

# ‘Lehman failliet laten gaan was fout’

Dankzij Nobelprijswinnaar Robert C. Merton explodeerde de optiehandel. Volgens velen is die handel de oorzaak van de crisis. Onzin, zegt hij. ‘De financiële sector is niet te besturen met louter gezond verstand.’

Marika Stellinga Foto Karol Antas

**J**e zou hem, met een beetje fantasie, kunnen zien als de uitvinder van de financiële atoombom. De Amerikaan Robert C. Merton (64), hoogleraar aan de vermaarde universiteit van Harvard, is een van de jongste winnaars van de Nobelprijs voor Economie ooit. Merton is de intellectuele vader van alles wat er volgens velen mis is met de financiële sector: de goocheltrucs, het intensieve gebruik van computermodellen en de exotische financiële producten – de opties, de termijncontracten, de *swaps*, de kredietverzekeringen, die samen worden aangeduid als derivaten.

Dit is een weinig geliefde en onbegrepen markt, die spottend wordt aangeduid als die van de *haute finance*. De Amerikaanse superbelegger Warren Buffett noemde derivaten ooit ‘financiële massavernietigingswapens’ omdat ze ongelooflijk grote verliezen kunnen veroorzaken. Met die kwalificatie is Merton het niet eens. ‘Dat derivaten worden misbruikt, rechtvaardigt zo’n label niet. Banken zijn geruïneerd door hypotheekleningen. Toch noemen we die leningen nu geen massavernietigingswapens. Bovendien: Buffett heeft die opmerking niet zo bedoeld. Hij gebruikt zelf derivaten.’

In 1973 schreef Merton een verfijning op de formule van de Amerikanen Myron Scholes en Fischer Black waarmee de prijs van opties precies kan worden berekend. Opties werden toen al eeuwen verhandeld, maar de formule bood handelaren een rationeel houvast en gaf de handel in derivaten vleugels.

Meer dan drie decennia later gaan er honderden miljarden euro’s om in de derivatenmarkt. Merton: ‘Velen zien derivaten en wiskundige modellen – alles wat de financiële wetenschap voortbracht – als veroorzakers van deze crisis. Dat klopt niet. Ik geloof in moderne financiering als manier om de welvaart te verhogen. Financiële innovatie laat kosten dalen en biedt kans risico’s te delen.’

Sylvester Eijffinger, hoogleraar aan de Universiteit van Tilburg, kent Merton en haalde hem naar Nederland voor de Van Lanschotlezing aan zijn universiteit. Merton hield daar een gloedvol college over de crisis. ‘In de Verenigde Staten is 15 biljoen (15.000 miljard) dollar verlorengegaan op de huizenmarkt. Dit zijn echte verliezen, die moeten ergens heen. Geen politicus wil die verliezen aan iemand toewijzen. Iedereen zal je haten. Ze zeggen liever: we komen u helpen.’

Waarom de risico’s zo verraderlijk snel toenamen in de crisis? Omdat verliezen op bijvoorbeeld hypotheekleningen niet lineair verlopen, maar via een gebolde curve. Dat betekent: met elke daling van de huizenprijzen nemen de verliezen onevenredig toe. ‘De eerste klap is niks vergeleken bij de tweede, de tweede niks vergeleken bij de derde.’ Het goede nieuws: ‘Als de prijzen stijgen, nemen de risico’s evenveel onevenredig snel af.’

Tijdens de lezing legt hij uit dat de overheid nu precies dezelfde trucs uithaalt als de banken in aanloop naar de crisis deden en waarvoor ze nu worden verguisd. ‘Wat een ironie,’ zegt hij. De westerse overheden hebben grote, risicovolle financiële posities in-



Robert C. Merton: ‘De overheid doet hetzelfde als al die banken’

genomen die ze buiten de boeken houden. Hoe? Door leningen van banken te garanderen, zoals de Nederlandse overheid deed bij bankverzekeraar ING.

## Transparant

‘Garanties afgeven is een manier om geld te geven aan de banken zonder dat de regering naar het Congres of het parlement hoeft om geld te vragen. Overheden geven in wezen gratis verzekeringen weg. Ze houden dit geld buiten de boeken. Het is niet transparant. Kunnen jullie een entiteit bedenken die daar recent ook van is beschuldigd?’ vraagt Merton aan de studenten. ‘Juist, de banken. Elke



ken valt met de vraag: "Gesteld dat u een hakbijlmoordenaar bent, hoe voelt het om een hakbijlmoordenaar te zijn?" Daar heb ik geen bondig antwoord op, want u doet aannames waar ik het niet mee eens ben.'

Mertons antwoord komt hierop neer: de computermodellen noch de derivaten hebben de crisis veroorzaakt. 'Er is een neiging deze crisis te depersonaliseren. Maar computers zijn slechts een instrument, net als een pen. Mensen zijn verantwoordelijk.' En laat het duidelijk zijn: 'We weten allemaal dat slechte en incompetenten mensen en bedrijven de financiële sector en de toezichhouders te schande hebben gemaakt.

'Ik hoor veel mensen zeggen: we moeten die wiskundige modellen en de *quants*, de financiële whizzkids, verwijderen en het gezond verstand weer laten heersen. Maar de moderne financiële sector valt niet te besturen met pen, papier en gezond verstand. Geen bank of centrale bank kan functioneren zonder derivaten of computermodellen.

'Je moet het gebruik van modellen in de financiële sector vergelijken met een piloot in een vliegtuig. Ik landde een paar maanden geleden in Genève, Zwitserland. Het was een prachtige landing. Direct daarna zei de piloot door de intercom dat de landing geheel was uitgevoerd door een computer. Hij had er werkeloos naast gezeten. Zo'n computermodel is waanzinnig verfijnd. Toch zou niemand in een vliegtuig stappen zonder piloot.

'In 1997, in mijn speech bij het ontvangen van de Nobelprijs, waarschuwde ik al dat elk model een incomplete beschrijving is van de werkelijkheid. Wij willen een piloot in de cockpit hebben zitten voor als er dingen gebeuren die het model niet beschrijft. Op zo'n moment is er geen vervanging voor een geïnformeerd mens. De piloot heeft het model wel nodig want alleen kan hij al die analyses niet uitvoeren die nodig zijn voor het landen van het vliegtuig.

'Zo is het ook met financiële modellen. De oorzaak van deze crisis ligt niet in modellen die te ingewikkeld waren of in te veel vertrouwen in modellen. Er was te veel vertrouwen in de mensen die de modellen gebruikten. De oplossing is dan ook tegengesteld aan wat je vaak hoort. De oplossing is niet: de modellen zijn te gecompliceerd om te begrijpen voor bankmanagers en toezichhouders, dus moeten de modellen weg. Nee, de managers en toezichhouders die de modellen niet begrijpen, moeten weg! We zouden in de gezondheidszorg toch ook niet accepteren dat de overheid zegt: wij begrijpen nanotechnologie niet, dus verbieden we nanotechnologie? Je lacht erom, maar dat is precies wat velen nu beweren.'

Merton noemt als voorbeeld de enorme zwendel van de Amerikaanse handelaar Bernard Madoff, onlangs tot 150 jaar cel veroordeeld. Naar verluidt is 50 miljard dollar in

zijn piramidespel verdwenen; grote banken, rijke mensen uit het hele Westen gaven geld aan hem. 'Kundige professionals die hoorden wat zijn beleggingsstrategie was, oordeelden dat je met die strategie niet zo veel geld kon verdienen als Madoff beweerde. Dus moest er iets mis zijn. Iedere bankmanager en toezichhouder zou vaardig genoeg moeten zijn om zo'n oordeel te vellen.'

## Brille

Juist in de minst verfijnde onderdelen van de financiële sector die ouderwetse modellen gebruiken, is de crisis veroorzaakt: bij hypotheekverstrekkers, verzekeraars en de rating agencies die de kredietwaardigheid van bedrijven en financiële producten beoordelen. Zij gebruiken modellen die Merton ouderwets noemt. 'En daar bedoel ik mee: van voor de jaren zeventig.'

Sinds de formules van Black, Scholes en Merton is er een intieme relatie ontstaan tus-

## Robert C. Merton

**Geboren 31 juli 1944 in New York**

**1966** Studeert af in wiskunde aan Columbia University

**1970** Studeert af in de economie aan het Massachusetts Institute of Technology en werkt tot 1988 op hetzelfde instituut

**1988** Verkast naar Harvard Business School, waar hij nog altijd hoogleraar is

**1993** Richt investeringsfonds LTCM op

**1997** Ontvangt de Nobelprijs



bank in de wereld is ervan beschuldigd leningen buiten de boeken te hebben gehouden om regulering te ontduiken. De overheid doet nu precies hetzelfde om het Congres en de belastingbetalers te ontwijken. Ik geef geen oordeel, want ze moeten misschien wel. Maar er zit wel ironie in het feit dat de overheid financiële constructies nu op dezelfde manier gebruikt als de banken.'

Eerder op de dag, tijdens een interview met *Elsevier*, geeft Merton een lang antwoord op de vraag of hij zich verantwoordelijk voelt voor de huidige rotzooi. Zijn antwoord moet wel lang zijn, excuseert hij zich. 'Want eigenlijk stelt u me een rare vraag, die te vergelijk-

sen de financiële wetenschap en de snelle jongens van Wall Street. De knapste koppen van de universiteiten kregen banen bij de beste zakenbanken en verdienden daar fortuinen. De handel in derivaten is wiskunde, en wiskunde vereist brille.

Merton zelf gaf midden jaren negentig samen met collega-Nobelprijswinnaar Scholes mede leiding aan een van de grootste en roemruchtste hedgefondsen ter wereld, LTCM (Long-Term Capital Management). Het immense LTCM kwam in 1998 in financiële problemen toen de Russische overheid haar schulden niet meer kon afbetalen en sleurde bijna het wereldwijde financiële stel-

ELSEVIER SPECIAL LIBRARIES

sel mee in zijn val. *When genius failed* was de toepasselijke titel van een van de vele boeken over de affaire.

Bijna had superbelegger Buffett LTCM gered, maar Buffett was met Microsoft-oprichter en medemiljardair Bill Gates met vakantie in de wildernis van Alaska. De telefoonverbinding was slecht en de redding mislukte, vertelt Merton. 'Buffett wilde het voor 4 miljard dollar kopen en wij wilden verkopen, maar het was een van die gevallen dat een kleine kink in de kabel leidt tot het verliezen van de oorlog. De satelietelefoons waren in 1998 simpelweg niet goed genoeg.'

### Inzichten

Merton leerde van LTCM vele persoonlijke lessen, zegt hij. Hij benadrukt dat de oprichters al hun geld verloren. Maar het faillissement bezorgde hem geen nieuwe wetenschappelijke inzichten. Wat Merton niet begrijpen kan, is waarom de Fed, de Amerikaanse centrale bank en toezichthouder, in 1998 wel zijn best deed LTCM te redden, maar in september 2008 de zakenbank Lehman Brothers failliet liet gaan.

In 1998 zorgde de Fed ervoor dat een consortium van banken geld injecteerde in LTCM. 'Relatief weinig geld ging verloren. Het consortium verdiende bijna 1 miljard dollar. Alleen een klein deel van de investeerders in LTCM verloor geld. Lehman en LTCM leken erg op elkaar: beide hadden enorme balansen, beide hadden veel derivaten in hun boeken. In vergelijking met die enorme derivatenposities was het nettorisico dat ze hadden genomen klein: de koopposities werden bijna volledig geneutraliseerd door tegengestelde verkoopposities.'

Maar voor al die posities hadden Lehman en LTCM wel tegenpartijen. Als je zo'n bedrijf failliet laat gaan, dan moeten al die tegenpartijen plots hún posities terugdraaien. Dat veroorzaakt een kettingreactie, enorme druk op de financiële markten en dus chaos. Daarentegen, als je zo'n bedrijf redt, dan kamp je louter met dat nettorisico, het verschil tussen alle koop- en verkoopposities. 'Lehman failliet laten gaan, was een grote fout. Het veranderde een slechte situatie in een complete crisis. Als LTCM failliet was gegaan, had dat een even grote nachtmerrie betekend.

'Als de Fed dit begreep in 1998, waarom begreep de Fed dit dan niet in 2008? Dit is geen hogere wiskunde, hoor. Dit vereist slechts een zeer basaal inzicht in hoe markten werken.' Denk niet dat Merton zegt dat de overheid maar geld moet steken in banken als Lehman en de bankiers moet redden. 'Er is geen overheidsgeld in LTCM gestopt, de overheid gaf geen garanties af. De Fed coördineerde slechts de redding. Een prachtige rol voor een centrale bank.'