiteiten (hypotheekbanken) oprichten die uitsluitend hypotheek financieren middels de uitgifte van gelijksoortige hypotheekobligaties op de kapitaalmarkt naar traditioneel Deens model, om zodoende het herfinancieringsrisico volledig uit te sluiten. Het kredietrisico wordt afgedekt door de hypotheekbank terwijl het marktrisico direct en volledig wordt overgedragen aan de beleggers in de hypotheekobligaties. De risicopremie op deze hypotheekobligaties is hiermee uitsluitend gerelateerd aan de hypotheekactiviteiten van de dochterentiteit, en niet aan de totale balansrisico's van de moederbank. Een dergelijk systeem ontlast het depositogarantiestelsel en garandeert bovendien de gewenste correlatie tussen de risicovrije rente en de hypotheekrente.

## Ontwikkeling vijfjaars CDS-premie en financieringskosten

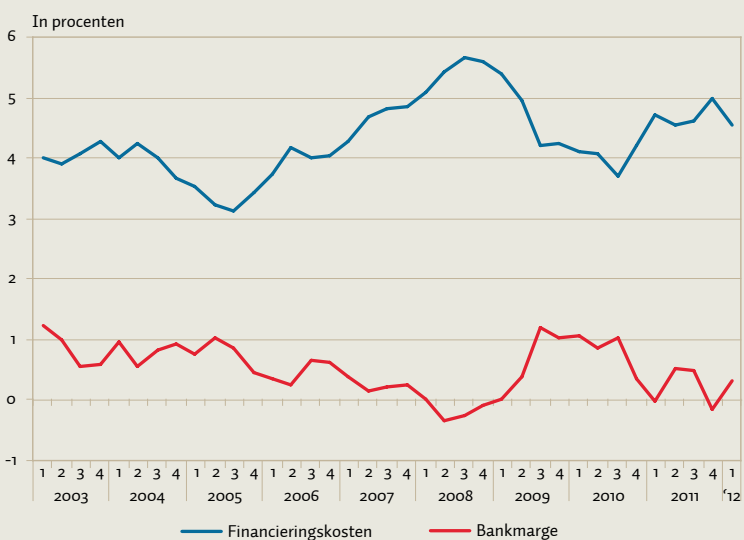
FIGUUR 3



Bron: DNB

## Ontwikkeling bankmarge en financieringskosten

FIGUUR 4



Bron: DNB

## LITERATUUR

- DNB (2012) *Overzicht financiële stabiliteit voorjaar 2012*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- NMa (2010) *Quickscan Hypotheekrente*. Den Haag: Nederlandse Mededingingsautoriteit.
- BIS (2012) *Liquidity in government versus covered bond markets*. Basel: Bank for International Settlements.