

Het NHG-vehikel

Een oplossing voor de Nederlandse schuldenberg lijkt steeds dichterbij te komen, vooral nu Van Dijkhuizen zijn positieve tussenrapportage heeft gepresenteerd. Tot nu toe tonen politici, topambtenaren en economen zich positief over de voorgestelde *swap* tussen NHG-hypotheeken en hypotheekobligaties. In de media was een enkel kritisch geluid dat na een telefoontje van Van Dijkhuizen weer dooft.

Zou deze swap een grootse en typisch Nederlandse innovatie worden waarin partijen met tegengestelde belangen via overleg en compromisbereidheid weer een internationale bestseller gaan optuigen? Met pensioenfondsen die vrijwillig hun mandje staatspapier aanvullen of omwisselen.

Met een overheid die zonder extra risico's de banken van hun financieringsproblemen af helpt. Met banken die met goedkoop kapitaal goedkope leningen aan woningkopers verstrekken. En ten slotte, met woningkopers die de bouwsector uit het slop trekken. Klinkt prachtig.

De kern van het probleem is dat volgens de bedenkers van dit plan de kapitaalmarkt onterecht hoge prijzen rekent voor de financiering van NHG-hypotheeken. Het voorstel is om een nieuw staatspapier te creëren dat gekoppeld is aan een groep NHG-hypotheeken. Dit staatspapier, ofwel hypotheekobligatie (NHO), wordt uitgegeven door een nationale hypotheekinstelling. Banken zoeken niet langer financiering voor hun NHG-hypotheek op de internationale kapitaalmarkt die de risico's veel te hoog inschat. In plaats daarvan gaan ze naar de nationale hypotheekinstelling, die weliswaar de kapitaalmarkt op gaat, maar dan met door de staat gegarandeerde NHO's.

Het voordeel hiervan is dat NHO's op de kapitaalmarkt wel begrepen worden, want de staat garandeert het. Nu zult u zeggen dat dat toch altijd al het geval was bij de Nationale Hypotheek Garantie, dus waarom zijn gesecuritiseerde NHG-hypotheeken duurder dan hypotheekobligaties? Met andere woorden: wat snapten die kapitaalmarkten eerst niet dat straks wel wordt begrepen?

Internationale investeerders vonden de NHG een lastig product om drie redenen. Ten eerste waren hypotheeken maar ten dele annuïtair – en alleen daarvoor geldt de garantie. Ten tweede wordt pas achteraf bepaald of de papieren goed zijn ingevuld en de garantie doorgaat. Ten derde zijn de gesecuritiseerde hypotheeken van NHG steeds weer anders en daardoor illiquide. U kunt zich wel voorstellen dat het op waarde schatten van al



SANDRA PHILIPPEN

Hoofdredacteur ESB
s.philippen@sdu.nl

deze kleine lettertjes transactiekosten vergt van een internationale investeerder. En ja, dat maakt het wel duurder. Voor nieuwe, nog af te sluiten hypotheeken zou je inderdaad – in lijn met de conclusie van Kalshoven (2013), na twee potjes knikkeren – kunnen zeggen dat bovenstaande problemen verdwenen zijn in de nieuwe hypotheek instelling. Immers, debiteuren zijn nu verplicht om af te lossen, 96 procent van de papieren worden tegenwoordig juist ingevuld en de nieuwe NHO is gebaseerd op een groep NHG-hypotheeken, wat het een stabiel product maakt. Onder die omstandigheid levert een NHO meer op dan een gesecuritiseerde NHG.

De realiteit is echter dat dit nog niet het geval is voor de hele berg aan NHG's die nu uitstaan. De prijs voor

de NHO zal voorlopig de marktwaarde van die berg NHG's weerspiegelen en die zal tegen de huidige prijs van de kapitaalmarkt aan liggen. Zo dom is die kapitaalmarkt natuurlijk niet. Trouwens, als twee van de drie problemen om de waarde te bepalen al los van de NHO zijn opgelost, waarom dalen de fundingkosten van nieuwe gesecuritiseerde NHG's dan niet? Maar de grootste vraag is wat er gaat gebeuren in de markt voor hypotheeken. Als het werkt, maakt het plan NHG-hypotheeken zeer aantrekkelijk voor zowel koper als verkoper. Boven de NHG grens zullen huizenbezitters hun huis sneller verkopen onder de grens door hun vraagprijs naar beneden bij te stellen. Nu het probleem van de dure financiering is verholpen, zullen ook buitenlandse banken brood zien in de aantrekkelijke NHG-markt. Een steeds grotere NHG-markt is het gevolg, wat de risico's voor de staat doet toenemen. Dan is er nog de koper die de afruil maakt tussen een zo mooi mogelijk huis en een zo laag mogelijke hypotheekrente. Deze koper zal nog eerder kiezen voor een huis onder de NHG-grens, ook al laat zijn inkomen een mooier huis toe. Dit resulteert in lagere *loan-to-income*-ratio's, ofwel scheefkopers.

Of het allemaal gaat lukken zal afhangen van de vraag of het voor internationale investeerders inderdaad de kleine lettertjes van de NHG-garantie waren die de prijs van kapitaal opjoegen. Het is afwachten en niet zonder risico's. Want we hebben ofwel een nieuwe internationale bestseller te pakken, of we tuigen een enorm vehikel op dat nooit gaat draaien.

LITERATUUR

Kalshoven, F. (2013) De trukendoos van Kees van Dijkhuizen (2). De Volkskrant, 16 en 23 maart.