

## Beleggen in hypotheek

Alweer een nieuw beleggingsfonds! Bij de ruim 260 beleggingsfondsen op de Amsterdamse Effectenbeurs voegt zich 14 oktober het Hooge Huys Hypotheekfonds. Dit is het eerste Nederlandse fonds waarmee particulieren in hypotheek kunnen beleggen. Het fonds belegt hoofdzakelijk in hypotheek met gemeentegarantie<sup>1</sup>. De omvang van het fonds blijft voorlopig beperkt tot f 200 mln<sup>2</sup>. Geïnteresseerde beleggers kunnen aandelen in het hypotheekfonds kopen. De opbrengst van deze belegging wordt bepaald door het rendement op hypothecaire leningen. In de afgelopen tien jaar lag dit gemiddeld 0,95 procentpunt boven het rendement op staatsleningen (8,50% versus 7,55%). Uiteraard moet dit bruto rendement verminderd worden met de beheerskosten van de in het algemeen zeer bewerkelijke hypotheekportefeuille. Naar schatting komt het netto rendement voor belasting dan uit op zo'n 0,50 procentpunt boven het rendement voor belasting op staatsobligaties.

### Verenigde Staten

Tot dusver belegden in Nederland uitsluitend banken, verzekeringsmaatschappijen en pensioenfondsen in hypotheek. Eind vorig jaar stond op hun balans in totaal voor een bedrag van f 217 mrd aan woninghypotheken, die 15% van de balansvorderingen van de banken vormen, 19% van die van de verzekeraars en 5% van de vorderingen van de pensioenfondsen. Vorig jaar werd voor f 42 mrd aan hypotheek op woonhuizen en combinaties woonhuis/bedrijfspand ingeschreven in het hypotheekregister<sup>3</sup>. Opvallend is dat de Nederlandse financiële instellingen de omvangrijke hypotheekportefeuille nauwelijks actief beheren. Als een hypothecaire lening verstrekt is blijft deze in de portefeuille van de hypotheeknemer (= de geldgever). Alleen ten tijde van de sanering van een aantal hypo-

theekbanken, in de eerste helft van de jaren tachtig, wisselden grote pakketten van eigenaar. In Nederland bestaat dus eigenlijk uitsluitend een emissiemarkt voor hypothecaire leningen: de primaire hypotheekmarkt. De secundaire markt, waar deze vermogenstitels worden verhandeld, ontbreekt.

Buiten Nederland wordt de hypotheekportefeuille in het algemeen veel actiever beheerd. Dit geldt met name in de Verenigde Staten, waar de markt voor op hypotheek gebaseerde effecten inmiddels groter is dan die voor obligatieleningen van bedrijven en tevens groter dan het totale in de VS uitstaande bedrag aan woninghypotheken<sup>4</sup>. Dat is mede veroorzaakt door het zeer brede spectrum van vermogenstitels dat op de een of andere manier gerelateerd is aan hypotheek en de rente- en aflossingsstromen die ze genereren. De hypotheek worden bij voorbeeld in een 'pool' ondergebracht waarop financiële instellingen effecten uitgeven. Deze instellingen sluiten de rente en aflossingen op de hypotheek in deze pool door aan de houders van de effecten, onder aftrek van een provisie. Soms worden de rentebetalingen en de aflossingen gesplitst, zoals bij de 'collateralized mortgage obligations' (cmo's). Hiermee kan het portefeuillebeheer van financiële instellingen en beleggers worden verbeterd. De overheid heeft in de VS een belangrijke stimulerende rol bij de ontwikkeling van de secundaire hypotheekmarkten. De rente en aflossingen worden namelijk vaak verzekerd of gegarandeerd door verschillende (semi-)overheidsorganen. Zo hoopt men de woningfinanciering te vergemakkelijken<sup>5</sup>. Naast woninghypotheken vormen het consumptief krediet, studentenleningen en (gestandaardiseerd) bedrijfskrediet in de VS ook een basis voor het uitgeven van effecten. In Europa is het actieve beheer van hypotheekportefeuilles voornamelijk beperkt tot het Verenigd Koninkrijk, Frankrijk en Dene-marken<sup>6</sup>.

### Efficiency

De economische betekenis van het actief beheren van hypotheek is vooral gelegen in een betere allocatie van de financiële middelen in een economie. Financiële instellingen met een wijd verbreid kantorennet-

werk en/of met aanzienlijke naamsbekendheid richten zich op het verstrekken van hypothecaire leningen. Het verwerven en beheren van deze leningen brengt een zeer omvangrijke administratieve organisatie, en dus kosten, met zich mee. Die kosten kunnen in zekere zin als toetredingsbarrière fungeren. Veel hypothecaire leningen hebben een tamelijk lange rentetypische looptijd van bijvoorbeeld vijf, zeven of twaalf jaar. Dit brengt een aanzienlijk renterisico met zich mee als het gefinancierd wordt met titels met een gemiddeld kortere looptijd zoals spaargeld en rekeningcourant tegoeden. Daarnaast is de liquiditeit van de hypothecaire leningen zeer gering. Iedere hypotheek heeft immers unieke karakteristieken: debiteur, bedrag, looptijd, waarde onderpand. Door nu beleggers toegang te bieden tot belegging in hypotheek kan de financiële instelling het renterisico beperken en haar provisie-inkomsten vergroten. Tevens verbetert de liquiditeit van de belegging in hypotheek, omdat (gestandaardiseerde pakketten) hypotheek verhandeld kunnen worden. Voor de beleggers is de hypotheek, of de aan de hypotheek gekoppelde schuldtitle, interessant omdat hiermee de portefeuille beter gediversificeerd kan worden. Door garanties en verzekeringen is het een relatief zekere belegging. Een gevolg van de ontwik-

1. Daarnaast tot ten hoogste 45% in hypotheek zonder deze garantie, verstrekt op basis van maximaal 100% van de executiewaarde.

2. *Het Financieel Dagblad*, 24 september 1993.

3. Gegevens ontleend aan *DNB Kwartaalbericht*, 1993/2 (tabel 2.1 en 2.2) en CBS, *Maandstatistiek Financiering*, 1993/5 (tabel 4.10).

4. R. Cantor en R. Demsetz, Securitization, loan sales, and the credit slowdown, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, jg. 18, nr. 2, 1993, blz. 27-38. Zie ook G.H. Sellon jr. en D. VanNahmen, *The securitization of housing finance*, *Economic Review*, Federal Reserve Bank of Kansas City, jg. 73, nr. 7, 1988, blz. 3-20.

5. D.S. Kidwell, R.C. Peterson en D.W. Blackwell, *Financial Institutions, Markets, and Money*, Harcourt Brace Jovanovich, Fort Worth, vijfde editie, 1993, blz. 233-260.

6. L.J.R. Scholtens en R.C. Spierings, De effectivering van de woninghypothekmarkt in de Verenigde Staten, *Maand-schrift Economie*, jg. 54, 1990, blz. 284-293; Z. Shaw (red.), *International Securitization*, Stokton, New York, 1991.

keling van een secundaire markt in hypothecaire leningen kan zijn dat de primaire markt efficiënter wordt. Geldgevers verstrekken mogelijk-erwijs makkelijker hypothecaire leningen als ze weten dat ze deze weer soepel kunnen verhandelen. Voor de hypotheekverstrekkers (= de geldvragers) impliceert dit mogelijk een lager rentetarief. De hypothecaire lening kan door het ontstaan van secundaire markten beter vergeleken worden met andere markten, met name de obligatiemarkt. Voor alle partijen, financiële intermediairs, beleggers zonder directe toegang tot de hypotheekmarkt en woningbezitters, lijkt de ontwikkeling van een secundaire markt dus aantrekkelijk.

### Gevaren

Maar de ontwikkeling van een secundaire markt in hypothecaire leningen bergt voor alle partijen ook gevaren in zich<sup>7</sup>. Voor de intermediairs bestaat het gevaar van uitschakeling (disintermediatie). Als de beleggers beter bekend raken met de hypotheekproblematiek kunnen ze direct financieringsovereenkomsten sluiten met geldvragers. De intermediair verliest dan een deel van de hypotheekproductie. Voor beleggers bestaat het gevaar dat de risico's van het beleggen in hypotheek niet juist bepaald worden. Vooral de ontwikkeling van de waarde van het onderpand is moeilijk te voorspellen. Een gevaar voor woningbezitters kan zijn dat de verwachte betere allocatie door de primaire geldgevers niet optreedt. Meltzer (zie noot 7) toont bij voorbeeld aan dat in de VS de gehoopte prijsverlaging van de woningfinancie-

ring vermoedelijk in het geheel niet is opgetreden. Immers, de kosten van de garantie- en verzekeringprogramma's moeten uit openbare middelen vergoed worden. Daarom constateert Meltzer dat de welvaart van de huizenbezitters vermoedelijk zelfs kleiner is geworden dan het geval was zonder de secundaire hypotheekmarkten.

### Nederland

De mogelijke kwantitatieve betekenis van een Nederlandse secundaire hypotheekmarkt is vooralsnog niet eenduidig vast te stellen. Hier wordt daartoe een enigszins speculatieve poging gedaan. In de tabel zijn voor aandelen, obligaties en woninghypotheek enkele kerncijfers vermeld. De emissie van hypothecaire leningen, en natuurlijk van alle vermogenstitels, op de (primaire) markt slaat neer in de portefeuilles van de geldgevers. De marktkapitalisatie van de woninghypotheek in de tabel betreft een schatting van het bedrag (hypotheek) dat banken, verzekeraars, pensioen- en bouwfondsen in portefeuilles hebben. Voor aandelen is de marktkapitalisatie de beurskapitalisatie van gewone Nederlandse (certificaten van) aandelen. Voor obligaties is het de nominale waarde van de genoteerde obligaties. In Nederland werden in 1992 vijf maal zoveel aandelen en drie maal zoveel obligaties verhandeld als geëmitteerd. De omvang van de secundaire markten is voor aandelen ongeveer 25% van de marktkapitalisatie en voor obligaties ruim 60%. Met name deze relatie is van belang omdat de secundaire markt haar wortels heeft in de vermo-

genstitels die in portefeuille gehouden worden. Aangezien de secundaire hypotheekmarkt veel meer verwantschap vertoont met de obligatiemarkt dan met de markt voor aandelen, lijkt de potentiële omvang van de secundaire markt in woninghypotheek van de middellange termijn minstens op zo'n *f* 100 mrd bepaald te kunnen worden. Dit bedrag is twee maal de omvang van de primaire markt voor woninghypotheek en bedraagt ruim 40% van de 'kapitalisatie' van de woninghypotheek in Nederland. Daarmee is de relatieve omvang van de Nederlandse secundaire hypotheekmarkt overigens beïnvloedend kleiner dan die in de VS.

De gebezigde methode om te komen tot het bedrag van *f* 100 mrd is wellicht een veel te mechanische benadering. Nederland ontbeert immers het financiële instrumentarium waarmee beleggers hun vermogensvoorkeuren ten aanzien van de woninghypotheekmarkt tot uitdrukking kunnen brengen. Zonder een grote diversiteit in financiële titels en zonder een adequaat toezichts- en garantiesysteem is het zeer onwaarschijnlijk dat dergelijke omzettingen gerealiseerd zullen kunnen worden. De introductie van het hypotheekfonds van het Hoge Huys kan wat dit betreft het best gezien worden als het leggen van de eerste steen. Wil een volwaardige secundaire hypotheekmarkt van de grond komen, hetgeen vooral aantrekkelijk is voor beleggers en intermediairs, dan is een innovatieve houding van financiële instellingen en een bereidheid van de overheid om zekerheden te stellen een vereiste, zo leert de ervaring (zie noot 6).

### Bert Scholtens

De auteur is werkzaam bij de vakgroep macro-economie van de Universiteit van Amsterdam.

Tabel 1. Aspecten van de Nederlandse kapitaalmarkt in 1992

	primaire markt <i>f</i> mrd	marktkapitalisatie <i>f</i> mrd	secundaire markt <i>f</i> mrd
aandelen	15,4	310,7	80,3
obligaties	64,3	359,4	223,3
woninghypotheek	41,8	235,0	-

Bronnen: Centraal Bureau voor de Statistiek, De Nederlandsche Bank, Vereniging voor de Effectenhandel.

7. A.H. Meltzer, Credit availability and economic decisions: Some evidence from the mortgage and housing markets, *Journal of Finance*, jg. 29, 1974, blz. 763-777; C. Cumming, The economics of securitization, *Federal Reserve Bank of New York Quarterly Review*, jg. 12, nr. 3, 1987, blz. 11-23; J.E. Stiglitz, Governments, Financial Markets, and Economic Development, *NBER Working Paper*, nr. 3669, Cambridge, Mass., 1991.