

Een veelbelovende oplossing?

Werd een aantal jaar geleden het Deense arbeidsmarktmodel als lichtend voorbeeld aangehaald voor het Nederlandse arbeidsmarktbeleid, nu wordt het traditionele Deense hypotheekmodel gezien als een belangrijk onderdeel van de hervorming van de woningmarkt.² Twee aspecten van het model staan hierbij centraal: een lagere hypotheekrente en een stabiele en transparante hypotheekfinanciering. Kan de financiering van de hypotheekschuld volgens dit model succesvol worden ingevoerd in Nederland?

Van traditioneel Deens hypotheekmodel...

Het traditionele Deense hypotheekmodel houdt in dat hypotheeken worden gefinancierd door de uitgifte van gedekte obligaties, waarbij een belegger direct investeert in de onderliggende hypotheeken. De uit te geven obligaties zijn een afspiegeling van de onderliggende hypotheeken voor wat betreft looptijd, rentestructuur en aflossingsprofiel. De hypotheekrente wordt bepaald door de actuele marktrente op het moment van uitgifte van deze obligaties. De hypotheekbank financiert maximaal 80% van de waarde van het huis met de uitgifte van obligaties. Omdat het marktrisico direct en volledig wordt overgedragen aan beleggers, hebben hypotheekbanken in het Deense model de rol van intermediair tussen de consument en de kapitaalmarkt. Het kredietrisico blijft wel voor rekening van de Deense hypotheekbanken. De hypotheekbank dient dan ook voor elke verstrekte hypotheek extra onderpand aan te houden omdat eventuele kredietverliezen kunnen leiden tot bijstortverplichtingen aan de obligatiehouders. In tegenstelling tot de Nederlandse markt, die zich kenmerkt door een verscheidenheid aan hypotheekproducten en het grote aantal niet-bancaire hypotheekverstrekkers, voornamelijk via intermediairs, is de Deense hypotheekmarkt sterk gestandaardiseerd. Zo zijn er zeven hypotheekbanken actief die drie gangbare hypotheekproducten verstrekken: hypotheeken met rentevaste periode, *adjustable rate* hypotheeken en hypotheeken met een variabele rente.

... naar model met meer risico's voor de bank

In de afgelopen decennia heeft het traditionele Deense hypotheekmodel een aantal veranderingen ondergaan. Belangrijke veranderingen zijn de introductie van de bovengenoemde *adjustable rate* hypotheeken in 1996 en de aflossingsvrije hypotheeken in 2003.³ Volgens de Association of Danish Mortgage Banks (2011) bedraagt het aandeel van *adjustable rate* hypotheeken in de totale uitstaande hypotheekschuld circa 50%.⁴

² Zie ook: Zes stappenplan van 22 economen (2012), *Naar een duurzame financiering van de woningmarkt*.

³ In 2003 zijn aflossingsvrije hypotheeken geïntroduceerd met een maximale aflossingsvrije periode van tien jaar. In 2007 is de aflossingsvrije periode verlengd tot dertig jaar, mits de *loan-to-market value* ratio niet hoger is dan 75%.

⁴ De totale uitstaande hypotheekschuld bedroeg in 2010 € 237 miljard. Association of Danish Mortgage Banks (2011), *Annual Report 2010*.

Kwartaalbericht Woningmarkt

Tien jaar geleden was dit aandeel nog slechts circa 10%. Dit houdt in dat Deense hypotheekbanken wel degelijk blootgesteld zijn aan herfinancieringsrisico's omdat uitgegeven hypotheekobligaties een kortere looptijd hebben dan de hypotheek. Anders dan het traditionele hypotheekmodel suggereert, nemen hypotheekbanken naast het kredietrisico ook een belangrijk deel van het herfinancieringsrisico voor hun rekening. De beschikbaarheid van de financiering is des te belangrijker omdat tijdens de huidige financiële crisis de Deense reële huizenprijzen met ruim 20% zijn gedaald, waardoor Deense hypotheekbanken genoodzaakt waren om extra kapitaal te storten om de houders van gedekte obligaties te compenseren voor geleden verliezen (figuur 28). Volgens Danmarks Nationalbank (2010) heeft vooral de markt voor langetermijn gedekte obligaties hieronder geleden, waardoor de Deense overheid maatregelen nam om te voorkomen dat Deense langetermijn investeerders uit deze markt zouden uitstappen.⁵ In zijn meest recente rapport ziet de kredietbeoordelaar Moody's de verslechterde kwaliteit van het onderpand en de financieringsdruk bij banken als belangrijke redenen voor de negatieve vooruitzichten voor het Deense bankwezen (Moody's, 2011).⁶

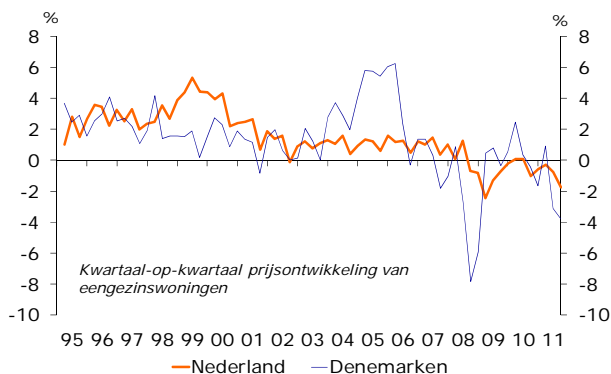
Bazel III en gedekte obligaties

Bazel III introduceert internationaal geharmoniseerde liquiditeitseisen, waarin de *liquidity coverage ratio* (LCR) en de *net stable funding ratio* (NSFR) centraal staan. De LCR vereist dat banken voldoende zeer liquide activa aanhouden om de uitstroom van middelen gedurende dertig dagen in een zwaar stressscenario te kunnen opvangen. De NSFR vereist dat banken hun activa met meer (stabiele) langetermijnmiddelen financieren. Volgens deze nieuwe liquiditeitseisen

⁵ Danmarks Nationalbank (2010), *Liquidity of Danish Government and Covered Bonds – Before, During and After the Financial Crisis – Preliminary Findings*, Working Paper No. 70/2010.

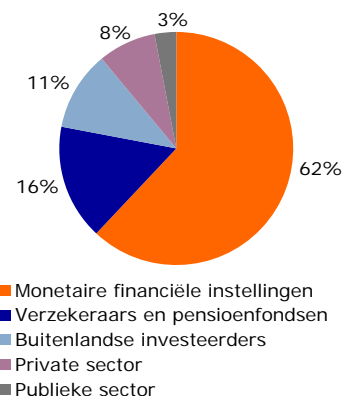
⁶ Moody's (2011), *Banking System Outlook: Denmark*, Moody's Investors Service.

Figuur 28: Deense huizenprijzen harder onderuit tijdens de crisis



Bron: Statistics Denmark, CBS/Kadaster

Figuur 29: Investeerders in Deense gedekte obligaties



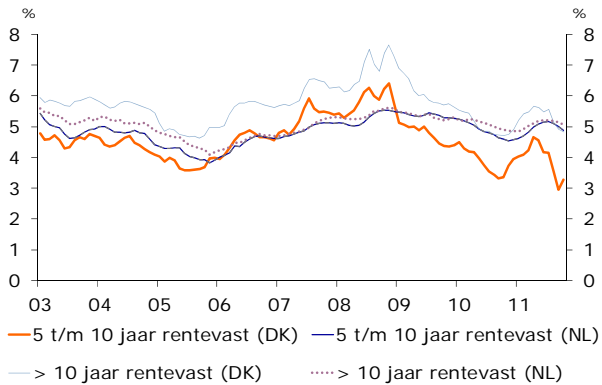
Bron: Nykredit, Danmarks Nationalbank

worden Deense hypotheekobligaties en gedekte obligaties aangemerkt als (meer) illiquide en risicovol en worden hypotheekobligaties met een *adjustable*

rate (met een rentevaste periode van of korter dan één jaar) niet gezien als stabiele financiering. Hierdoor zullen Deense (hypotheek)banken in beperkte mate mogen beleggen in deze producten. Op dit moment heeft het Deense bankwezen bijna twee derde (62%) van de uitstaande gedekte obligaties in handen, die vooral worden gebruikt voor liquiditeitsbeheer (figuur 29). Een van de mogelijke gevolgen van Bazel III is dat het rendement op gedekte obligaties zal stijgen om andere, mogelijk buitenlandse beleggers aan te trekken met als gevolg dat de hypotheekfinanciering duurder wordt. Op dit moment wordt slechts 15% van de Deense gedekte obligaties door buitenlandse investeerders gekocht. Nog belangrijker is dat de

beschikbaarheid van liquide activa hierdoor wordt beperkt. Danmarks Nationalbank en Finanstilsynet hebben berekend dat de Deense financiële sector circa € 60-75 miljard aan staatsobligaties nodig zal hebben om aan de liquiditeitsvereisten te kunnen voldoen (Association of Danish Mortgage Banks, 2011). De Deense overheid heeft circa € 90 miljard uitstaan aan staatsobligaties, een kwart van het totaal uitstaande bedrag aan gedekte obligaties (€ 339 miljard).

Figuur 30: Deense en Nederlandse hypotheekrenten vergeleken (nieuwe hypotheek)



Bron: Danmarks Nationalbank, DNB

Het gras lijkt groener bij de noorderburen

Het traditionele Deense hypotheekmodel brengt een aantal voordelen met zich mee voor de huizenbezitters. Zo is niet alleen de kostenopbouw van de hypotheek transparant, ook betalen Deense huizenbezitters op dit moment gemiddeld een lagere hypotheekrente dan de Nederlandse. Volgens de voorstanders levert de invoering van het Deense hypotheekmodel de Nederlandse huizenbezitters dan ook een behoorlijk rentevoordeel op. Uit de cijfers van de Deense en Nederlandse centrale bank blijkt dat de Deense hypotheekrente met een relatief korte rentevaste periode (tot en met vijf jaar rentevast) sinds 2003 gemiddeld 0,6%-punt lager is dan die in Nederland. De vraag is echter in hoeverre de hypotheekrente met een relatief korte rentevaste periode representatief is voor het traditionele Deense hypotheekmodel waarin de looptijd van de hypotheekobligatie gelijk is aan die van de hypotheek. Er is op dit moment nauwelijks verschil tussen de hypotheekrentes met een relatief lange rentevaste periode in beide landen (figuur 30).

Kwartaalbericht Woningmarkt

In tegenstelling tot Nederland, waar de maximale *loan-to-market value* ratio 108% bedraagt, is de Deense consument verplicht om minimaal 20% van de woningaankoop met eigen vermogen dan wel met een tweede hypotheek te financieren. Deze tweede hypotheek wordt door commerciële banken verstrekt, heeft vaak een looptijd van twintig jaar en een rente die gemiddeld 3 tot 4%-punt hoger ligt dan op de hypotheek met een *loan-to-market value* ratio tot 80%. Starters en risicovolle groepen, zoals zzp'ers, hebben hierdoor moeilijker toegang tot de Deense hypotheekmarkt. Voor de belegger in hypotheekobligaties betekent dit wel een relatief betrouwbare investering met een laag kredietrisicoprofiel. Dit uit zich vanzelfsprekend in een lagere rentevergoeding. Overigens bepaalt het verschil in de financieringsstructuur slechts voor een deel het verschil in de opbouw van hypotheekrentes in Denemarken en Nederland. Ook het institutionele kader van nationale woningmarkten, ontwikkelingen op nationale spaarmarkten, concurrentieverhoudingen en de toetredingsmogelijkheden voor andere (buitenlandse) financiële instellingen spelen een grote rol.

Een kwestie van herverdeling

Voorstanders benadrukken dat de implementatie van het traditionele Deense hypotheekmodel in Nederland een aantrekkelijke investeringsmogelijkheid zou bieden voor de Nederlandse institutionele beleggers. Hierdoor kan het deposito-financieringsgat (€ 480 miljard) van het Nederlandse bankwezen worden gedicht met langetermijnfinanciering. De vraag is echter of de animo van Nederlandse institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, voor het verschaffen van risicovolle langetermijnfinanciering groot genoeg is en of ze meer bloot willen staan aan binnenlandse risico's. Op dit moment beleggen Nederlandse pensioenfondsen slechts een beperkt deel van hun vermogen (minder dan 5%) in Nederlandse hypotheekobligaties. In Denemarken is 16% van de uitstaande gedekte obligaties in handen van pensioenfondsen en verzekeraars. Nog belangrijker is dat het marktrisico in het traditionele Deense model volledig voor rekening van beleggers komt. Zo kunnen Deense huizenbezitters altijd boetevrij vervroegd aflossen en herfinancieren. De rente die wordt vergoed op obligaties met deze zogenaamde calloptie ligt hoger dan de rente op obligaties zonder deze optie, waardoor de consument betaalt voor het recht om tegen een van tevoren vastgestelde prijs te kunnen aflossen. Niettemin zijn traditionele hypotheekobligaties voor langetermijnbeleggers relatief laag renderende beleggingen met een onzekere looptijd. Het rendement op deze hypotheekobligaties is te laag voor voldoende pensioenopbouw.⁷ Vanuit het perspectief van de Nederlandse hypotheekgever annex (toekomstige) gepensioneerde is dit niets anders dan een verschuiving van het risico: tegenover lagere hypotheeklasten nu staat een nog onzekerder pensioeninkomen in de toekomst.

⁷ Het rendement op Deense 30-jaars hypotheekobligaties schommelt rond 3,5% à 4%.

Kwartaalbericht Woningmarkt

Bovendien geven banken bij de financiering via de uitgifte van gedekte obligaties een deel van de hypothecaire portefeuille in onderpand, waardoor obligatiehouders zo goed als geen kredietrisico lopen. Zoals de huidige ontwikkelingen in Denemarken laten zien, kan in een tijd van dalende huizenprijzen de uitgifte van gedekte obligaties lastig zijn, terwijl kredietverliezen kunnen leiden tot bijstortverplichtingen aan de houders van gedekte obligaties. Volgens DNB (2011) kan dit ten koste gaan van onder anderen depositohouders omdat zij bij een eventueel bankfaillissement een groter risico lopen hun geld kwijt te raken.⁸ In het slechtste geval wordt een deel van de verliezen afgewenteld op het depositogarantiestelsel. In Denemarken doet dit probleem zich niet rechtstreeks voor omdat Deense hypotheekbanken geen spaardeposito's mogen aantrekken.

Tot slot

Zoals zo vaak bieden voorbeelden uit het buitenland meer dan eens inspiratie voor beleidsplannen in eigen land. Hoewel het traditionele Deense hypotheekmodel interessante aanknopingspunten aanreikt, is zomaar kopiëren van dit model onmogelijk en onwenselijk. Het fundament van dit hypotheekmodel werd ruim 200 jaar geleden gelegd en er is sindsdien steeds verder aan geschaafd om het model aan te passen aan de veranderende economische en institutionele omgeving in Denemarken. Het gevolg is dat het Deense hypotheekmodel al lang niet meer zo traditioneel is als ten tijde van de invoering. In deze discussie wordt eveneens vergeten dat financiering van de hypotheek met gedekte obligaties met dezelfde karakteristieken als de hypotheek zelf in Nederland nu ook al mogelijk is. Belangrijker is om te onderzoeken op welke wijze (Nederlandse) institutionele beleggers kunnen worden verleid om te beleggen in de Nederlandse hypotheekmarkt. Daar is echter geen traditioneel Deens hypotheekmodel voor nodig, maar een constructieve dialoog met institutionele beleggers.

⁸ DNB (2011), *Overzicht Financiële Stabiliteit*, Najaar 2011 No. 14.