



NEDERLANDSE HYPOTHEKEN: EEN LUCRATIEVE EN VEILIGE BELEGGING

Door Hans Amesz

Beleggers zijn op zoek naar alternatieve beleggingen die yield toevoegen. Volgens Frank Meijer, Hoofd van het European ABS & Mortgages team bij Aegon Asset Management, zijn Nederlandse hypotheke een interessante belegging: zij leveren veel meer rendement op dan de traditionele vastrentende waarden en zijn tegelijkertijd minder risicovol.

Illiquiditeit biedt extra premie

‘Als je niet genoeg rendement kunt maken op traditionele vastrentende waarden als staats- en bedrijfsobligaties, kun je twee dingen doen,’ zegt Meijer. ‘Of je kunt meer risico nemen, of je kunt minder liquide gaan beleggen. De vraag is dan of meer risico nemen verantwoord is en of dat uiteindelijk niet leidt tot meer verliezen. Het is dus logisch dat er gekeken wordt naar illiquide assets, waar je extra premie voor krijgt, maar waarvan het risico zeer beperkt is. Een illustratie daarvan is het succes van ons hypothekefonds, maar wij hebben ook andere illiquide beleggingsstrategieën opgezet en gaan daarmee door. Dat is hét beleggingsthema van de toekomst: zoeken naar producten die yield toevoegen, ook al zijn deze minder liquide.’

Gemiddeld rendement op hypothekefonds bedraagt 2,8 procent

Meijer noemt het hypothekefonds extreem succesvol. ‘We hebben ongeveer negen miljard euro opgehaald binnen drie jaar, dat is voor ons ongekend. Ongeveer tweederde van de hypotheke valt onder de Nationale Hypotheek Garantie (NHG). Dat vertaalt zich in een heel laag risico, wat met name tot uiting kwam tijdens de financiële crisis: de verliezen op de hypothekeportefeuille waren miniem, tussen de nul en vijf basispunten. Het gemiddeld rendement op het Dutch Mortgages Fund bedraagt nu 2,8 procent. Ten opzichte van andere enigszins vergelijkbare asset classes is dat heel gunstig. De yield op Nederlandse staatsobligaties met dezelfde duration is nul procent en voor Duitsland zelfs

negatief, de yield op Europese investment grade bedrijfsobligaties is minder dan één procent. Ook vastgoedfinancieringen en infrastructuurleningen in solide projecten leveren een rendement op van minder dan 2,8 procent.’

Minder kapitaalbeslag – hogere return on capital

In het fonds zitten alleen Nederlandse particuliere hypotheke. Die zijn volgens Meijer het meest aantrekkelijk voor beleggers, want ‘de hypotheekrentes in het buitenland zijn lager dan in Nederland en buiten Nederland bestaat niet zoiets als een NHG-stelsel’. Vanwege het grote verschil in rendement tussen staatsobligaties en hypotheke is het voor institutionele beleggers interessant om staatsobligaties te verkopen en te herinvesteren in hypotheke. Meijer: ‘Institutionele beleggers verkopen obligaties aan de Europese Centrale Bank en kopen hypotheke terug omdat die grofweg drie procent meer rendement opleveren. Voor pensioenfondsen is dat sowieso interessant, maar ook voor banken en verzekeraars. Een bank die geld uitleent, moet overeenkomstig Basel III een bepaalde hoeveelheid eigen vermogen aanhouden. Hoeveel dat moet zijn, hangt af van waarin belegd is en hoe risicovol dat is. Voor hypotheke met een NHG-garantie hoeft maar weinig kapitaal te worden aangehouden en hypotheke zonder garantie hebben nog altijd een lager beslag aan kapitaal nodig dan bijvoorbeeld een bedrijfslening. Een bank die op hypotheke meer rendement maakt en minder eigen vermogen hoeft aan te houden, heeft een hogere return on capital, wat door haar

aandeelhouders op prijs wordt gesteld. Verzekeraars hebben te maken met Solvency II. Qua kapitaalbeslag pakt dat erg gunstig uit voor hypotheek, daardoor ontstaat meer return on capital. Je ziet dat Nederlandse verzekeraars als Aegon, Nationale Nederlanden, Achmea en SNS Reaal heel actief zijn in de directe hypotheekmarkt.'

Beleggers in andere Europese landen vinden Nederlandse hypotheek interessant

Zijn er genoeg mogelijkheden om aan hypotheek te komen? 'Aegon produceert per jaar ongeveer 6 miljard euro aan hypotheek,' zegt Meijer. 'Dat is ongeveer vijfhonderd miljoen euro per maand. Een deel daarvan, een paar miljard, gaat naar Aegon zelf en de rest gaat naar externe institutionele beleggers, zoals pensioenfondsen, verzekeraars en banken, in ruil voor een originatie- en servicing fee. Momenteel raken we het deel van de jaarlijkse productie voor externe beleggers, tussen de drie en vier miljard euro, makkelijk kwijt. Er komt structureel meer vraag, niet alleen vanuit Nederland maar ook vanuit andere Europese landen en zelfs van buiten Europa.'

Hoge hypotheekschuld versus lage hypotheeklasten

Er wordt nogal eens gewezen op het feit dat Nederlanders zulke hoge hypotheekschulden hebben. Vormt dat bedrag geen groot risico? Meijer zegt dat het om ongeveer 670 miljard euro gaat. 'Dat is een relatief hoog bedrag, maar er moet wel bij worden gezegd dat via banksparen, beleggings- en levensverzekering hypotheek wel degelijk aflossingen zijn verricht. Als je dat van de uitstaande hypotheekschulden aftrekt, valt het wel mee. Verder heeft Nederland maar zo'n achttien miljard aan personal loans, wat relatief veel minder is dan in het buitenland. Daarnaast is de betaalbaarheid van

Hét beleggingsthema van de toekomst: zoeken naar producten die yield toevoegen, ook al zijn deze minder liquide.

hypotheek in Nederland uitstekend: de Aegon-portefeuille heeft een gemiddelde debt-service-to-income ratio – het percentage van je salaris dat je na fiscale aftrek betaalt aan hypotheekrente – van ongeveer achttien procent, wat voor Europese begrippen zeker niet hoog is. De maandelijkse lasten van Nederlanders aan hypotheekverplichtingen en persoonlijke leningen zijn eigenlijk zeer beperkt.'

Overigens is Nederland tamelijk gereguleerd wat betreft het verstrekken van hypotheek. 'Je mag bijvoorbeeld maar een bepaald percentage van je salaris uitgeven aan hypotheekrente. Dat staat in een gedragscode voor hypotheekverstrekkers die, ongebruikelijk in Europa, is verankerd in de wet. Verder is de betalingsmoraal van Nederlanders, als het om hypotheekverplichtingen gaat, hoog. Tussen 2009 en 2012 zijn de huizenprijzen gemiddeld twintig procent gedaald terwijl de werkloosheid verdubbelde. Huiseigenaren hebben er desalniettemin nauwelijks voor gekozen om hun hypotheek niet te betalen. Dat ligt gedeeltelijk aan de goede sociale voorzieningen bij werkloosheid en ziekte, maar je ziet ook dat eigenaren er alles aan doen om hun huis niet te hoeven verlaten: proberen te lenen, een tweede hypotheek nemen, enzovoort. De verliezen op onze hypotheekpool waren in de crisisperiode, als gezegd, minder dan 0,03 procent.'

Optimale strategische weging is 10 procent allocatie naar hypotheek

Hoeveel procent van de totale beleggingsportefeuille zou gealloceerd moeten worden naar hypotheek? 'Dat percentage moet geen honderd procent zijn en ook geen vijftig,' zegt Meijer. 'Dat is vanwege de liquiditeit. Bij onze klanten blijkt uit de ALM (Asset Liability Management)-studie dat een soort strategische weging van gemiddeld tien procent van de totale beleggingen aangebracht kan worden. Dat is een vrij fors percentage, maar aandelen en staats- en bedrijfsobligaties zijn elk goed voor een veel groter percentage. Als een belegger aankondigt uit te willen stappen, kunnen we vanaf dat moment alle binnenkomende cash opsparen om uitkeringen mogelijk te maken. Er komt veel binnen, want mensen moeten elke maand hun hypotheekrente betalen en gedeeltelijk aflossen. Verder zijn er mensen die vervroegd aflossen. Bij

CV

Frank Meijer kwam in 2005 in dienst bij Aegon Asset Management. Hij is Hoofd van het European ABS & Mortgages team en Lead Portfolio Manager van de Dutch Mortgages & European strategies. Hij is ook lid van het Asset Liability Committee van Aegon Bank en permanent gastdocent aan de Vrije Universiteit van Amsterdam. Voor zijn huidige baan was hij ook verantwoordelijk voor de Quant Group en zette hij de Structured Credit Desk op. Meijer werkte eerder bij ABN Amro. Hij is cum laude afgestudeerd in Natuurkunde aan de Universiteit van Groningen en gepromoveerd aan de Technische Universiteit Delft.



elkaar opgeteld komt er ruim tien procent cash per jaar binnen, in ons geval ongeveer een miljard euro.'

Door meer illiquide te beleggen meer rendement

Meijer beaamt dat zich een groot probleem voordoet als iedereen er op hetzelfde moment uit wil stappen. 'Ja, hypotheeklen leveren veel meer rendement op dan staatsobligaties, maar ze zijn ook veel minder liquide. De vraag is dus hoeveel belang pensioenfondsen, banken of verzekeraars aan liquiditeit hechten. Een gemiddeld pensioenfonds kan natuurlijk niet voor honderd procent illiquide belegd zijn, maar wel gemakkelijk voor vijftig procent, en wellicht zelfs voor vijftig procent. Een pensioenfonds moet natuurlijk uitkeringen doen, maar het is dus vaak onnodig om het fonds grotendeels liquide te houden.'

Volgens Meijer is de illiquiditeit van hypotheeklen niet per se een beperkende factor. 'Je moet er wel over nadenken en dan kom je als belegger logischerwijs tot de conclusie dat

een deel van de portefeuille illiquide belegd kan worden. Dat geldt zeker voor pensioenfondsen, maar ook voor banken en verzekeraars.'

Hypotheeklen bieden risicospreiding door exposure naar consumenten

Beleggen in hypotheeklen is, aldus Meijer, niet alleen aantrekkelijk vanwege de zeer attractieve rendementen in vergelijking met die van de traditionele vastrentende waarden en de eveneens attractieve return on capital, maar ook vanuit het oogpunt van risicospreiding. 'Er zijn drie groepen die geld lenen: overheden, bedrijven en consumenten. Als je kijkt naar de portefeuilles van onze klanten, dan hebben die eigenlijk alleen exposure naar de eerste twee: staats- en bedrijfsobligaties, en geen of weinig exposure naar consumenten. Eigenlijk is het raar dat je van de drie groepen die geld lenen er één vrijwel volledig links laat liggen. Een hypotheekportefeuille biedt exposure naar consumenten en past, ook vanwege risicospreiding, heel goed in een beleggingsportefeuille.' «