

‘Een crisis is nooit in modellen te vatten’

Arend Clahsen
Tilburg

De gezaghebbende econoom Robert Merton won in 1997 de Nobelprijs economie wegens zijn bijdrage aan financiële innovatie. Politici moeten niet met onwerkbare regels komen voor producten die ze niet begrijpen, zegt hij.

Bevlogen is het woord dat het beste van toepassing is op de 64-jarige Harvard-econoom Robert Merton. Op de Universiteit van Tilburg voor de jaarlijkse Van Lanschot-lezing praat Merton zoals hij vermoedelijk denkt: snel, veel en graag. ‘Ik leg het het liefst goed uit. Ik praat liever anderhalf uur over enkele onderwerpen, dan anderhalf uur in de breedte.’

In 1997 won Merton samen met Myron Scholes de officiële Nobelprijs voor de economie van de Zweedse Riksbank, de vroeg overleden Fischer Black kreeg een eervolle vermelding. Black en Scholes bedachten de naar hen vernoemde formule voor het waarderen van opties en Merton verbeterde die. Maar niet alleen academisch is hij gepokt en gemazeld. Hij was direc-

tielid bij het hedgefonds Long Term Capital Management (LTCM), dat in 1998 bijna ten onder ging als gevolg van de Russische roebelcrisis. Alleen een kapitaalinjectie van de grootste Amerikaanse banken kon een onordelijk faillissement en een nog grotere crisis voorkomen.

Het belangrijkste aan deze (en aan iedere) crisis volgens Merton is dat eerst de feiten worden onderzocht voordat er maatregelen volgen. ‘Hier zijn verschillende gebeurtenissen bij elkaar gekomen die afzonderlijk geen risico opleveren, maar bij elkaar wel.’ Hij noemt drie bepalende factoren: de ontwikkeling op de Amerikaanse hypotheekmarkt, onethisch handelende spelers in de financiële wereld en het gebrek aan toezicht. In zijn ogen is iedereen schuldig. Niet alleen de bankiers, maar ook de consument, politici en toezicht-houders.

Die wijsheid om eerst de feiten op een rij te krijgen mist hij, vooral in de politiek. ‘Mijn grote vrees is dat vanuit het Congres nu wetten worden doorgevoerd om een venennatuurlijk toezicht te creëren. Dat gaat er aan voorbij dat het

mensenwerk blijft, er is geen superman die de regels kan naleven. De nieuwe regels dienen alleen een kortetermijndoel, over de mogelijke ongewenste langetermijneffecten wordt niet nagedacht.’

Het optuigen van extra zware regelgeving is in zijn ogen onnodig. ‘Dat leidt alleen tot lijstjes die door toezichthouders worden afgevinkt en houdt geen rekening met een snel veranderende wereld die niet in lijstjes is te vatten. Het is naïef.’ De Fed beschikt volgens hem bovendien al over het mandaat om verder te kijken dan de lijstjes, maar net als andere centrale banken is daar de afgelopen jaren niet of nauwelijks gebruik van gemaakt om de risico's in te schatten. In zijn ogen moet dat mandaat versterkt worden. ‘Dan kan men zich ook niet verschuilen achter het feit dat men alle regels heeft gecontroleerd. Er is een mix van beide nodig. Je maakt zo toezichthouders verantwoordelijk en kan ze daar op afrekenen. Het vereist wel dat ze meer kunde in huis halen om dit uit te voeren.’

Merton mist echter de benodigde kennis en inzicht in de politiek. De markt voor credit default swaps

(derivaten waarmee partijen zich kunnen verzekeren tegen wanbetaling op obligaties) ligt onder vuur sinds de deconfiture van AIG en wordt nagenoeg lamgelegd in voorstellen zoals die nu in het Congres voorliggen, stelt hij. ‘Er staan fouten en tegenstrijdigheden in



Robert Merton Foto: Reuters

‘In de gezondheidszorg zeg je toch ook niet: ik verbied nanotechnologie omdat ik het niet begrijp’

dat wetsvoorstel. Men lijkt ook niet te begrijpen dat een cds op zich een prima instrument is om kredietrisico's af te dekken. In de gezondheidszorg zeg je ook niet: ik verbied nanotechnologie omdat ik het niet begrijp.’

Niet dat er niets valt te verbeteren. Dat ziet ook Merton. Een van de problemen bij verzekeraar AIG was dat geen onderpand werd aangehouden voor de uitgeschreven kredietderivaten. Toen het kredietoordeel van AIG werd verlaagd eisten tegenpartijen dit wel op. AIG kreeg een acuut liquiditeitsstekort. Omvallen was geen optie omdat bij iedere partij het risicoprofiel enorm zou toenemen door het wegvallen van het cds-contract. De Fed kwam te hulp met \$ 182,5 mrd.

Merton erkent daar zelf ook een verkeerde inschatting van te hebben gehad. ‘Na de innovatie in de jaren negentig ging ik ervan uit dat financiële partijen bij onderlinge derivatentransacties inmiddels allebei onderpand tegen marktwaarde zouden aanhouden. Dat is dus niet zo. Als ik dat had geweten had ik ze voor gek verklaard. Dat kun je bij grote transacties tussen financiële partijen verplichten zo-

dat er altijd dekking is voor die derivaten. Daarnaast moet er een centrale clearing komen voor die onderlinge transacties.’ Het meegebrachte onderpand moet voorkomen dat nog eens zo'n besmettingsgevaar als bij AIG ontstaat.

Heeft Merton zelf nog dingen geleerd uit de LTCM-affaire die nu van pas komen? ‘Sommige dingen heb ik geleerd, maar andere dingen waren niet nieuw. Het belangrijkste is dat een crisis nooit in modellen te vatten is. Je weet dat het kan gebeuren en probeert je erop voor te bereiden. We waren niet gefinancierd met kort geld en speelden ook geen bijzonder risicovol spel. Bij LTCM eisten tegenpartijen tijdens de roebelcrisis echter meer onderpand, terwijl ons portfolio in waarde verminderde door de koersdalingen. Onze financiers gaven niet thuis en in zo'n markt lukt het niet meer om een andere geldverstrekker te vinden.’

Een les voor de Amerikaanse overheid is volgens hem dat de bezittingen die in handen van de overheid zijn gekomen in een staatsfonds worden gebracht. In het staatsfonds kunnen de bezittingen bovendien langer aange-

houden en beheerd worden als beleggingen. Het voorkomt dat hypotheekobligaties, financiële instellingen en autoproducenten tegen ramsijprijzen worden verkocht.

‘Wie weet wat we er nog bij krijgen. Wellicht komt er nog een automaker bij, we hebben er per slot van rekening al één. Zelfs Citigroup zou je er onder kunnen brengen, wat ik overigens niet hoop.’ Volgens hem wordt het onmogelijk om de duizenden miljarden aan bezittingen straks binnen korte tijd af te bouwen. ‘Dat kost jaren en daar heb je eigenlijk fondsbeheerders voor nodig om dat gespreid in de tijd te kunnen doen.’

Merton wijst op de deconfiture van LTCM. De liquidatie leverde \$ 900 mln op. ‘Als superbelegger Warren Buffet LTCM had overgenomen — waar hij wel oren naar had — zou hij alleen in het eerste jaar een winst van \$ 4 mrd hebben geboekt. Hoe de huidige bezittingen presteren en verkopen is essentieel voor de Verenigde Staten. Het bepaalt hoe we uit de crisis komen. Is de prijs van de bezittingen hoog genoeg, komt het goed. Leveren ze weinig op, dan ziet het er lelijk uit.’

