

DNB Occasional Studies
Vol.11/No.1 (2013)

Financieringsproblemen in de hypotheekmarkt

DNB
Occasional Studies

Jos Jansen, Melle Bijlsma,
Mark Kruidhof en Christiaan Pattipeilohy

Centrale bank en prudentieel toezichthouder financiële instellingen

©2013 De Nederlandsche Bank NV

Auteurs

Jos Jansen, Melle Bijlsma, Mark Kruidhof en Christiaan Pattipeilohy

Met de serie 'Occasional Studies' beoogt de Bank inzicht te verschaffen in beleidsmatige en analytische vraagstukken op voor de Bank relevante gebieden.

De tot uitdrukking gebrachte zienswijzen zijn voor rekening van de auteurs en komen niet noodzakelijkerwijs overeen met de officiële standpunten van de Nederlandsche Bank.

Redactiecommissie

Jakob de Haan (voorzitter), Eelco van den Berg (secretaris), Hans Brits, Pim Claassen, Maria Demertzis, Peter van Els, Jan Willem van den End, Maarten Gelderman en Bram Scholten.

Niets uit deze uitgave mag worden verveelvoudigd en/of openbaar gemaakt door middel van druk, fotocopie, microfilm of op welke andere wijze ook en evenmin in een retrieval system opgeslagen worden, zonder voorafgaande schriftelijke toestemming van de Bank.

Verzoeken voor een abonnement en voor toezending van een exemplaar kunt u richten aan:

De Nederlandsche Bank NV
Afdeling Communicatie
Postbus 98
1000 AB Amsterdam

Internet: www.dnb.nl

Occasional Studies

Vol.II/No.I (2013)

*Jos Jansen, Melle Bijlsma,
Mark Kruidhof en Christiaan Pattipeilohy*

Financieringsproblemen in de hypotheekmarkt

Inhoudsopgave

Samenvatting 7

1 Inleiding 9

1.1 Duurdere en minder stabiele financiering op de kapitaalmarkt 11

1.2 Gebrekkige marktfinanciering drijft hypotheekrente ook op via andere kanalen 12

1.3 Inschatting effect financieringskosten op hypotheekrente 13

2 Afname concurrentie tussen banken sinds de bankencrisis 19

3 Stringentere kapitaalseisen 21

Appendix 1 Empirische analyse financieringsgat en depositorentes 23

Appendix 2 Gedetailleerde resultaten 27

Samenvatting

Nederlandse huishoudens hebben de op een na hoogste hypotheekschuld ter wereld (108% bbp). Daar staat tegenover dat zij veel sparen, vooral – verplicht – voor het pensioen. Doordat Nederlandse pensioenfondsen echter overwegend in het buitenland beleggen, zijn banken voor de financiering van hypothecair krediet in belangrijke mate op de internationale kapitaalmarkt aangewezen. Tot het uitbreken van de kredietcrisis was dat nauwelijks een probleem; nu wel. Juist doordat we zoveel lenen voor de eigen woning en de huizenprijzen dalen, beschouwen internationale beleggers Nederlandse hypotheekleningen in toenemende mate als risicovol. Zij zijn hierdoor minder bereid Nederlandse banken financiering ter beschikking te stellen of rekenen hiervoor hogere kosten. Ook kunnen Nederlandse banken minder gebruik maken van buitenlands spaargeld. Binnenlands spaargeld is daardoor voor banken aantrekkelijker geworden als financieringsbron. De spaartarieven zijn in Nederland daardoor hoger dan in andere landen. De geringere beschikbaarheid van stabiele marktfinanciering heeft tevens de herfinancieringsrisico's voor banken zichtbaar gemaakt, wat hen ertoe aanzet om de hypothecaire kredietverlening te beperken, meestal door een hogere hypotheekrente te vragen. Dit wordt versterkt door rating agencies, die bij het beoordelen van de kredietwaardigheid van een bank in toenemende mate ook letten op de verhouding tussen de uitstaande leningen en de aangetrokken deposito's. Dit geeft banken tevens een extra prikkel om een groter deel van de schaarse depositobesparingen naar zich toe te trekken, door een relatief hoge depositorente te bieden. Daarnaast zal de introductie van de zogenoemde *net stable funding ratio* banken stimuleren om de mismatch tussen de looptijden van activa en passiva te beperken.

Vanwege de geringere beschikbaarheid van stabiele marktfinanciering en de hogere rente op spaargeld is de hypotheekrente in Nederland hoger dan in de meeste andere landen van het eurogebied, waardoor de Nederlandse woningbezitter nog nauwelijks heeft geprofiteerd van het zeer ruime monetaire beleid van de ECB. Een additionele verklaring voor de relatief hoge hypotheekrente is de afgenomen concurrentie op de Nederlandse hypotheekmarkt, die zich heeft vertaald in hogere marges. Er zijn echter aanwijzingen dat deze laatste factor van tijdelijke aard is. Waar de hiervoor geschetste slechte financieringscondities op dit moment toetreding bemoeilijken, ligt het in de rede dat met name buitenlandse partijen weer naar Nederland komen als de financieringscondities normaliseren. Aangetrokken

door de hoge hypotheekrentes zijn Nederlandse verzekeraars recentelijk al actiever geworden op de hypotheekmarkt. Daarnaast zal de prijsconcurrentie weer toenemen zodra de Europese Commissie het tijdelijke prijsleiderschapsverbod opheft, dat enkele banken hebben opgelegd gekregen vanwege ontvangen staatsteun. Voor ING is dat eind 2012 al gebeurd. De ingroei naar de nieuwe kapitaaleisen onder Bazel-III vormt vooralsnog geen sterke verklaring voor de relatief hoge hypotheekrente, daar het kapitaalbeslag van hypotheeken vrij laag is.

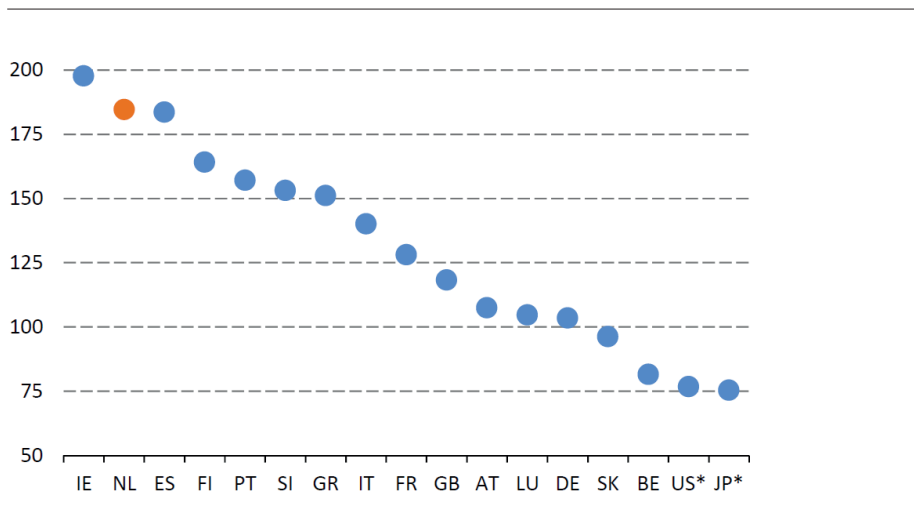
I Inleiding

Sinds het midden van de jaren negentig is een steeds grotere kloof ontstaan tussen de door banken verstrekte binnenlandse leningen, waar hypotheekleningen een groot deel van uitmaken, en de bij banken aangehouden deposito's (figuur 1). Dit hangt samen met lange balansen van de Nederlandse gezinnen. Ze sparen veel, vooral via pensioenfondsen, maar lenen ook veel, vooral in de vorm van hypotheekleningen. De hypothecaire kredietverlening via Nederlandse banken bedraagt zo'n 90 procent van het bbp, het dubbele van het gemiddelde in het eurogebied. Voor de financiering van hypotheekleningen zijn de banken in belangrijke mate aangewezen op de (internationale) kapitaalmarkt, doordat de depositobasis in Nederland daarvoor niet toereikend is. In andere landen is dit in mindere mate het geval.

De hypotheekrente in Nederland is sinds de piek van 2008 gedaald naar het niveau van begin 2005. Wel laat figuur 2 zien dat de Nederlandse hypotheekrente nog hoger

Figuur 1 Loan-to-deposit ratio

Procenten deposito's; 2012 K₃

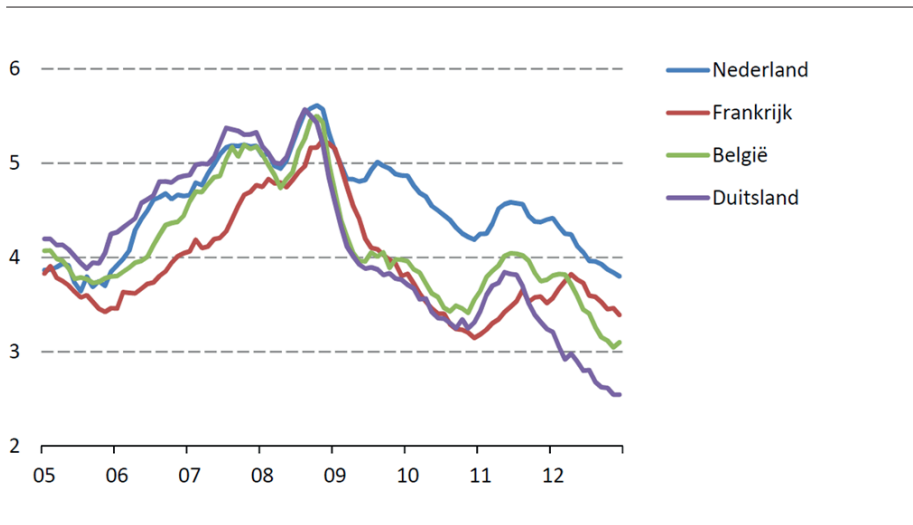


Toelichting: Cijfers VS en Japan betreffen 2011 (eindejaar)

Bron: DNB, BIS en ECB.

Figuur 2 Hypotheekrentes

Procenten



Toelichting: 1-5 jaar rentevast, nieuwe contracten.

Bron: ECB.

ligt dan die in België, Duitsland en Frankrijk. De verruiming van het monetaire beleid heeft de risicovrije rente doen dalen tot een historisch gezien laag niveau, maar de Nederlandse hypotheekmarkt heeft daarvan niet of nauwelijks kunnen profiteren. Hier zijn ten minste drie verklaringen voor (die elkaar niet uitsluiten):

1. De moeilijke financierbaarheid van Nederlandse hypotheekschulden leidt tot hogere financieringskosten die worden doorberekend aan de klant. Daarnaast zet de geringe beschikbaarheid van stabiele marktfinanciering banken ertoe aan de kredietverlening te beperken. Zij vragen dan hoge uitleenrentes om de kredietvraag te ontmoedigen. Dit effect, dat verband houdt met het toegenomen herfinancieringsrisico, kan dus ook optreden zonder dat een stijging van de financieringskosten kan worden aangetoond.
2. De concurrentie tussen banken in Nederland is (mogelijk tijdelijk) afgenomen, waardoor de winstmarges zijn toegenomen.
3. Stringentere kapitaaleisen voor het bankwezen kunnen tot een selectievere kredietverlening en een hogere kredietrente leiden. Dat beperkt het kapitaalbeslag en vergroot de bruto-marge. Winstinhouding vormt een belangrijke strategie om de kapitaalpositie te verbeteren.

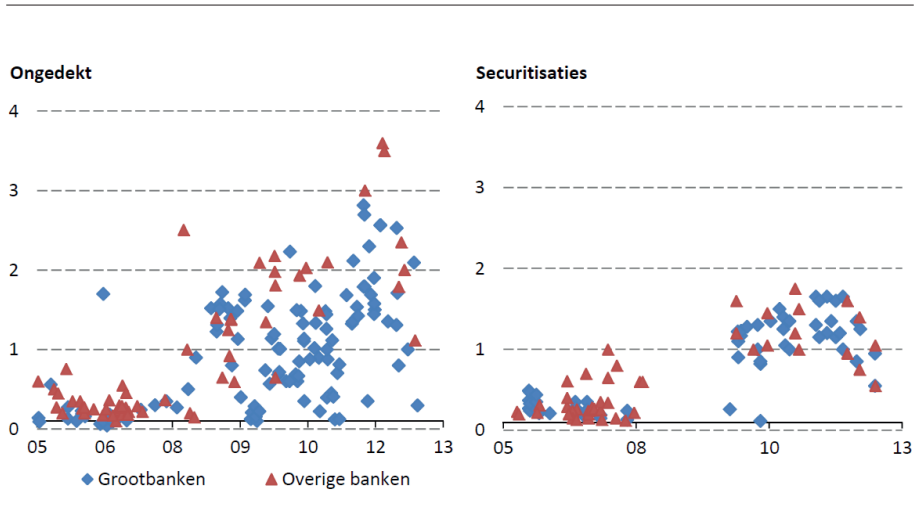
1.1 Duurdere en minder stabiele financiering op de kapitaalmarkt

Vanwege de afhankelijkheid van marktfinanciering zijn Nederlandse banken relatief gevoelig voor ongunstige ontwikkelingen op de internationale geld- en kapitaalmarkt. De kapitaalmarkt maakt onderscheid tussen gedekte en ongedekte financieringsinstrumenten. Gedekte financiering bestaat uit securitisaties en gedekte obligaties. Na de crisis zijn de financieringscondities op alle deelmarkten sterk verslechterd. Figuur 3 laat zien dat de risicopremies voor securitisaties en ongedekte obligaties sterk zijn gestegen en veel volatieler zijn geworden.

Er rust een smet op *gesecuritiseerde hypotheek*, die is terug te voeren op de Amerikaanse *subprime* crisis. In 2008 en de eerste helft van 2009 was de markt voor nieuwe securitisaties de facto zelfs gesloten. Nederlandse banken zijn gevoeliger voor deze ontwikkeling dan buitenlandse instellingen, doordat zij voor de crisis relatief veel gebruik maakten van securitisaties die zij doorgaans elke 5 jaar herfinancieren. Financiering van hypotheek door middel van dergelijke securitisaties impliceert dus aanzienlijke herfinancieringsrisico's. Internationale beleggers in Nederlandse hypotheekeffecten zijn zich bewuster geworden van de combinatie van hoge *loan-to-value* ratio's (LTVs), het grote aandeel aflossingsvrije hypotheek, het feit dat inmiddels ruim 30% van de hypotheek onder water staat

Figuur 3 Risicopremies ongedekte obligaties en securitisaties, 2005-2012

Spreads in procenten boven swaptarief, per uitgifte; securitisaties met een rating van tenminste AA-



Toelichting: De grootbanken zijn ING, Rabobank en ABN AMRO. Selectie uitgiftes: looptijd 3 t/m 14 jaar met een (tranche) omvang van tenminste EUR 50 mln. Risicovrije referentievoet is de swaprata op dezelfde dag met gelijke looptijd in jaren.

Bron: Dealogic en Bloomberg.

en de dalende huizenprijzen. Zij eisen daarom hogere risico-opslagen en meer onderpand dan voor de kredietcrisis. Doordat Nederlandse securitisaties periodiek worden geherfinancierd, neemt het onderpandbeslag van deze financieringsbron zo geleidelijk toe. Eind 2010 stond 125 miljard euro aan Nederlandse hypotheekeffecten uit, op een totale hypotheekschuld van 632 miljard euro.¹

Mede vanwege de problemen in de securitisatiemarkt hebben de banken de afgelopen jaren de financiering door *gedekte obligaties* sterk vergroot. Tussen 2007 en 2012 is het uitstaande bedrag verviervoudigd tot EUR 50 mld. De beschikbaarheid van – deze relatief goedkope – financieringsbron wordt echter beperkt door de noodzaak van *overcollateralization*. Banken zijn gedwongen veel extra onderpand in te brengen vanwege de looptijd mismatch tussen activa en passiva en het grote aandeel van aflossingsvrije hypotheeklen. Bovendien leidt gedekte financiering tot activabeklemming, waardoor ongedekte financiering met meer risico's gepaard gaat en dus duurder wordt.

De kosten van *ongedekte financiering* bevatten een risicopremie die sinds 2008 sterk is toegenomen en een grote volatiliteit vertoont. Deze risicopremie, benaderd met de premie op *credit default swaps* (CDS-premie), varieert met de (gepercipieerde) gezondheid van de betrokken bank, het marktsentiment en de kredietwaardigheid van de overheid. De stijging van de risicopremie heeft de daling van de risicovrije rente in belangrijke mate geneutraliseerd. Voor zover banken gebruik hebben gemaakt van ongedekte financiering, zijn de financieringskosten van hun hypotheekbedrijf relatief hoog gebleven. Verder impliceert de gestegen volatiliteit van de CDS-premie dat de toekomstige kosten of beschikbaarheid van ongedekte financiering onzekerder zijn geworden. Doordat de looptijd van ongedekte financiering vaak aanzienlijk korter is dan die van hypothecair krediet, is daarmee het herfinancieringsrisico van banken toegenomen.²

1.2 Gebrekkige marktfinanciering drijft hypotheekrente ook op via andere kanalen

De hierboven geschetste ontwikkelingen hebben spaargeld als financieringsbron voor het hypotheekbedrijf aantrekkelijker gemaakt. Dit heeft zich vertaald in een opwaartse druk op de depositorenten ten opzichte van andere landen. Onderzoek door DNB suggereert dat landen met een relatief grote funding gap een relatief hoge spaarrente plegen te hebben (zie appendix 1 voor meer details). De invloed van de funding gap is sterker in tijden van financiële stress en is ook toegenomen

1 Verbond van Verzekeraars (2011), Financiering Nederlandse woningmarkt onder druk, Position Paper.

2 Hoewel hypotheeklen bij afsluiten een looptijd hebben van 30 jaar, worden zij in de praktijk gemiddeld genomen na 7-10 jaar afgelost.

na de financiële crisis. In landen als Nederland en Frankrijk ligt de spaarrente nu ver boven de risicovrije rente, ondanks het feit dat het gros van het spaargeld onder een depositogarantiestelsel valt en daarmee een risicovrije belegging vormt. In Duitsland en België, waar het probleem van de funding gap niet speelt, is de spaarrente sterker gedaald.

Voor sommige banken is marktfinanciering momenteel afgesloten of prohibitief duur. Deze instellingen zijn volledig aangewezen op spaargeld. Weer andere banken tillen zwaar aan het toegenomen herfinancieringsrisico en willen dit reduceren. In beide gevallen kunnen banken reageren door hypotheekrentes meer te verhogen dan de financieringskosten om zo de vraag naar hypothecair krediet te ontmoedigen. Hiermee wordt de koppeling tussen hypotheekrentes en marginale financieringskosten geheel of gedeeltelijk doorbroken.

De financiële crisis heeft ervoor gezorgd dat marktpartijen, waaronder *rating agencies*, letten op de *loan-to-deposit* ratio (LTD) van een bank, de verhouding tussen verstrekte kredieten en aangetrokken deposito's. Een bank die haar LTD laat oplopen riskeert een lagere rating en dus duurdere marktfinanciering. Deze impliciete kredietrestrictie vanuit de financiële markten stimuleert banken om sterk te sturen op de LTD. Enerzijds bieden banken hogere depositorentes om meer spaargeld aan te trekken, anderzijds proberen ze de kredietvraag te beperken door een hoge rente te vragen of non-tarifaire verstrekkingvoorwaarden aan te scherpen. De Nederlandse banken hebben momenteel ca. EUR 400 miljard aan ongedekte lange schuld uitstaan. Het Nederlandse bankwezen is daardoor extra kwetsbaar voor *downgrades*.

Toezichthouders eisen in toenemende mate dat tegenover aangetrokken deposito's in het land zelf activa worden aangehouden. Dit werpt belemmeringen op voor een funding strategie waarbij de bank vanuit een centrale *treasury* financiering aantrekt en deze kan herverdelen over de verschillende landen en markten. De in het buitenland aangetrokken deposito's kunnen zo in mindere mate worden benut om Nederlandse hypotheeklen te financieren. De afhankelijkheid van marktfinanciering neemt daardoor verder toe. Een en ander versterkt de besproken transmissiekanalen en beïnvloedt ook indirect de concurrentieverhoudingen op de Nederlandse hypotheekmarkt (zie paragraaf 2).

1.3 Inschatting effect financieringskosten op hypotheekrente

Het financieringsgat kan langs verschillende kanalen van invloed zijn op de hypotheekrente. Hoe groot het effect van hogere financieringskosten is, hangt onder andere af van de wijze waarop banken de verschillende financieringsbronnen hebben ingezet. Deze zogeheten financieringsmix is niet direct af te leiden of waar te nemen en verschilt van bank tot bank. De aangetrokken financiering is – afgezien

van gedekte financiering – immers niet rechtstreeks gekoppeld aan bepaalde activa. Een analyse van de ontwikkeling van de financieringskosten vergt dus veronderstellingen over de gehanteerde financieringsmix. De navolgende analyse exploreert twee extreme varianten voor de financieringsmix.³

1. In de **matching variant** worden alleen langlopende financieringsbronnen ingezet om het totaal aan leningen aan huishoudens (hypotheek en consumptieve leningen) te financieren. Dit gebeurt in de volgorde: (i) gedekte obligaties en securitisaties (omdat beide nauw verweven zijn met de hypotheekportefeuille); (ii) deposito's van huishoudens; (iii) langlopende ongedekte marktfinanciering (indien nodig). Deze financieringsmix probeert het herfinancieringsrisico zo klein mogelijk te maken: tegenover de langlopende hypotheek staan (relatief) langlopende passiva.
2. In de **afspiegelingsvariant** omvat de financieringsmix zes bronnen. Naast de bovengenoemde langlopende bronnen zijn dat kortlopende marktfinanciering en deposito's van bedrijven. Verondersteld wordt dat de financieringsmix voor hypotheek hetzelfde is als die voor de hele balans. Banken wijzen aan elke activacategorie de financieringskosten van de hele bank toe en doen op activaniveau niet aan matching.

Op basis hiervan kunnen twee potentiële scenario's worden doorgerekend voor de ontwikkeling van de financieringskosten en de bruto-marge op nieuw afgesloten hypotheek. De uitkomsten geven een indicatie van de plausibiliteit van beide scenario's.

- Het centrale scenario veronderstelt dat de financieringsmix is veranderd in de tijd: banken gebruiken de afspiegelingsvariant in de periode 2005-2007 en de matchingvariant in 2010-2012.⁴ Ter onderbouwing kan op het volgende gewezen worden. De sterke toename van het financieringsgat in de jaren voor de kredietcrisis spoort met de aanname dat banken toen funding strategieën volgden met aanzienlijke (latente) herfinancieringsrisico's. Hypotheken werden daarbij gezien als relatief liquide uitzettingen die – indien nodig – verpakt en verkocht konden worden. In het algemeen was er voor de crisis minder aandacht voor het volatiele karakter van (kortlopende) marktfinanciering, de onzekere toegang tot buitenlandse deposito's en de risico's van een hoge *loan-to-deposit* ratio. De matchingvariant past goed bij de tijdgeest van de periode na de crisis. Sinds de crisis hechten zowel banken als toezichthouders meer aan een stabiel

3 De financieringsmix betreft de gemiddelde mix. Idealiter zou de gehanteerde financieringsmix de *marginale* financieringswijze van nieuwe hypotheek moeten weergeven. De hiervoor benodigde data zijn echter niet beschikbaar.

4 De tussenliggende jaren 2008 en 2009 zijn niet in de analyse betrokken omdat in deze jaren veelvuldig acute financiële stress optrad. De berekeningen betreffen nieuwe hypotheek met een rentevaste periode van 1-5 jaar. Zie appendix 2 voor details.

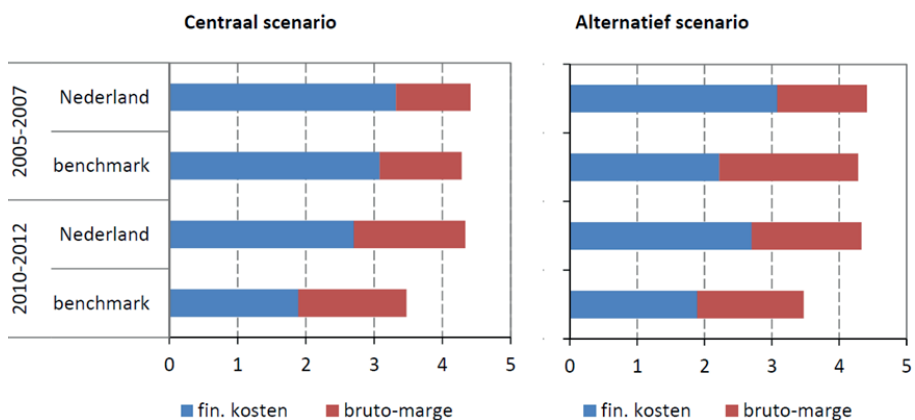
financieringsprofiel. De voorziene invoering van de *Net Stable Funding Ratio* in het kader van Bazel III geeft banken prikkels om lange activa met lange passiva te financieren. De matchingvariant gebruikt ook veel deposito's bij de financiering van hypotheeklen, wat in overeenstemming is met de toegenomen druk op (Nederlandse) banken om de *loan-to-deposit* ratio terug te brengen.

- In het **alternatieve scenario** passen banken zowel voor als na de crisis de matchingstrategie toe. Deze veronderstelling kan als volgt worden onderbouwd. Ten eerste was de matchingvariant voor de crisis relatief goedkoop omdat de risicopremies laag waren. Ten tweede bestond ook voor de crisis al een samenhang tussen financieringsgat en depositorente, hoewel die zwakker was dan na de crisis. Dit scenario spoot met de veronderstelling dat banken ook voor de crisis streefden naar een financieringsmix met een fors gewicht voor deposito's.

Figuur 4 laat voor de twee scenario's zien hoe de hypotheekrente is opgebouwd uit de (geschatte) financieringskosten en de bruto-marge voor zowel Nederland als een internationale *benchmark*. Als benchmark geldt het (ongewogen) gemiddelde van België, Duitsland en Frankrijk. Uit de bruto-marge dient de bank onder meer haar operationele kosten te betalen. De NMa veronderstelt in haar *Sectorstudie Hypotheekmarkt* uit 2011 dat hiervoor 0,8 procentpunt nodig is. Daarnaast moeten banken ook nog geld opzij zetten om reserves op te bouwen in verband met wanbetaling en andere risico's.

Figuur 4 Opbouw hypotheekrente in twee scenario's

Procenten



Toelichting: 1-5 jaar rentevast, nieuwe contracten.

Bron: ECB en berekeningen DNB.

Drie belangrijke bevindingen zijn:

- In de periode 2010-2012 was de hypotheekrente in Nederland 4,3% en in het buitenland 3,5%. In de periode 2005-2007 was dat 4,4% respectievelijk 4,3%. Het verschil in hypotheekrente met het buitenland bedraagt momenteel dus 0,8 procentpunt en het is voor het overgrote deel na de crisis ontstaan.
- Nederlandse banken hebben na de crisis hogere financieringskosten dan buitenlandse banken. Het verschil is 0,8 procentpunt (in beide scenario's geraamd op basis van de matchingvariant).⁵
- Nederlandse banken hebben na de crisis hun bruto-marge verhoogd door de daling van hun financieringskosten slechts voor 15 à 20% door te geven aan de consument.⁶

Het **centrale scenario** schetst het volgende beeld. Voor Nederlandse banken liggen de financieringskosten na de crisis 0,6 procentpunt lager dan voor de crisis; voor buitenlandse banken is dat 1,2 procentpunt. Nederlandse banken hebben de kostendaling voor 15% aan de consument doorgegeven en buitenlandse banken voor 80%. Zowel Nederlandse als buitenlandse banken hebben dus hun bruto-marge verhoogd. De bruto-marges in Nederland en buitenland liggen nu op ongeveer hetzelfde niveau. Het opgelopen renteverskil met het buitenland (toename met 0,7 procentpunt) is voor 80% toe te rekenen aan het feit dat de financieringskosten in Nederland veel minder zijn gedaald dan in het buitenland. De resterende 20% komt doordat dat Nederlandse banken hun bruto-marge met 0,1 à 0,2 procentpunt extra hebben verhoogd.

Het **alternatieve scenario** schetst het volgende beeld. Voor Nederlandse banken liggen de financieringskosten na de crisis 0,4 procentpunt lager; voor buitenlandse banken is dat 0,3 procentpunt. Nederlandse banken zouden de kostendaling voor 20% aan de consument hebben doorgegeven en buitenlandse banken voor 250%.

5 Volgens de afspiegingsvariant zou het verschil 0,5 procentpunt bedragen. Het CPB komt tot de conclusie dat de financieringskosten voor Nederlandse banken niet hoger liggen dan in het buitenland. Zie *De Nederlandse woningmarkt - hypotheekrente, huizenprijzen en consumptie: op verzoek van minister Blok van Wonen en Rijksdienst*, CPB Notitie 14 februari 2013. Het CPB veronderstelt daarbij dat de financieringskosten van banken gelijk zijn aan een gewogen gemiddelde van de kosten van opvraagbare deposito's en ongedekte marktfinanciering (met als gewichten alle deposito's als fractie van de totale activa en het complement daarvan). Deze versie van de afspiegingsvariant overschat de werkelijke financieringskosten, daar banken voor de financiering van hun balans in werkelijkheid ook op significante schaal gebruik maken van kortlopende marktfinanciering en deposito's van bedrijven, die relatief goedkoop zijn. De berekeningsmethode impliceert een onrealistisch lage bruto-marge voor buitenlandse banken (0,2 procentpunt). Zie appendix 2 voor details.

6 Het risico van wanbetaling, en de benodigde rente-opslag, is – internationaal gezien – laag in Nederland. Vergeleken met andere landen is het risico op wanbetaling echter wel gestegen doordat in Nederland de huizenprijzen zijn gedaald, terwijl deze in andere landen zijn gestegen. Daar staat tegenover dat een groot deel van het wanbetalingsrisico van nieuwe hypotheeklen is afgelopen jaren niet bij de banken is neergeslagen, maar bij de overheid. Ongeveer 80% van de nieuwe hypotheeklen valt op dit moment immers onder de NHG. Veranderingen in rente-opslagen voor wanbetalingsrisico zijn daarom geen factor van belang voor het toegenomen verschil in hypotheekrente met andere landen.

Als gevolg daarvan zouden Nederlandse banken hun bruto-marge met 0,3 procentpunt hebben verhoogd, terwijl buitenlandse banken deze fors zouden hebben verlaagd met 0,5 procentpunt. De toename van het renteverskil met 0,7 procentpunt komt in dit scenario dus volledig op conto van veranderingen in bruto-marges. Dit extreme resultaat doet twijfels rijzen over de relevantie van dit scenario. Er is nauwelijks een plausibele verklaring te bedenken waarom banken in België, Duitsland en Frankrijk zo sterk hun bruto-marge zouden hebben verlaagd. Alle Europese banken staan immers voor de opdracht hun winstgevendheid en kapitaalspositie te versterken.

Resumerend kan bovenstaande analyse als volgt worden samengevat. Doordat voor de berekening van de hoogte en ontwikkeling van de financieringskosten veronderstellingen moeten worden gemaakt over de gehanteerde financieringsmix, zijn dergelijke berekeningen omgeven met onzekerheidsmarges. Het verschil in de plausibiliteit van de twee gepresenteerde scenario's maakt echter aannemelijk dat Nederlandse banken sinds de crisis met relatief hoge financieringskosten worden geconfronteerd en dat dit mede ten grondslag ligt aan de relatief hoge hypotheekrente van dit moment.

2 Afname concurrentie tussen banken sinds de bankencrisis

Een tweede mogelijke verklaring voor de relatief hoge hypotheekrente in Nederland is dat sinds de kredietcrisis de concurrentie op de Nederlandse hypotheekmarkt is afgenomen. Diverse buitenlandse partijen hebben zich uit Nederland teruggetrokken, waardoor het aantal aanbieders is gedaald. Er zijn echter diverse factoren die erop wijzen dat de afname van de concurrentie geen structureel verschijnsel is en deels samenhangt met de geschetste financieringsproblemen.

Het feit dat voor de crisis nieuwe toetreders relatief eenvoudig een groot markt-aandeel konden verwerven, suggereert dat in beginsel de toetredingsdrempels voor de Nederlandse hypotheekmarkt laag zijn (Argenta ca. 5% in 2006; BNP ca. 8% in 2010; Aegon ca. 5-10% gedurende 2009-2012). De aanwezigheid van tussenpersonen (verantwoordelijk voor 60% van de hypotheekverkoop) speelt daarbij een belangrijke rol, omdat toetreders zo nauwelijks investeringen hoeven te doen. Zolang toetreders voldoende stabiele financiering aan kunnen trekken om hypotheek te financieren, kunnen zij de Nederlandse markt betreden.

De slechte financieringscondities in de afgelopen jaren maken het voor toetreders dus moeilijker om toe te treden. Zo levert het vereiste onderpand voor gedekte financiering een extra belemmering voor nieuwe toetreders op, daar zij geen bestaande hypotheekportefeuille met lage LTV's bezitten. Ook de volatiliteit van de prijs en beschikbaarheid van ongedekte financiering werkt in hun nadeel. Bovendien is door de kredietcrisis het beleid van banken in het algemeen meer gericht op het beschermen van het binnenlandse marktaandeel. Banken trekken zich terug op hun thuismarkt en storten zich minder snel in een buitenlands avontuur. Als op termijn de financieringscondities normaliseren, mag worden verwacht dat buitenlandse partijen aangetrokken door relatief hoge hypotheekrentes weer naar Nederland komen.

Bovendien heeft de prijsconcurrentie de afgelopen jaren onder druk gestaan vanwege het (tijdelijke) prijsleiderschapsverbod dat de Europese Commissie de banken die staatssteun hebben ontvangen, heeft opgelegd. Deze instellingen mochten (tijdelijk) niet concurreren op basis van lagere hypotheektarieven. De prijsconcurrentie zal

echter weer kunnen toenemen nu het verbod voor ING eind 2012 is ingetrokken. Alleen ABN Amro heeft nog een prijsleiderschapsverbod.

Toetreding door buitenlandse partijen wordt daarnaast gehinderd doordat toezicht-houders in veel landen in toenemende mate eisen dat spaargeld in eigen land blijft. Buitenlandse banken kunnen daardoor moeilijker met goedkoop buitenlands spaargeld de Nederlandse markt op. Initiatieven die tot doel hebben om Europese financiële markten te re-integreren – zoals de bankenunie – kunnen deze tendens weer omkeren.

De afgenomen concurrentiedruk biedt ruimte voor de overgebleven aanbieders om (tijdelijk) een hogere winstmarge te realiseren. Het feit dat banken een strategie volgen van winstinhouding en rantsoenering om hun balans te versterken is hiermee in overeenstemming. De hogere rentes lokken toetreding uit, die het vermoeden versterkt dat de vermindering van de concurrentie op de hypotheekmarkt een tijdelijk fenomeen is. Zo hebben Nederlandse verzekeraars recentelijk hun activiteiten op de hypotheekmarkt uitgebreid. De prijsconcurrentie (ook van nieuwe toetreders) kan verder een impuls krijgen door het standaardiseren van financieringsinstrumenten en het bevorderen van transparantie in de prijsvorming.

3 Stringentere kapitaaleisen

De ingroei naar de nieuwe kapitaaleisen (Bazel III) op basis van risicogewogen activa is voor de hypothecaire kredietverlening minder belemmerend dan het financieringsgat, daar de risicogewichten van hypotheekportefeuille vrij laag zijn. Het kapitaalbeslag van hypotheekportefeuille ligt voor het gros van de Nederlandse banken momenteel op minder dan 1%. Hierdoor legt de relatief grote hypotheekportefeuille van Nederlandse banken een beperkt beslag op het beschikbare eigen vermogen. Op korte termijn kan een bank maar weinig kapitaalbeslag ontlopen door de nieuwe hypotheekproductie te beperken of zelfs geheel achterwege te laten. De nieuwe kapitaaleisen impliceren wel dat banken in de toekomst tegenover al hun niet-*risicovrije* activa, dus ook de hypotheekportefeuille, meer eigen vermogen moeten aanhouden. Dit kan de hypothecaire kredietverlening dus onder druk zetten.

Het Nederlandse bankwezen heeft – internationaal gezien – een grote hefboom (*leverage*). Het kapitaal als percentage van de totale ongewogen activa is relatief laag. Dit is deels toe te schrijven aan de grote hypotheekportefeuille in combinatie met de lage risicogewichten van hypotheekportefeuille. In het kader van Bazel III zullen banken naar verwachting te maken krijgen met een aanvullende kapitaaleis in de vorm van een ongewogen kapitaalratio van waarschijnlijk 3%. De banken zullen naar verwachting vanaf 2015 de ongewogen kapitaalratio moeten publiceren. Bovendien kijken ook de financiële markten tegenwoordig naar de ongewogen kapitaalratio als indicator van de soliditeit van een bank. Dit kan zich vertalen in hogere risicopremies op marktfinanciering voor banken met een hoge *leverage*. Deze ontwikkelingen kunnen banken ertoe brengen om meer terughoudend te zijn bij het verlenen van hypotheekportefeuille. Als de ongewogen kapitaalratio dichtbij het vereiste minimum ligt, kan het vereiste kapitaalbeslag dat voortvloeit uit deze aanvullende kapitaaleis voor banken een relevante overweging worden.

Appendix 1 Empirische analyse financieringsgat en depositorentes

De literatuur suggereert dat het financieringsgat relevant kan zijn voor depositorentes indien sprake is van een pikorde in externe financieringsbronnen, waarbij spaardeposito's andere typen externe financiering domineren. Het standaard uitgangspunt bij een analyse naar prijszettingsgedrag van banken is het klassieke Klein-Monti model voor bancaire concurrentie. In dit model is de prijszetting van banken aan de uitleenkant onafhankelijk van de beprijzing aan de inleenkant (Klein, 1971; Monti, 1972). Het model gaat ervanuit dat banken een tekort of overschot aan financieringsmiddelen altijd kunnen aanvullen dan wel afstorten op de openbare kapitaalmarkt tegen een gegeven marktrentecurve, die de marginale inleenkosten van een bank representeert. Deze separatie-uitkomst uit Klein-Monti is gebaseerd op een gesimplificeerd model met een perfecte kapitaalmarkt, zonder een rol voor risico of asymmetrische informatie. In dit raamwerk zijn de kapitaalmarkt en deposito's perfecte substituten als bron van financiering. In werkelijkheid zijn kapitaalmarkten vanwege asymmetrische informatie alleen toegankelijk wanneer banken voldoende onderpand overleggen, of een risicopremie betalen die hoog genoeg is, in het bijzonder in tijden van stress. Op deze manier ontstaat er een pikorde voor de wijze waarop banken zichzelf wensen te financieren, equivalent aan de theorie die Myers en Maljuf (1984) hebben geformuleerd voor ondernemingen in het algemeen. In dit raamwerk domineren deposito's andere bronnen van externe financiering. Banken die niet of in mindere mate geconfronteerd worden met een financieringsgat zijn in mindere mate blootgesteld aan de afruil tussen deposito's en andere bronnen van externe financiering. Dit beperkt de concurrentie om spaartegoeden en zal tot minder opwaartse druk op depositorentes leiden.

De kredietcrisis kan ertoe hebben geleid dat banken een nog grotere voorkeur voor spaartegoeden als financieringsbron hebben, aangezien alternatieve financieringsbronnen (securitisaties en andere wholesale financiering) instabiel zijn gebleken. Bovendien kunnen beleidsinitiatieven die een specifieke financieringsmix bevoordelen de pikorde versterken, waardoor de relevantie van het financieringsgat voor de hoogte van spaarrentes toeneemt. Zo kan de introductie van de *Net Stable Funding Ratio* (NFSR) ervoor zorgen dat banken een grotere voorkeur voor

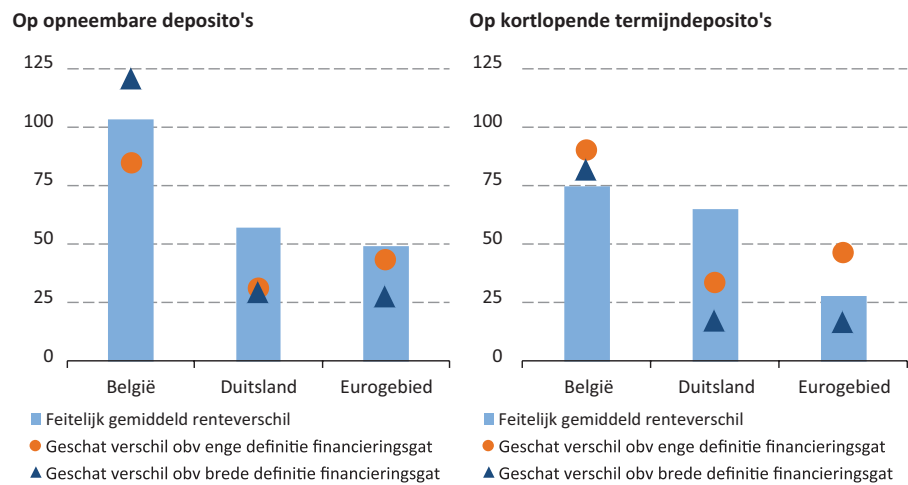
spaartegoeden hebben bij de financiering van (langer lopende) kredietverlening.⁷ Ook de toegenomen aandacht voor de *loan-to-deposit* ratio bij marktpartijen en rating bureaus kan dit effect hebben.

Een empirisch model op basis van een breed panel van landen ondersteunt de hypothese dat er een positieve relatie is tussen de omvang van het financieringsgat en de hoogte van spaarrentes. Figuur 5 (links) geeft het feitelijke gemiddelde spaarrenteverschil weer tussen Nederland en (i) België, (ii) Duitsland en (iii) het totale eurogebied voor opneembare deposito's over de periode januari 2003 tot en met februari 2012. Daarnaast is in de kolommen het renteverschil opgenomen dat modelmatig verklaard kan worden. Het model is geschat op basis van twee definities voor het financieringsgat. Ten eerste een enge definitie, waarin het financieringsgat

7 In de (voorlopige) calibratie van de NSFR wordt niet alleen 'stable-funding' waarde toegekend aan termijndeposito's, maar ook aan direct opvraagbaar spaargeld. In de NSFR kennen stable deposits – van klanten waarmee banken een klantrelatie hebben en die gedekt zijn door het depositogarantiestelsel – een jaarlijkse run-off rate van 10%. Het construeren van eenzelfde run-off rate o.b.v. marktfinanciering zou een gelijkmatig aflopende en doorgerolde portefeuille van 10-jaars obligaties vragen. Voor non-stable deposits is de run-off rate 20%, hetgeen zich vertaalt in een portefeuille van 5-jaars obligaties. Dit betekent dat beide soorten deposito's in het liquiditeitsraamwerk van Bazel III als relatief stabiele financieringsbronnen worden beschouwd.

Figuur 5 Feitelijk en geschat gemiddelde renteverschil

Basispunten



Toelichting: over steekproeven.

Bron: ECB en berekeningen DNB.

is gedefinieerd als het verschil tussen deposito's van en leningen aan huishouden. Ten tweede een bredere definitie, waarin het financieringsgat is gedefinieerd als het verschil tussen deposito's van en leningen aan de niet-financiële private sector (huishoudens en bedrijven). Figuur 5 (rechts) bevat hetzelfde overzicht, maar dan voor de kortlopende termijndeposito's. Hoewel de gevonden resultaten zeker niet perfect zijn, wijst de analyse uit dat de renteversillen inderdaad toenemen bij een groter financieringstekort.

Ook de hypothese dat gedurende de crisis de relevantie van het financieringsgat voor de hoogte van spaarrentes is toegenomen wordt door het empirische model ondersteund. Zodra sprake is van toenemende marktonrust in interbancaire markten, neemt de relevantie van het financieringsgat voor de hoogte van spaarrentes toe. Bovendien vindt het model significant hogere coëfficiënten op het financieringsgat wanneer het geschat wordt vanaf augustus 2007 in plaats van januari 2003.

Literatuur

Klein, M.A. (1971), 'A Theory of the Banking Firm', *Journal of Money, Credit and Banking*, Vol. 3, No. 2, pp 205-218.

Monti, M. (1972), 'Deposit, credit and interest rate determinations under alternative bank objectives', in: G.P. Szegö en K. Shell (eds.), *Mathematical Methods in Investment and Finance*: Amsterdam: Noord-Holland.

Myers, S.C. en N.S. Majluf (1984), 'Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have', *NBER Working Paper*, No. W1396.

Appendix 2 Gedetailleerde resultaten

De onderstaande tabel toont de achterliggende resultaten die aan de basis liggen van de scenario-analyse in de hoofdtekst en de cijfers genoemd in voetnoot 5:

- Het **centrale scenario** vergelijkt het linker paneel van onderdeel (b) met het rechter paneel van onderdeel (a).
- Het **alternatieve scenario** vergelijkt het linker en rechter paneel van onderdeel (a).
- Het kostenverschil van 0,5 procentpunt volgens de afspiegelingsmethode is afgeleid van het rechterpaneel van onderdeel (b).
- De winstmarge van buitenlandse banken van 0,2 procentpunt staat in het rechter paneel van onderdeel (c).

Tabel. Geschatte marges, tarieven en financieringskosten nieuwe hypotheeken

(a) Matchingvariant

	2005 - 2007			2010 - 2012		
	Marge	Tarief	Fin. kosten	Marge	Tarief	Fin. kosten
Nederland	1,6	3,3	3,1	1,6	4,3	2,7
Benchmark	2,1	4,3	2,2	1,6	3,5	1,9
Vershil	-0,7	0,1	0,9	0,0	0,9	0,8
<i>Duitsland</i>	2,2	4,6	2,4	1,6	3,3	1,7
<i>Frankrijk</i>	1,4	3,9	2,6	1,2	3,5	2,3
<i>België</i>	2,6	4,3	1,7	2,0	3,6	1,7

(b) Afspiegelingsvariant

	2005 - 2007			2010 - 2012		
	Marge	Tarief	Fin. kosten	Marge	Tarief	Fin. kosten
Nederland	1,1	4,4	3,3	1,8	4,3	2,5
Benchmark	1,2	4,3	3,1	1,5	3,5	2,0
Vershil	-0,1	0,1	0,2	0,4	0,9	0,5
<i>Duitsland</i>	1,4	4,6	3,2	1,3	3,3	2,0
<i>Frankrijk</i>	0,7	3,9	3,2	1,3	3,5	2,2
<i>België</i>	1,5	4,3	2,8	1,8	3,6	1,9

(c) Variant in de CPB-notitie *De Nederlandse woningmarkt*

	2005 - 2007			2010 - 2012		
	Marge	Tarief	Fin. kosten	Marge	Tarief	Fin. kosten
Nederland	0,8	4,4	3,6	1,3	4,3	3,1
Benchmark	0,8	4,3	3,5	0,2	3,5	3,3
Vershil	0,1	0,1	0,1	1,1	0,9	-0,3
<i>Duitsland</i>	1,1	4,6	3,6	0,4	3,3	2,9
<i>Frankrijk</i>	0,3	3,9	3,6	0,1	3,5	3,4
<i>België</i>	0,9	4,3	3,4	0,0	3,6	3,7

Publicaties in deze serie sinds januari 2003

- Vol.1/No.1 (2003) Requirements for successful currency regimes:
The Dutch and Thai experiences
*Robert-Paul Berben, Jan Marc Berk, Ekniti Nitibanprapas,
Kanit Sangsuphan, Pisit Puapan and Piyaporn Sodsriwiboon*
- Vol.1/No.2 (2003) The blurring of distinctions between financial sectors:
fact or fiction?
Annemarie van der Zwet
- Vol.1/No.3 (2003) Intermediation, integration and internationalisation:
a survey on banking in Europe
Jaap Bikker and Sandra Wesseling
- Vol.1/No.4 (2003) A Survey of Institutional Frameworks for Financial Stability
Sander Oosterloo and Jakob de Haan
- Vol.2/No.1 (2004) Towards a framework for financial stability
Aerdt Houben, Jan Kakes and Garry Schinasi
- Vol.2/No.2 (2004) Depositor and investor protection in the Netherlands:
past, present and future
Gillian Garcia and Henriëtte Prast
- Vol.3/No.1 (2005) Labour market participation of ageing workers
Micro-financial incentives and policy considerations
W. Allard Bruinschoofd and Sybille G. Grob
- Vol.3/No.2 (2005) Payments are no free lunch
Hans Brits and Carlo Winder
- Vol.4/No.1 (2006) EUROMON: the multi-country model of
De Nederlandsche Bank
Maria Demertzis, Peter van Els, Sybille Grob and Marga Peeters
- Vol.4/No.2 (2006) An international scorecard for measuring bank performance:
The case of Dutch Banks
J.W.B. Bos, J. Draulans, D. van den Kommer and B.A. Verhoef
- Vol.4/No.3 (2006) How fair are fair values?
A comparison for cross-listed financial companies
Marian Berden and Franka Liedorp

- Vol.4/No.4 (2006) Monetary policy strategies and credibility – theory and practice
Bryan Chapple
- Vol.4/No.5 (2006) China in 2006: An economist's view
Philipp Maier
- Vol.4/No.6 (2006) The sustainability of the Dutch pension system
Jan Kakes and Dirk Broeders
- Vol.5/No.1 (2007) Microfinanciering, deposito's en toezicht:
de wereld is groot, denk klein!
Ronald Bosman en Iskander Schrijvers
- Vol.5/No.2 (2007) Public feedback for better banknote design 2
Hans de Heij
- Vol.6/No.1 (2008) Towards a European payments market: survey results on
cross-border payment behaviour of Dutch consumers
Nicole Jonker and Anneke Kosse
- Vol.6/No.2 (2008) Confidence and trust:
empirical investigations for the Netherlands and the
financial sector
Robert Mosch and Henriëtte Prast
- Vol.6/No.3 (2008) Islamic Finance and Supervision:
an exploratory analysis
Bastiaan Verhoef, Somia Azahaf and Werner Bijkerk
- Vol.6/No.4 (2008) The Supervision of Banks in Europe:
The Case for a Tailor-made Set-up
Aerdt Houben, Iskander Schrijvers and Tim Willems
- Vol.6/No.5 (2008) Dutch Natural Gas Revenues and Fiscal Policy:
Theory versus Practice
Peter Wierdsma and Guido Schotten
- Vol.7/No.1 (2009) How does cross-border collateral affect a country's central bank
and prudential supervisor?
Jeannette Capel
- Vol.7/No.2 (2009) Banknote design for the visually impaired
Hans de Heij

- Vol.7/No.3 (2009) Distortionary effects of crisis measures and how to limit them
Jan Willem van den End, Silvie Verkaart and Arjen van Dijkhuizen
- Vol.8/No.1 (2010) The performance of EU foreign trade: a sectoral analysis
Piet Buitelaar and Henk van Kerkhoff
- Vol.8/No.2 (2010) Reinsurers as Financial Intermediaries in the Market for
Catastrophic Risk
John Lewis
- Vol.8/No.3 (2010) Macro-effects of higher capital and liquidity requirements for
Banks - Empirical evidence for the Netherlands
*Robert-Paul Berben, Beata Bierut, Jan Willem van den End and
Jan Kakes*
- Vol.8/No.4 (2010) Banknote design for retailers and public
Hans de Heij
- Vol.9/No.1 (2011) DELFI: DNB's Macroeconomic Policy Model of the Netherlands
- Vol.9/No.2 (2011) Crisis Management Tools in the EU:
What Do We Really Need?
Annemarie van der Zwet
- Vol.9/No.3 (2011) The post-crisis world of collateral and international liquidity -
A central banker's perspective
Jeannette Capel
- Vol.9/No.4 (2011) What is a fit banknote? The Dutch public responds
*Frank van der Horst, Martijn Meeter, Jan Theeuwes and
Marcel van der Woude*
- Vol.9/No.5 (2011) Housing bubbles, the leverage cycle and the role of
central banking
Jeroen Hessel and Jolanda Peters
- Vol.9/No.6 (2011) Is there a 'race to the bottom' in central counterparties
competition?
- Evidence from LCH.Clearnet SA, EMCF and EuroCCP
Siyi Zhu
- Vol.10/No.1 (2012) Is Collateral Becoming Scarce? - Evidence for the euro area
Anouk Levels and Jeannette Capel

- Vol.10/No.2 (2012) Cash usage in the Netherlands: How much, where, when, who and whenever one wants?
Nicole Jonker, Anneke Kosse and Lola Hernández
- Vol.10/No.3 (2012) Designing Banknote Identity
Hans de Heij
- Vol.10/No.4 (2012) The CentERpanel and the DNB Household Survey: Methodological Aspects
Frederica Teppa (DNB), Corrie Vis (CentERdata)
- Vol.10/No.5 (2012) Het schaduwbankwezen: een verkenning voor Nederland
Menno Broos, Krit Carlier, Jan Kakes en Eric Klaaijsen
- Vol.II/No.1 (2013) Financieringsproblemen in de hypotheekmarkt
Jos Jansen, Melle Bijlsma, Mark Kruidhof en Christiaan Pattipeilohy

