**MARK DIJKSTRA**

Promovendus aan
de Universiteit van
Amsterdam

**MAARTEN PIETER
SCHINKEL**

Hoogleraar aan de
Universiteit van
Amsterdam

Hollands hoge hypotheekrentes

De hypotheekrentes in Nederland zijn sinds de zomer van 2009 hoog, in vergelijking met de rest van Europa. Centrale vraag is of dit hogere financieringskosten reflecteert, of een hogere winstmarge voor de Nederlandse hypotheekverstrekkers. Vooralsnog zijn de aangevoerde financieringskostenverklaringen niet afdoende. Er lijkt meer aan de hand te zijn op de sterk geconcentreerde Nederlandse hypotheekmarkt, waar de concurrentie sinds 2009 beperkt is door prijsleiderschapsverboden van de Europese Commissie.

In het voorjaar van 2009 beginnen de hypotheekrentes in Nederland structureel af te wijken van die vrijwel overal elders in Europa. Terwijl de hypotheekrentes in de eurozone meedalen met de sterk verlaagde basisrente van de ECB, en in haar kielzog de Euribors en swaprentes, gaan de effectieve Nederlandse hypotheekrentes vanaf mei 2009 plotseling naar een hoger niveau. Figuur 1 geeft de naar Nederlands omzetvolume gewogen gemiddelde hypotheekrente voor vier typen nieuwe hypotheekcontracten in Nederland, Duitsland, België en Frankrijk weer, alsmede het EMU-gemiddelde. Ook al zitten er haken en ogen aan een internationale vergelijking van hypotheekrentes, toch is het markant dat, waar Nederland vóór de kredietcrisis dicht in de buurt van het EMU-gemiddelde bleef, de rente nadien ver daarboven is komen te liggen. Gemiddeld is het verschil 0,83 procentpunt, een prijsverschil van ruim twintig procent.

De relatief hoge Nederlandse hypotheekrentes vielen de Consumentenbond en Vereniging Eigen Huis al vroeg op en zij vermoedden kartelvorming. De hypotheekverstrekkers ontkenen dit en weten de hoge prijzen aan hogere kosten. Nader onderzoek vond verklaringen in gebrekkige concurrentie op de Nederlandse hypothecaire markt. De NMa concludeerde dat

de hoge hypotheekrentes het gevolg zouden zijn van toegenomen concentratie, na uittreding van een aantal kleinere, mede buitenlandse uitdagers op de hypotheekmarkt (NMa, 2011). De hoge rentes zouden bovendien tijdelijk zijn geweest, en genormaliseerd sinds het NMa-onderzoek. Van kartelafspraken tussen de banken was de NMa niets gebleken.

De verhoogde concentratie is mogelijk een deel van de verklaring, maar in de literatuur wordt de relatie met concurrentie tussen banken betwist (Spierdijk, 2012). Belangrijker wordt gevonden in welke mate de markt contesteerbaar is. Of de Nederlandse hypotheekmarkt dat voorheen was is maar de vraag: genoemde uitdagers bedienden uiteindelijk maar een klein deel van de markt.

Recent onderzoek wijst op de prijsleiderschapsverboden, die de Europese Commissie als onderdeel van haar staatssteuncondities oplegde aan ING, ABN en AEGON (Randag en Schinkel, 2012). De verboden hebben de concurrentie op de Nederlandse bancaire markt beperkt. Ze impliceren dat Rabobank, die als enige grote bank geen staatssteun nodig had, de facto de hypotheekrentes in Nederland kan bepalen (kader 1). Onlangs besteedde ZEMBLA (2012) aandacht aan dit opmerkelijke gevolg van het Europese mededingingsbeleid.

De Nederlandse grootbanken en DNB voeren aan dat de Nederlandse hypotheekverstrekkers in vergelijking met die in ons omringende landen hogere kosten moeten maken voor het aantrekken van de financiering voor het verstrekken van hypotheekrentes in Nederland (DNB, 2012; Rabobank, 2012). In het bijzonder zouden Nederlandse banken een relatief hoge spaarrente geven. Daarbij zou de Nederlandse woningmarkt een verhoogd risico hebben, vanwege de hoge uitstaande hypotheekschuld ten opzichte van de nationale spaargelden, het bruto nationaal product, en de reële waarde van de onderpanden. Dit zou zich vertalen in een negatieve *Dutch mortgage discount*.

Deze financieringskostenverklaringen zijn vooralsnog niet afdoende. Er lijkt sinds de kredietcrisis wel degelijk sprake te zijn van extra winstmarges, bovenop de gestegen financieringskosten.

DEPOSITORENTEVERSCHILLEN

Een mogelijke verklaring voor de relatief hoge Nederlandse hypotheekrentes zijn depositorenteverschillen tussen Nederland en de ons omringende landen – met name Duitsland. Inderdaad betalen, volgens de ECB, Nederlandse banken een relatief hoge rente op spaartegoeden. Maar dat blijkt altijd al het geval te zijn geweest, ook ver voor de crisis, toen de hypotheekrente in Nederland steeds rond het Europees gemiddelde lag. Figuur 2 geeft het verschil weer tussen de variabele hypotheekrentes (minder dan een jaar vast) en de depositorente voor direct opvraagbare tegoeden in Nederland, Duitsland en het EMU-gemiddelde sinds 2003.

Weliswaar is dit verschil in Duitsland groter, maar waar het Nederlandse verschil altijd onder het Europees gemiddelde blijft, komt het daar vanaf het voorjaar van 2009 boven – en dicht bij Duitsland. Er lijkt duidelijk sprake van een trendbreuk op hetzelfde moment waarop de rentes in Nederland stijgen. Een zelfde beeld komt naar voren indien verondersteld wordt dat variabele hypotheekrentes met langer vaststaand geld worden gefinancierd, en ook bij hypotheekrentes met een langere rentevaste periode vergeleken met deposito's met een langere looptijd. Hogere depositorentes alleen lijken geen afdoende verklaring te zijn voor de hoge hypotheekrentes in Nederland.

DUTCH DISCOUNT

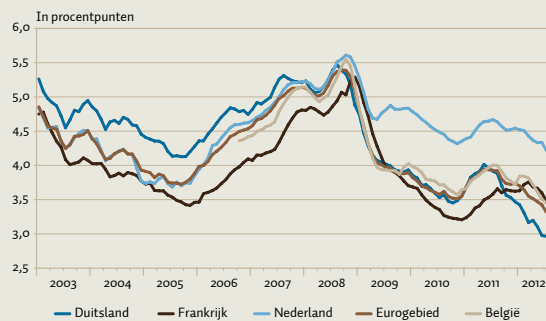
Een andere financieringskostenverklaring is dat de bijzondere structuur van de Nederlandse hypotheekportefeuille zou ma-

ken dat hypotheekverstrekkers voor het uitzetten van hypotheekrentes op de Nederlandse markt hogere kosten hebben dan elders in Europa. Nederland heeft relatief een erg groot depositofinancieringsgat. Dit is in belangrijke mate een gevolg van de fiscale aanmoediging van aflossingsvrije hypotheekrentes met een kapitaalverzekering. Deze hypotheekconstructies geven de hypotheekverstrekker een verhoogd counterparty risk. Daarbij kent Nederland veel top- en supertophypotheekrentes, waarin meer dan negentig tot honderd procent van de executiewaarde van het onderpand hypothecair gefinancierd is, dikwijls op een dubbel inkomen. Met name in Duitsland zit er een veel hoger percentage eigen vermogen in de huizen. Ook zouden de Nederlandse huizenprijzen nog verder kunnen dalen. Deze eigenschappen zouden zich vertalen in een hogere risico-opslag op financiering die de hypotheekverstrekkers in het buitenland moeten aantrekken (DNB, 2012).

Indien de Nederlandse hypotheekmarkt inderdaad zoveel risicovoller zou zijn dan die elders in Europa, dan zou dit bijvoorbeeld tot uitdrukking moeten komen in hogere *credit default swap spreads* (CDS-spreads) voor Nederlandse banken. De gemiddelde CDS-spread voor de vijf grootste Nederlandse hypotheekverstrekkers neemt inderdaad toe ten opzichte van de gemiddelde CDS-spread voor de negen grootste Duitse. Echter, het verschil in CDS-spreads breekt al in het najaar van 2008, ruim voor de hypotheekrente. Bovendien blijven de CDS-spreads voor alleen de systeembanken Rabobank, ING en ABN onder het Duitse gemiddelde. De ho-

Hypotheekrente in Nederland en Europa

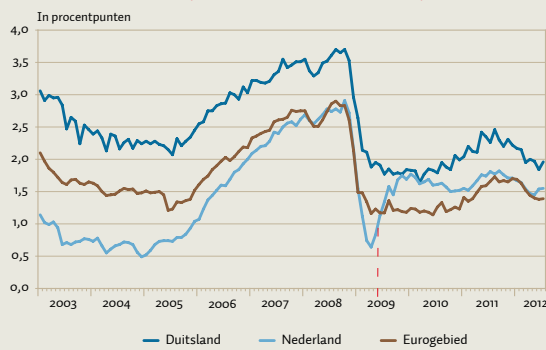
FIGUUR 1



Bron: ECB (hypotheekrentes), DNB (gewichten)

Hypotheekrente (variabel) minus depositorente (direct opvraagbaar)

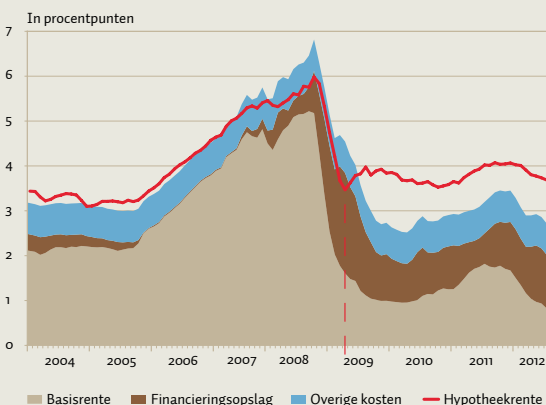
FIGUUR 2



Bron: ECB

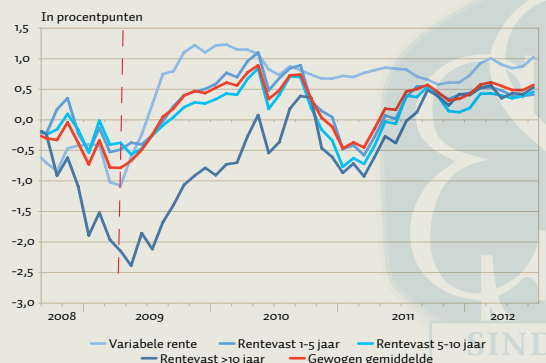
Kostenopbouw variabele rente

FIGUUR 3



Extra-winstmarges sinds de kredietcrisis naar hypotheektype

FIGUUR 4



gere gemiddelde Nederlandse CDS-spread wordt dus vooral veroorzaakt door SNS en AEGON, die maar een klein deel van de Nederlandse hypotheekmarkt bedienen. De Dutch discount lijkt geen volledige verklaring te zijn voor onze hoge hypotheekrentes.

Het is ook niet erg aannemelijk dat de Nederlandse huizenmarkt halverwege 2009 plotseling een van de meest risicovolle in Europa zou zijn geworden. Zo concludeert DNB nog in 2011 in haar voorjaarsrapport dat Nederlandse banken goedkoper lenen dan gemiddeld in Europa. Het depositofinancieringsgat groeit al jaren gestaag; er is geen schok in het voorjaar van 2009. Bovendien is het voor een belangrijk deel een papieren gat. Veel hypotheekhouders bouwen elders vermogen op, bijvoorbeeld in een spaarhypotheek, om op termijn deels of geheel af te lossen, als de persoonlijke of fiscale omstandigheden veranderen. Voor zover die vermogens ook tussentijds aanspreekbaar zijn, hebben huishoudens een prikkel dat te doen bij dreigende betalingsproblemen, vanwege de lage executiewaardes en volledige aansprakelijkheid voor de

restschuld. Nederland heeft historisch dan ook lage percentages gedwongen verkopen. Ten slotte valt het problematischer deel van de hypotheekportefeuille goeddeels onder de nationale hypotheekgarantie. De CDS-spreads lijken deze risicobeperkingen te weerspiegelen.

NEDERLANDSE TIJDREEKSANALYSE

Voorgaande internationale vergelijkingen zijn noodgedwongen basaal, vanwege structurele onderlinge verschillen in de hypotheekmarkten en databeperkingen. Een dieper inzicht kan verkregen worden met een tijdreeksanalyse van de kostenstructuur van de Nederlandse hypotheekverstrekkers. Hiervoor is de definitie uit NMa (2011) van de marge op hypotheek als basis gebruikt. Het eindrapport van de NMa is summier over de gebruikte schattingsmethode. Daarom zijn die nauwkeurig gereconstrueerd en uitgebreid in Dijkstra en Schinkel (2012). De data zijn afkomstig van DNB, Markit en Thomson. Voor elk type hypotheek geldt:

$$Marge = r_{\text{hypotheek}} - r_{\text{basis}} - x_1 p_{\text{RMBS}} - x_2 p_{\text{CDS}} - x_3 \max\{r_{\text{deposito}} - r_{\text{euribor}}, 0\} - \text{overig}$$

waarin $r_{\text{hypotheek}}$ de hypotheekrente is voor vier types: variabel, een tot vijf jaar rentevast, vijf tot tien jaar rentevast en meer dan tien jaar rentevast. De totale financieringskosten van elk type worden hiervan afgetrokken om tot de marge in procentpunten te komen. In de bepaling van de kosten is zo veel mogelijk uitgegaan van het *matched funding principle* – hier ook, en in afwijking van NMa (2011), voor de depositorentes, CDS-spreads en RMBS-spreads.

Basisrente r_{basis} is respectievelijk de zesmaands Euribor en de vier-, zeven- en twaalfjaars swaprente. In de financieringsopslag is p_{RMBS} de spread op residential mortgage backed securities (RMBS), die corrigeren voor het risico op de huizenmarkt en de kosten van securitisatie. p_{CDS} is het naar marktaandeel gewogen gemiddelde van de CDS-spreads, betaald door de grootste vijf grootste Nederlandse hypotheekaanbieders. r_{deposito} is de depositorente, die alleen wordt meegewogen indien hij boven r_{euribor} , de zesmaands Euribor ligt. x_1 , x_2 en x_3 zijn gewichten, gebaseerd op de relevante volumeindices, die samen optellen tot 1.

Onder ‘overig’ worden door NMa (2011) verstaan: “een vergoeding voor algemene kosten om de organisatie draaiende te houden. Hieronder vallen bijvoorbeeld kosten voor reclame, IT, huisvestingskosten”. Zonder veel onderbouwing zet NMa deze vast op 0,8. Opmerkelijk is dat er bij deze waarde voor de kredietcrisis gemiddeld verlies gemaakt wordt op alle hypotheektypes. Wij omzeilen een betrekkelijk arbitraire uitspraak over de hoogte van zowel deze vaste kostencomponent als een normaal winstpercentage door te kijken naar de extra-winstmarge ná mei 2009, bovenop de vaste kosten plus de gemiddelde marge vóór de kredietcrisis – dat wil zeggen tussen januari 2004 en augustus 2008, vlak voor de val van Lehman Brothers. De korte volatiele periode tijdens het hoogtepunt van de kredietcrisis laten we buiten beschouwing.

Figuur 3 geeft een beeld van de aldus gedefinieerde kostenopbouw van de variabele hypotheekrente. De lijn is de hypotheekrente, die vanaf mei 2009 loskomt van de op dat moment sterk dalende kosten. Het verschil is de hierboven gedefinieerde extra-winstmarge.

Prijsleiderschapsverboden

KADER 1

De Nederlandse hypotheekmarkt is historisch sterk geconcentreerd. Drie grote banken, Rabobank, ING en ABN, bedienen samen rond de zeventig procent van de markt, gevolgd door SNS en AEGON met elk vijf tot tien procent. Behalve de Rabobank ontvingen zij staatssteun in het najaar van 2008. Staatsteun is verboden volgens artikel 108 TFEU, en de Europese Commissie ziet streng toe op de naleving hiervan. De gegeven staatssteun werd als noodmaatregel tijdelijk toegestaan, maar in de loop van 2009 eiste de Commissie uitgebreide condities waaronder van de steun kon worden geprofiteerd, onder meer ingrijpende herstructurering van de gesteunde banken.

Een van die condities was een zogenaamd prijsleiderschapsverbod, volgens welke een bank die staatssteun heeft ontvangen geen lagere prijzen mag voeren dan banken zonder steun. In Nederland kregen achtereenvolgens ING, ABN en AEGON een prijsleiderschapsverbod opgelegd. Het was hun niet toegestaan onder hun directe concurrenten te prijzen. In de Nederlandse hypotheekmarkt betekende dit dat Rabobank effectief door de Commissie werd aangewezen als coördinerend prijsleider: als Rabobank de hypotheekrentes zou verhogen, dan moesten de andere banken wel volgen om niet in overtreding te zijn van de staatssteuncondities.

De banken konden de prijsleiderschapsverboden verwachten. De Europese Commissie had al in 2008 laten weten ze serieus te overwegen. Rabobank drong bij Commissaris Kroes nader op de verboden voor de andere banken aan. Tenminste voor het eerst op 24 april 2009, in een bijeenkomst met ING, kondigde de Commissie aan prijsleiderschapsverboden te zullen opleggen. In mei 2009 begonnen de Nederlandse hypotheekrentes, tegen de Europese trend in, te stijgen. In oktober nemen de Nederlandse Staat en ING de prijsleiderschapsverboden op in hun voorstel, dat de Europese Commissie enkele weken later accepteert.

Achteraf blijkt dat de NMa, vlak voor de uiteindelijke ING-beschikking van november 2009, de Europese Commissie heeft gewaarschuwd dat met de prijsleiderschapsverboden voor ING en ABN de Nederlandse markt “op slot gegooid wordt”. Desondanks legde de Commissie het verbod aan ING op. Enkele maanden later deed ze hetzelfde bij ABN. Interessant genoeg komt de NMa (2011) niet meer terug op haar eigen waarschuwing. Ook negeerde de Sectorstudie bevindingen van het Economisch Bureau indertijd dat prijsleiderschap van banken die staatssteun hebben ontvangen een significant negatief effect op de hypotheekrente had, en prijsleiderschapsverboden daarmee een prijsopdrijvend effect hadden (Mulder en Lengton, 2011). De NMa meende dat de hypotheekrentestijging in mei te vroeg was, in vergelijking met de formele Commissie-beschikkingen, in november 2009 en begin 2010. Ze zag de mogelijkheid van anticipatie over het hoofd en concludeerde voorbarig dat de hypotheekrentes na het openen van haar onderzoek weer normaal zouden zijn geworden (NMa, 2011).

Figuur 4 laat de ontwikkeling van de extra-winstmarges zien voor alle vier de hypotheektypen – ten opzichte van de nullijn. De verhoging van de variabele hypotheekrente is het meest geprononceerd, maar alle marges stijgen sterk rond mei 2009. De marge op hypotheekrentes met een rentevaste periode van meer dan tien jaar stijgt vanuit een verlies, met name veroorzaakt door een piek in de RMBS-spreads gedurende de kredietcrisis. Vanaf de zomer van 2009 zijn de andere drie marges hoog. Wat verder opvalt is dat de marges eind 2010 scherp dalen, om voorjaar 2011 weer sterk te stijgen. Dit is precies de periode waarin de NMa haar Sectorstudie doet (NMa, 2010; 2011). Deze dip mag verklaren waarom NMa (2011) concludeerde dat de hypotheekmarges weer naar het niveau van voor de crisis gedaald waren.

Gemiddeld is de extra-winstmarge, inclusief de NMa-studiedip, 0,31 procentpunt. Augustus jongstleden was deze 0,87 procentpunt. De hoge hypotheekrentes in Nederland worden duidelijk niet afdoende verklaard door gestegen financieringskosten.

VASTE KOSTEN EN VERSCHERPT TOEZICHT

Het gehanteerde concept van extra-winstmarge is gebaseerd op de aanname dat de overige kosten constant zijn over de hele geanalyseerde periode. Het is gesuggereerd dat de banken recent hogere vaste kosten zouden maken omdat ze vooruit lopen op de implementatie van de strengere kapitaaleisen die in Basel III gesteld zullen worden. Het is echter maar de vraag of die eisen ook hogere financieringskosten met zich meebrengen. Immers, volgens het klassieke inzicht van Modigliani en Miller heeft substitutie van eigen voor vreemd vermogen geen effect op de financieringskosten, daar de toename in kosten voor het eigen vermogen teniet worden gedaan door een afname in de risicopremie op het vreemd vermogen. De houdbaarheid van dit inzicht voor financiële instellingen en Basel III wordt vurig betoogd in Admati *et al.* (2011). Evenwel zou het interessant zijn om dit in de praktijk nader te onderzoeken.

SUGGESTIES VOOR BELEID

Er zijn recent initiatieven ondernomen om de concurrentie op de Nederlandse hypotheekmarkt te verbeteren. De NMa is een nieuwe studie gestart, maar het is nog niet duidelijk waar dat onderzoek zich op richt. De actualisering van haar margeschattingen is reeds gegeven (Dijkstra en Schinkel, 2012). Mogelijk wil de NMa serieuzer kijken naar het effect van de prijsleiderschapsverboden. Ze zou dan kunnen aandringen op opheffing, en daarna toezien op herstel van de concurrentie. Dat laatste geldt ook wanneer de staatssteuncondities op termijn, na terugbetaling van de steun, komen te vervallen. Intussen zou de NMa kunnen bezien of er mogelijk sprake is van misbruik van een collectieve machtspositie in de vorm van excessieve prijzen. Dat is echter een ingewikkeld juridisch leerstuk, waaraan de NMa zich allicht niet zal willen wagen.

Het Ministerie van Financiën kondigde in april aan banken te willen dwingen om meer inzicht te geven in de onderbouwing van wijzigingen in de variabele rente. Dit zou ertoe leiden dat consumenten beter geïnformeerd keuzes kunnen maken, en daarmee tot meer concurrentie op de hypotheekmarkt (Ministerie van Financiën, 2012a). Ook in de meest recente aanpassingen op dit besluit is deze verplichting echter

nog niet concreet ingevuld. Voor de effectiviteit van dit idee is de detailuitwerking essentieel.

De commissie-De Wit heeft de invloed van de prijsleiderschapsverboden niet onderzocht. Desalniettemin is haar aanbeveling 14, 'regeling voor voorkomen patstelling mededingingstoezichthouder en prudentieel toezicht', ook in dit opzicht relevant. Daarin worden de spanningen herkend tussen mededinging en stabiliteit op financiële markten. In zijn reactie wijst het kabinet hier allereerst op het protocol tussen DNB en NMa voor noodsituaties in de financiële sector (Ministerie van Financiën, 2012b). Maar dit protocol ziet op concentraties, en niet op andere mededingingsbeperkingen, zoals die nu specifiek zijn voortgekomen uit de prijsleiderschapsverboden. Aanstane hervormingen in het toezicht bieden echter voldoende mogelijkheden voor een bredere interpretatie van genoemde spanningen.

Ten slotte lijkt het te schorten aan toetreding tot de Nederlandse hypotheekmarkt. Hoewel in theorie buitenlandse toetreding mogelijk is, en aantrekkelijk zou moeten zijn, lijkt het in de praktijk problematisch. Mogelijk spelen ook hier (andere) staatssteuncondities een rol, die bepalen dat banken allereerst in hun eigen thuismarkt orde op zaken dienen te stellen. Maar er lijken ook structurele problemen met het veroveren van marktaandeel in een andere lidstaat te zijn. De hypothecaire markten zijn nationaal afgebakend. Pogingen van de Europese Commissie tot integratie lijken geen vlotte medewerking te krijgen (Europese Commissie, 2011). Onze regering zou hier nog eens vanuit een mededingingsperspectief naar moeten kijken. Het is onwaarschijnlijk dat Hollands hoge hypotheekrentes houdbaar zouden zijn in een open Europese markt.

LITERATUUR

- Admati, A.R., P.M. DeMarzo, M.F. Hellwig en P.C. Pfleiderer (2011) *Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: why bank equity is not expensive*. Rock Center for Corporate Governance at Stanford University Working Paper, 86.
- Dijkstra, M.A. en M.P. Schinkel (2012) *NMa's mortgage-rate-calculation-method: actualization and reinterpretation*. Amsterdam Center for Law & Economics Working Paper, 2012(07).
- DNB (2012) *Overzicht financiële stabiliteit. Voorjaar 2012*. Amsterdam: De Nederlandsche Bank.
- Europese Commissie (2011) *Directive of the European Parliament and of the Council on credit agreements relating to residential property*. Brussel: Europese Commissie.
- Ministerie van Financiën (2012a) *Maatregelen t.a.v. het rentebeleid van aanbieders van hypothecair krediet. Brief aan de Tweede Kamer, 13 april*.
- Ministerie van Financiën (2012b) *Kabinetsreactie parlementair enquête onderzoek financieel stelsel. Brief aan de Tweede Kamer, 18 september*.
- Mulder, M. en M. Lengton (2011) *Competition and interest rates in the Dutch mortgage market: an econometric analysis over 2004–2010*. NMa working paper, 5.
- NMa (2010) *Quick scan hypotheekrente*. Den Haag: Nederlandse Mededingingsautoriteit.
- NMa (2011) *Sectorstudie hypotheekmarkt*. Den Haag: Nederlandse Mededingingsautoriteit.
- Rabobank (2012) *Uitleg opbouw hypotheektarief*. Uitleg op www.rabobank.nl, 14 september.
- Randag, F. en M.P. Schinkel (2012) *State-aided price coordination in Dutch mortgage banking*. Werkdocument. Amsterdam: Universiteit van Amsterdam.
- Spiersdijk, L. (2012) *De invloed van bankconcurrentie op de economie*. ESB, 97(4643), 545–547.
- Zembla (2012) *Uw hypotheek als melkkoe*. Uitzending op www.zembla.nl, 14 september.