

Spaarrentes en het depositofinancieringsgat

Hoewel Nederlandse spaarrentes historisch gezien laag zijn, zijn ze internationaal gezien relatief hoog. Het depositofinancieringsgat kan bijdragen aan hogere spaarrentes wanneer banken een voorkeur hebben voor spaargeld boven andere vormen van externe financiering, in het bijzonder wanneer stabiele marktfinanciering gering beschikbaar is, zoals sinds de crisis. Een empirische analyse onderschrijft dat deze hypothese een rol speelt bij het verklaren waarom de Nederlandse spaarrente relatief hoog is ten opzichte van andere Europese landen.

**CHRISTIAAN
PATTIPEILOHY**

Econoom bij
De Nederlandsche
Bank

In aanloop naar de financiële crisis liepen Nederlandse spaarrentes op, onder meer door de aanwezigheid van enkele prijsvechters in de Nederlandse markt voor bancaire spaarproducten. In navolging van de verlaging van de ECB-beleidsrente zijn vanaf eind 2008 tot op heden spaarrentes in Nederland aanmerkelijk gedaald. Toch blijkt uit figuur 1 dat Nederlandse spaarrentes nog altijd hoger zijn dan in de ons omringende landen. Het renteverskil op opneembare deposito's met België en Duitsland liep in aanloop naar de crisis weliswaar terug, maar is sindsdien weer opgelopen. Ook ten opzichte van de gemiddelde rente in het eurogebied is de Nederlandse rente op opneembare deposito's hoog, hoewel dit verschil recentelijk kleiner is geworden. Daarnaast betalen Nederlandse banken ook op kortlopende termijndeposito's een hogere rente dan banken in België en Duitsland, hoewel deze rente wel meer in lijn is met het gemiddelde in het eurogebied.

De Europees gezien hoge spaarrentes in Nederland kunnen van belang zijn omdat in een omgeving van geringe beschikbaarheid van stabiele marktfinanciering een hogere spaarrente ook kan bijdragen aan hogere uitleenrentes (Jan-

sen *et al.*, 2013). Daarmee bestaat het risico dat de doorwerking van het ruime monetaire beleid van de ECB wordt gehinderd en de lage beleidsrente in mindere mate haar weg vindt naar huishoudens en bedrijven. Te meer omdat spaardeposito's een belangrijke financieringsbron voor het Nederlandse bankwezen zijn. Totaal beslaan beide typen deposito momenteel bijna 290 miljard euro of circa negentig procent van het totale spaargeld, exclusief betaalrekeningen, dat huishoudens bij banken aanhouden. Dit is gelijk aan bijna twaalf procent van de totale binnenlandse bankbalans in Nederland, een ratio die relatief stabiel is over de tijd.

HET DEPOSITOFINANCIERINGSGAT

Een potentiële verklaring voor de hoge spaarrentes zou gelegen kunnen zijn in het depositofinancieringsgat, ofwel het verschil tussen deposito's van de private sector en leningen verstrekt aan de private sector. Vanwege de aanwezigheid hiervan zijn Nederlandse banken in belangrijke mate aangewezen op andere vormen van externe financiering dan spaargeld. Dit depositofinancieringsgat hangt samen met de lange balansen van Nederlandse huishoudens, die veel sparen via pensioenfondsen, maar tegelijkertijd veel lenen van banken in de vorm van hypotheek. Sinds midden jaren negentig tot aan het begin van de kredietcrisis is het depositofinancieringsgat steeds verder opgelopen. Daar staat tegenover dat het Nederlandse bankwezen sindsdien op nettobasis schuldenaar is ten opzichte van het buitenland (Pattipeilohy, 2011). Daarnaast zijn Nederlandse banken afhankelijker geworden van andere bronnen van externe financiering, zoals financiering op de kapitaalmarkt door de uitgifte van schuld papier. Figuur 2 laat het depositofinancieringsgat zien, wanneer dat gemeten wordt als het verschil tussen deposito's van en leningen aan huishoudens als percentage van de totale bankbalans. De figuur laat zien dat banken in de ons omringende landen niet of in sterk mindere mate geconfronteerd worden met een depositofinancieringsgat dan Nederlandse banken. Ook wanneer het depositofinancieringsgat gemeten wordt als het

verschil tussen deposito's van en leningen aan de totale private sector, blijft dit beeld gehandhaafd (DNB, 2013). Een belangrijk discussiepunt betreft in welke mate de afwijkende balansstructuur van het Nederlandse bankwezen van invloed is op de prijsstelling van bancaire producten en daarmee dus ook op de doorwerking van het monetaire beleid. Jansen *et al.* (2013) en CPB (2013) behandelen deze vraag voor een specifieke categorie uitleenrentes van banken, namelijk de hypotheekrente. Echter, ook voor de inleenkant van de bankbalans kan theoretisch verondersteld en empirisch getoetst worden of het depositofinancieringsgat van invloed is op de hoogte van bancaire rentes.

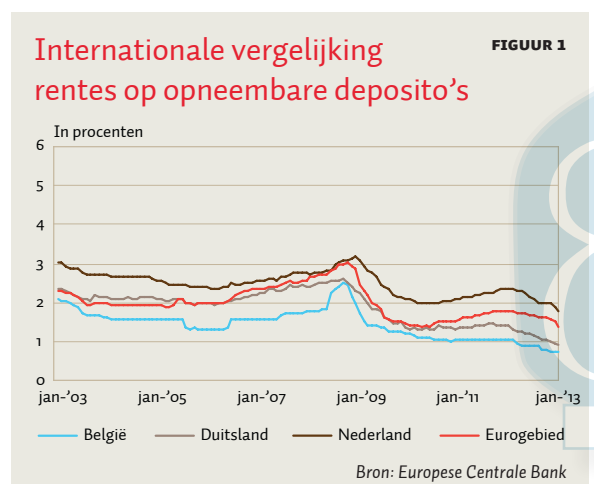
THEORETISCH MODEL VOOR DE SPAARRENTE

Het standaarduitgangspunt bij een analyse naar prijszettingsgedrag van banken is het klassieke Klein-Monti-model voor bancaire concurrentie. In dit model is de prijszetting van banken aan de uitleenkant onafhankelijk van de beprijzing aan de inleenkant (Klein, 1971; Monti, 1972; Freixas en Rochet, 2008). Het model gaat ervan uit dat banken een tekort of overschot aan financieringsmiddelen altijd kunnen aanvullen dan wel afstorten op de openbare kapitaalmarkt tegen een gegeven marktrentecurve. Deze exogeen bepaalde marktrentecurve representeert de marginale inleenkosten van een bank. Banken bepalen hun in- en uitleenrentes volgens dit model op basis van deze marginale inleenkosten, waarbij zij een opslag in rekening brengen die direct afhankelijk is van de mate van concurrentie op de specifieke deelmarkten.

De uitkomst uit het Klein-Monti-model is echter gebaseerd op een gesimplificeerd model met een perfecte kapitaalmarkt, zonder rol voor risico of asymmetrische informatie. In dit raamwerk zijn de kapitaalmarkt en deposito's perfecte substituten als bron van financiering. In de praktijk zijn kapitaalmarkten vanwege asymmetrische informatie alleen toegankelijk wanneer banken voldoende onderpand overleggen, of een risicopremie betalen die hoog genoeg is, in het bijzonder in tijden van financiële stress. Op deze manier ontstaat er een pikorde voor de wijze waarop banken zichzelf wensen te financieren, analoog aan de theorie die Myers en Majluf (1984) hebben geformuleerd voor ondernemingen in het algemeen. In dit theoretische raamwerk zullen deposito's andere bronnen van externe financiering domineren. Banken

die niet of in mindere mate geconfronteerd worden met een financieringsgat zijn ook minder blootgesteld aan de afruil tussen deposito's en andere bronnen van externe financiering. Hierdoor is de concurrentie om spaartegoeden minder intensief en zal er minder opwaartse druk op depositorenten komen te staan. Wanneer banken een dergelijke pikorde in financieringsbronnen nastreven, zijn zij niet langer prijszetter op de spaarmarkt en is de hoogte van de spaarrente voor banken exogeen. Onder deze voorwaarde vervalt ook de scheiding tussen de in- en uitleenrentes, zoals beschreven in het Klein-Monti-model.

De kredietcrisis kan er – als bijzondere stresssituatie – toe hebben geleid dat banken een nog grotere voorkeur voor spaartegoeden als financieringsbron hebben, aangezien alternatieve financieringsbronnen instabiel zijn gebleken. Dit laatste geldt bijvoorbeeld voor securitisaties en interbancaire financieringsmogelijkheden. Bovendien kunnen beleidsinitiatieven die een specifieke financieringsmix bevoordelen de pikorde versterken, waardoor de relevantie van het depositofinancieringsgat voor de hoogte van spaarrentes toeneemt. Zo kan de introductie van de zogenoemde netto stabiele-financieringsratio onder Basel III ervoor zorgen dat banken een grotere voorkeur voor spaartegoeden hebben bij de financiering van kredietverlening dan voorheen het geval was.



Samenvatting schattingsresultaten paneldata-analyse relatie spaarrentes en depositofinancieringsgat, januari 2003 – december 2012¹

TABEL 1

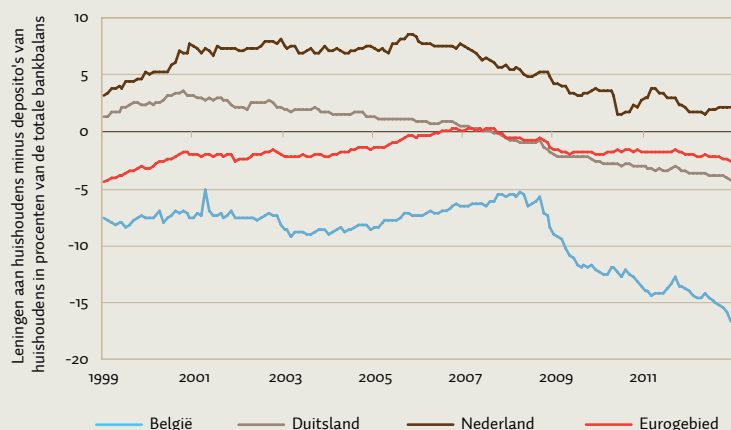
	Model over volledige steekproef zonder interactieterm	Model over volledige steekproef met interactieterm	Model vanaf medio 2007
Opneembare deposito's:			
Marktrente	0,26***	0,27***	0,19***
Geldmarktstress	0,62***	0,58***	0,76***
Depositofinancieringsgat	6,49*	5,57*	9,69***
Interactie depositofinancieringsgat met geldmarktstress		3,57***	
R ²	0,59	0,62	0,57
Kortlopende termijndeposito's:			
Marktrente	0,51***	0,51***	0,53***
Geldmarktstressindicator	0,49***	0,51***	0,26***
Depositofinancieringsgat	9,05***	8,96***	10,58***
Interactie depositofinancieringsgat met geldmarktstress		1,72**	
R ²	0,83	0,84	0,87

*/**/*** Significant op respectievelijk tien-, vijf- en eenprocentniveau (op basis van clusterrobuste standaardfouten).

¹ Het panel betreft alle zeventien eurolanden en Denemarken. Het panel is ongebalanceerd over de steekproefperiode in verband met databeschikbaarheid. Bij opneembare deposito's zijn Oostenrijk, Spanje, Griekenland, Luxemburg, Malta, Portugal en Slovenië buiten het panel gehouden als gevolg van data inconsistenties bij gebrek aan onderliggende volumes.

Depositofinancieringsgat

FIGUUR 2



Bron: Europese Centrale Bank

EMPIRISCHE RESULTATEN

De hypothese dat de aanwezigheid van een depositofinancieringsgat leidt tot hogere spaarrentes kan getoetst worden met een empirisch model. Tabel 1 geeft een samenvatting van de resultaten van een paneldata-analyse. Hierbij is voor een groep Europese landen de relatie tussen de hoogte van het depositofinancieringsgat en de rente op opneembare deposito's en kortlopende termijndeposito's onderzocht. Het depositofinancieringsgat is hierbij gedefinieerd als leningen van huishoudens minus deposito's van huishoudens als ratio van de totale binnenlandse bankbalans, conform figuur 2. In de analyse wordt gecontroleerd voor landspecifieke vaste factoren, evenals ontwikkelingen in de gemeenschappelijke kapitaalmarktrente. Daarnaast is als controlevariabele opgenomen een indicator voor financieringsstress in de bankensector. De steekproef betreft maanddata over de periode januari 2003 tot en met december 2012 voor alle eurolanden en Denemarken. Het panel is ongebalanceerd over de steekproefperiode in verband met databeschikbaarheid.

De schattingsresultaten bevestigen de veronderstelde positieve samenhang tussen het depositofinancieringsgat en de hoogte van de spaarrente voor beide typen deposito. De gevonden coëfficiënten suggereren dat over de steekproefperiode de Nederlandse rente op opneembare deposito's ten gevolge van het depositofinancieringsgat 83 basispunten hoger was dan in België en 34 basispunten hoger dan in Duitsland. Het feitelijke renteverskil bedroeg over de steekproefperiode 104 basispunten ten opzichte van België en 59 basispunten ten opzichte van Duitsland. Voor kortlopende termijndeposito's voorspelt het model een renteverskil met België van 134 basispunten en 54 basispunten met Duitsland. Bij dit type deposito bedroeg het feitelijke renteverskil over de steekproefperiode respectievelijk 85 basispunten en 71 basispunten. De puntschattingen voor de gevonden renteverskillen zijn niet perfect en met een onzekerheidsmarge omgeven. Bovendien wordt een deel van de crosssectionele variatie in spaarrentes modelmatig geabsorbeerd door de landspecifieke vaste factoren. Niettemin toont de analyse aan dat er een sterk positieve samenhang is tussen het depositofinancieringsgat en de hoogte van spaarrentes. De gevonden resultaten veranderen niet wezenlijk wanneer een definitie gehanteerd wordt voor het depositofinancieringsgat ten opzichte van de totale private sector, in plaats van uitsluitend huishoudens.

Om de hypothese te toetsen dat de relevantie van het depositofinancieringsgat sinds de crisis groter is, zijn twee varianten van het empirische model geschat. Ten eerste een variant waarbij een interactieterm is opgenomen tussen het depositofinancieringsgat en de mate van financieringsstress in de bancaire sector. De gevonden positieve en significante coëfficiënt op deze interactieterm bevestigt dat de invloed van het depositofinancieringsgat op de hoogte van de spaarrente groter is wanneer de mate van financieringsstress hoger is. Daarnaast is het model separaat geschat voor de periode vanaf medio 2007, bij het uitbreken van de eerste onrust in het kader van de kredietcrisis. Dit leidt tot hogere coëfficiënten op het depositofinancieringsgat, wat bevestigt dat de relevantie ervan voor de hoogte van de spaarrente is toegenomen tijdens en na de kredietcrisis.

TOT BESLUIT

Zowel theoretisch als empirisch zijn er aanwijzingen dat de balansstructuur van het bankwezen van invloed is op de prijsstelling van banken op hun spaarproducten. De mate waarin dit effect van toepassing is, kan echter veranderen door de tijd. Dat kan tijdelijk zijn, bijvoorbeeld tijdens een financiële crisis, of structureel, bijvoorbeeld door veranderingen in de beleidsomgeving. Bankens zullen zich aan dergelijke veranderingen moeten aanpassen, bijvoorbeeld door een andere financieringsstructuur dan voorheen na te streven. Dat kan tot uitdrukking komen in de beprijzing van bancaire producten, in ieder geval zolang het aanpassingsproces plaatsheeft. Tegelijkertijd suggereren de schattingsresultaten dat verwacht mag worden dat, indien Nederlandse banken erin slagen het depositofinancieringsgat te verkleinen, de Nederlandse spaarrente zich structureel weer meer in lijn met het Europese gemiddelde zal gaan ontwikkelen.

LITERATUUR

CPB (2013) De Nederlandse woningmarkt – hypotheekrente, huizenprijzen en consumptie. CPB Notitie, 14 februari.

DNB (2013) *Overzicht financiële stabiliteit: Voorjaar 2013*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.

Freixas, X. en J.C. Rochet (2008) *Microeconomics of banking*. Cambridge, Mass.: MIT Press.

Jansen, W.J., M.H. Bijlsma, J.M. Kruidhof en C. Pattipeilohy (2013) Financieringsproblemen in de hypotheekmarkt. *DNB Occasional Study*, 11(1).

Klein, M.A. (1971) A theory of the banking firm. *Journal of Money, Credit and Banking*, 3(2), 205–218.

Monti, M. (1972) Deposit, credit and interest rate determinations under alternative bank objectives. In: Szegö, G.P. en K. Shell (red.) *Mathematical methods in investment and finance*, Amsterdam: Noord-Holland.

Myers, S.C. en N.S. Majluf (1984) Corporate financing and investment decisions when firms have information that investors do not have. *NBER Working Paper*, 1396.

Pattipeilohy, C. (2011) Balansstructuur van het Nederlandse bankwezen. *ESB*, 96(4605), 140–142.