

Economie & Politiek

Nobelprijswinnaar Robert Merton: zó kun je de markt verslaan

- Joris Kooiman en Nelleke Trappenburg

zaterdag 11 oktober 2014, 01:30update: zaterdag 11 oktober 2014, 08:52



Robert Merton [Bekijk hier de PDF](#)

Zijn naam is voor altijd verbonden met de implosie van een van de beruchtste hedgefondsen ter wereld, maar in wetenschappelijke kringen is de 69-jarige

MIT-econoom Robert Merton een absolute grootheid. Zo ook in de beleggerswereld, blijkt vrijdagochtend in een Amsterdams hotel. Voordat de Amerikaan aan zijn college begint, gaan de ongeveer dertig fondsmanagers en financieel adviseurs nog snel even met hem op de foto, als kinderen met hun voetbalidool.

Wiskunde op Wall Street

Zijn levenswandel is dan ook indrukwekkend: net gepromoveerd toog de twintiger Merton begin jaren zeventig met Myron Scholes en Fischer Black naar Manhattan, gewapend met een optiewaarderingsformule die de financiële markten voorgoed zou veranderen. Ze brachten de wiskunde naar Wall Street — hun financiële theorie vormt nog altijd het fundament van de derivatenmarkt en de computermodellen waarop moderne handelshuizen draaien.

Het bracht hem aan de top van de economische wetenschap én de financiële sector. In 1997 ontvingen Scholes en Merton — Black was toen net overleden — de Nobelprijs voor de economie. Long Term Capital Management (LTCM), het hedgefonds waarbij Merton en Scholes waren betrokken en dat dreef op een wiskundige arbitragestrategie, had toen al twee jaar rendementen behaald van meer dan 40%.

De wereld bewoog, kortom, zoals de rationele modellen van Merton voorspelden. Maar een jaar later ging het grandioos mis. Een Aziatische valutacrisis sloeg over naar Rusland en toen de roebel in elkaar klapte sloeg de paniek onder beleggers toe. Het gevolg: de ratio verdampte uit de markt en LTCM ging in razend tempo ten onder aan zijn kolossale derivatenposities.

Bijspringen of de afgrond in

De schok was in potentie vergelijkbaar met de val van Lehman, maar de Federal Reserve schatte het gevaar van een domino-effect deze keer op waarde en vroeg Wall Street een reddingsfonds op te tuigen. Bijspringen of allemaal de afgrond in, was de boodschap van de Fed aan de ceo's van de grote zakenbanken, die allemaal derivatencontracten hadden afgesloten met LTCM. Het werd bijspringen.

‘Als ik naar Amsterdam verhuis, wil ik weten hoeveel ik nodig heb om hier te kunnen leven. Dan ben ik geïnteresseerd in het inkomen van mijn buurman, niet in de hoogte van zijn beleggingsrekening’

'Je moet het als belegger doen met wat de wereld je geeft', begint Merton nu zijn betoog, alsof hij wil onderstrepen dat hij heeft geleerd dat de markten zich niet laten voorspellen. Dat betekent volgens de econoom echter niet dat gangbare modellen — zoals de zogeheten theorieën van de moderne portefeuille en de efficiënte markt — aan de straat moeten worden gezet. Ze zijn immers nog steeds de beste benadering van de werkelijkheid, van de verhouding tussen risico en verwacht rendement in de financiële markten. Zolang beleggers maar beseffen dat een zeer kleine kans op een groot drama nog steeds een risico is. Merton, behalve hoogleraar nu ook in dienst van beleggingsadviseur Dimensional: 'Er is een levensgroot verschil tussen "het kan niet gebeuren" en "een heel kleine kans dat iets gebeurt".'

Beter dan de markt

De onvolledigheid van de bestaande theorieën over risico, rendement en efficiëntie heeft één voordeel: je kunt de markt verslaan volgens Merton. En wel op drie manieren.

De eerste en bekendste bron van 'outperformance' is de informatievoorsprong. Vind de absolute specialist in, zeg, Mexicaanse bedrijfsschuld, en hij geeft je wellicht inzichten, nieuwtjes en tips die — zij het kortstondig — het verschil maken. Een tweede, duurzamer methode om het beter te doen dan de markt schuilt in wat Merton typeert als 'institutionele rigiditeit'.

'Veel institutionele beleggers zijn gebonden aan regels die voor andere partijen niet gelden. Een Japanse bank bijvoorbeeld moet misschien veel kapitaal aanhouden voor bedrijfsobligaties op zijn balans, en minder voor futures die dezelfde blootstelling geven. Zij kiest dus voor de derivaten, net als haar collegabanken. In een perfecte markt zouden de prijzen van de obligaties en de futures hetzelfde zijn, maar door de Japanse voorkeur voor derivaten zijn die relatief duur. Dat betekent dat beleggers die niet gebonden zijn aan de Japanse regels, in de regel hedgefondsen, kunnen arbitreren en tegen minimaal risico forse rendementen kunnen halen.'

Verstrekende gevolgen

Leuk en aardig, maar het gaat volgens Merton om het derde inzicht dat hij vanochtend deelt met zijn publiek. 'Iedereen die kan kiezen tussen een gift van € 5 mln of € 10 mln kiest voor optie 2. Maar als het voorstel is: € 5 mln met 10% rente voor de rest van je leven, of € 10 mln met 1%, gaan de antwoorden verschillen. Als je nog één jaar te leven hebt kies je voor de € 10 mln, maar als je dertig bent ga je voor de eerste mogelijkheid.'

Een eenvoudige observatie, maar een met verstrekkende gevolgen, aldus Merton. Want de uiteenlopende voorkeuren van mensen betekenen dat zij risico's verschillend ervaren. Anders gezegd: in theorie is risico niets anders dan de kans dat iets wel of niet gebeurt, maar in de praktijk betekenen die kansen voor iedereen iets anders.

Waar veel beleggingstrategieën, ook van institutionele partijen, gericht zijn op een zo hoog mogelijk rendement tegen een zo laag mogelijk risico, is het volgens Merton verstandig eerst vast te stellen welk doel je als belegger eigenlijk nastreeft. Daarbij moet een inkomen, bijvoorbeeld voor een jaarlijkse pensioenuitkering of de betaling van schoolgeld, maatgevend zijn. En dus niet de omvang van de beleggingspot.

'Als ik naar Amsterdam verhuis', stelt Merton, 'wil ik weten hoeveel ik nodig heb om hier te kunnen leven. Dan ben ik geïnteresseerd in het inkomen van mijn buurman, niet in de hoogte van zijn beleggingsrekening.'

Derivaten

Merton reageert geagiteerd als hem gevraagd wordt naar over de rol van derivaten in het ontstaan van de kredietcrisis. Begrijpelijk, de Nobelprijswinnaar stond met zijn optiewaarderingsformule aan de wieg van de moderne derivatenmarkt die volgens velen de ongebreidelde risicodrang van bankiers en beleggers in de hand heeft gewerkt. Bovendien brachten de derivatenposities van zijn hedgefonds LTCM het financiële systeem eind jaren 90 al eens aan de rand van de afgrond.

Toch zijn derivaten het probleem niet, stelt Merton. 'Toezichthouders, bankiers en bedrijfsmanagers begrepen de werking niet. Dan moet je die vervangen of de mensen bijscholen, niet de instrumenten zelf in de ban doen.' Volgens Merton is het onmogelijk het moderne financiële systeem draaiende te houden zonder derivaten, die niets anders zijn dan 'efficiënte instrumenten om risico's af te dekken'.

'Je moet het als belegger doen met wat de wereld je geeft'

De econoom erkent echter het probleem van de vallende dominostenen. Derivaten zijn contracten tussen twee partijen. Komt de een in de problemen, dan lijdt de ander schade. En die ander heeft weer verplichtingen aan derden, waardoor de hele ketting onder druk komt als een forse schakel breekt, zoals Lehman of LTCM

Daarom is Merton enthousiast over Europese en Amerikaanse regelgeving dat derivatencontracten van grote spelers voortaan gestandaardiseerd op een beurs verhandeld en 'centraal gecleard' moeten worden.

Dat betekent dat een zogeheten clearinghouse tussen de contractpartijen bij een derivatentransactie, zeg Shell en ING, in staat en het tegenpartijrisico op zich neemt. Gaat Shell failliet, dan neemt het clearinghouse de contractverplichtingen over en blijft ING buiten schot.