

De Belgische markt voor hypothecaire kredieten vanuit een Europees perspectief

Marie-Denise Zachary

Inleiding

De kredieten voor de bouw, aankoop en renovatie van een onroerend goed zijn de voornaamste financiële verplichting van de gezinnen en vertegenwoordigen een belangrijk gedeelte van de kredietverlening door de banken. Als zodanig zijn ze van cruciaal belang voor het Eurosysteem en hebben ze gevolgen voor de transmissiekanalen waarlangs de monetaire politiek de financieringsvoorwaarden beïnvloedt en derhalve ook de activiteit en de prijzen. Ze kunnen ook ten grondslag liggen aan grote financiële turbulenties: uiteraard in de Verenigde Staten, maar ook in sommige Europese landen heeft de door de banken aangehouden portefeuille hypothecaire kredieten sterk de weerslag ondergaan van de instorting van de vastgoedprijzen.

Dit artikel beoogt de belangrijkste structurele ontwikkelingen te schetsen die de Belgische hypotheekmarkt de afgelopen tien jaar heeft laten optekenen, door ze te vergelijken met die in de landen van het eurogebied. Daartoe zal worden uitgegaan van de voornaamste resultaten van het jongste structureel verslag (*Structural issues report – SIR*) met als titel «*Housing finance in the euro area*», waaraan de centrale banken van het Eurosysteem hebben meegewerkt en dat in maart 2009 werd gepubliceerd.

In het eerste deel wordt een beschrijving gegeven van de verstrekking van hypothecaire kredieten, alsook van de kenmerken ervan. De situatie in België zal tegenover die in de andere landen van het eurogebied worden gesteld; onder meer het verloop van de schuldenlast van de gezinnen zal worden behandeld, alsook de voornaamste kenmerken van de hypothecaire kredieten (rente, looptijd, flexibiliteit van de overeenkomsten en marges van de banken).

In het tweede deel zal inzicht worden verschaft in het verloop van de markt van het hypothecair krediet vanuit het oogpunt van de kredietgevers. Daartoe zal worden getracht een beschrijving te geven van de wijzigingen die de afgelopen jaren zijn opgetreden in de financieringswijzen van de banken. Die analyse zal licht werpen op de gevolgen van de deregulering en van de invoering van de gestructureerde producten, alsook op de impact welke die factoren hebben gehad op het kredietaanbod.

In de analyse zal zoveel mogelijk worden gepoogd de veranderingen van structurele aard die in de hypotheekmarkt in Europa als geheel en in België in het bijzonder werden opgetekend, te beschrijven en te verklaren. De klemtoon zal dan ook worden gelegd op de ontwikkelingen die tijdens de periode 1999-2007 hebben plaatsgevonden, veeleer dan op de niveauverschillen. Die periode komt overeen met die waarop het tijdens het jaar 2008 opgestelde SIR-verslag betrekking heeft. Er kan echter niet worden voorbijgegaan aan de meest recente periode en aan de gevolgen die de – nog steeds aan de gang zijnde – financiële crisis ook op dat gebied heeft gehad. Voor zover die effecten reeds tot uiting zijn gekomen, zullen ze aan het einde van het artikel worden geschetst, met de geboden omzichtigheid.

Er werden verscheidene gegevensbronnen gebruikt. De cijfers betreffende België zijn afkomstig van de statistieken van de financiële rekeningen en van de Beroepsvereniging van het Krediet die informatie verstrekt over de volumes aan hypothecaire kredieten en daartoe een uitsplitsing maakt naar, onder meer, tarieftype. De gegevens van het schema A (maandelijkse boekhoudkundige staten) van de kredietinstellingen werden eveneens geraadpleegd, met betrekking tot de effectiseringsvolumes.

Voor de vergelijking met het eurogebied zijn de gegevens voornamelijk afkomstig van het hiervoor vermelde SIR-verslag. De erin opgenomen informatie werd verzameld dankzij de samenwerking tussen de centrale banken en de ECB. Bovendien werd ook een specifieke vragenlijst, die betrekking heeft op de eigenschappen van de in de loop van het jaar 2007 verleende hypothecaire kredieten en op de wijze waarop ze werden gefinancierd, opgestuurd naar de commerciële banken; sommige gegevens zijn afkomstig uit de op die vragenlijst gegeven antwoorden.

De cijfers betreffende de gestructureerde producten (effectisering en obligaties tegen onderpand) werden gelicht uit het SIR-verslag, alsook uit een in 2008 verschenen verslag van het Eurosysteem « *Covered bonds in the EU financial system* ».

Ten slotte werden de in het Eurosysteem uitgevoerde enquêtes met betrekking tot het verloop van kredietaanbod, -vraag en -voorwaarden (*Bank lending survey*) ook geraadpleegd om aan de analyse kracht bij te zetten.

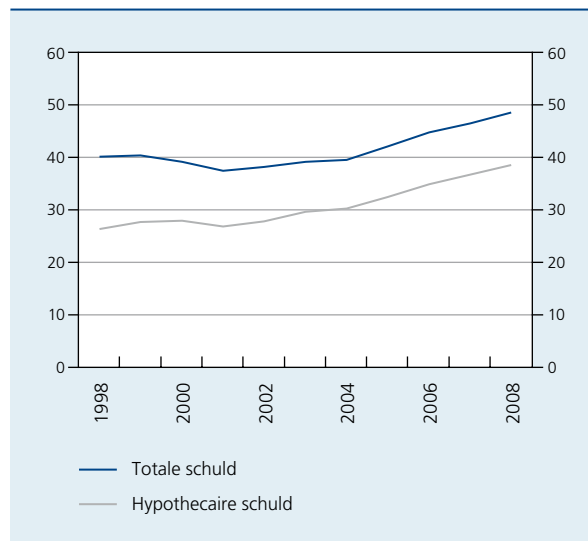
1. Verloop en kenmerken van de verstrekking van hypothecaire kredieten

1.1 Verloop van de schuldgraad van de gezinnen tijdens de voorbije tien jaar: vergelijking tussen België en het eurogebied als geheel

In de loop van de voorbije tien jaar is de schuldgraad van de Belgische gezinnen ten opzichte van het bbp toegenomen. Twee fasen kunnen in dat decennium worden onderscheiden. Van 1998 tot 2001 vertoonde het verloop van de schuldgraad enige stabilisatie, of zelfs een lichte vermindering, terwijl de totale schulden van de gezinnen van 2001 tot 2008 onafgebroken een oplopend profiel te zien gaven. Zo beliep de totale schuld, die eind 2001 zowat 38 pct. bbp vertegenwoordigde, eind 2008 48,6 pct. bbp.

De hypothecaire kredieten maken een groot gedeelte uit van de schuld van de gezinnen. Eind 2008 vertegenwoordigden ze immers nagenoeg 80 pct. van de uitstaande kredieten aan gezinnen, tegen 65,7 pct. eind 1998. Ten opzichte van het bbp, vertoonde hun verloop tijdens het decennium van 1998 tot 2008 een soortgelijk profiel als de totale schuld: een periode van relatieve stabiliteit tussen 1998 en 2001, gevolgd door een constante toename van 2001 tot 2008. Aan het einde van de periode beliepen de aan de Belgische gezinnen verleende

GRAFIEK 1 VERLOOP VAN DE SCHULDGRAAD VAN DE BELGISCHE GEZINNEN IN DE LOOP VAN DE AFGELOPEN TIEN JAAR
(procenten bbp)



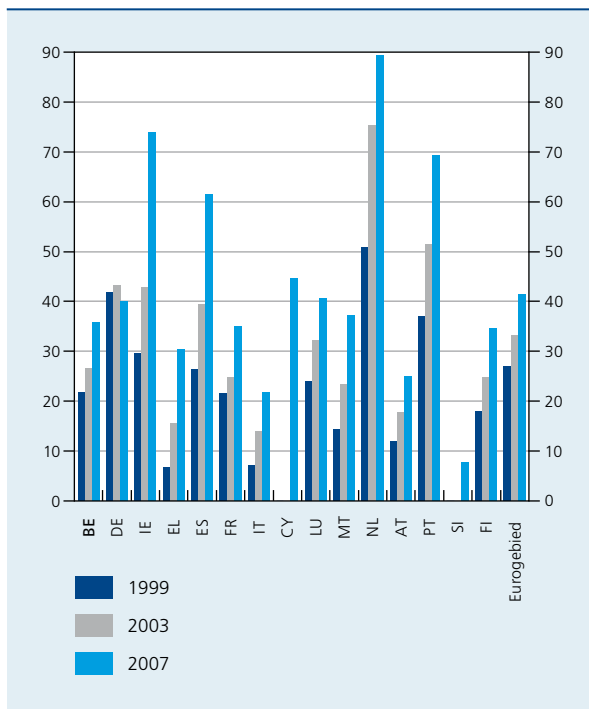
Bron : NBB (Financiële rekeningen).

hypothecaire kredieten 133 miljard euro, dat is 38,6 pct. bbp, tegen 26,4 pct. in 1998.

De omvang van de uitstaande hypothecaire schulden van België is vergelijkbaar met die welke in het eurogebied wordt opgetekend. In de meeste landen is de schuldenlast van de gezinnen in verband met de bouw, aankoop en renovatie van een woning de afgelopen jaren, in procenten bbp, toegenomen. Het uitstaande bedrag van de door de monetaire en financiële instellingen (MFI) van het eurogebied verleende hypothecaire kredieten beliep eind 2007 42 pct. bbp, tegen 27 pct. eind 1999. Behalve in Duitsland, is de hypothecaire schuld van de gezinnen in de diverse lidstaten van het eurogebied tussen de twee referentiejaar opgelopen. Het peil verschilt echter in hoge mate van land tot land.

De door de gezinnen, met het oog op het bouwen, aankopen en renoveren van een woning, aangegane schulden zijn in sommige landen van het eurogebied van 2003 tot 2007 bijzonder snel gestegen: het betreft vooral Spanje en Ierland en in mindere mate Portugal en Nederland. In de loop van die jaren berustte de toename in Spanje op de dynamiek van de woningmarkt, wat gepaard ging met een opflakking van de vastgoedprijzen en een stijging van de vraag naar hypothecaire kredieten. Ierland, van zijn kant, liet gedurende verscheidene jaren een van de hoogste groei cijfers van het eurogebied optekenen, wat dan weer de lonen en de

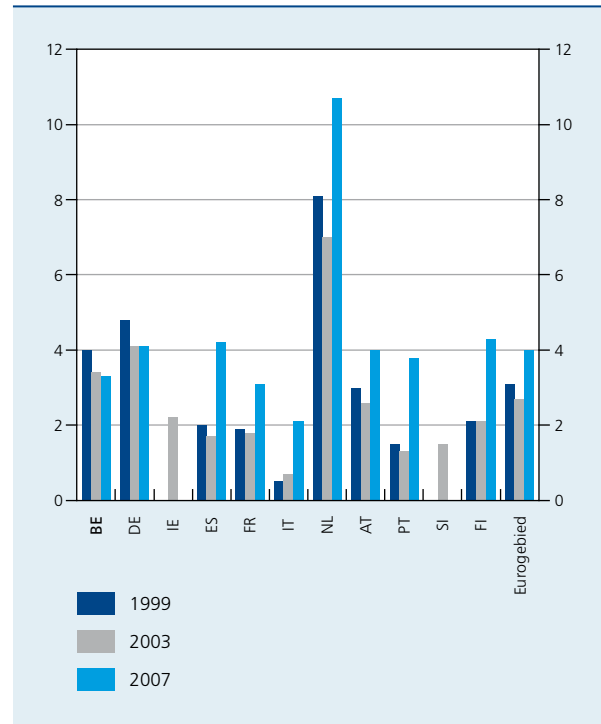
GRAFIEK 2 VASTGOEDSCHULD VAN DE GEZINNEN IN HET EUROGEBIED ⁽¹⁾
(procenten bbp)



Bron: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) De gegevens zijn een weergave van de uitstaande bedragen van de kredieten die door de MFI werden verleend voor de bouw, de aankoop en de renovatie van een onroerend goed, inclusief de geëffectiseerde kredieten.

GRAFIEK 3 RENTELASTEN VAN DE GEZINNEN ⁽¹⁾
(procenten van het bruto beschikbare inkomen)



Bron: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Er zijn geen gegevens beschikbaar voor Griekenland, Cyprus, Luxemburg en Malta. Voor Ierland en Slovenië zijn enkel de gegevens voor 2003 beschikbaar.

vastgoedprijzen ondersteunde, waardoor de vraag naar hypothecaire kredieten opwaarts gericht was.

Tegelijkertijd en ondanks de stijging van het schuldniveau, heeft het lage rentepeil het mogelijk gemaakt de groei van de rentelasten voor de gezinnen in te perken. Uitgedrukt in procenten van het beschikbare inkomen, zijn de rentelasten gemiddeld in het eurogebied aanvankelijk, tussen 1999 en 2003, verminderd, waarna ze van 2005 tot 2007 toenamen, zij het in mindere mate dan de voor de schuldenlast opgetekende stijging. In België zijn de rentelasten over de gehele periode teruggelopen. Terwijl zij in 1999 boven het gemiddelde van het eurogebied uitkwamen, lagen ze in 2007 onder dat gemiddelde.

De rentelasten zijn bijzonder sterk gestegen in Spanje, Portugal, Finland en Nederland; in het laatstgenoemde land is het peil ervan met name toe te schrijven aan het grote aantal gezinnen die een vastgoedkrediet aangaan.

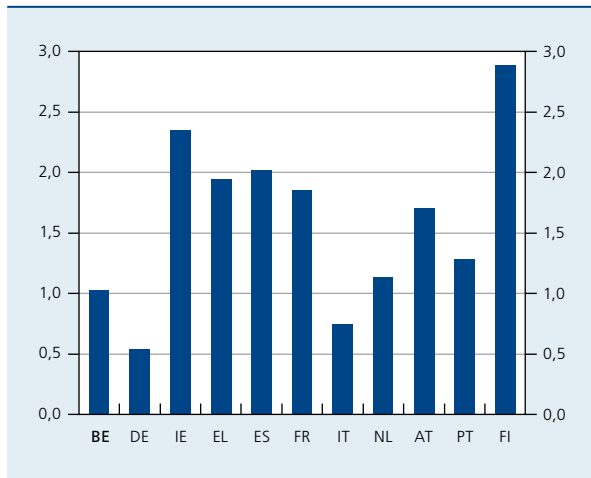
Verscheidene gemeenschappelijke factoren verklaren de forse toename van de hypothecaire kredieten in de landen van het eurogebied. Tot die factoren behoren het lage

rentepeil tijdens de beschouwde periode, de groei van de bevolking, de toename van de beschikbare inkomens, de toename van de vastgoedprijzen, alsook de effecten van de deregulering en de liberalisering van de financiële diensten, die de verruiming van zowel het aantal kredietverleners als het gamma van de aangeboden producten mogelijk hebben gemaakt.

In de eerste plaats heeft de aanzienlijke vermeerdering van het beschikbare inkomen tussen 1999 en 2007 in alle landen van het eurogebied de mogelijkheden van de gezinnen om schulden aan te gaan, doen toenemen. De gemiddelde groei schommelde tussen 0,54 en 2,89 pct. per jaar naargelang de lidstaat.

Ten tweede golden tijdens de beschouwde periode over het algemeen lage rentetarieven, zoals blijkt uit het opgetekende verloop van de driemaands Euribor, die vaak als referentie wordt genomen voor de korte rente, en van de staatsobligatie op tien jaar, die als referentie wordt genomen voor de lange rente. Er zij op gewezen dat de rente voor vastgoedleningen met een variabele rente sneller door de referentietarieven wordt beïnvloed dan die voor vastrentende.

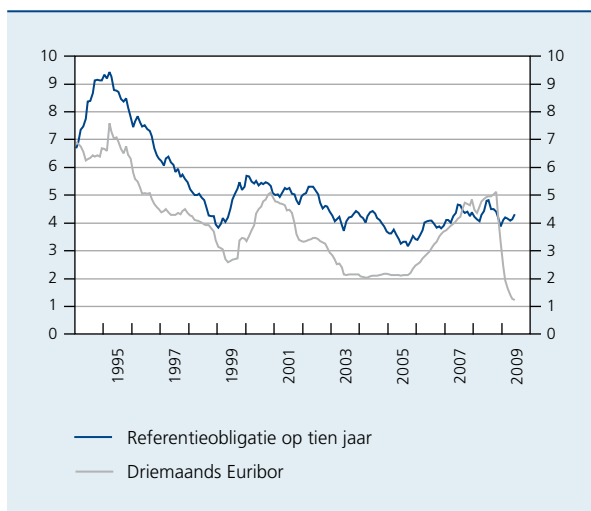
GRAFIEK 4 GEMIDDELD JAARLIJKS GROEIEMPTO VAN HET BESCHIKBARE INKOMEN PER INWONER IN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED TIJDENS DE PERIODE VAN 1999 TOT 2007⁽¹⁾



Bron: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.
 (1) Er zijn geen gegevens beschikbaar voor Cyprus, Luxemburg, Malta en Slovenië.

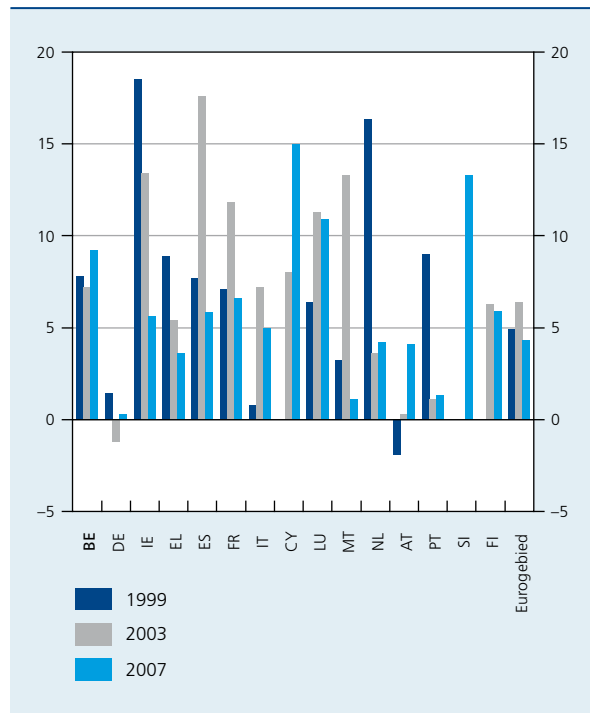
Ten derde zijn de gestegen woningprijzen een andere factor die heeft bijgedragen tot de toename van de vastgoedschuld van de gezinnen. In het eurogebied als geheel zijn de woningprijzen tijdens de beschouwde periode met gemiddeld 6,1 pct. gestegen. De vastgoedprijzen en de eraan verbonden kredieten zijn over het algemeen gecorrelleerd. In de afgelopen jaren was de groei van die twee factoren bijzonder groot in Ierland en Spanje, hoewel het niet eenvoudig is de richting van de causaliteit te bepalen.

GRAFIEK 5 VERLOOP VAN DE KORTE EN DE LANGE RENTE TUSSEN 1994 EN 2009



Bron: ECB.

GRAFIEK 6 GROEIEMPTO VAN DE VASTGOEDPRIJZEN IN 1999, 2003 EN 2007⁽¹⁾

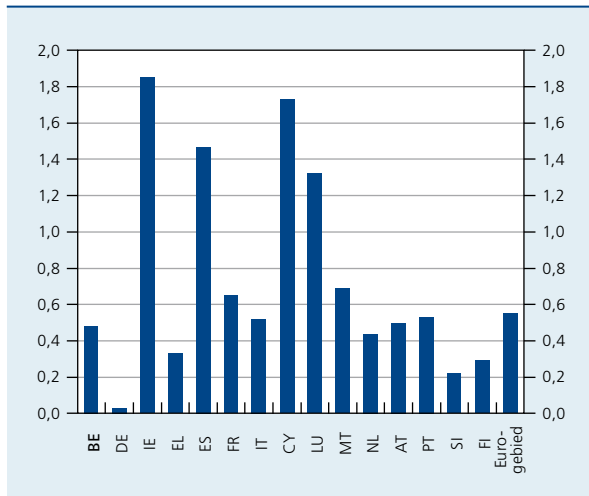


Bron: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.
 (1) Voor Luxemburg betreft het laatste gegeven het jaar 2006.

Het lijkt veeleer plausibel een wederzijdse versterking van de twee elementen te veronderstellen. De woningprijzen, van hun kant, zijn de resultante van diverse factoren, waaronder het inkomen van de gezinnen en de rentetarieven.

In sommige landen kunnen ook demografische factoren hebben bijgedragen tot de gestegen vraag naar vastgoedkredieten, hetzij direct door de stijging van het aantal gesloten overeenkomsten, hetzij indirect door het stimuleren van de huurmarkt. In het eurogebied is de bevolking van 1999 tot 2007 met ongeveer 0,5 pct. gegroeid, maar in Ierland, Spanje, Cyprus en Luxemburg werd een jaarlijks groeitempo van meer dan 1 pct. opgetekend, ten dele als gevolg van positieve netto migratiestromen. Specifiek in Spanje en Ierland lijken demografische factoren te hebben bijgedragen tot de forse stijging van de hypothecaire kredieten tijdens de voorbije jaren.

GRAFIEK 7 GEMIDDELD JAARLIJKS GROEIEMPO VAN DE BEVOLKING TUSSEN 1999 EN 2007⁽¹⁾



Bron : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) Voor Griekenland heeft het gemiddelde jaarlijkse groeitempo betrekking op de periode 2001-2007.

1.2 Voornaamste kenmerken van de hypothecaire kredieten

Na het verloop van de door de gezinnen voor het verwerven, de bouw en renovatie van een onroerend goed aangegane schulden te hebben geschetst, alsook de determinanten ervan, wordt in dit deel een ruime beschrijving gegeven en een uitvoerige analyse gemaakt van verschillende kenmerken van de hypothecaire kredieten, in het bijzonder die welke uit het oogpunt van de monetaire politiek belangrijk zijn. Het betreft de rente (vaste of variabele), het verband tussen het kredietbedrag en de waarde van het goed (d.w.z. de *loan-to-value ratio* of LTV), de looptijd van de lening en de terugbetalingswijze, alsook de marges van de banken op de hypothecaire kredieten. De beschreven kenmerken verwijzen over het algemeen naar de kredietverlening in het kader van de aankoop van een eerste onroerend goed door een gezin dat zijn woning wil bewonen.

A. RENTETARIEVEN

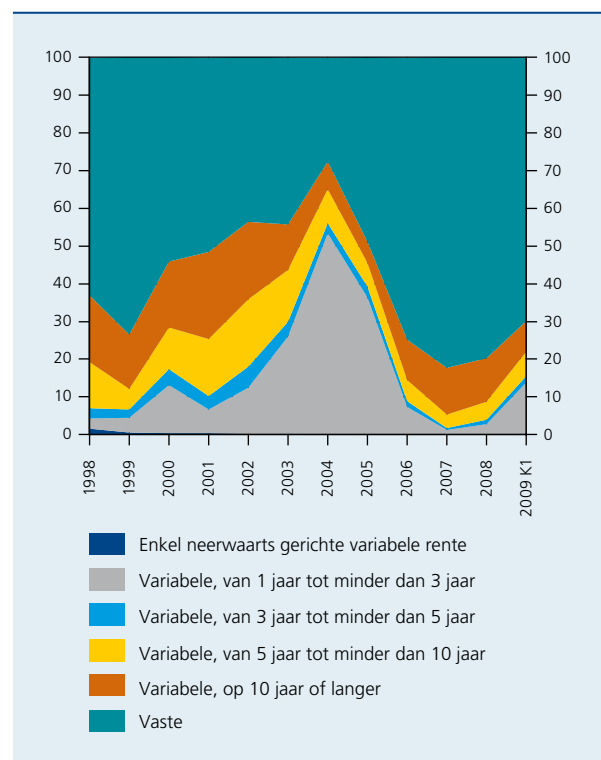
In België worden onder de hypothecaire kredieten die gedurende het hele voorbije decennium, namelijk van 1998 tot 2009, werden toegekend, overwegend vaste rentetarieven opgetekend. Het jaar 2004 was echter een uitzondering, aangezien het overgrote deel kredieten met variabele rente betrof, wegens het lage peil van de korte rente tijdens die periode. Het gedeelte vastrentende overeenkomsten varieert dus volgens het rentepeil, maar ten opzichte van het eurogebied is het aantal overeenkomsten

met een vaste rente of met een lange oorspronkelijke periode van vastheid van rente omvangrijk.

In 2008 vertegenwoordigden de vastrentende overeenkomsten 80 pct. van de tijdens dat jaar verleende kredieten, terwijl de overeenkomsten met een variabele rente en een periode van vastheid van rente gelijk aan of langer dan tien jaar 11,5 pct. ervan uitmaakten. De rest bestond uit leningen met een variabele rente en een oorspronkelijke periode van vastheid van rente van minder dan tien jaar. De overeenkomsten met vaste of halfvaste rente vertegenwoordigden dus ruim 90 pct. van de in het voorbije jaar verleende kredieten.

Wat de leningen met variabele rente betreft, bepaalt de Belgische wet betreffende de hypothecaire kredieten strikte regels ter bescherming van de consument. Zo mag de variabiliteit niet korter zijn dan een jaar en moet de renteverandering gekoppeld zijn aan een officiële referentie-index (de schatkistcertificaten en de obligaties met een looptijd van één tot tien jaar). Zulks betekent dat de sterke volatiliteit van de interbancaire rente die op de turbulenties van de financiële crisis volgde, in België de

GRAFIEK 8 OPSPLITSING VAN DE NIEUWE HYPOTHECAIRE OVEREENKOMSTEN NAAR RENTETYPE, IN BELGIË⁽¹⁾
(jaargegevens, procenten van het totale bedrag)



Bron : BVK.

(1) Voor de variabele rente komt de vermelde term overeen met de oorspronkelijke rentevaste periode.

rente op de hypothecaire kredieten niet heeft beïnvloed. Evenzo moeten voor de leningen met variabele rente een boven- en een ondergrens worden bepaald, met een identieke marge naar boven en naar beneden. Om die reden bieden de banken producten aan waarvan het risico voor de kredietnemer beperkt is tot een afwijking van 3 pct. ten opzichte van de oorspronkelijke rente.

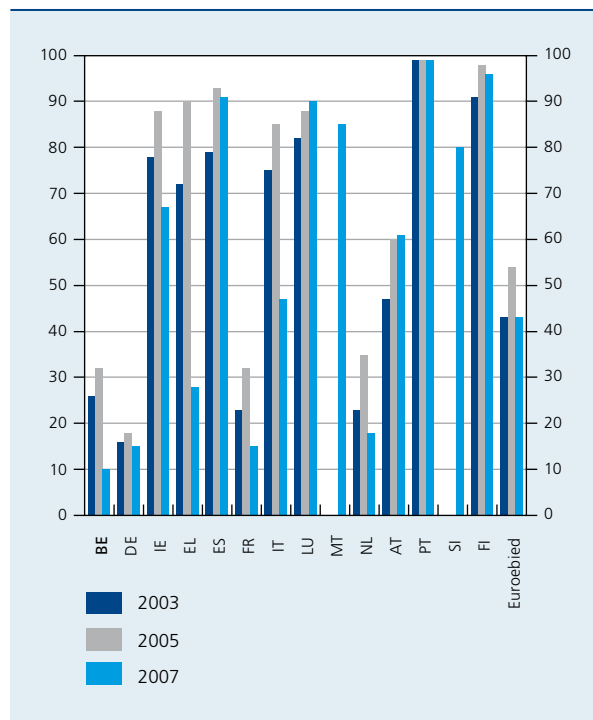
Op het niveau van het eurogebied verkeert een minderheid van landen in een vergelijkbare situatie als België (overwegend vaste of halfvaste rentetarieven): het betreft Duitsland, Frankrijk en Nederland. Die landen vertegenwoordigen in totaal echter ongeveer 65 pct. van alle in het eurogebied toegekende kredieten. In andere lidstaten worden de hypothecaire kredieten meestal gesloten met een variabele rente op zeer korte termijn: de oorspronkelijke periode van vastheid van rente belooft over het algemeen een jaar of minder en de rentetarieven kunnen maandelijks, driemaandelijks, halfjaarlijks of jaarlijks worden aangepast. Overwegend wordt de Euribor met een overeenstemmende looptijd gehanteerd om die rente aan te passen. In de landen waar in buitenlandse valuta luidende kredieten een belangrijke rol spelen (Cyprus, Oostenrijk, Slovenië), dient de Libor ook als referentie voor de aanpassing van de variabele rentetarieven.

Net als in België, varieert het aandeel van de kredieten met variabele rente in de nieuw toegekende leningen in de tijd naar gelang van het respectieve peil van de vaste (of halfvaste) en variabele rente, maar dat verloop doet fundamenteel geen afbreuk aan de hiervoor gemaakte classificatie, behalve in Italië en Griekenland, waar het aantal overeenkomsten met variabele rente tussen 2005 en 2007 fors is teruggelopen. In het algemeen gaven de kredieten met variabele rente in de loop van 2005 de toon aan, wat waarschijnlijk het gevolg is van het lage peil van de korte rente tijdens die periode. Nadien sloeg die tendens in verscheidene landen om als gevolg van de verwachtingen met betrekking tot een verhoging van de rentetarieven op de geldmarkt, die in de tweede helft van 2005 inderdaad toegenomen zijn.

De opgetekende aanzienlijke verschillen tussen de lidstaten voor het aandeel van de leningen met variabele rente, dat in 2007 tussen 10 tot 99 pct. bedroeg, kunnen deels worden toegeschreven aan de aanbod- en vraagontwikkelingen, aan culturele en historische factoren (zoals het inflatieverloop in de diverse staten) en aan institutionele kenmerken.

Met betrekking tot de vraagfactoren moet rekening worden gehouden met aspecten zoals culturele gewoonten, risicoaversie en planningstermijn van de consumenten. Zo kan een lange periode van macro-economische

GRAFIEK 9 AANDEEL VAN DE LENINGEN MET VARIABELE RENTE IN DE KREDIETVERLENING IN DE LANDEN VAN HET EUROGEBIED ⁽¹⁾
(procenten van het totaal)



Bron: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) In het kader van het SIR-verslag werden als kredieten met variabele rente beschouwd die met een variabiliteit van de rente gelijk aan één jaar of minder. Indien de oorspronkelijke rentevaste periode langer was dan een jaar, werden de hypothecaire kredieten beschouwd als kredieten met een vaste rente.

stabiliteit, met onder meer een lage inflatie, gunstig zijn voor een planning op langere termijn, en kan ze verklaren waarom vaste of halfvaste rentetarieven dominant waren of blijven in landen zoals België, Duitsland en Nederland.

Aan de aanbodzijde kunnen de financieringsvoorwaarden van de banken een rol spelen. De gegevens die bij de banken in het kader van het SIR werden verzameld, doen vermoeden dat dit het geval is in Luxemburg, Slovenië en Finland. In die landen geven de kredieten met variabele rente de toon aan, evenzeer als de financiering door middel van instrumenten op korte termijn. Omgekeerd geven de Duitse banken langlopende obligaties tegen onderpand uit, die overeenstemmen met de voorkeur van de huishoudens voor een rente op langere termijn.

De antwoorden op andere punten van de vragenlijst geven echter aan dat in de meeste landen de kenmerken van de portefeuille hypothecaire kredieten van de banken niet worden bepaald door de toegangsvoorwaarden voor een langere-termijnfinanciering. In de meeste gevallen lijkt het oorzakelijke verband in de omgekeerde richting

te werken, aangezien een meerderheid van de banken bevestigt dat de looptijd van de hypothecaire kredieten bepalend is voor die van de financieringsinstrumenten.

Het ontwikkelingspeil van de financiële markt kan in het verleden ook belangrijk zijn geweest, aangezien in sommige landen het ontbreken van een passend referentietarief in het segment van de langlopende obligaties een rem kan hebben gezet op het bancaire aanbod van hypothecaire kredieten met een voor langere termijn vastgestelde rente.

In Italië is de voorkeur van de huishoudens voor leningen met variabele rente deels toe te schrijven aan het feit dat de Italiaanse banken op leningen met vaste rente hoge marges inden, vergeleken met de overige banken van het eurogebied. Hierdoor werd minder overgeschakeld van het ene segment van de markt op het andere.

Spanje vormt een duidelijk voorbeeld van de invloed van institutionele factoren op de voorkeur voor leningen met variabele rente: tot een aanpassing van de wetgeving in 2008 werden alle kredieten met een niet voor de hele looptijd van de lening vastgestelde rente beschouwd als leningen met variabele rente; ze waren derhalve onderhevig aan beperkte kosten bij een vervroegde terugbetaling. Die kosten waren volgens de banken ontoereikend om het beleggingsrisico te dekken. Bijgevolg waren de tarieven op leningen met een oorspronkelijke rentevaste periode van vijf of tien jaar doorgaans hoog, wat ze minder aantrekkelijk maakte voor de kredietnemers.

Mogelijkerwijs heeft, in sommige landen, de inwerkingtreding van Bazel II de voorkeur van de banken voor leningen met variabele rente verhoogd omdat bij dergelijke leningen het renterisico naar de huishoudens wordt overgeheveld, wat de kapitaalvereisten terugschroeft.

Ondanks de waargenomen verschillen tussen de rentetarieven kunnen voor andere kenmerken van de hypothecaire kredieten enkele gemeenschappelijke tendensen worden vastgesteld in de landen van het eurogebied. Aldus is de *loan-to-value*-ratio tijdens het afgelopen decennium gestegen, terwijl de looptijd van de leningen toenam en er in de terugbetaling van kredieten meer flexibiliteit werd ingebouwd.

B. LOOPTIJD EN LTV

In België bedraagt de looptijd van een hypothecair krediet doorgaans twintig jaar. Er bestaan geen gedetailleerde statistieken over de structuur naar looptijd van de kredieten, maar volgens bepaalde bronnen is de gemiddelde looptijd tussen 2003 en 2007 gestegen van 18 tot 21 jaar.

De vóór het begin van de financiële crisis aangeboden maximale looptijd was opgelopen tot 40 jaar.

In het eurogebied varieerde de in 2007 toegekende standaardlooptijd van het ene land tot het andere, meer bepaald van 20 tot 30 jaar. De maximale looptijd lag over het algemeen tussen 30 en 40 jaar, maar er werden producten op langere termijn in het leven geroepen (tot 50 jaar in Spanje, Frankrijk en Portugal, en tot 60 jaar in Finland), hoewel ze slechts een gering marktaandeel veroverden.

Sinds de invoering van de economische en monetaire unie is de gemiddelde looptijd in de landen van het eurogebied toegenomen, net als de door de banken voorgestelde maximale looptijd. Die ontwikkeling weerspiegelt deels de stijging van de vastgoedprijzen, die de huishoudens, aangezien ze op de vastgoedmarkt wilden komen, ertoe noopte leningen voor hogere bedragen aan te gaan, die hun enkel met langere looptijden werden aangeboden. Bovendien speelden de hogere levensverwachting en de daarmee gepaard gaande toename van de pensioenleeftijd eveneens een rol bij de verlenging van de looptijden van hypothecaire leningen. Vanuit het oogpunt van de banken heeft het op de markt brengen van producten met een langere looptijd te maken met de verscherping van de concurrentie, het ontstaan van gunstiger financieringsvoorwaarden op lange termijn en de ontwikkeling van nieuwe financieringsinstrumenten met langere looptijden (*covered bonds*, effectisering), hoewel de richting van de causaliteit moeilijk te bepalen is.

De *loan-to-value*-ratio meet de verhouding tussen de omvang van de aangepane lening en de waarde van het in onderpand gegeven goed. Het desbetreffende beleid van de banken is tijdens de afgelopen jaren enkele malen gewijzigd.

Hoewel in België geen officiële beperkingen bestaan, zien de banken er in de praktijk evenwel op toe dat de rentelasten niet uitkomen boven 30 tot 35 pct. van het beschikbare inkomen van de kredietnemer tijdens het eerste jaar van de overeenkomst, een percentage dat kan oplopen (tot 50 pct.) naar gelang van het inkomenspeil, de werkzekerheid, de leeftijd, enz. De banken bepalen dienovereenkomstig de maximale LTV-grens. Wanneer deze stijgt, rekenen ze in het algemeen een hogere rente aan. Verondersteld wordt dat de toekenning van een voordeeltarief voor kredieten met een lagere LTV kan hebben bijgedragen tot de handhaving van redelijke ratio's in België. De laatste tijd bleef de LTV min of meer constant rond de 80 pct., ondanks de stijging van het gemiddelde bedrag van de verleende kredieten.

Voor het eurogebied bedroeg de standaard-LTV die op een nieuwe overeenkomst wordt toegepast, in 2007 ongeveer 80 pct. in de meeste lidstaten; die LTV lag tussen 63 pct. (Malta) en 101 pct. (Nederland). Net als in België worden doorgaans geen beperkingen opgelegd voor die ratio, maar kan een grens worden vastgesteld voor de kapitaaltoereikendheid en de voor de hypothecaire kredieten vereiste voorzieningen. Indien de LTV onder een bepaalde grens blijft, worden de hypothecaire kredieten volgens de standaardprocedure uit het Bazel II-akkoord behandeld; boven die grens krijgen ze daarentegen een meer risicodragende rating, wat de banken ertoe verplicht hogere voorzieningen in kapitaal aan te leggen. Evenzo werd een limiet vastgesteld voor de kredieten die kunnen worden aangewend als onderpand voor *covered bonds* of *mortgage bonds*.

De LTV is tijdens de periode van 1999 tot 2007 in de meeste landen gestegen. Die stijging ging gepaard met een verlenging van de looptijd van de overeenkomsten en met de ontwikkeling van nieuwe kredietsoorten die een uitstel van betaling toestaan. In 2007 was de LTV reeds teruggelopen in een aantal landen, zoals België, Ierland, Spanje, Malta en Portugal, mogelijk onder invloed van de eerste effecten van de financiële crisis.

C. SOORT VAN TERUGBETALING EN FLEXIBILITEIT VAN DE OVEREENKOMSTEN

Op de markt komen verschillende soorten van terugbetaling voor. Het meest gangbare type in de landen van het eurogebied is de aflosbare lening, die wordt terugbetaald in constante maandelijkse aflossingen bestaande uit rentelasten, waarvan het aandeel in de tijd afneemt, en kapitaal. Dit is de populairste vorm van terugbetaling in België.

Het aflossingsschema « enkel interesten » (*interest-only*) omvat een maandelijkse betaling van rente, aangevuld met de terugbetaling van het hele kapitaal aan het einde van de overeenkomst. In 2007 vertegenwoordigden die kredieten slechts een gering deel van de markt, namelijk 7,5 pct. in het eurogebied.

In verscheidene landen hebben de kredietinstellingen de terugbetalingsformules uitgebreid en nieuwe producten ingevoerd om de terugbetalingen aan het begin van de overeenkomst te verlichten (*teaser loans*). Die formules verminderen de initiële afbetalingslasten, bijvoorbeeld dankzij de combinatie van een formule « enkel interesten » gevolgd door een aflossingssysteem of via een periode zonder betaling gevolgd door een aflossingsformule. Die nieuwe producten hebben de toegang van bepaalde categorieën van kredietnemers tot het hypothecaire krediet vergemakkelijkt, wat tevens bijdroeg tot een verhoging van het uitstaande kredietaanbod.

De flexibiliteit van de vastgoedgerelateerde financiële markt geeft aan hoe gemakkelijk de huishoudens bepaalde bedingen en voorwaarden van hun hypothecaire leningsovereenkomst kunnen wijzigen, of kunnen overschakelen op een andere soort lening, bij dezelfde bank of bij een andere. In dat kader vormen de mogelijkheden tot vervroegde terugbetaling een belangrijk element, maar de kosten om een nieuwe lening aan te gaan, zijn eveneens van belang.

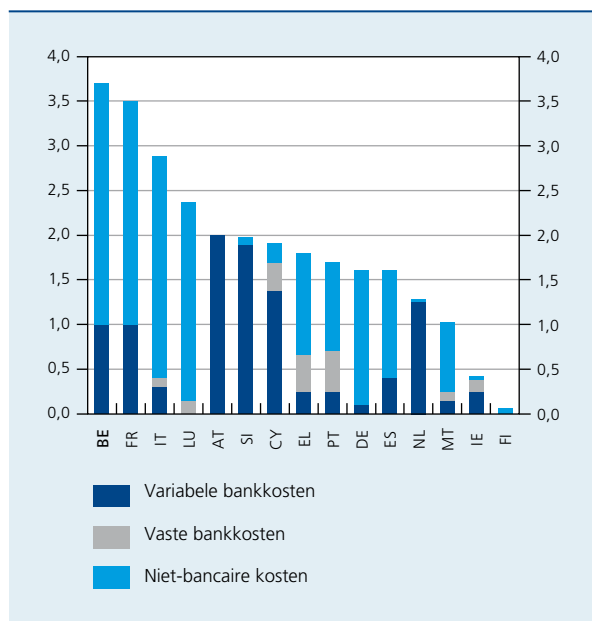
De gedeeltelijke of totale vervroegde terugbetaling van de hypothecaire lening is in alle landen van het eurogebied toegestaan. De kosten van die vervroegde terugbetaling stemmen doorgaans overeen met een percentage van het nog terug te betalen bedrag, dat afhangt van het bedrag van de lening, het daarop toegepaste rentetype (vast of variabel) en de tijd die verstreken is sinds de overeenkomst werd gesloten. In verscheidene landen zijn geen kosten verbonden aan de vervroegde terugbetaling van kredieten met variabele rente, in tegenstelling tot kredieten die werden verleend met een vaste rente. Dat is zo in Finland, Griekenland, Luxemburg en Nederland. Soms kan de vervroegde-terugbetalingsclausule in de overeenkomst worden opgenomen ten koste van een verhoging van de voorgestelde rente.

In België werden de kosten voor een vervroegde terugbetaling wettelijk beperkt tot de rentelasten voor drie maanden op het geleende bedrag dat nog niet was terugbetaald.

In principe zijn die kosten verschuldigd, zelfs als om een vervroegde terugbetaling wordt gevraagd naar aanleiding van een ondertekening van een nieuwe overeenkomst bij dezelfde kredietinstelling. Soms is het echter mogelijk opnieuw te onderhandelen over de leningsvoorwaarden. Als de vervroegde terugbetaling wordt aangewend om een overeenkomst te sluiten bij een andere kredietinstelling die betere rentevoorwaarden of andere, interessantere producten aanbiedt, brengt een dergelijke verandering niet alleen kosten mee voor de vervroegde terugbetaling, maar ook voor het afsluiten van een nieuw hypothecair contract (notariskosten, registratiekosten, administratieve kosten en opzoekingskosten). In Italië werd evenwel een maatregel genomen betreffende de overdraagbaarheid van het hypothecaire krediet, waardoor men kosteloos kan overschakelen op een andere kredietverstrekker, voor zover het bedrag van het nieuwe krediet gelijk is aan het bedrag van het nog verschuldigde oorspronkelijke krediet.

In de onderstaande grafiek worden de kosten weergegeven die verbonden zijn aan het afsluiten van een hypothecair krediet, uitgedrukt in procenten van een hypothecaire lening voor het standaardbedrag in 2007

GRAFIEK 10 AAN EEN HYPOTHECAIR KREDIET VERBONDEN KOSTEN IN HET EUROGEBIED, IN 2007
(procenten van een standaard hypothecaire lening)



Bron: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

die wordt toegekend aan een gezin dat voor het eerst een huis koopt en daarin wenst te wonen. Daarbij worden de kosten in aanmerking genomen die rechtstreeks samenhangen met het sluiten van de overeenkomst (en niet met de aankoop van het goed zelf), ongeacht of ze bij wet zijn vastgelegd of gewoonlijk door de kredietgever worden aangerekend. Sommige van die kosten lopen uiteen volgens het bedrag van de lening, andere staan vast, waarbij hun precieze aard verschilt van land tot land. Niet-bancaire kosten, bijvoorbeeld, kunnen notariskosten, kosten voor de registratie van de overeenkomst of andere wettelijk bepaalde kosten omvatten. Er worden aanzienlijke verschillen vastgesteld tussen de landen, waarbij de kosten variëren van 3,7 pct. van het bedrag van de lening in België (waarvan 2,7 pct. niet-bancaire kosten: notariskosten, registratie- en verzekeringskosten) tot bijna 0 pct. in Finland. Die vergelijking is echter maar indicatief, aangezien vereenvoudigde hypothesen moesten worden gehanteerd, gelet op de complexiteit van sommige kostenstructuren, de aanzienlijke verschillen tussen de kredietinstellingen van een zelfde land en de omvang van bepaalde kosten die afhankelijk zijn van bijzondere omstandigheden.

D. MARGES VAN DE BANKEN OP DE HYPOTHECAIRE KREDIETEN

De inkomsten van de banken uit hypothecaire kredieten kunnen worden vergeleken met hun financierings- of opportuïteitskosten. Daaruit resulteert een marge die onder meer varieert op grond van de kenmerken van de kredieten (bijvoorbeeld het daarop toegepaste rentetype), het risico op wanbetaling van de kredietnemer en de concurrentie tussen kredietinstellingen.

In het kader van het SIR-verslag werden verschillende soorten marges berekend. De daartoe benodigde statistieken zijn evenwel maar vanaf 2003 beschikbaar, dus voor een relatief korte periode die geen volledige conjunctuurcyclus bestrijkt. Bovendien was de periode van 2003 tot 2007 speciaal in die zin dat de kredietvoorwaarden tijdens die jaren aanzienlijk werden versoepeld.

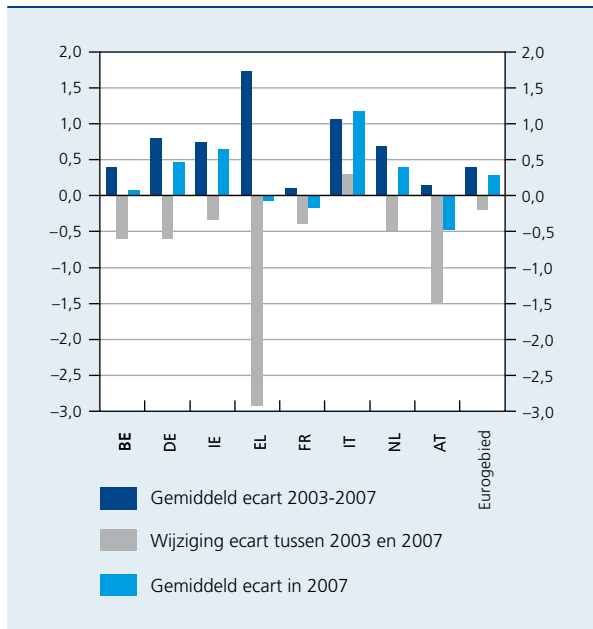
Hier worden de marges toegelicht tussen de rente op een standaard hypothecair krediet en de opportuïteitskosten. Aangezien in België een standaardkrediet een krediet is met een lange oorspronkelijke rentevaste periode, werd op die basis vergeleken met de landen waarvoor de vergelijking relevant bleek, dat wil zeggen die waarvoor het volume van de nieuwe kredieten met vaste rente gemiddeld ten minste 20 pct. uitmaakte van het totale aantal nieuwe kredieten tussen 2003 en 2007. Om de opportuïteitskosten te verkrijgen, werd uitgegaan van de hypothese van een risicoloze investering met een overeenstemmende looptijd (de OLO's in België, bijvoorbeeld).

In de landen waar het meest verspreide type een hypothecair krediet is met een relatief lange oorspronkelijke rentevaste periode (België, Frankrijk, Duitsland en Nederland), was de marge ten opzichte van de opportuïteitskosten, gemiddeld tijdens de jaren 2003 tot 2007, het hoogst in Duitsland en Nederland, terwijl ze lager bleef in België en in Frankrijk.

De marge was relatief hoog in de landen waar kredieten met een vaste of halfvaste rente minder gangbaar zijn (Ierland, Griekenland, Italië), wat kan verklaren waarom de huishoudens van die landen vaker gebruik maakten van kredieten met variabele rente. In Frankrijk was de marge op de hypothecaire kredieten negatief in 2007, wellicht als gevolg van de effecten van *cross selling*: tijdens die periode konden de hypothecaire kredieten, die het mogelijk maken een lange-termijnrelatie met de cliënten op te bouwen, worden gesubsidieerd via andere bankproducten. In Griekenland zijn de marges tussen 2003 en 2007 fors gedaald, tot vrijwel nul in 2007,

GRAFIEK 11 MARGE TUSSEN DE RENTE OP EEN STANDAARD HYPOTHECAIR KREDIET (OORSPRONKELIJKE RENTE VASTE PERIODE VAN MEER DAN VIJF JAAR) EN HET RENDEMENT OP EEN RISICOLOZE INVESTERING

(rente op nieuwe contracten; procentpunten)



Bron: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

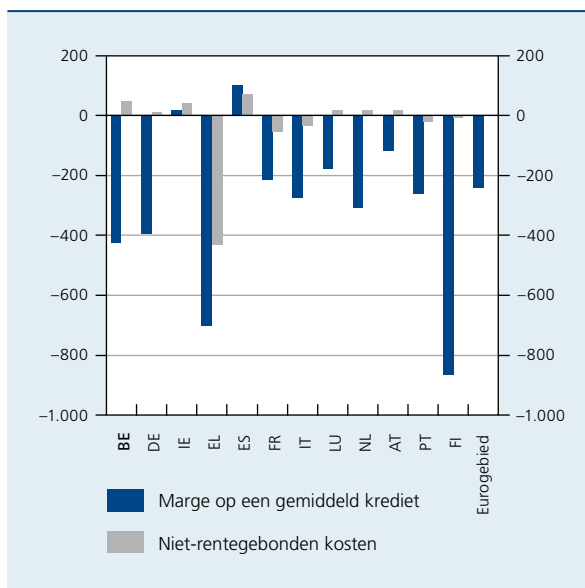
een jaar waarin veel Griekse gezinnen hun lening met variabele rente vervingen door een lening met vaste rente.

Wat het verloop in de tijd betreft, blijkt dat de marges tussen 2003 en 2007 in nagenoeg alle beschouwde landen zijn teruggelopen. Die situatie wordt bevestigd door de resultaten van de *Bank lending survey*. Wanneer de netto percentages worden samengevoegd, wordt in de meeste Europese landen een sterke daling van de marges op de gemiddelde hypothecaire kredieten vastgesteld. Het verloop van de niet-rentegebonden kosten is heterogener in de diverse landen. Terwijl een afname van de marges in sommige landen gepaard ging met een verlaging van dat soort kosten, blijken de banken van andere landen de niet-rentegebonden kosten te hebben verhoogd om de inkrimping van de marges enigszins te compenseren.

Samengevat, konden de afgelopen jaren gemeenschappelijke tendensen worden opgetekend inzake de kenmerken van de hypothecaire kredietverlening in de vijftien landen van het eurogebied: de LTV nam toe, de looptijden van de kredieten werden langer en de terugbetaling van deze kredieten flexibeler. Deze tendensen hebben de toegang van de huishoudens tot de hypotheekmarkt vergemakkelijkt en de werking ervan verbeterd. Tegelijkertijd blijven er grote verschillen, bijvoorbeeld wat betreft de

GRAFIEK 12 WIJZIGINGEN IN DE MARGES EN DE KOSTEN VOOR EEN GEMIDDELD HYPOTHECAIR KREDIET⁽¹⁾

(van 2003 tot 2007 gecumuleerde netto percentages)



Bron: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) De netto percentages stemmen overeen met het verschil tussen de som van de antwoordpercentages op de BLS die wijzen op een verkrapping en de som van de percentages die een versoepeling aangeven. Gecumuleerd over vijf jaar kunnen ze aanzienlijke bewegingen vertonen.

verhouding tussen contracten met een vaste en met een variabele rente. Die verschillen kunnen zowel aan historische en culturele factoren als aan institutionele kenmerken worden toegeschreven.

2. Financieringsstructuur van de banken

Na de analyse van het verloop van de vraag en de belangrijkste kenmerken van de hypothecaire kredieten, gaat de aandacht nu uit naar de financiering van de banken. Daarbij is het de bedoeling een overzicht te geven van de ontwikkeling van de financieringsstrategieën van de banken. De verschillen tussen de landen van het eurogebied zullen worden belicht, net als de sedert het einde van de jaren negentig opgetekende veranderingen.

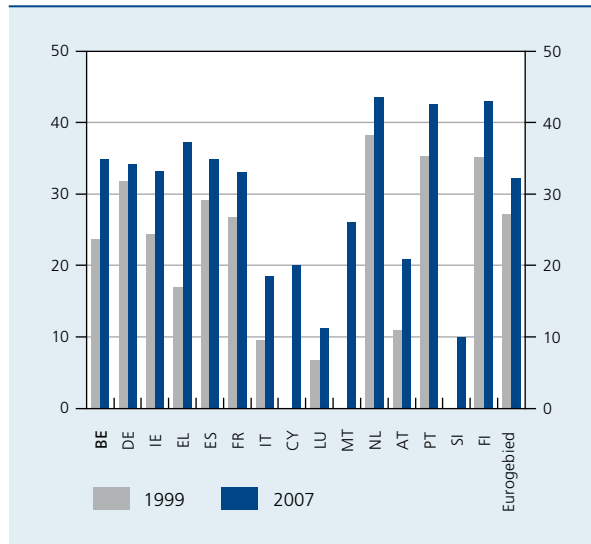
2.1 Verloop van de financieringsstructuur tijdens de afgelopen tien jaar

De financiering van de aankoop van een woning door particulieren vormde de voorbije jaren een groeiend activiteitsdomein voor de banken van het eurogebied. Eind 2007 vertegenwoordigden de kredieten aan huishoudens

GRAFIEK 13

AANDEEL VAN DE VASTGOEDKREDIETEN AAN HUISHOUDENS IN DE TOTALE KREDIETVERSTREKKING VAN DE MFI'S AAN DE NIET-FINANCIËLE SECTOREN VAN HET EUROGEBIED⁽¹⁾

(procenten, vierde kwartaal van 1999 en 2007)



Bron : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) De gegevens omvatten ramingen inzake de door effectivering van de balans verdwenen kredieten.

voor de aankoop, bouw en renovatie van een onroerend goed 32 pct. van alle leningen aan de niet-financiële sectoren, of vijf procentpunten meer dan in 1999. De toename van dit relatieve aandeel is bovendien een gemeenschappelijke tendens die in alle lidstaten wordt opgetekend.

Met uitzondering van enkele specifieke instrumenten, financieren de banken de hypothecaire kredieten via hun gebruikelijke financieringsbronnen. De deposito's van de cliënteel blijven in dat verband de belangrijkste financieringsbron. Een aantal factoren, zoals de ontwikkeling van een meer geïntegreerde en diepere Europese obligatiemarkt dankzij de invoering van de euro, financiële en technologische innovaties, alsook de over het algemeen uiterst gunstige financieringsvoorwaarden, hebben de afgelopen jaren evenwel bijgedragen tot de uitbreiding van de beschikbare alternatieven inzake *funding* voor de kredietinstellingen; deze situatie heeft een verschuiving mogelijk gemaakt naar meer op de markt berustende financieringsstructuren.

Een van de verklarende elementen voor de veranderingen in de financieringsstructuren van de bancaire systemen van het eurogebied, althans tot aan het begin van de financiële crisis medio 2007, is de forse groei van de kredietactiviteit in het algemeen, en van de hypothecaire

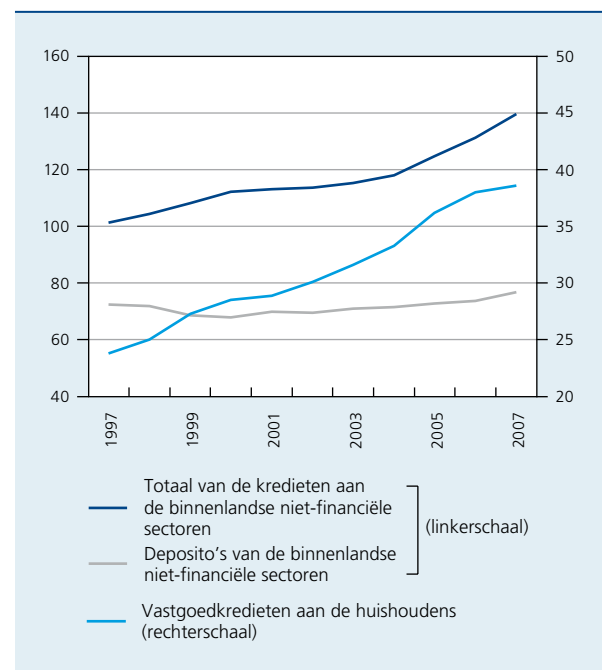
kredieten in het bijzonder. In de periode van 1997 tot 2007 is de kredietverlening aan de niet-financiële sectoren (met inbegrip van de vorderingen die door effectivering uit de balans van de banken zijn verdwenen) met 40 pct. toegenomen in verhouding tot het bbp. Tegelijkertijd zijn de aan huishoudens verstrekte kredieten voor de aankoop, bouw en renovatie van een woning met 15 procentpunten toegenomen, tot 38 pct. bbp. In absolute cijfers is het uitstaande bedrag van deze kredieten tijdens dezelfde periode meer dan verdubbeld. Op deze indrukwekkende groei volgde geen soortgelijke stijging van de traditionele deposito's van de niet-financiële sectoren van het eurogebied, waarvan het bedrag in verhouding tot het bbp min of meer constant gebleven is. Dit toenemende verschil tussen de kredietverlening en de ontvangen deposito's werd gefinancierd door in ruimere mate een beroep te doen op marktgebaseerde financiering, in de vorm van schuldbewijzen en leningen op de geldmarkt.

Het zou evenwel misleidend zijn te trachten een unidirectioneel causaal verband te leggen tussen de beide gebeurtenissen, waarbij men zou vertrekken van een groeiend verschil tussen leningen en deposito's om uit te monden in een diversificatie van de financieringsbronnen. Een gedeelte van dit verschil moet immers

GRAFIEK 14

VERSCHIL TUSSEN DE KREDIETVERSTREKKING EN DE DEPOSITO'S BIJ DE KREDIETINSTELLINGEN VAN HET EUROGEBIED⁽¹⁾

(procenten bbp)



Bron : ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) De gegevens omvatten ramingen omtrent de door effectivering uit de balans verdwenen kredieten.

worden toegeschreven aan het bestaan van alternatieve financieringsbronnen, die de banken in staat stellen hun kredietactiviteiten uit te breiden tegen de achtergrond van een toegenomen vraag en een scherpere concurrentie.

De banken van de lidstaten waar de kredietverlening aan de niet-financiële sectoren de sterkste gecumuleerde stijging liet optekenen over de periode van 1999 tot 2007, namelijk die van Spanje, Ierland, Nederland en Portugal, hebben het meest gebruik gemaakt van marktgerichte financiering om het groeiende verschil tussen deposito's en kredieten op te vangen.

Die tendens was ook waarneembaar, zij het in geringere mate, in de andere landen, met uitzondering van Duitsland, waar de traditionele deposito's enigszins toenamen, terwijl de kredietverstrekking tijdens dezelfde periode terugliep.

Het relatieve belang van de verschillende financieringsbronnen van de banken is in de loop der jaren veranderd. Tussen eind 1999 en eind 2007 werd een achteruitgang opgetekend van de *funding* op basis van de deposito's van de ingezeten niet-financiële sectoren, die gemiddeld evenwel de belangrijkste financieringsbron blijven voor de kredietinstellingen van het eurogebied. België neemt een aparte plaats in, doordat het een van de landen is

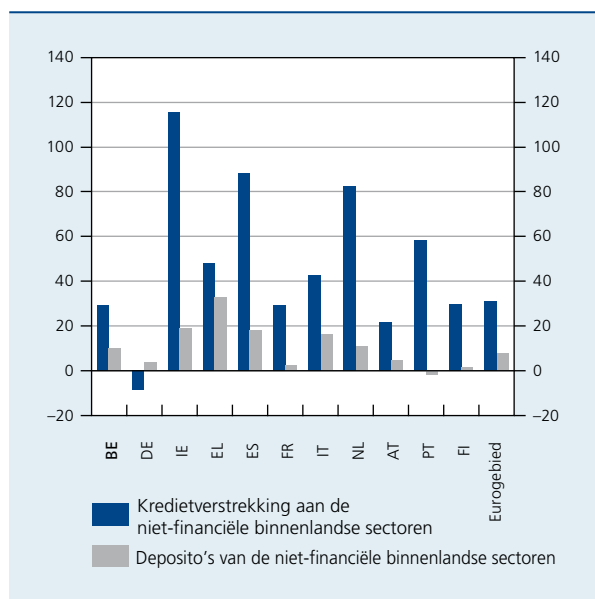
waar het aandeel van deze deposito's in de financiering bijzonder hoog blijft.

Het aandeel van de deposito's van de financiële instellingen (uitgezonderd MFI's), met inbegrip van de effectivering, is over diezelfde periode dan weer toegenomen, terwijl dat van de niet-interbancaire deposito's vanuit de rest van de wereld stabiel is gebleven. Tot slot is het relatieve aandeel van de schuldbewijzen in de totale financiering licht toegenomen, terwijl dat van de interbancaire deposito's enigszins is teruggelopen.

In de periode vóór de financiële crisis is het uitstaande bedrag van effecten met hypothecaire kredieten als onderpand aanzienlijk gestegen, zoals blijkt uit het verloop van de cijfers met betrekking tot de gewaarborgde financiering, opgesplitst volgens de emissie van *residential mortgage-backed securities* (RMBS) en door diezelfde hypothecaire leningen gedekte obligaties (*covered bonds*), in verhouding tot het totaal van de vastgoedkredieten aan de huishoudens. Samen vertegenwoordigden deze twee types van producten eind 2007 ongeveer 21 pct. van het totale uitstaande bedrag aan vastgoedkredieten in het eurogebied (tegen 10 pct. eind 1999), met aanzienlijke verschillen tussen de lidstaten.

De landen waar het uitstaande bedrag van de kredieten aan de binnenlandse niet-financiële sectoren duidelijk sterker is gestegen dan de deposito's van deze sectoren (Ierland, Spanje, Portugal en Nederland) hebben in ruime

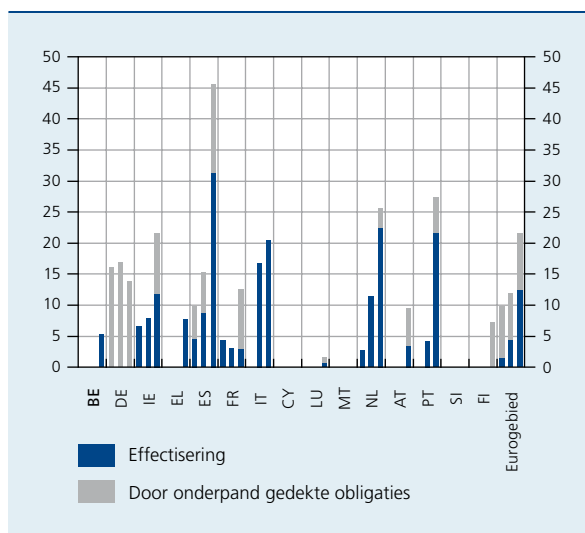
GRAFIEK 15 KREDIETEN EN DEPOSITO'S BIJ DE MFI'S VAN HET EUROGEBIED: GECUMULEERDE VERANDERINGEN VAN 1999 TOT 2007⁽¹⁾
(procenten bbp)



Bron: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) De gegevens omvatten ramingen omtrent de door effectivering uit de balans verdwenen kredieten.

GRAFIEK 16 EFFECTISERING EN DOOR ONDERPAND GEDEKTE OBLIGATIES IN 1999, 2002 EN 2007
(procenten van de vastgoedkredieten aan de huishoudens; gegevens in het vierde kwartaal)



Bron: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

mate een beroep moeten doen op de emissie van *covered bonds* en op effectiseringstransacties.

Omgekeerd lieten sommige landen, zoals België, Finland, Griekenland en Luxemburg⁽¹⁾, aan het begin van de onderzochte periode een hoge ratio deposito's/kredieten optekenen. Daardoor konden ze vermijden intensief gebruik te moeten maken van marktgebaseerde financieringsbronnen, met name *covered bonds* en effectisering.

2.2 Covered bonds en effectisering

Dit gedeelte belicht de belangrijkste kenmerken van de door onderpand gedekte obligaties (*covered bonds*) en de effectisering, alsook de voornaamste verschillen tussen deze twee types van producten. In het geval van hypothecaire kredieten neemt de effectisering de vorm aan van door woninghypotheken gedekte effecten (RMBS).

Covered bonds zijn obligaties die door een kredietinstelling worden uitgegeven. Deze obligaties worden hoofdzakelijk gewaarborgd door hypothecaire kredieten (of eventueel door leningen aan de lokale overheid). Kenmerkend is dat ze rechtstreeks verbonden zijn met de financiering van deze kredieten. Anders dan bij effectisering, blijft zowel het activum als het risico doorgaans op de balans van de emittent.

De houders van de obligatie beschikken over een dubbel verhaalrecht, enerzijds op de emittent en anderzijds op de onderliggende activa. Het voordeel voor de belegger is dat hij een relatief hoog rendement geniet, in combinatie met verhoudingsgewijs geringe risico's, wat tijdens de afgelopen jaren heeft bijgedragen tot het succes van dit marktsegment.

Effectisering is daarentegen een financiële constructie waarmee een onderneming de liquiditeit van haar balans kan verbeteren. De techniek bestaat erin dat activa, geselecteerd op basis van de kwaliteit van hun waarborgen, worden ondergebracht in een vennootschap ad hoc. Deze vennootschap koopt de activa aan en financiert de aankoop door de uitgifte van effecten aan beleggers. Oorspronkelijk gebruikten de kredietinstellingen deze techniek om een gedeelte van hun uitstaande kredieten te herfinancieren, dat wil zeggen door leningen aan de cliënteel om te zetten in verhandelbare effecten.

Voor de emittent bieden *covered bonds* en RMBS tal van voordelen. Door onderpand gedekte effecten genieten hogere kredietratings. Ze kunnen dus worden gebruikt als middel voor financiering op lange termijn tegen een relatief geringe kostprijs en helpen de emittenten de lacunes in de financiering op te vangen. Tevens stellen ze de emittent in staat zijn financieringsbronnen te diversifiëren en uit te breiden.

Tegelijkertijd zijn er verscheidene belangrijke verschillen tussen door onderpand gewaarborgde obligaties en geëffectiseerde producten als RMBS.

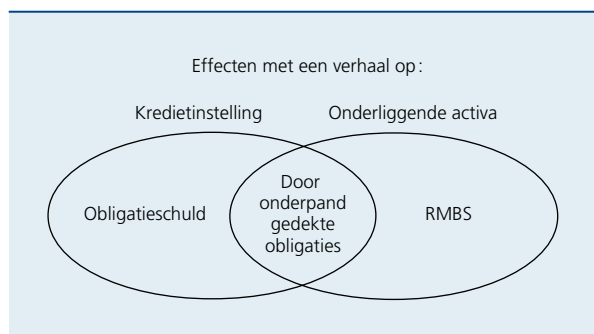
Door onderpand gedekte obligaties blijven doorgaans op de geconsolideerde balans van de emittent, terwijl het onderpand bij RMBS wordt overgedragen naar een speciaal daartoe opgerichte entiteit (*Special purpose vehicle* of SPV) die de effecten uitgeeft. De originator en de emittent zijn dus niet dezelfde bij RMBS.

Door effectisering in de vorm van RMBS kan de emittent het risico overdragen en uit zijn balans doen verdwijnen; de kapitaalvereisten worden dus geringer⁽²⁾. *Covered bonds*, daarentegen, zijn in de eerste plaats en vóór alles een instrument om financiering op te halen.

Het onderpand dat gebruikt wordt voor *covered bonds* moet beantwoorden aan specifieke, meestal wettelijk vastgelegde criteria, onder meer met betrekking tot de maximale limiet voor de LTV. Deze criteria staan borg voor de goede kwaliteit van de onderliggende activa.

In tegenstelling tot RMBS zijn door onderpand gedekte obligaties effecten met een dubbel verhaal. De beleggers zijn bevoorrechte crediteuren ten opzichte van de emittent; ze hebben eveneens een bevoorrechte

GRAFIEK 17 DOOR ONDERPAND GEDEKTE OBLIGATIES: EEN INSTRUMENT MET EEN DUBBEL VERHAAL



Bron: ECB, *Covered bonds in the EU financial system*, 2008.

(1) In Portugal lag de ratio deposito's/kredieten oorspronkelijk eveneens hoog, maar de scherpe vermindering van de deposito's in verhouding tot de totale kredietverlening werd gecompenseerd door een toename van de effectiseringsactiviteit en van de netto interbancaire financiering.

(2) Hier wordt uitsluitend verwezen naar een effectisering van het type « true-sale », waardoor de geëffectiseerde kredieten doorgaans verdwijnen uit de balans van de originator en de risico's en rechten in verband met de activa worden overgedragen naar de SPV.

TABEL 1 VERGELIJKING TUSSEN DE COVERED BONDS EN DE RMBS

	Door onderpand gedekte obligaties	RMBS
Doel van de emissie	Herfinanciering	Vermindering van het risico, verlichting van de regulering, herfinanciering
Emittent	Emittent van de lening	Speciale entiteit
Verhaal op de oorspronkelijke emittent	Ja	Nee
Structuur	De activa blijven doorgaans op de balans, maar worden aangemerkt als deel van een <i>cover pool</i>	De activa worden overgedragen naar de speciale entiteit
Invloed op de kapitaalreserves van de emittent	Geen	Vermindering
Wettelijke beperking op het beleenbaar onderpand	Ja, indien de uitgifte verloopt volgens de wetgeving op <i>covered bonds</i> (bijvoorbeeld beperking van de LTV)	Gewoonlijk geen
Beheer van de activa	Gewoonlijk dynamisch	Grotendeels statisch
Transparantie van de activa voor de belegger	Beperkt (maar de kwaliteit wordt regelmatig gecontroleerd door gespecialiseerde overheids- of particuliere bureaus)	Beperkt
Indeling van de lening in meerdere tranches (<i>tranching</i>)	Geen	Gebruikelijk
Coupon	Grotendeels vastrentend	Grotendeels met variabele rente

Bron: ECB, *Covered bonds in the EU financial system*, 2008.

schuldvordering op de onderliggende activa (*cover pool*) in geval de emittent in gebreke blijft.

De pool van onderliggend onderpand van de *covered bonds* is gewoonlijk dynamisch, wat betekent dat de betrokken activa kunnen worden vervangen wanneer ze vervallen of indien ze niet langer voldoen aan de beleenbaarheidscriteria. Het onderpanddepot van RMBS, daarentegen, is over het algemeen statisch. Terwijl *covered bonds* overwegend vastrentende effecten zijn, is de rente op RMBS meestal variabel.

De indeling van de *pool* in meerdere tranches is een vaak voorkomend kenmerk van RMBS, maar niet van door onderpand gedekte obligaties. De emittent kan aldus de tranches aanpassen volgens de specifieke behoeften van de beleggers.

(1) Deze cijfers moeten evenwel voorzichtig worden geïnterpreteerd. Op basis van de beschikbare gegevens is het immers niet mogelijk een onderscheid te maken tussen residentiële en commerciële *covered bonds*. Bovendien kunnen de nationale relatieve aandelen en de uitstaande bedragen vertekend zijn doordat internationale entiteiten *covered bonds* kunnen uitgeven via in het buitenland gevestigde dochtermaatschappijen. De gegevens zijn beschikbaar per land van emissie en niet per nationaliteit van de emittent.

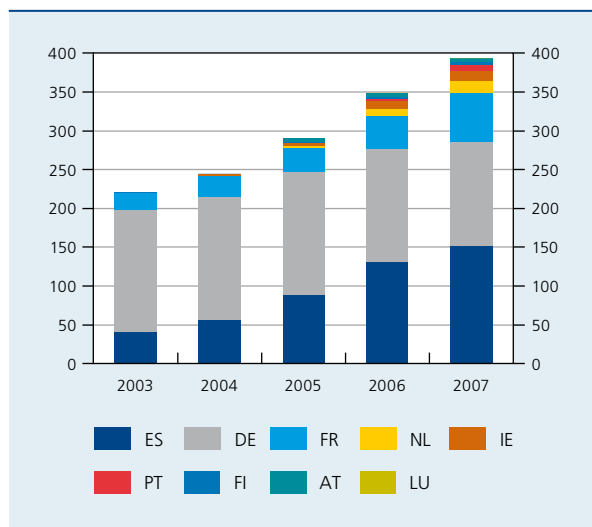
A. COVERED BONDS

Tussen 2003 en 2007 is het uitstaande bedrag aan door woninghypotheken gedekte obligaties met 80 pct. gestegen in het eurogebied. Terwijl dit instrument al heel lang werd gebruikt in Duitsland, is het intensief gebruik van deze financieringsbron meer recentelijk tot ontwikkeling gekomen in andere landen van het eurogebied. Door het ontbreken van een geïntegreerde en homogene markt worden evenwel aanzienlijke verschillen opgetekend.

De recente ontwikkelingen in dit domein werden in ruime mate gestimuleerd door wettelijke en regelgevende veranderingen (invoering van de wetgeving in Nederland in 2008, in Ierland in 2001, bijvoorbeeld), alsook door de dynamiek van de vastgoedmarkt (Spanje, Ierland, Frankrijk). Momenteel domineren drie landen de emissies van *covered bonds* in het eurogebied⁽¹⁾. Het gaat om Duitsland, Spanje en Frankrijk.

Spanje liet in dit vlak de meest uitgesproken ontwikkelingen optekenen als gevolg van de forse groei van de

GRAFIEK 18 UITSTAANDE BEDRAGEN VAN DE MORTGAGE COVERED BONDS: OPSPLITSING PER LAND VAN EMISSIE
(miljarden euro's)



Bron: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

vastgoedmarkt. Deze dynamiek en de daarmee gepaard gaande grote vraag naar hypothecaire kredieten werden geschraagd door de emissie van *covered bonds*, waarvan het aandeel in het eurogebied is gestegen van 18 pct. in 2003 tot 39 pct. in 2007.

Ook in Frankrijk was de dynamiek van de vastgoedmarkt tijdens deze periode krachtig en het uitstaande bedrag van *covered bonds* verdrievoudigde, tot 16 pct. van het totale uitstaande bedrag van het eurogebied in 2007, tegen 6 pct. in 2003.

Met betrekking tot het wettelijke en regelgevende kader moet een onderscheid worden gemaakt tussen het internationale niveau en de specifieke nationale ontwikkelingen. Op Europees niveau bepaalt de richtlijn uit 1985 over de werking van de instellingen voor collectieve belegging in effecten (ICBE) dat deze entiteiten tot 25 pct. van hun activa kunnen investeren in *covered bonds* van één enkele emittent, met een aantal beperkingen. Als bepaalde voorwaarden zijn vervuld (bijvoorbeeld inzake waarde van de LTV), genieten de *covered bonds* bovendien een gunstiger weging van het verbonden risico, in overeenstemming met de in 2006 goedgekeurde *Capital requirements directive*. Deze twee types van regelgeving hebben wellicht bijgedragen tot het succes van de *covered bonds*.

Op nationaal vlak hebben enkele landen onlangs een specifiek wettelijk kader uitgewerkt. Enkel Cyprus en België hebben nog geen wetgeving met betrekking tot de emissie

van dergelijke effecten. Nederland neemt een aparte plaats in: vóór de goedkeuring van een specifieke wet was de emissie van deze producten immers gebaseerd op contractuele overeenkomsten die berusten op het burgerlijk wetboek.

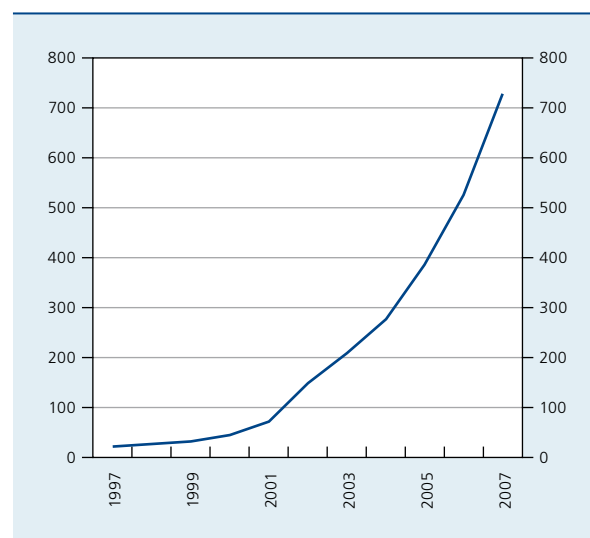
B. EFFECTISERING

Effectisering is een recent verschijnsel in het eurogebied: pas vanaf 2002 werd het een significante financieringsbron voor de banken. In 2007 werd het aandeel van geëffectiseerde en uit de balans van de banken verdwenen hypothecaire kredieten op ongeveer 7 pct. van het totale uitstaande bedrag geraamd. Uitgedrukt in procenten van het bbp beliep dit aandeel zowat 3 pct.

De trage ontwikkeling van deze markt in vergelijking met de Verenigde Staten is te wijten aan meerdere factoren. Ten eerste waren de belangrijkste banken van het eurogebied goed gekapitaliseerd op het ogenblik dat dit type product beschikbaar werd. Het wettelijke kader ontbrak bovendien vaak en moest nog worden uitgewerkt. De afgelopen tien jaar zijn zowel op nationaal als op Europees niveau tal van wettelijke en regelgevende procedures tot stand gekomen, die de ontwikkeling van de effectiseringsmarkten in de hand hebben gewerkt.

Een andere factor die de recente groei van de effectisering heeft gestimuleerd, is de invoering van de euro, die bevorderlijk is geweest voor de financiële integratie

GRAFIEK 19 VERLOOP VAN HET UITSTAANDE BEDRAG VAN DE EFFECTISERING IN HET EUROGEBIED TUSSEN 1997 EN 2007⁽¹⁾
(miljarden euro's)



Bron: ECB, *Housing finance in the euro area*, 2009.

(1) De gegevens omvatten enkel de effectisering via binnenlandse SPV's, zodat de totale activiteit wordt onderschat.

en voor de ontwikkeling van een meer op de markt berustend financieel systeem. Hierdoor is de liquiditeit toegenomen, net als het volume van effectiseringen door de MFI's. Tegelijkertijd heeft de technologische vooruitgang de verwerking en de prijsbepaling van de financiële gegevens verbeterd, waardoor de kosten voor onder meer de emissie van RMBS konden worden teruggeschroefd.

Desondanks hebben de MFI's van bepaalde lidstaten van het eurogebied weinig of geen effectiseringsactiviteit ontpleoid. Het gebruik van effectisering hangt immers af van verschillende elementen, zoals de wettelijke omkadering, maar ook van de nationale structuur van de hypotheekmarkt.

Net als bij de *covered bonds*, was de emissie van geëffectiseerde producten (RMBS) het grootst bij de MFI's van de landen met de sterkste vraag naar hypothecaire kredieten, namelijk Ierland, Spanje en Nederland.

In België bleven de effectiseringstransacties zeer beperkt tot eind 2007. De markt voor deze effecten was zeer krap en weinig liquide, zodat de aan dit soort van transacties verbonden kosten niet konden worden gecompenseerd. De jongste tijd (2008 en 2009) werd evenwel een zeer aanzienlijke stijging opgetekend van de emissie van deze effecten, doordat enkele Belgische banken geconfronteerd werden met acute liquiditeitsproblemen en via effectiseringstransacties middelen ophaalden.

Al met al geven de hierboven voorgestelde cijfers een algemene tendens te zien naar financieringsbronnen die meer op de markt gericht zijn, onder meer de gestructureerde producten. De goedkeuring van nieuwe wetten en de aanpassing van bestaande reglementen stelden de banken in staat zich toegang te verschaffen tot verschillende financieringsbronnen, wat aan de diversificatie en de toegang tot de financiële markten ten goede kwam.

Het ruimer gebruik van financiering via de financiële markten leidde eveneens tot een verlenging van de gemiddelde contractuele looptijd van de verplichtingen en een gemakkelijker toegang voor buitenlandse beleggers. Dat is vooral het geval in de landen waar de markt voor vastgoedkredieten de afgelopen jaren het sterkst is gegroeid (Spanje, Nederland, Portugal). Tegelijkertijd weerspiegelt de verschuiving van de financiering op basis

van de *retail* deposito's naar een *wholesale* financiering de sterkere aanwezigheid van buitenlandse spaarders op de binnenlandse markt en het vermogen van het bankwezen om de leningsbehoeften van de binnenlandse sector te financieren door een beroep te doen op fondsen uit het buitenland⁽¹⁾.

3. Invloed van de financiële crisis

De financiële crisis, die uitbrak in de zomer van 2007, heeft de hierboven beschreven ontwikkelingen danig in de war gestuurd. De mate waarin deze crisis zal hebben bijgedragen tot de ommekeer van de tijdens het voorbije decennium opgetekende tendensen inzake de financieringsstructuur van de MFI's van het eurogebied, zal slechts op langere termijn kunnen worden beoordeeld.

Vast staat dat de Belgische consument goed beschermd was, zowel door een voorzichtige wetgeving (begrenzing van de renteschommelingen, relatief lage LTV) als door een vrij gematigd verloop van de hypothecaire schuldenlast zelf, als gevolg van een matige stijging van de vastgoedprijzen. De wanbetalingsgraad bleef derhalve zeer laag: ondanks een lichte stijging in het eerste semester van 2009 beliep hij 1,1 pct. van het totale aantal geregistreerde kredieten op 30 juni 2009.

De invloed op de *funding* van de banken was daarentegen wel merkbaar. Door de toegenomen risicoaversie van de beleggers en de onzekerheid omtrent de mate van blootstelling van de banken aan de ingezette activa, werd het immers steeds moeilijker om via *covered bonds* of effectisering nieuwe middelen op te halen op de financiële markten. Het transactievolume is aanzienlijk teruggelopen als gevolg van de gebrekkige liquiditeit van de markt. Inzake schuldbewijzen is de totale netto-emissie van effecten op middellange of lange termijn door de MFI's van het eurogebied tussen juni 2007 en juni 2008 met 64 pct. teruggelopen in vergelijking met de twaalf voorgaande maanden.

De liquiditeit van de effectiseringsmarkt is geleidelijk opgedroogd. De meest ondoorzichtige en complexe segmenten werden eerst aangetast. Toen de crisis verscherpte, werden ook de andere marktsegmenten, zoals de RMBS, getroffen. De emissie van door activa gewaarborgde effecten, en vooral van de effecten met hypotheekvorderingen als onderpand, liep terug en tegelijk nam het rendement van de RMBS en van de *covered bonds* toe. Volgens ramingen werd het grootste gedeelte van door activa van het eurogebied gewaarborgde effecten in 2008 aangehouden om te worden gebruikt als onderpand voor het Eurosysteem.

(1) Zo werd eind 2007 volgens ramingen van de *Banco de España* 66 pct. van de door Spaanse instellingen uitgegeven geëffectiseerde obligaties aangehouden door buitenlandse beleggers.

Omdat ze bovendien werden geconfronteerd met een opdrogen van de interbancaire markt en van de geldmarkteffecten, hebben de banken op deze nooit vertoonde situatie gereageerd door zich agressiever op te stellen voor de deposito's. Tegelijk hebben de beleggers, van wie de risicoaversie fors is toegenomen, opnieuw meer belangstelling getoond voor bancaire deposito's. De ernst van de crisis heeft duidelijk gemaakt hoe uiterst instabiel de financieringsbronnen op basis van de markt kunnen zijn, waarbij vooral de kwetsbaarheid van de interbancaire kredietverlening voor vertrouwenscrises in tijden van acute financiële crisis in het oog springt.

Het beleid van de autoriteiten heeft een belangrijke bijdrage geleverd tot het verhelpen van deze situatie: de ECB injecteerde massaal liquiditeiten en de overheden zorgden voor een herkapitalisering van de banken. Het is nog altijd niet definitief uitgemaakt of deze maatregelen zullen volstaan om het vertrouwen te herstellen en om een beperking van onder meer de hypothecaire kredietverlening te vermijden. Daartoe moeten de banken in de eerste plaats zorgen voor een stabiele *funding* op lange termijn, die rechtstreeks verband houdt met de activiteit inzake de verstrekking van hypothecaire kredieten. Onder meer de emissie van *covered bonds* in België zou daartoe moeten bijdragen. Er worden dan ook initiatieven verwacht om de lacunes in het wetgevend kader aan te vullen.

Bibliografie

ECB (2008), *Covered bonds in the EU financial system*, September.

ECB (2009), *Housing finance in the euro area*, Occasional Paper Series n° 101, March.