



Centraal Planbureau

CPB Notitie | 14 februari 2013

De Nederlandse woningmarkt - hypotheekrente, huizenprijzen en consumptie

*Op verzoek van minister Blok
van Wonen en Rijksdienst*



Centraal Planbureau

CPB Notitie

Aan: Minister Blok van Wonen en Rijksdienst

Datum: 14 februari 2013

Betreft: De Nederlandse woningmarkt - hypotheekrente, huizenprijzen
en consumptie

Centraal Planbureau

Van Stolkweg 14
Postbus 80510
2508 GM Den Haag

T (070)3383 380
I www.cpb.nl

Contactpersonen

Michiel Bijlsma
Johannes Hers
Remco Mocking

1 Inleiding

Op 25 januari 2013 verzocht u in uw brief met kenmerk 2013-0000048142 het CPB om een beschouwing die ingaat op de gevolgen van de huidige financiële positie van banken voor de hypotheek- en de woningmarkt, en in het verlengde daarvan voor de actuele situatie in de Nederlandse economie. Daarbij dienen zowel de conjuncturele als de structurele aspecten van die relatie aan de orde te komen. Het CPB voldoet aan dit verzoek voor zover de vragen kunnen worden beantwoord op basis van de aanwezige deskundigheid en capaciteit, zoals reeds aangegeven in onze brief van 31 januari met kenmerk 13 00310.

Samenvattend luidt onze conclusie:

- De hypotheekrentes in Nederland liggen volgens ECB-statistieken gemiddeld grofweg 1% punt hoger dan in de ons omringende landen.
- Er zijn geen aanwijzingen dat de kosten voor financiering van vreemd vermogen via ongedekt schuld papier, gedekt schuld papier of securitisatie systematisch hoger liggen dan in de ons omringende landen. Voor sommige typen deposito's liggen de kosten wel hoger dan in sommige omringende landen. Dit geldt echter niet voor alle landen en ook niet voor alle depositovormen.
- Hogere kosten voor het aantrekken van vreemd vermogen vormen dan ook niet de meest waarschijnlijke verklaring voor de hogere hypotheekrentes in Nederland.
- Er zijn drie mogelijk alternatieve verklaringen voor de hogere rentes op hypothecair krediet in vergelijking met het buitenland.
 - (1) Capaciteitsrestricties omdat Nederlandse banken mogelijk in sterkere mate dan buitenlandse banken hun hefboom aan het verlagen zijn.
 - (2) Afgenomen concurrentie doordat buitenlandse partijen de markt hebben verlaten of minder actief zijn sinds de crisis.
 - (3) Toegenomen risico's op de Nederlandse hypotheekmarkt als gevolg van dalende huizenprijzen en tegenvallende economische conjuncturele ontwikkelingen.
- De NHG beperkt de risico's op de Nederlandse hypotheekmarkt door banken tegen het risico van wanbetaling te verzekeren. Rondom de NHG leven twee vragen.
 - (1) Waarom resulteert een eenmalige premie van 0,85% in een veel groter voordeel voor huizenkopers dan ruwweg een half procent lagere hypotheekrente? Een deel hiervan is te verklaren als het staatrisico bij de overheid ligt.
 - (2) Is de garantie wel zo vormgegeven dat internationale marktpartijen hem begrijpen en geloofwaardig vinden?
- De ontwikkeling van de huizenprijzen in Nederland sinds 1980 is voor een belangrijk deel te verklaren uit fundamentals (inkomen, vermogen, rente, woningaanbod).
- De (reële) huizenprijzen zijn sinds 2008 met ongeveer 20 procent gedaald. In die periode is de bijdrage van de in historisch perspectief lage rente positief. De huizenprijzen zouden zo'n 5 procent hoger liggen dan nu het geval is als de Nederlandse hypotheekrente op het nog lagere EU-gemiddelde zou liggen.

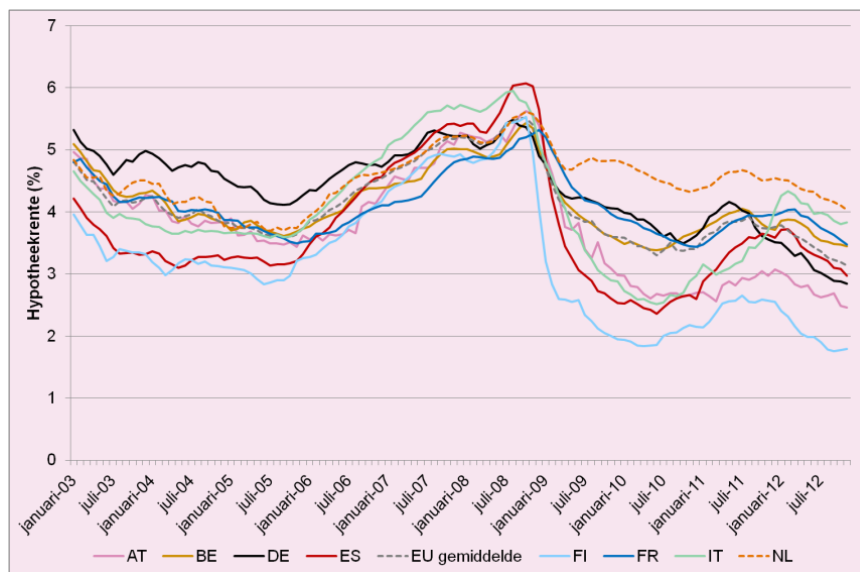
Verschillende factoren hebben bijgedragen aan de daling van de huizenprijzen in deze periode:

- (1) de ontwikkeling van het reëel beschikbaar inkomen en de gerealiseerde (lichte) groei van de woningvoorraad.
 - (2) (de onzekerheid over) het beleid op de woningmarkt sinds 2010.
- Dalende huizenprijzen zijn een belangrijke factor in het verklaren van de afgenomen consumptie en lagere economische groei. De daling van de consumptie in de periode 2008-2012 is voor iets minder dan de helft toe te schrijven aan de daling van de huizenprijzen.

2 De hypotheekrente in Nederland

Uitgaande van de cijfers die de ECB bijhoudt, is goed zichtbaar dat de hypotheekrentes in Nederland sinds de financiële crisis hoger liggen dan in de ons omringende landen. Onderstaande figuur laat dit zien. De figuur geeft de ontwikkeling weer van de gemiddelde hypotheekrentes die banken vragen in een selectie van Europese landen. In de meeste Europese landen dalen de hypotheekrentes sterk na de financiële crisis van 2008. In Nederland is deze daling minder sterk.

Figuur 2.1 Gemiddelde hypotheekrentes, alle hypotheeken¹



Bron - ECB

Wanneer we kijken naar hypotheekrentes met een rentevaste periode van minder dan 1 jaar, een rentevaste periode van 1-5 jaar, een rentevaste periode van 5-10 jaar en een rentevaste periode van meer dan 10 jaar, zien we een vergelijkbaar beeld. De verschillen zijn vooral

¹ Het betreft het gemiddelde rentepercentage voor woninghypotheekrentes, waarbij gewogen wordt met het volume aan nieuwe contracten met verschillende rentevaste perioden. De cijfers worden gepubliceerd door de [ECB](#).

groot bij de hypotheeken met een rentevaste periode van meer dan 1 jaar. Gemiddeld over alle hypotheeken is de rente in Nederland 1 procentpunt hoger dan het EU-gemiddelde.

Een centrale vraag luidt nu wat de mogelijke verklaringen zijn voor de hoge hypotheekrentes. De rente die de bank aan een klant voor een hypotheeklening vraagt, hangt af van de marginale kosten van de bank om die lening te financieren en van de concurrentieverhoudingen op de markt. De marginale kosten van het verstrekken van een hypotheeklening hangen af van het risicoprofiel van de hypotheeklening zelf, van de karakteristieken van de bank die de hypotheeklening verstrekt, en van de opportunitetskosten van het verstrekken van de lening. Financiers eisen immers een hoger rendement op investeringen in leningen die een hoger markt- of kredietrisico hebben. Het is kostbaarder om financiers ertoe te bewegen de financiering voor een extra hypotheeklening ter beschikking te stellen als de bank als geheel een groter krediet- of liquiditeitsrisico kent. Via de opportunitetskosten hangen de marginale kosten van het verstrekken van een lening af van het kapitaalbeslag dat de lening met zich meebrengt.

In het onderstaande gaan we na welke aanwijzingen er zijn dat de kosten voor financiering van vreemd vermogen voor Nederlandse banken verschillen van die van buitenlandse, evenals hoe de karakteristieken van Nederlandse banken, van Nederlandse hypotheekleningen, en concurrentieverhoudingen de afwijkende tarieven op de Nederlandse markt zouden kunnen verklaren. Verschillende verklaringen sluiten elkaar niet uit.

2.1 Kosten financiering vreemd vermogen

Allereerst gaan we na of kosten voor financiering via vreemd vermogen voor Nederlandse banken verschillen van die van buitenlandse banken. Een bank financiert nieuwe hypothecaire leningen ruwweg met de volgende instrumenten: ongedekt schuldpapier, gedekt schuldpapier, repo-contracten, deposito's en via securitisatie.² Hieronder laten we deze instrumenten één voor één de revue passeren. Repo-contracten bespreken we niet, omdat we daar geen prijsgegevens van konden vinden.

Een eerste component in de kosten voor financiering via vreemd vermogen is ongedekt schuldpapier. De kosten van ongedekt schuldpapier van een gegeven looptijd kunnen benaderd worden aan de hand van de swaprente plus de spread op CDS-contracten van een bank, beide van dezelfde looptijd.³ De swaprente is een maat voor de risicovrije rente in het Eurogebied. CDS-spreads reflecteren de bankspecifieke opslag als dekking voor het kredietrisico. De gewogen gemiddelde CDS-spreads van Nederlandse financiële instellingen liggen lager dan die van banken in omliggende landen, zoals onderstaande grafiek laat zien

² Zie bijvoorbeeld hoofdstuk vier in <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/housingfinanceeuroarea0309en.pdf>

³ De Swaprente kan gezien worden als de rente op een financiële titel waarbij een contract met een langlopende vaste rente wordt uitgewisseld tegen een korte variabele rente. Daarbij vinden er margebetalingen plaats als de langlopende vaste rente wijzigt. Omdat de markt voor Swapcontracten erg liquide is, vormt het een goede indicator van de risicovrije rente.

voor contracten met een looptijd van 5 jaar.⁴ De conclusie luidt dat de kosten van financiering via ongedekt schuld papier niet hoger liggen dan in de ons omringende landen.

Figuur 2.2 Gemiddelde CDS-spreads



Bron - Datastream, berekeningen CPB

Op de markt voor gedekt schuld papier geldt dat de spreads tussen gedekt schuld papier en senior ongedekt schuld papier in 2011 voor Nederland rond de 50 basispunten lag, vergelijkbaar met Duitsland. De spread ten opzicht van staatsschuld lag voor gedekt schuld papier met een Aaa-rating rond de 70 basispunten, wederom vergelijkbaar met de spreads in Duitsland.⁵ We hebben dan ook geen aanwijzing dat de marktprijs van gedekt schuld papier hoger ligt dan in de ons omringende landen.⁶

Daarnaast wordt een deel van de hypotheek gesecuritiseerd en op de markt voor Residential Mortgage Backed Securities (RMBS) verkocht. De spreads op RMBS-titels geven aan wat de financieringskosten zijn voor het gesecuritiseerde deel van hypotheekleningen. Als de prijzen op die markt zijn gestegen, kan dit een verklaring vormen voor hogere prijzen die banken rekenen. Dit geldt ook voor banken in andere Europese landen.

Wanneer we naar de spreads van Nederlandse RMBS-contracten kijken, zien we echter dat deze niet bijzonder hoog zijn in verhouding met andere Europese landen. De prijzen zijn voor Nederland de afgelopen twee jaar gedaald en liggen rond de 50 tot 100 basispunten boven Euribor. Uit de maandrapportages van Markit blijkt bijvoorbeeld dat de spreads op Nederlandse RMBS momenteel iets hoger zijn dan die in het Verenigd Koninkrijk en

⁴ Met balansomvang gewogen gemiddelde van senior CDS MM 5-jaars euro CDS contracten voor de volgende banken: Deutsche Bank; Commerzbank; Landesbank Baden-Wurtemberg; DZ Bank; Bayerische Landesbank; Norddeutsche Landesbank; HSH Nordbank; Landesbank Berlin; BNP Paribas; Crédit Agricole; Crédit Mutuel; Société Générale; ABN Amro; ING Bank; Rabobank; SNS Bank; Royal Bank of Scotland; HSBC; Barclays; Lloyds; Nationwide BS; Santander UK; KBC Bank; Fortis. De CDS spreads zijn verzameld over de periode begin 2008 tot en met begin 2013.

⁵ Zie ECB European covered bond fact book 2012

⁶ Volgens DNB is overcollateralisatie voor Nederlandse covered bonds internationaal hoog met doorgaans meer dan 25% als gevolg van de specifieke Nederlandse juridische context (zie p. 64 van het [Jaarverslag DNB 2011](#))

vergelijkbaar zijn met die in Frankrijk. Begin 2012 lagen de spreads op Nederlands RMBS driehonderd tot vierhonderd basispunten lager dan in Spanje en Italië.⁷ Ook hier luidt de conclusie dat er geen aanwijzingen zijn dat de kosten hoger liggen dan in de ons omringende landen.

Er zijn drie additionele redenen om te vermoeden dat de kosten van financiering via securitisatie niet hoger zijn dan in andere landen. Ten eerste kennen Nederlandse hypotheeklenagers lage wanbetalingen in vergelijking met hypotheeklenagers in andere landen.⁸ Wel is het zo dat Nederlandse huishoudens die in de afgelopen tien jaar voor het eerst een huis kochten, een relatief hoge loan-to-value (LTV) ratio's kennen.⁹ Gemiddeld over alle woningen lag de LTV-ratio in 2010 overigens rond de 70 procent.¹⁰ Ten tweede beperkt de Nationale Hypotheek Garantie (NHG) het risico op de gesecuritiseerde leningen omdat het banken verzekert tegen wanbetalingen. De NHG is een verzekering die een eigenaar-bewoner tegen betaling van een eenmalige premie kan krijgen als hij een lening afsluit voor het kopen of verbouwen van zijn woning. De NHG wordt verstrekt door de Stichting Waarborgfonds Eigen Woningen (WEW) die daarmee garant staat voor de terugbetaling van het hypotheekbedrag en bijkomende kosten aan de geldverstrekker. Uitgaande van de gegevens in [WoON 2009](#) viel 29% van de uitstaande hypotheeksom onder de NHG. Dit percentage zal nu wat hoger liggen omdat de afgelopen vier jaar een groot deel van de nieuwe hypotheekleningen onder de NHG viel. Van de nieuwe productie valt een veel groter percentage potentieel onder de NHG. Ten derde is de markt voor uitgifte van gesecuritiseerde Nederlandse hypotheekleningen nog steeds relatief actief.¹¹

Een derde component in kosten voor financiering via vreemd vermogen vormt de rente op deposito's bij Nederlandse banken. Een hogere rente op deposito's zou een weerspiegeling kunnen zijn van een grotere bereidheid bij Nederlandse banken om geld van spaarders aan te trekken dan bij banken in andere landen. Verschillen in depositorentes kunnen echter ook ontstaan door andere verschillen tussen landen, zoals de mate van concurrentie op de spaardersmarkt.

Onderstaande figuur laat zien dat de rentes op deposito's met een vaste looptijd in Nederland gemiddeld gezien hoog zijn in vergelijking met landen als Duitsland, Oostenrijk en België. De Nederlandse rentes op deposito's met een vaste looptijd zijn vergelijkbaar met de rentes die Franse, Spaanse en Italiaanse banken betalen.¹² Wanneer we kijken naar een opsplitsing naar verschillende looptijden zien we een genuanceerder beeld (zie appendix A

⁷ Zie [Unicredit securitisation outlook](#), 29 januari 2013; [Markit structured finance research - European MBS market](#), 25 oktober 2012; [Markit structured finance research - European MBS](#), januari 2013. Zie ook de relatief lage spreads bij de uitgifte van NIBC van [750 Mln euro op 1 juni 2011](#) en van [526,5 mln euro op 24 januari 2013](#). De LTV-ratio van die laatste uitgifte was 72,3%. Dit ligt ongeveer op de gemiddelde LTV-ratio in Nederland volgens in voetnoot 8 genoemde cijfers van het CBS.

⁸ Zie [deze publicatie](#) van ABN AMRO voor een vergelijking van prime RMBS 60+ dagen delinquency rates met Ierland, Spanje, Portugal, Griekenland, Engeland en [hier](#) voor de analyse van Fitch. Zie ook [dit stuk](#) van de Mortgage Bankers Association voor een vergelijking van achterstallige betalingen (meer dan 30 dagen) in 2010. Nederland ligt lager dan bijvoorbeeld Duitsland.

⁹ Zie <http://www.ecb.int/pub/pdf/other/housingfinanceeuroarea0309en.pdf>

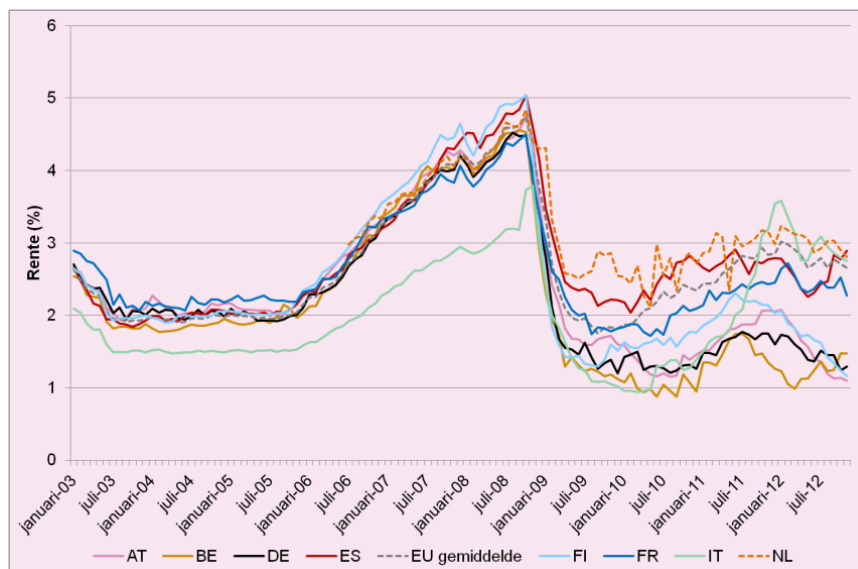
¹⁰ Zie figuur 9.7 in [deze CBS publicatie](#)

¹¹ Zie bijvoorbeeld het overzicht in het [OFS voorjaar 2012](#) van DNB.

¹² Verschillen in deze gemiddelden kunnen ook ontstaan uit een verschillende mix van looptijden van deposito's in de verschillende landen. Het is daarom zinvol ook depositorentes bij gegeven looptijden te vergelijken, zie onder.

voor een overzicht van de verschillende figuren). Nederland zit vaak aan de hoge kant, maar er zijn andere landen die vergelijkbaar scoren. De rentes op deposito's met een opzegtermijn korter dan 3 maanden zijn bijvoorbeeld vergelijkbaar met de rentes die Deense, Britse en Franse banken betalen, maar zijn hoger dan bijvoorbeeld de rentes die Duitse banken betalen. Voor deposito's met een looptijd van 1 tot 2 jaar ligt Nederland onder Frankrijk en Groot-Brittannië en op hetzelfde niveau als Duitsland. Alleen voor deposito's met een vaste looptijd van meer dan 2 jaar zien we dat de Nederlandse rente ruim 1 procentpunt boven de rente in alle andere Europese landen ligt. De conclusie luidt dat voor sommige typen deposito's de kosten hoger liggen dan in de ons omringende landen. Voor andere types zijn ze echter gelijk, of liggen ze lager. Hogere depositorentes kunnen een aanwijzing vormen voor hogere financieringskosten van Nederlandse banken ten opzichte van met name Duitse banken. Voor Frankrijk, Groot-Brittannië en Denemarken geven de depositorentes echter geen duidelijke aanwijzing van verschillen in financieringskosten. Verschillen in concurrentie op de consumentenmarkt voor deposito's kunnen een verklaring vormen voor de in vergelijking met het buitenland hogere rentes voor sommige depositovormen.

Figuur 2.3 Rente op deposito's met vaste looptijd (gewogen gemiddelde van alle looptijden)¹³



Bron - ECB, DNB

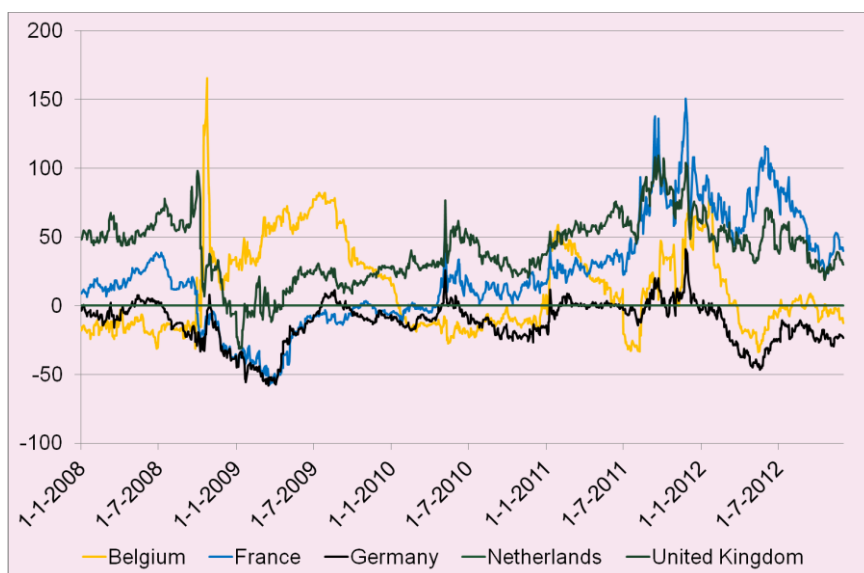
Er zijn geen aanwijzingen dat de kosten voor financiering van vreemd vermogen via ongedekt schuldpapier, gedekt schuldpapier of securitisatie systematisch hoger liggen dan in de ons omringende landen. Voor sommige typen deposito's liggen de kosten in Nederland wel hoger dan in de ons omringende landen. In landen als Frankrijk, Engeland en Denemarken zijn de kosten voor sommige depositovormen vergelijkbaar met die in Nederland.

¹³ Het betreft het gemiddelde rentepercentage voor deposito's met een vaste looptijd, waarbij gewogen wordt met het volume aan nieuwe contracten met verschillende looptijden. De cijfers worden gepubliceerd door de [ECB](#).

Voor de individuele componenten van de financiering geldt dus dat er geen aanwijzingen zijn dat deze in Nederland hoger liggen dan in landen om ons heen. Banken in Nederland zouden wel een andere (duurdere) marginale *financieringsmix* kunnen hebben dan banken in bijvoorbeeld Duitsland of Frankrijk. De uitkomsten zullen afhangen van de aannames over de precieze financieringsmix voor nieuwe productie. Nemen we bijvoorbeeld aan dat een bank niet zomaar extra deposito's kan aantrekken, dan zijn vooral ongedekt schuld papier, gedekt schuld papier, en financiering via securitisatie relevant voor de kosten van nieuwe productie.

Figuur 2.4 laat onder een specifieke aanname de gewogen kosten van vreemd vermogen in verschillende landen ten opzichte van Nederland zien. Onder andere aannames over de gewichten van de diverse financieringsbronnen zal de relatieve positie van Nederland veranderen. Voor elk land bepalen we deposito's als percentage van de totale bezittingen van banken op basis van ECB-data, en nemen we aan dat de rest door ongedekte schuld financiering gefinancierd wordt. Voor de prijs van ongedekte financiering nemen we de 5-jaars swaprente zoals door DNB gepubliceerd plus de gemiddelde CDS-spread. Voor de prijs van deposito's nemen we de rente op vrij opneembare deposito's met een opzegtermijn korter dan 3 maanden van de ECB.¹⁴ De figuur laat zien dat de op deze wijze gedefinieerde kosten in Nederland niet systematisch boven de kosten in andere ons omringende landen liggen. Voor 2011 verandert het beeld niet als we een deel van de niet-gedekte financiering vervangen door gedekte financiering en daarbij aannemen dat per land alle uitstaande gedekte obligaties gebruikt worden voor het financieren van hypotheek plus leningen aan niet-financiële bedrijven, alsmede dat een kwart van de uitstaande gesecuritiseerde leningen gebruikt wordt voor het financieren van hypotheek plus leningen aan niet-financiële bedrijven, terwijl het gewicht van depositofinanciering constant blijft (zie appendix A).¹⁵

Figuur 2.4 Gewogen kosten ten opzichte van Nederland in basispunten (NL = 0)



Bron - ECB, DNB, Datastream, berekeningen CPB

¹⁴ We bepalen hier de gewogen kosten voor een land als $\text{prijs_financiering}(t) = (1-x(t)) * (\text{prijs_swap}(t) + \text{spread_CDS}(t)) + x(t) * \text{rente_deposito}(t)$, waarbij $x(t)$ gelijk is aan $\text{totale_hoeveelheid_deposito's}(t) / \text{omvang_totale_bankbalans}(t)$

¹⁵ België is hierin weggelaten omdat we beschikking hadden over prijsgegevens voor RMBS en gedekte obligaties.

Tot slot zou een verschil in financieringskosten tussen Nederlandse banken en andere Europese banken naar verwachting niet alleen weerspiegeld worden in de rentetarieven voor hypotheeklen. Ook in de rentetarieven voor andere kredietverlening zouden naar verwachting vergelijkbare verschillen de kop op moeten steken. Ook hier zouden banken immers de hogere kosten om financiering aan te trekken door moeten berekenen aan hun klanten. Wanneer we echter als voorbeeld de tarieven voor kleinzakelijke kredieten bekijken, blijken deze in lijn te liggen met die in omliggende landen, met name in kredieten van boven de 1 miljoen euro (zie figuren in appendix A). Voor kleinere zakelijke kredieten zijn er grotere verschillen tussen landen; Nederlandse rentes zijn hier gemiddeld vergelijkbaar met Duitse en Franse tarieven, terwijl in België en Oostenrijk rentes lager liggen. Dit duidt erop dat verschillen in rentetarieven niet zozeer bepaald worden door de kenmerken van de financieringswijze van de bankbalans, maar eerder een reflectie zijn van de kenmerken van de productmarkten waarin banken actief zijn.

Stel nu dat de financieringskosten in tegenspraak met de bovenstaande analyse toch hoger zijn dan die van buitenlandse concurrenten, betekent dat dan dat het zogeheten financieringsgat (zoals DNB die in grafiek 20 van haar [OFS najaar 2011](#) definieert) daarvan de enig mogelijke of meest plausibele oorzaak is? De hypothese luidt dat het financieringsgat ervoor zorgt dat Nederlandse banken relatief afhankelijk zijn van financiering via kapitaalmarkten. Het liquiditeitsrisico dat de banken lopen als gevolg van het kortlopende deel van die financiering, zou markten ertoe aanzetten hoge rentevergoedingen te vragen.

Vanuit het perspectief van liquiditeitsrisico is het verschil tussen enerzijds de totale balans van banken en anderzijds uitstaande deposito's plus het eigen vermogen van belang. Banken moeten immers hun hele balans financieren. Als we daarom uitgaan van dit verschil zijn er naast het financieringsgat ook nog andere structurele verschillen met financiële sectoren in de ons omringende landen die verschillen in financieringskosten zouden kunnen veroorzaken. Belangrijke verschillen tussen Nederland en omringende landen zijn de relatief grote hoeveelheid buitenlandse bezittingen¹⁶ en de hoge buitenlandse verplichtingen op de balansen van Nederlandse banken, de omvang van de Nederlandse financiële sector ten opzichte van het bbp (zie figuur 7 in de [CPB risicorapportage 2011](#)), en de relatief hoge hefboom van Nederlandse financiële instellingen (zie figuur 2.5 hieronder). Al deze factoren kunnen in theorie de kosten van het aantrekken van vreemd vermogen verhogen.

2.2 Capaciteitsrestricties

Een mogelijk alternatieve verklaring voor de hogere Nederlandse hypotheekrentes luidt dat Nederlandse banken te maken hebben met capaciteitsrestricties door gebrek aan eigen vermogen. Als banken hun hefboom willen verlagen, kunnen ze dat op verschillende manieren doen: door winstinhouding (die winst wordt dan gebruikt om schulden af te lossen of nieuwe bezittingen te financieren), door nieuw eigen vermogen aan te trekken, of door de

¹⁶ In september 2012 betrof dit 1176 mld dollar, zie BIS tabel 2A - externe posities van banken in alle munteenheden versus alle sectoren.

balans te verkleinen. Bankeigenaren verkiezen in de praktijk vaak balansverkorting boven de andere mogelijkheden, hoewel dit vanuit maatschappelijk oogpunt niet optimaal hoeft te zijn. Empirische studies leren dat als banken in de problemen raken en daardoor hun eigen vermogen moeten aanzuiveren, het aanpassingstraject gepaard gaat met een daling van het aantal afgesloten nieuwe leningen en een verhoging van de rentetarieven.¹⁷ Onder normale omstandigheden zouden gezonde banken de terugval in kredietverstrekking van concurrenten opvangen. Als alle banken tegelijk geraakt worden, of de terugval dusdanig groot is dat gezonde concurrenten deze niet kunnen opvangen, zou dergelijke kredietrantsoenering dus kunnen leiden tot hogere tarieven op hypotheekmarkten.

Ook is er nog het kapitaalbeslag van nieuwe hypotheekproductie. Wanneer banken een hypothecaire lening verstrekken, moeten ze daarvoor een deel eigen vermogen aanhouden vanwege de Bazelse kapitaaleisen.¹⁸ Als eigen vermogen schaars is, zijn de kosten van dat kapitaalbeslag dus ook hoger. De prijs van een hypotheek komt daardoor hoger te liggen. Het kapitaalbeslag voor een hypotheek wordt bepaald door de Bazelse regelgeving en is hetzelfde voor vergelijkbare banken. De zogeheten gestandaardiseerde benadering binnen Basel II gaat uit van een 8%-kapitaaleis, waarin hypothecaire leningen aan huishoudens een risicogewicht kennen van 35%. Daardoor resulteert een percentage van 2,8%. Als een bank in het ene Europese land een hypotheek met een bepaalde omvang verstrekt, legt dit dus hetzelfde beslag op kapitaal als wanneer een bank in een ander Europees land dat doet.

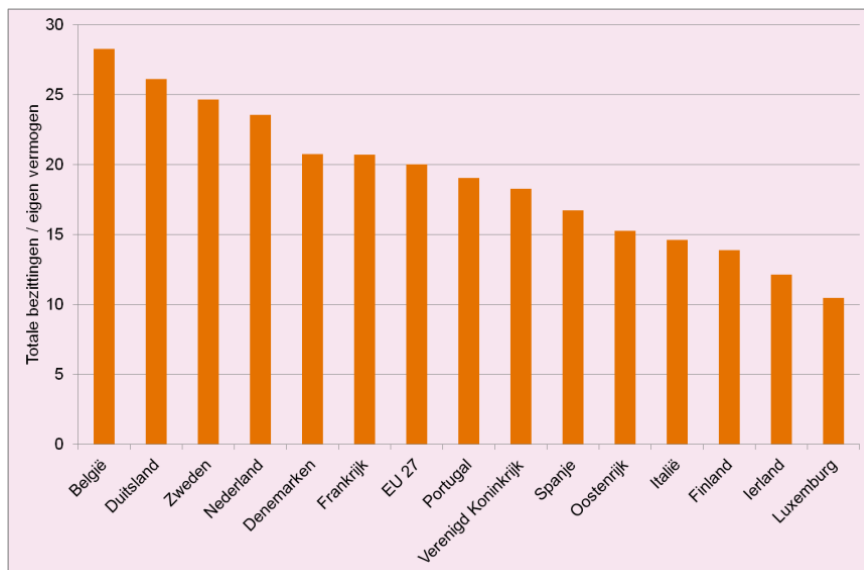
De centrale vraag luidt nu waarom deze effecten sterker zouden zijn in Nederland dan in andere landen. Hier vormt de relatief hoge hefboom van Nederlandse banken een mogelijke verklaring. Onderstaande figuur laat zien dat de hefboom van Nederlandse banken boven het Europese gemiddelde ligt.¹⁹ De [CPB risicorapportage 2011](#) zette uiteen dat Nederlandse banken weliswaar wat betreft hun core tier 1 ratio goed scoorden in de stresstesten die de EBA in 2011 uitvoerde, maar dat tegelijkertijd de gemiddelde hefboom van Nederlandse banken hoog is in vergelijking met die van banken in andere landen (zie ook het [jaarverslag DNB 2011](#)). De verklaring daarvoor vormt het lage risicogewicht van de bezittingen van Nederlandse banken. Dit betekent ook dat ze relatief weinig core tier 1 vermogen hebben ten opzichte van hun totale vermogen en dat ze daardoor relatief gevoelig zijn voor onverwachte verliezen. Gebrek aan toetreding speelt hier ook een rol. Als gezonde buitenlandse banken de Nederlandse markt kunnen betreden en tegen lagere prijzen hypotheekleningen verstrekken, beperkt dit immers de capaciteitsrestrictie en dus potentiële prijsstijgingen.

¹⁷ zie voor een overzicht van de relevante literatuur [CPB document 215](#)

¹⁸ Met eigen vermogen bedoelen we tier 1 common equity.

¹⁹ De figuur laat de totale balansomvang gedeeld door het eigen vermogen zien, gebruik makende van ECB gegevens.

Figuur 2.5 De gemiddelde hefboom van de bancaire sector in diverse landen (2011)

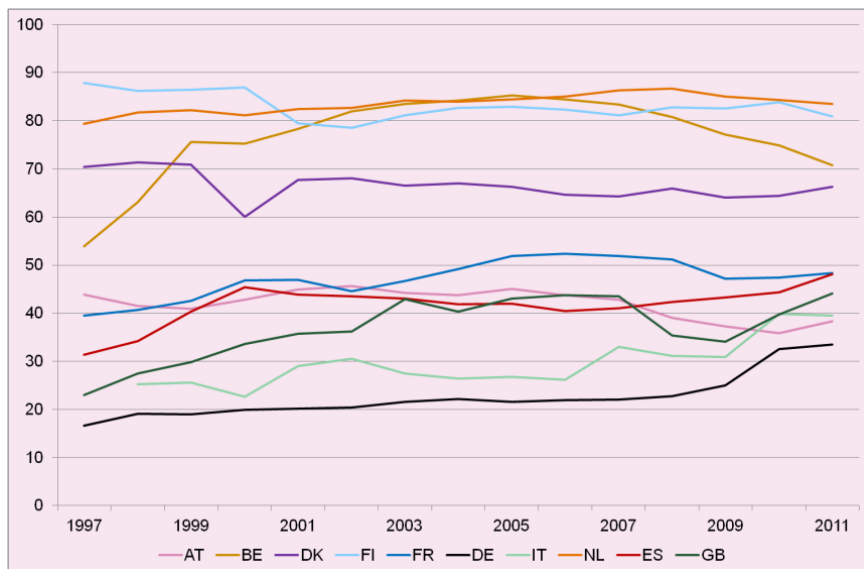


Bron - ECB balansgegevens per land, berekeningen CPB

2.3 Concurrentie

Een tweede alternatieve verklaring is dat de concurrentie in Nederlandse hypotheekmarkten is afgenomen. Onderstaande figuur laat het marktaandeel van de vijf grootste banken in een land zien. De figuur maakt duidelijk dat de Nederlandse bancaire sector inderdaad veel sterker geconcentreerd is dan de bancaire sector in ons omringende landen.

Figuur 2.6 Marktaandeel van de 5 grootste banken in een land (C5)



Bron - ECB

Ook de hypotheekmarkt is in Nederland sterk geconcentreerd. Historisch gezien hebben de drie grootste banken in Nederland (Rabobank, ING Bank en ABN Amro) een marktaandeel van rond de 70%.²⁰ Ook zijn er weinig schommelingen in de top 10 hypotheekverstrekkers (op basis van marktaandeel).²¹ Opmerkelijk is ook de wijziging in aanwezigheid van buitenlandse hypotheekverstrekkers op de Nederlandse markt. In 2010 wordt er nog melding gemaakt van het feit dat buitenlandse partijen weer langzaam toetreding zoeken tot de markt. Eind 2011 geeft BNP Paribas echter aan zich terug te trekken vanwege financieringsproblemen. Als er op de Nederlandse hypotheekmarkt hoge winsten behaald worden, roept dit wel de vraag op waarom dit geen buitenlandse banken aantrekt. Deze vraag is moeilijk te beantwoorden. In het recente verleden betraden enkele buitenlandse banken met succes de Nederlandse markt voor hypotheekverstrekking. Sinds de crisis hebben deze banken zich teruggetrokken. Als de Europese schulden crisis achter de rug is, zouden deze banken weer actief kunnen worden in Nederland. De Europese bankenunie kan toetreding vergemakkelijken.²² De NMa heeft in 2011 een onderzoek afgerond naar de concurrentieomstandigheden op de Nederlandse hypotheekmarkt.²³ Uit het onderzoek blijkt dat het voor de concurrentie op de hypotheekmarkt belangrijk is dat de bestaande (kleine) aanbieders en nieuwe potentiële aanbieders voldoende druk uitoefenen op de gevestigde aanbieders van hypotheekleningen. In dit licht is het terugtrekken van een buitenlandse speler als BNP Paribas ongunstig voor de concurrentieomstandigheden op de markt. De NMa heeft aangekondigd de situatie op de Nederlandse hypotheekmarkt opnieuw te gaan onderzoeken.²⁴ Overigens is niet uitgesloten dat de verminderde concurrentie op de hypotheekmarkt tijdelijk is en dat deze in de toekomst zal aantrekken als buitenlandse banken weer actief worden in Nederland of wanneer de Nederlandse banken hun hefboom op een nieuw evenwichtsniveau hebben gebracht.

Restricties op prijsleiderschap na ingrijpen van de Europese Commissie vormen een potentiële alternatieve verklaring voor de hoge hypotheekrentes²⁵. De banken die staatssteun ontvangen hadden, kregen een prijsleiderschapsverbod. Dat betekent dat zij geen lagere hypotheekrentes mochten vragen dan de banken zonder steun. Dit zou ervoor kunnen zorgen dat een van de drie grootbanken in feite de rol als prijsleider krijgt. Hierbij moet wel worden opgemerkt dat de hypotheekmarges zoals uitgerekend door de NMa, in Nederland al waren gestegen voordat het prijsleiderschapsverbod van kracht werd. Ook is het prijsleiderschapsverbod voor ING per 19 november 2012 opgeheven en heeft AEGON alle steun terugbetaald waarmee ook voor AEGON het verbod is opgeheven. Het verbod geldt nog wel voor ABN Amro.

²⁰ <http://www.economie.nl/artikel/hollands-hoge-hypotheekrentes>

²¹ 2009:

http://www.igh.nl/app/download/uAcvAxfZ/20101340/20070043/FF549A853FF8CC699E4F992CC5A13AD2/IGH%20Hypothekupdate_overzicht_20

2010:

[http://www.igh.nl/app/attach/ijrlGXyc/20205836/7b2aa05cecef4d5c830b4ce68284cd47/IGH_Hypothekupdate_jan_2011.p](http://www.igh.nl/app/attach/ijrlGXyc/20205836/7b2aa05cecef4d5c830b4ce68284cd47/IGH_Hypothekupdate_jan_2011.pdf)

df
2011: [http://www.igh.nl/app/attach/yGZilecf/20241341/ab349152cb4de84b504eb2ccdd1634df/IGH - Hypothekupdate - 2011_Q4.pdf](http://www.igh.nl/app/attach/yGZilecf/20241341/ab349152cb4de84b504eb2ccdd1634df/IGH_-_Hypothekupdate_-_2011_Q4.pdf)

²² <http://www.economie.nl/artikel/hollands-hoge-hypotheekrentes>

²³ <http://www.nma.nl/images/Sectorstudie%20Hypotheekmarkt22-188439.pdf>

²⁴ <http://nos.nl/artikel/418726-hypotheekleningen-te-duur-door-brussel.html>

²⁵ <http://www.economie.nl/artikel/hollands-hoge-hypotheekrentes>

2.4 Toegenomen risico in de Nederlandse hypotheekmarkt

Een derde mogelijke verklaring luidt dat banken de perceptie hebben dat het risico op nieuwe hypotheekleningen is toegenomen, terwijl de markt deze hogere risico's niet beprijsst vanwege impliciete overheidsgaranties.

Nederland scoort echter nog steeds goed in vergelijking met andere Europese landen wat betreft achterstallige betalingen, zoals we eerder al aangaven. Ook lopen huishoudens die nu een huis kopen vanwege de lagere prijzen en nieuwe regelgeving die de loan-to-value (LTV)ratio's beperken op de huizenmarkt juist minder risico dan vergelijkbare huishoudens die bijvoorbeeld vijf jaar geleden een huis kochten. Dit geldt uiteraard niet voor hypotheekleningen die doorgerold moeten worden. Voor bepaalde groepen huishoudens geldt dat de LTV-ratio's internationaal gezien hoog liggen, en dat de huizenprijzdaling in Nederland relatief groot is ten opzichte van landen om ons heen (zie ook figuur 9).²⁶ Dat maakt dergelijke hypotheekleningen risicovoller. Desondanks zijn de spreads op Nederlandse RMBS nog steeds laag.

Daarbij moet ook worden opgemerkt dat de Nederlandse Hypotheek Garantie (NHG) in Nederland een verzekeringsmechanisme biedt voor banken tegen risico's op hypotheekleningen, waarvoor een uniforme risico-onafhankelijke premie in rekening wordt gebracht. In een [eerdere studie](#) heeft het CPB de effecten van een verhoging van de NHG geanalyseerd.²⁷ Daaruit kwam naar voren dat de NHG het risico voor de banken verlaagt en het securitiseren van leningen vergemakkelijkt. De geldverstrekker is door de NHG afgeschermd van het risico van een mogelijk oninbare restschuld na een gedwongen verkoop. Om deze reden hoeft een geldverstrekker minder garantievermogen aan te houden als risicobuffer. Dat beperkt het vermogensbeslag bij de banken. Hij kent daardoor lagere kosten, wat hem in staat stelt een lagere rente in rekening te brengen. Het lagere risico voor de bank vertaalt zich in een lagere rente voor de leners²⁸, waardoor hij makkelijker kan kopen. Daarmee werkt de NHG prijsondersteunend en vergroot de garantie het aantal transacties. Afhankelijk van de aanbodelasticiteit van woningen in het NHG-segment leidt dit tot een opwaarts effect op de woningprijzen in dit segment. Een deel van het voordeel voor een koper wordt daarmee weer tenietgedaan en komt terecht bij de verkoper van een woning.

Tegenover deze voordelen staat het risico voor de achtervangers van de NHG (Rijk en dus de belastingbetalers) dat de buffers in de vorm van binnenkomende premies onvoldoende zijn. Onder conjunctureel slechte omstandigheden moet de overheid dan een renteloze lening verstrekken aan de stichting WEW.²⁹ In dat licht is van belang dat het rentevoordeel voor de

²⁶ Zie <http://www.cbs.nl/NR/rdonlyres/EC5E7E8A-8A14-4A51-BC57-8F2464BEAEC0/0/HypotheekschuldinNederland.pdf>

²⁷ Onderstaande tekst is gebaseerd op deze studie.

²⁸ Het rentevoordeel voor een hypotheek met een LTV van 100% ligt momenteel rond de 40 tot 70 basispunten volgens <http://www.hypotheekrentes.nl>

²⁹ In het rapport staat op pp.7-8 : 'Uit analyse van ORTEC blijkt dat pas bij een premie van ongeveer 2% de risico's in vrijwel alle (99%) denkbare scenario's zijn afgedekt. Bij een dergelijke premie wordt onder meer normale omstandigheden wel gemiddeld een aanzienlijk hoger garantievermogen opgebouwd. Het verschil van circa 1,5 procentpunt tussen de huidige premie, die gemiddeld over een lange premie meer dan kostendekkend is, en de premie die nodig is om onder vrijwel alle, ook extreem slechte omstandigheden toereikend te zijn, weerspiegelt het risico dat Rijk en gemeenten op zich nemen zonder daarvoor een vergoeding te ontvangen.'

consument aanzienlijk groter is dan de premie die betaald wordt voor de verzekering. Dat kan komen doordat het kapitaalbeslag voor NHG-hypotheken lager is, maar ook doordat de overheid het staartrisico draagt. Daarnaast kan het verlenen van garanties door de overheid leiden tot moreel risico bij financiers die daardoor te gemakkelijk overgaan tot het verstrekken van leningen. Tot slot is ook een relevante vraag in hoeverre internationale financiers de NHG kennen en geloofwaardig vinden. Transparantie en geloofwaardigheid bevorderen immers de verhandelbaarheid van gesecuritiseerde Nederlandse hypotheken.

2.5 Conclusie

De financieringskosten voor niet-gedekt schuld papier van Nederlandse banken verschillen niet wezenlijk van de financieringskosten van niet-gedekt schuld papier voor vergelijkbare buitenlandse banken. Evenzo liggen de prijzen van securitisaties op basis van Nederlandse hypotheken niet significant hoger dan de prijzen van zulke producten op hypotheken uit ons omringende landen. Voor sommige typen deposito's liggen de kosten in Nederland wel hoger dan in de ons omringende landen. In landen als Frankrijk, Engeland en Denemarken zijn de kosten voor sommige depositovormen echter vergelijkbaar met die in Nederland, terwijl de hypotheekrentes daar lager liggen. De compositie van marginale financieringsmix van Nederlandse banken verschilt waarschijnlijk van die in andere landen.

Hogere kosten voor het aantrekken van vreemd vermogen vormen dan ook niet de meest waarschijnlijke verklaring voor de hogere hypotheekrentes in Nederland.

Er zijn drie mogelijke alternatieve verklaringen voor de hogere hypotheekrentes in Nederland. Ten eerste kunnen capaciteitsrestricties een rol spelen als Nederlandse banken in sterkere mate dan buitenlandse banken hun hefboom aan het verlagen zijn. Ten tweede kan afgenomen concurrentie doordat buitenlandse partijen de markt hebben verlaten of minder actief zijn sinds de crisis, de oorzaak vormen. In beide gevallen is de vraag waarom beter gekapitaliseerde buitenlandse partijen de markt niet betreden. Ten derde kunnen toegenomen risico's op de Nederlandse hypotheekmarkt als gevolg van dalende huizenprijzen en tegenvallende economische conjuncturele ontwikkelingen tot een hogere risico-opslag leiden. De vraag is in dat geval waarom de NHG deze risico's niet opvangt en of deze ontwikkelingen veel ongunstiger zijn dan elders.

3 Hypotheekrente en dalende huizenprijzen in Nederland

De economische effecten van de (hypotheek-)rente worden in belangrijke mate bepaald door het effect van de rente op consumptie en de huizenprijzen. Naarmate de (lange) rente hoger is, lopen de rentelasten voor huishoudens op en zijn huizenprijzen lager.³⁰ Deze paragraaf gaat verder in op de vraag in welke mate dit laatste het geval is.

Uit empirisch onderzoek blijkt dat het effect van rente op de huizenprijzen over het algemeen beperkt is. Zie bijvoorbeeld een overzicht van recent onderzoek voor de VS in Kuttner (2012). Daaruit komt naar voren dat het effect van 100 bp lagere rente op de huizenprijzen in een range ligt van 3-9% punt. Dat correspondeert met een elasticiteit van gemiddeld circa -6 per procentpunt (lange) rente. Deze orde van grootte wordt ook bevestigd door onderzoek van het IMF ([World Economic Outlook 2008](#), zie figuur 3.10 en 3.11) waar voor Nederland een elasticiteit van -5 wordt gevonden (100 basispunten hogere rente leidt tot 5% lagere huizenprijzen). Overigens is dit in het onderzoek van het IMF de bovenkant van de internationale range; het effect varieert van nul in Duitsland tot -5% in Nederland voor iedere 100 basispunten hogere rente.

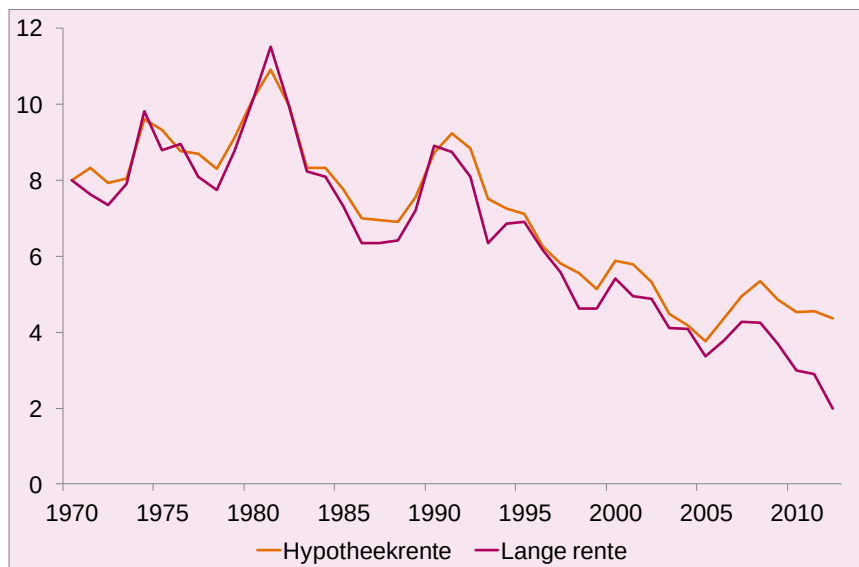
Voor Nederland geeft ook het onderzoek van Verbruggen en Kranendonk (2008) naar factoren die van invloed zijn op de huizenprijzen een elasticiteit van ca -5% voor iedere 100 basispunten hogere lange rente.³¹ In dit onderzoek is een decompositie gemaakt van de bijdragen van diverse factoren aan de huizenprijsontwikkeling. Uit deze decompositie blijkt dat renteontwikkeling sinds de eeuwwisseling een beperkt effect heeft gehad op de huizenprijzen. Als de elasticiteiten gebruikt worden om de decompositie door te trekken voor de periode 2008-2012, blijkt dat het effect van de rente ook in deze jaren licht positief is geweest.

De verklaring hiervoor is dat de hypotheekrente momenteel weliswaar hoger is dan in andere EU-landen, maar dat de rente in historisch perspectief nog steeds relatief *laag* is. De hypotheekrente is bijvoorbeeld lager dan in de tweede helft van de jaren 90 (zie figuur 3.1), toen huizenprijzen zeer sterk stegen. De huidige rentestand zou dus juist een opwaarts effect op de huizenprijzen moeten hebben. Er zijn blijkbaar andere factoren in het spel die leiden tot druk op de prijzen.

³⁰ In veel onderzoek wordt de lange rente gebruikt als proxy voor de hypotheekrente. Voor zover beide rentes sterk gecorreleerd zijn, is er geen probleem.

³¹ <http://www.cpb.nl/publicatie/de-huizenprijs-nederland-overgewaardeerd>. In deze notitie wordt een vergelijking geschat voor de ontwikkeling van de (reële) huizenprijzen, waar deze verklaard wordt uit het besteedbaar inkomen, de (reële) lange rente, overig huishoudvermogen, en de (groei van de) woningvoorraad. Deze vergelijking is goed in staat om de ontwikkeling van de huizenprijzen in Nederland over de periode 1980-2007 te verklaren. Omdat de lange rente en de hypotheekrente in Nederland nogal uiteenlopen sinds 2009 (zie figuur 3.1) is voor Nederland ook een vergelijking geschat met de hypotheekrente en die resulteert in een elasticiteit in dezelfde orde van grootte als de hier gerapporteerde -5.

Figuur 3.1 Lange rente en hypotheekrente (nominaal)



Twee andere factoren hebben volgens deze decompositie wel bijgedragen aan de dalende huizenprijzen, namelijk de daling van het reëel beschikbaar inkomen en de (lichte) groei van de woningvoorraad. Een derde factor die waarschijnlijk een belangrijke rol speelt, is (de onzekerheid over) het beleid op de woningmarkt sinds 2010. De beleidsmaatregelen uit Begrotingsakkoord en Regeerakkoord Rutte II beperken onder andere de leencapaciteit van huizenkopers en drukken zo ook de huizenprijzen.³² Uit exercities met het CPB-woningmarktmodel blijkt dat op de korte termijn het neerwaartse effect van deze beleidsmaatregelen op de huizenprijzen tussen de 5% en 10% ligt.³³ Dit heeft een substantiële bijdrage geleverd aan de daling sinds 2008. De nominale prijsdaling in de periode 2008-2012 is 13%, de reële prijsdaling bijna 20% (figuur 3.2).

³² Zie <http://www.cpb.nl/publicatie/juniraming-2012-de-nederlandse-economie-tot-en-met-2017-inclusief-begrotingsakkoord-2013>, blz. 43/44 en <http://www.cpb.nl/publicatie/actualisatie-analyse-economische-effecten-financieel-kader-regeerakkoord>, blz. 23 en verder.

³³ <http://www.cpb.nl/publicatie/de-gevolgen-van-het-huurbeleid-nader-bekeken>, blz. 5

Figuur 3.2 Nominale en reële huizenprijzen vanaf 2000



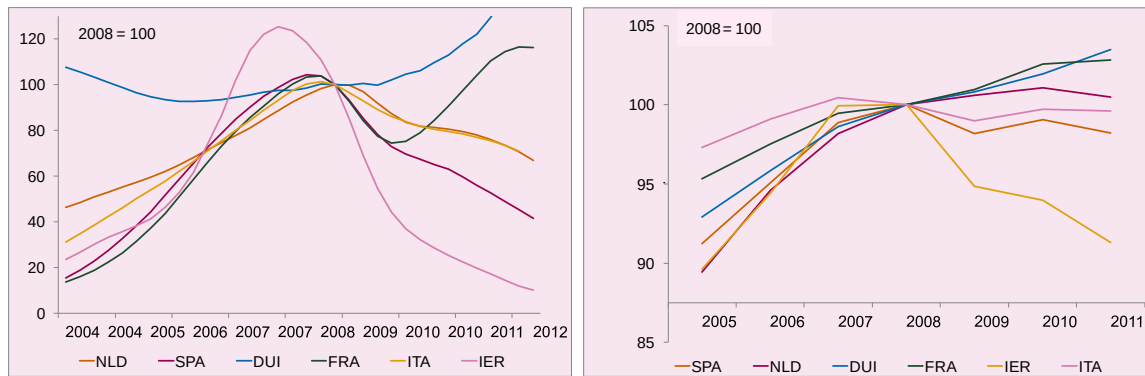
De voorlopige conclusie luidt dat de lage rente de afgelopen jaren een (licht) positief effect heeft gehad op de huizenprijzen. De (reële) huizenprijzen, die sinds 2008 met ongeveer 20% zijn gedaald, zouden zo'n 5% hoger liggen dan nu het geval is als de Nederlandse hypotheekrente op het nog lagere EU-gemiddelde (ca 100 basispunten) zou liggen. De daling van de huizenprijzen wordt vooral gedreven door de daling van het reëel besteedbaar inkomen en waarschijnlijk door (onzekerheid over) het beleid op de woningmarkt sinds 2010.

4 Dalende huizenprijzen: effect op consumptie

Volgens de vermogenstheoretische benadering van de consumptie, de *permanent income hypothesis* wordt consumptie bepaald door het permanente inkomen. Volgens deze theorie bepalen huishoudens hun consumptiebeslissingen op basis van hun totale huidige en toekomstige vermogen. Als het vermogen afneemt, neemt ook consumptie af en omgekeerd. Dat geldt voor aandelenvermogen maar ook voor huizenvermogen; waardeveranderingen van woningen hebben op korte en middellange termijn een direct effect op de consumptie.³⁴ Uit figuur 4.1 blijkt dat het verloop van beide grootheden in veel landen sinds 2004 vergelijkbaar is geweest; naarmate de dip op de huizenmarkt sinds 2008 groter is (Ierland, Spanje), is ook de daling van de consumptie groter en andersom. De relatief gunstige situatie op de huizenmarkt in Duitsland en Frankrijk werkt ook door in de consumptie. Nederland zit daar tussenin.

³⁴ Overigens is er wel discussie over de vraag of huizenvermogen op dezelfde manier behandeld kan worden als ander vermogen in de consumptiefunctie. Zie bijvoorbeeld Buitier (2008) die het punt maakt dat veranderingen in huizenprijzen primair leiden tot herverdeling tussen huishoudens die omhoog (jongeren) of omlaag (ouderen) willen handelen op de huizenmarkt. In deze redenering is er niet noodzakelijkerwijs een effect op de geaggregeerde consumptie. Ook in deze redenering kan er echter wel een (tijdelijk) effect zijn op de consumptie bijvoorbeeld doordat *credit constraints* wijzigen door de veranderde onderpandwaarde van de woning.

Figuur 4.1 Internationale vergelijking huizenprijzen (links) en totaal van private en publieke consumptie (rechts) sinds 2004



Naar het (vermogens-)effect van huizenprijzen op consumptie is sinds de eeuwwisseling veel onderzoek gedaan. Uit cross-countryvergelijkingen en onderzoek op basis van microdata blijkt een positief effect van huizenvermogen op de consumptie. Een cross-countryanalyse door het IMF (2012) concludeert dat een inzakkende huizenmarkt, voorafgegaan door een sterke groei van consumentenschulden, gepaard ging met een hevigere en langer durende afname van consumptie in een land. Dynan (2012) concludeert op basis van microdata dat huizenbezitters met hoge schulden te maken hadden met een grotere afname in consumptie tussen 2007 en 2009 dan andere huizenbezitters en dat dit effect groter is dan verwacht zou worden op basis van inkomenseffecten. Campbell en Cocco (2007) vinden voor het VK op basis van microdata een duidelijk effect van huizenvermogen op consumptie, waarbij voor oudere huizenbezitters een relatief groot effect gevonden wordt. In aanvulling op dit onderzoek op basis van microdata zijn er veel studies die het (prijs-)effect van veranderingen in het huizenvermogen op macroniveau relateren aan veranderingen in de consumptie van huishoudens.³⁵ Op basis van deze literatuur lijkt een bandbreedte voor het (huizen-) vermogenseffect in de VS van 0,03 tot 0,08 redelijk.

Voor Nederland is in de consumptievergelijking van het CPB-model Saffier II een coëfficiënt van 0,035 opgenomen.³⁶ Iedere 10.000 euro verlies aan huizenvermogen leidt tot 350 euro minder consumptie. Dit betekent dat het verlies aan huizenvermogen in ongeveer 30 jaar wordt gecompenseerd. Deze coëfficiënt zit dus aan de onderkant van de range die voor de VS is gevonden. De orde van grootte van het uiteindelijke effect op de consumptie is vergelijkbaar omdat het totale huizenvermogen in Nederland groter is ten opzichte van de totale consumptie dan in de VS. Een vergelijkbare procentuele vermogensdaling vertaalt zich daardoor in Nederland in een relatief groot vermogensverlies in euro's, waarvan dan een relatief klein deel (namelijk 0,035 in NL vs. 0,03-0,08 in de VS) in de consumptie wordt doorvertaald. Per saldo zijn de procentuele effecten op de consumptie redelijk vergelijkbaar. Of het effect van veranderingen van huisprijzen op de consumptie asymmetrisch is

35 Case, Quigley en Shiller (2012) rapporteren voor de VS elasticiteiten tussen 0,03 en 0,18; het effect van een daling van de huizenprijzen op de consumptie is groter dan het effect van een stijging. Calomiris, Longhofer en Miles (2012) komen tot elasticiteiten tussen de 0,05 en de 0,08. Mishkin (2007) schat een elasticiteit van 0,04. Carroll, Otsuka en Slacalec (2011) vinden een positief, maar kleiner effect van 0,02 op korte en 0,09 op langere termijn.

36 <http://www.cpb.nl/publicatie/saffier-ii-1-model-voor-de-nederlandse-economie-2-hoedanigheden-voor-3-toepassingen>, blz. 44-46. Hierin is ook een variant opgenomen met de economische effecten van een stijging van de huizenprijzen met 10%, blz. 103.

(bijvoorbeeld groter voor prijsdalingen dan voor prijsstijgingen), is voor Nederland niet bekend.

Volgens varianten met Saffier II leidt een 10% lagere nominale huizenprijs na vier jaar tot 1,6% minder consumptie, en na acht jaar tot 2,6%.³⁷ Geschaald betekent dit dat de 13% lagere (nominale) huizenprijs sinds 2008 na vier jaar een neerwaarts effect van 2,1% heeft op de consumptie en na acht jaar 3,4%. Deze analyse gaat er echter van uit dat deze daling meteen volledig in het eerste jaar (2009) optreedt. Dit is niet het geval, waardoor het effect op de consumptie in werkelijkheid met vertraging optreedt, en in 2012 wat kleiner is dan de genoemde 2,1% uit de variant.

Per saldo kan de daling van de consumptie van ruim 4% in de periode 2008-2012 voor iets minder dan de helft worden toegeschreven aan de daling van de huizenprijzen.³⁸

Referenties

CPB, 2010, [SAFFIER II: 1 model voor de Nederlandse economie, in 2 hoedanigheden, voor 3 toepassingen](#), CPB Document 217.

CPB, 2012, [Juniraming 2012, De Nederlandse economie tot en met 2017, inclusief Begrotingsakkoord 2013](#), CPB Policy Brief 2012/01.

CPB, 2012, [Actualisatie analyse economische effecten financieel kader Regeerakkoord](#), CPB Notitie 12-11-2012.

CPB, 2012, [De gevolgen van het huurbeleid nader bekeken](#), CPB Notitie 10-12-2012.

Buiter, 2008, Housing wealth isn't wealth, NBER working paper 14204.

Calomiris, Longhofer and Miles, 2012, The Housing Wealth Effect: The Crucial Roles of Demographics, Wealth Distribution and Wealth Shares, NBER working paper 17740.

Campbell and Cocco, 2007, How do house prices affect consumption? Evidence from micro data, *Journal of Monetary Economics* 54 (3), 591-621.

Caroll, Otsuka and Slacalec, 2011, How Large Is the Housing Wealth Effect? A New Approach, *Journal of Money, Credit and Banking*, pages 55-79.

37 Overigens onderschatten we op deze manier het totale negatieve effect op de consumptie omdat aangenomen wordt dat er in het alternatief sprake is van een nulgroei van de huizenprijs, terwijl er in de periode 1960-2012 gemiddeld sprake was van een nominale en reële prijsstijging.

38 Voor een uitgebreide analyse van de macro-economische effecten van de woningmarkt, zie Van Ewijk en ter Rele (2008), H7 Macro-economische verkenning van de huizenmarkt, in: Agenda voor de woningmarkt, 2008, Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde, Preadviezen 2008.

Case, Quigley and Shiller, 2012, Wealth Effects Revisited: 1975-2012, NBER working paper 18667.

Dijkstra, M. en M.P. Schinkel (2012), NMas Hypotheektarief-calculatiemethode: Actualisatie en herinterpretatie. ACLE Working Paper 2012-07

Dynan, K., 2012, Is a Household Debt Overhang Holding Back Consumption?, Brookings Papers on Economic Activity.

Ewijk, Van en Ter Rele, 2008, Macro-economische verkenning van de huizenmarkt, in: Agenda voor de woningmarkt, 2008, Koninklijke Vereniging voor de Staatshuishoudkunde, Preadviezen 2008.

IMF, 2008, World Economic Outlook 2008. Chapter 3,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2008/01/pdf/c3.pdf>.

IMF, 2012: Dealing with Household Debt. In: World Economic Outlook 2012, April 2012,
<http://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2012/01/pdf/c3.pdf>

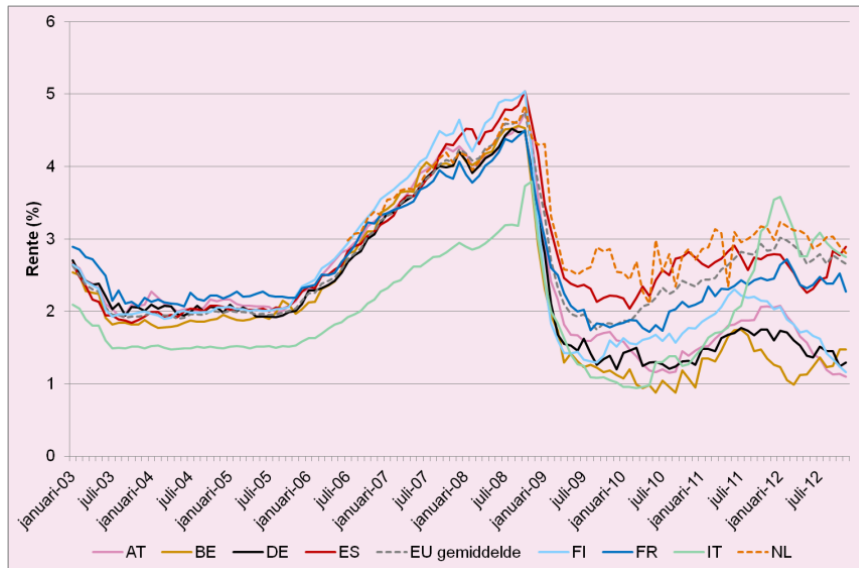
Kranendonk en Verbruggen, 2008, [Is de huizenprijs in Nederland overgewaardeerd?](#), CPB Memorandum 199.

Kuttner, 2012, Low interest rates and housing bubbles. Still no smoking gun, Williams College Department of Economics Working Paper 2012-01.

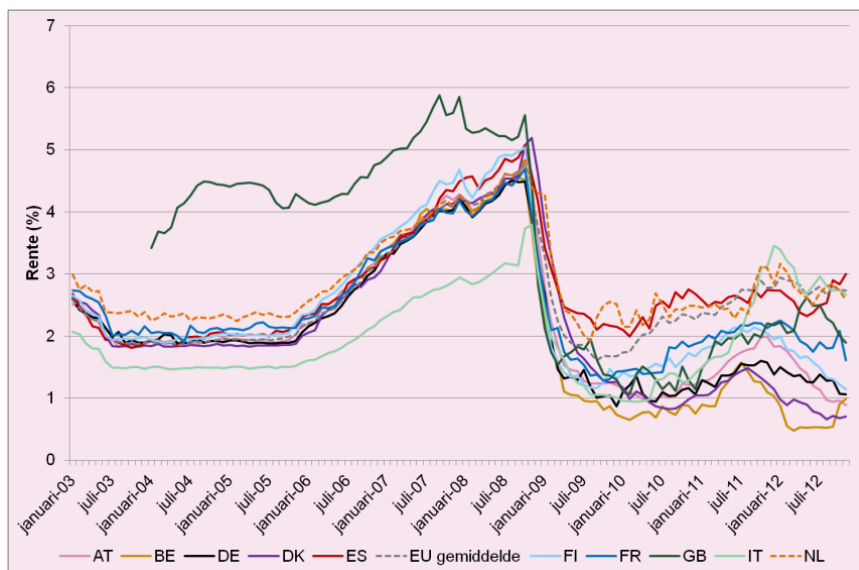
Mishkin, 2007, Housing and the Monetary Transmission Mechanism, Finance and Economics Discussion Series, Divisions of Research & Statistics and Monetary Affairs, Federal Reserve Board, Washington, D.C. 2007-40.

Appendix A

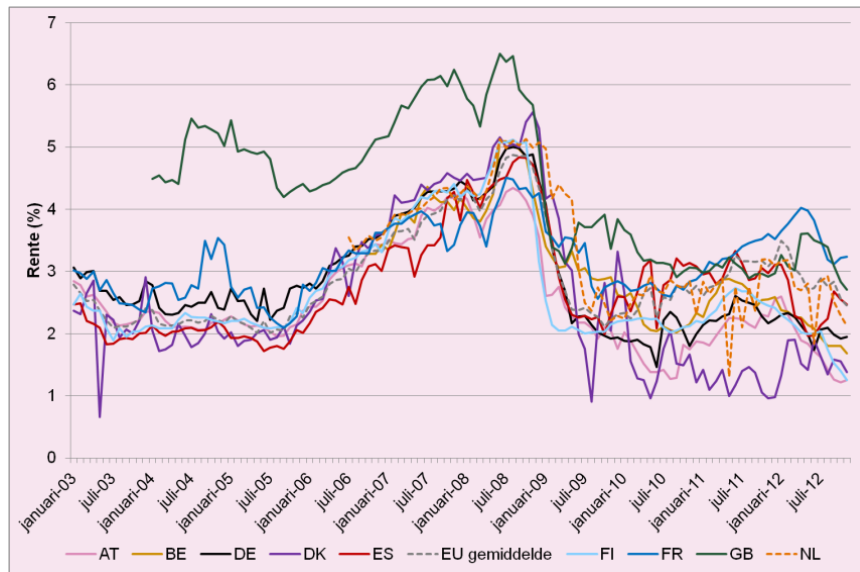
Figuur A1: rentes op deposito's met vaste looptijd (gemiddelde)



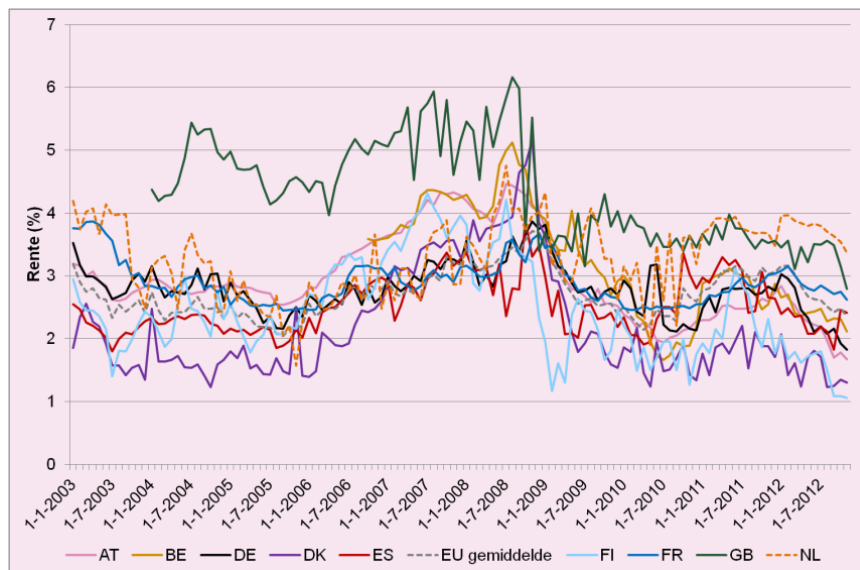
Figuur A2: rentes op deposito's met vaste looptijd (looptijd <1 jaar)



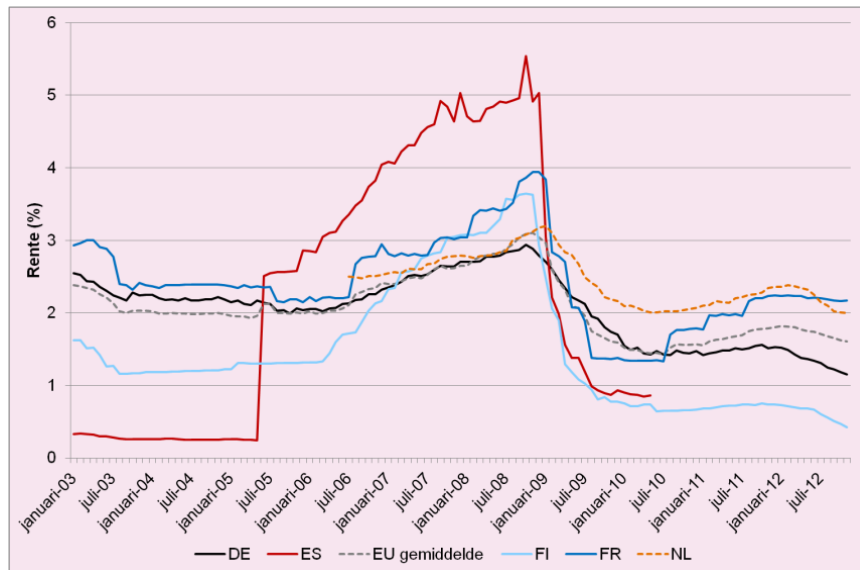
Figuur A3: rentes op deposito's met vaste looptijd (looptijd 1-2 jaar)



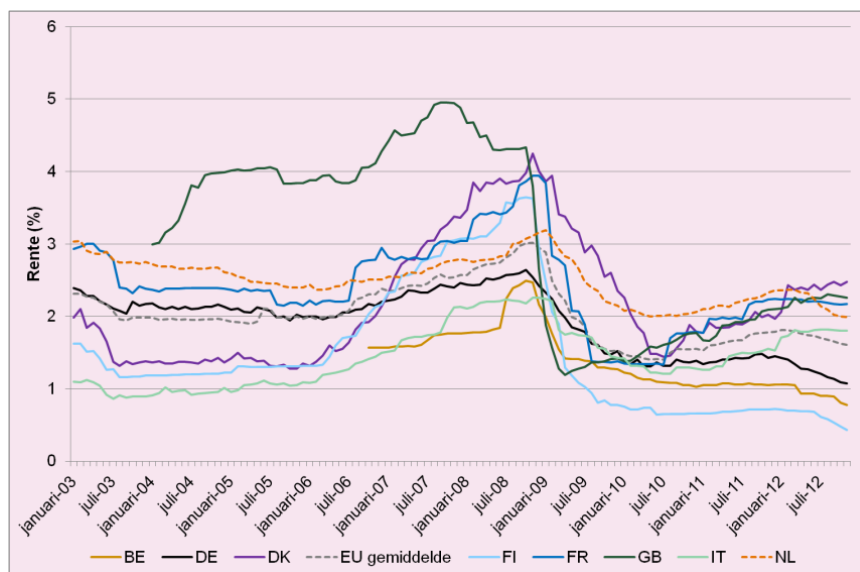
Figuur A4: rentes op deposito's met vaste looptijd (looptijd >2 jaar)



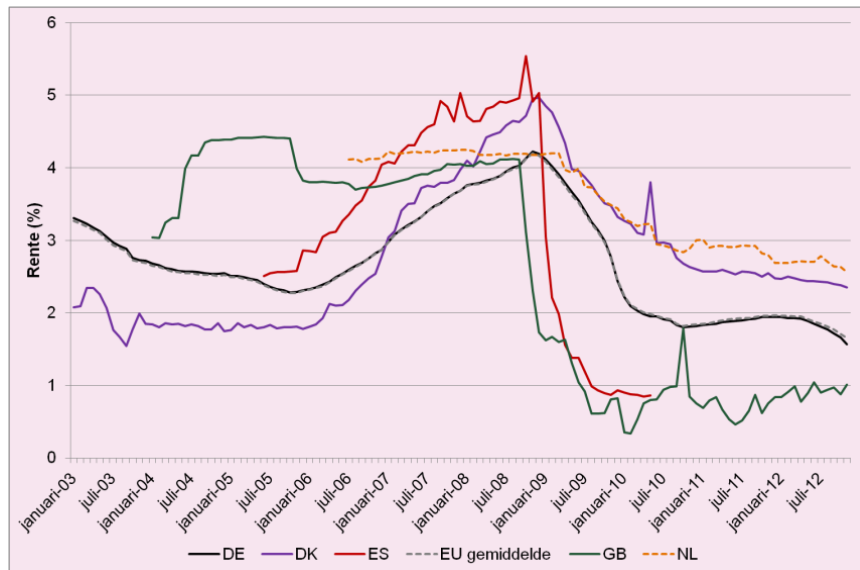
Figuur A5: rentes op deposito's met opzegtermijn (gemiddelde)



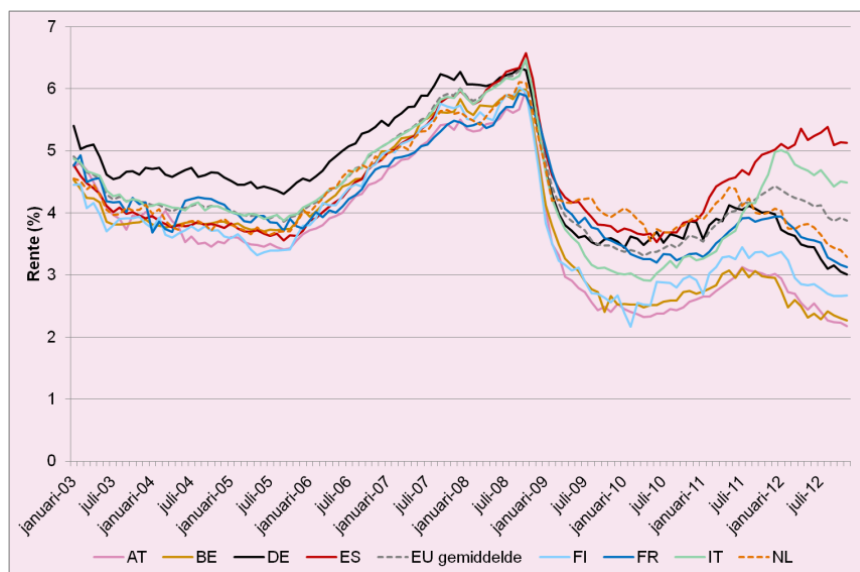
Figuur A6: rentes op deposito's met opzegtermijn (<3 maanden)



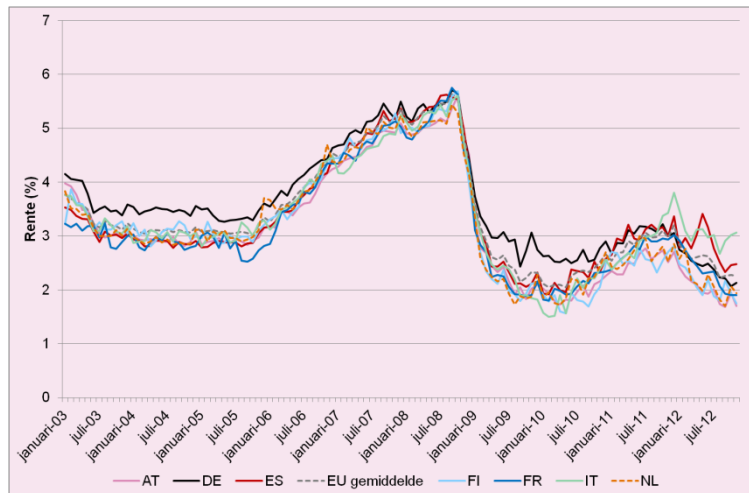
Figuur A7: rentes op deposito's met opzegtermijn (>3 maanden)



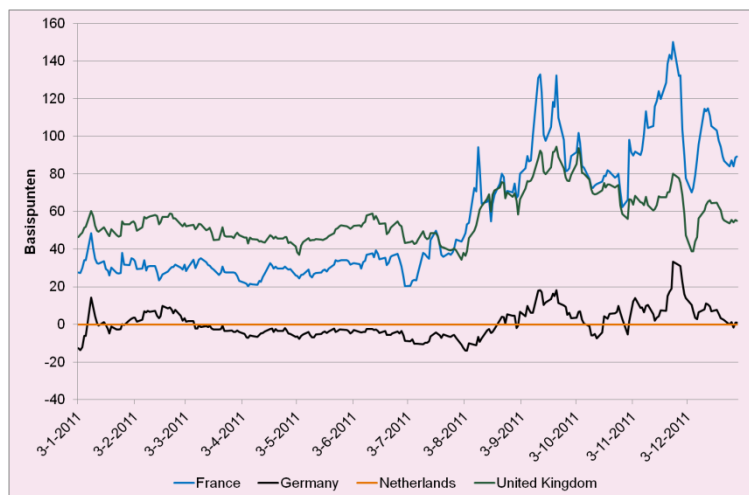
Figuur A8: leningen aan niet-financiële bedrijven (<1 mln euro)



Figuur A9: leningen aan niet-financiële bedrijven (>1 mln euro)



Figuur A10: gewogen financieringskosten met gedekte leningen



De hierbij gebruikte gegevens zijn

	Uitstaande CB (mln eur)	Uitstaande securitisaties (mln \$)	RMBS-spread (bp, gemiddeld)	CB-spread (bp)
NL	54243	427030	157	70
UK	194783	780490	157	120
DUI	223676	111450	0	60
FR	198395	59000	228	60



Dit is een uitgave van:

Centraal Planbureau
Van Stolkweg 14
Postbus 80510 | 2508 GM Den Haag
T (070) 3383 380

info@cpb.nl | www.cpb.nl

Februari 2013