

Reactie op: Hollands hoge hypotheekrentes

Er wordt al geruime tijd beweerd dat de hypotheekrente in ons land onnodig hoog zou zijn, vanwege een gebrek aan concurrentie op de hypotheekmarkt. Zo wijzen Dijkstra en Schinkel (D&S) in deze ESB onder meer op de divergerende prijsontwikkeling tussen de Duitse en Nederlandse markt voor woning hypotheekrentes.

Want inderdaad, sedert 2009 ligt de hypotheekrente in ons land hoger dan bij onze oosterburen. D&S beargumenteren dat de hogere financieringskosten van Nederlandse banken door hogere spaarrentes en meer risico geen afdoende verklaring bieden voor de hogere extra winstmarges sinds het voorjaar van 2009.

De concentratiegraad van de Nederlandse bancaire markt is van oudsher hoog. Ook is bekend dat een hoge concentratiegraad bepaald niet automatisch betekent dat de intensiteit van de concurrentie laag is. Bij internationale vergelijkingen van de kosten van een gestandaardiseerd basispakket aan bancaire diensten komt stevast het beeld naar voren dat de Nederlandse banken tot de goedkoopste ter wereld behoren. Een beperkt aantal spelers met nationale dekking kan resulteren in een veel intensievere concurrentie dan een situatie van een zeer versnipperde markt met veel lokale monopolies. In ons land komt daar nog een specifieke factor bij: de Nederlandse markt voor financiële diensten is extreem open voor nieuwe toetreders. Niet 'in theorie', zoals D&S stellen, maar in de harde dagelijkse praktijk. Meer dan de helft van de woning hypotheekrentes in ons land wordt namelijk afgesloten via tussenpersonen (Boonstra en Groeneveld, 2006). Het enige wat een nieuwe aanbieder nodig heeft, is een bankvergunning en toegang tot funding. Investerings in een kantorennet zijn niet nodig en de marketingkosten liggen laag. Tussen 1996 en 2006 zijn minstens zeven nieuwe partijen op deze wijze tot de markt toetreden. Een partij als BNP Paribas wist bijvoorbeeld in korte tijd een marktaandeel van circa tien procent op te bouwen. Veel nieuwkomers zijn overigens ook alweer vertrokken, want de grootste toetredingsbarrière is nu juist de hevige concurrentie, zowel in het distributiekanaal als in de fundingmarkt.

Een andere indicator van de intensiteit van de concurrentie is de volatiliteit van de marktaandelen van de gevestigde partijen. Het marktaandeel van de Rabobank, die alom als marktleider wordt gezien, heeft onder druk van de concurrentie de afgelopen tien jaar geschommeld tussen de negentien en veertig procent van de nieuwe productie op

maandbasis, inclusief Rabo-dochter Obvion.

Een tweede punt van D&S is dat zij laten zien dat de marges zijn gestegen en historisch hoog zijn. De marges waren echter te laag en zijn nu weer op een verantwoord niveau. De marges op hypotheekrentes zijn sinds 2009 inderdaad opgelopen, wat de banken ook nooit hebben ontkend. Wat zij daaraan toevoegen is dat de marges in 2007 op

een bedrijfseconomisch te laag niveau stonden of, als alle indirecte kosten worden meegenomen, zelfs negatief waren. D&S signaleren dit ook. De huidige discussie gaat echter volledig voorbij aan het feit dat de situatie voor de crisis sterk was verstoord door de aanwezigheid van een aantal prijsvechters, waaronder enkele zeer agressieve sub-prime partijen. Het falende gedragstoezicht uit die tijd kan worden afgelezen uit de treurige lijstjes waarin de probleemgevallen naar aanbieder staan uitgesplitst. Uit onderzoek van IGH (2009) komt een beeld naar voren waarin het aandeel van partijen als ELQ en Sparck in gedwongen woningverkoop een factor 6 tot 7 hoger ligt dan hun marktaandeel in de hypotheekmarkt. D&S beargumenteren dat er weliswaar een depositofinancieringsgat bestaat in Nederland, maar dat dit altijd al zo was en daarom de trendbreuk in het voorjaar van 2009 niet verklaart. In hun analyse van het depositofinancieringsgat gaan D&S volledig voorbij aan de macro-economische context. Het gesignaleerde financieringsgat is vooral het tekort aan zogeheten 'vrije besparingen' in ons land. Zoals bekend heeft ons land een groot nationaal spaaroverschot (overschot lopende rekening betalingsbalans), maar ligt een groot deel van de particuliere besparingen vast in contractuele besparingen. Deze slaan neer bij pensioenfondsen en in mindere mate bij verzekeraars, die slechts een zeer klein deel in Nederlandse hypotheekrentes beleggen. Daardoor heeft ons land, ondanks het nationaal spaaroverschot, toch een groot liquiditeitstekort. Nederlandse banken moeten daarom wereldwijd financiële middelen aantrekken ter financiering van hun kernbedrijf, te weten kredietverlening. De hoeveelheid beschikbaar spaargeld als percentage van het uitstaande krediet, niet alleen hypotheekrentes maar ook leningen aan het mkb, ligt in ons land internationaal op een zeer laag niveau. Waar in Duitsland, België en Frankrijk de hypotheekschuld bijna of geheel gefinancierd kan worden met particulier spaargeld, moet in Nederland zowat de helft op een andere wijze worden gefinancierd. Ook is bijna al het Nederlandse spaargeld direct opvraagbaar; slechts zeventien procent is vastgezet in

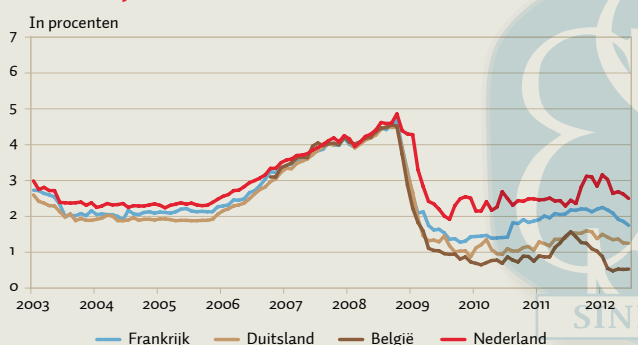
WIM BOONSTRA

Econoom bij Rabobank Nederland

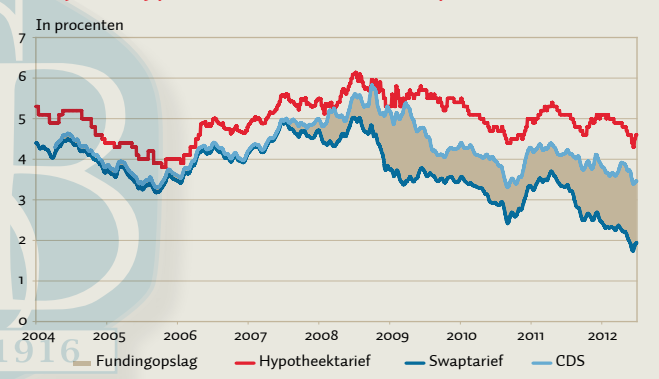
LEONTINE TREUR

Econoom bij Rabobank Nederland

Spaarrentes in Nederland, Duitsland, België en Frankrijk **FIGUUR 1**



Tienjaars hypotheekrente, renteswap en CDS **FIGUUR 2**



een deposito. In normale tijden, waarin markten goed functioneren en het vertrouwen in het bankwezen groot is, levert dit niet echt grote nadelen op. Als de financiële markten opdrogen of beleggers hogere risicopremies gaan vragen, wat sedert 2009 het geval is, ondervinden Nederlandse banken daar meer dan evenredig nadeel van.

Voor iedere bank verlopen de feitelijke fundingkosten natuurlijk anders, al naar gelang hun financieringsmix. Zeker in vergelijking met hun Duitse collega's, die over een overvloed aan vrij spaargeld kunnen beschikken, dat daarbij ook nog eens erg goedkoop is, zijn Nederlandse banken sedert 2008 relatief duur uit. De belangrijkste bronnen van funding voor Nederlandse banken zijn particulier spaargeld, uitgifte van obligaties en het verkopen van een deel van de hypotheekportefeuille door middel van securitisatie. Dit zijn communicerende vaten. Toen in 2008 de markt voor gesecuriteerde hypotheek (RMBS) zo goed als stil kwam te liggen en de risicopremies die banken betalen bij uitgifte van obligaties bijna vertienvoudigden, had dit direct een prijsopdrijvend effect op de spaarrentes in de toch al competitieve Nederlandse spaarmarkt (Smolders, 2011).

De spaarrente in ons land is structureel hoger dan in Duitsland, zoals ook gesignaleerd door D&S, maar, anders dan zij suggereren, is het verschil sinds 2008 fors opgelopen en bedraagt het inmiddels circa anderhalf procentpunt, afhankelijk van de looptijd (figuur 1). De hogere spaarrente is dus wel degelijk een belangrijke verklaring voor het verschil in hypotheekrente.

De markt voor securitisaties lag in 2008 en 2009 vrijwel volledig stil. In 2010 kwam deze markt weer op gang, maar het prijsniveau voor het aantrekken van financiering door middel van securitisatie ligt nog altijd ruim 100 basispunten (1 procentpunt) hoger dan vóór de financiële crisis. Ten slotte een blik op de markt voor (ongedekte) obligaties (figuur 2). Tot 2008 was een renteswap een goede indicator voor de kosten van een

obligatielening. De risicopremies die banken betaalden bij uitgifte van obligaties waren bijna verwaarloosbaar. Dit veranderde drastisch in 2008. Omdat obligatie-emissies slechts enkele malen per jaar plaatsvinden en de secundaire markt in bankenobligaties niet erg liquide is, gebruiken we de prijs van credit default swaps (Rabobank CDS) als indicator voor deze risicopremie, ook wel liquiditeitsopslag of fundingopslag genoemd.

De gereconstrueerde extrawinst-marge van D&S is gebaseerd op het *matched funding*-principe. Wanneer een hypotheek met variabele rente wordt gefinancierd met vrij opneembare spaarrente, of een vijfjaars rentevaste hypotheek met een vijfjarige securitisatie, dan is er weliswaar sprake van een afdekking van het renterisico, maar niet van het herfinancieringsrisico (liquiditeitsrisico). De hypotheek 'verdwijnt' namelijk niet na afloop van de rentevaste periode en de bank moet bij aangaan van een hypotheek ook de kosten van toekomstige herfinanciering incalculeren. Van volledige *matched funding* is pas sprake als zowel het renterisico als het liquiditeitsrisico volledig is afgedekt. De extra-winstmarge die D&S laten zien, lijkt daardoor hoger dan ze in werkelijkheid is. Zouden de marges echt zo aantrekkelijk zijn, dan zou ons land ondertussen een invasie van Duitse hypotheekaanbieders meemaken.

LITERATUUR

Boonstra, W.W. en J.M. Groeneveld (2006) Concentratie en concurrentie in het Nederlandse bankwezen *Financiële en Monetaire Studies*, 24(2), 1-63.

NOS.nl (2009) Slordigheid bij toekennen van hypotheekleningen. Onderzoeksrapport op www.nos.nl.

Smolders, N. (2011) Strijd op de spaarmarkt. *Rabobank Themabericht*, 2011(08), maart.

Naschrift bij: Hollands hoge hypotheekrentes

Wij juichen toe dat Wim Boonstra en Leontine Treur (B&T) een inhoudelijke discussie aangaan. B&T maken belangwekkende opmerkingen. Zo zouden nieuwe toetreders zo'n felle strijd op de Nederlandse hypotheekmarkt vóór de crisis hebben gevoerd dat er verliezen werden gemaakt. De huidige marges zouden niet meer dan weer normaal zijn. Daarna leggen zij nog eens uit hoe Rabobank het depositofinancieringsgat overbrugt met particulier spaargeld, uitgifte van obligaties en securitisatie. Laat ons beginnen nogmaals te benadrukken dat de Nederlandse hypotheekrentes consistent hoger zijn dan in vrijwel alle andere EMU-landen. Dus niet alleen hoger dan in Duitsland, maar ook in, zeg, Spanje, Italië en Ierland. Alleen Cyprus en Slowakije zijn duurder (bron: ECB). Ook het verschil tussen hypotheekrente en depositorente breekt met het EMU-gemiddelde. We moeten dus verder kijken dan onze oosterburen.

Bij de kostenuitleg van B&T kunnen we volstaan met een nadere toelichting. In onze definitie van de marge bestaan de financieringskosten uit de door B&T genoemde componenten. We gebruiken depositorentes (spaarrentes), CDS-spreads (obligatie-emissies) en RMBS-spreads (securitisatiekosten). Weliswaar gemiddelden – want we beschikken niet over complete bank-specifieke data – maar de 'Rabobank-CDS' die B&T laten zien verschilt nauwelijks van de door ons gebruikte reeks. Wel zijn op het oog de hypotheekrentes van de Rabobank lager dan de gemiddelden – in lijn met ons argument dat de prijsleiderschapsverboden Rabobank vrijwel

alle concurrentie hebben ontnomen, waarop B&T helemaal niet ingaan. De discussie zou zich moeten toespitsen op wat wij dan zouden missen in onze margeberekeningen. Die zijn precies en transparant. Wij vinden er in de reactie van B&T geen inhoudelijke kritiek op, behoudens de opmerking over onze toepassing van het *matched funding*-principe. Als we echter, zoals B&T lijken te suggereren, en NMa (2011) doet, uitgaan van gemiddelde matching, dan is de extra-winstmarge nog hoger: 0,52 procentpunt (Dijkstra en Schinkel, 2012). Niet matchen is arbitrair. B&T erkennen een stijging van de winstmarges op hypotheekleningen als gevolg van afgenomen concurrentie. Wij vinden een extra marge ná mei 2009, bovenop de marge die gemiddeld werd gemaakt vóór de kredietcrisis, van gemiddeld 0,31 procentpunt – en bijvoorbeeld wel 0,79 op de variabele rente. Inderdaad, als de verliezen van Rabobank voorheen maar groot genoeg waren, dan zouden de marges vandaag in absolute zin klein kunnen zijn. Maar willen B&T werkelijk beweren dat er voor de crisis in Nederland jarenlang op alle hypotheektypen structureel verlies werd gemaakt? Is de hele hypotheekberg dan toen onder de kostprijs gecreëerd? Als dat zo is, dan hebben de banken heel wat uit te leggen. En dan nog blijft het onduidelijk waarom Nederland vandaag hogere hypotheekrentes heeft dan de rest van Europa. B&T hebben toegang tot rijke databronnen. Verder onderzoek en discussie is hard nodig.

MARK DIJKSTRA EN MAARTEN PIETER SCHINKEL

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.