

Zoals de titel aangeeft, gaat dit proefschrift over de financiële stabiliteit in de EU. Dit is een relevant onderwerp, aangezien de huidige kredietcrisis tot spanningen in het financiële systeem leidt. Daarnaast zijn de empirische resultaten ook relevant voor grensoverschrijdende fusies in Europa. De resultaten geven bijvoorbeeld aan dat een fusie tussen twee banken in hetzelfde land, zoals Société Générale en BNP Paribas in Frankrijk, niet gunstig is vanuit het oogpunt van spreiding van risico's.

De reden om de risico's van de financiële sector in kaart te brengen was dat er enkele jaren geleden bij het Ministerie van Financiën de behoefte bestond aan meer inzicht in de kans dat een financiële instelling een onverwacht groot verlies leidt. Ook bestond er behoefte aan meer inzicht in de kans dat meerdere financiële instellingen gelijktijdig een groot verlies realiseren. Aangezien er beperkte publieke informatie is over de winstgevendheid van banken wordt er in het proefschrift gekeken naar de kans dat de beurskoers van een individuele bank of verzekeraar met meer dan 25 procent op een dag daalt. De techniek die gebruikt wordt om de kans dat de beurskoers van een bank op een dag flink daalt te schatten, is de zogenoemde extremewaardentheorie. Daarnaast wordt empirisch onderzocht wat de kans is dat de beurskoers van twee instellingen op dezelfde dag met meer dan 7,5 procent daalt. Banken hebben namelijk vaak overeenkomstige bezittingen en verplichtingen en een daling van de waarde daarvan zorgt voor verliezen bij beide instellingen. Aangezien Franse banken bijvoorbeeld investeren in hypotheeklen in Frankrijk, heeft een waardedaling van Frans vastgoed gevolgen voor de waarde van deze banken. In het proefschrift worden deze gevolgen empirisch gekwantificeerd. De kans op grote verliezen wordt daarnaast ook theoretisch gemodelleerd. Dit verschaft nieuwe inzichten in de gevolgen van fusies voor de robuustheid van het financiële systeem.

Vernieuwend aan het proefschrift is dat er geen gebruik wordt gemaakt van de zogenoemde normale verdeling en de correlatiemaatstaf omdat met de correlatiemaatstaf statistisch gezien slechts grote verliezen gemodelleerd kunnen worden. In het proefschrift wordt het gelijktijdig optreden van grote verliezen gemodelleerd door het rendement van banken en verzekeraars te beschrijven met een factormodel dat geschikt is om extreme verliezen te beschrijven. Factoren in dit model zijn sectorrisico, macro-economisch risico en bedrijfsspecifiek risico. Door het relatieve belang van de verschillende factoren in het model te veranderen, wordt verklaard in welke gevallen er een grotere kans is op grote,



Slijkerman, J.F. (2007) *Financial Stability in the EU*. Rotterdam: Tinbergen Instituut.

gelijktijdige verliezen bij banken en verzekeraars. Wanneer deze kans groot is, is er sprake van een hoge afhankelijkheid tussen de instellingen. Door de afhankelijkheid te beschrijven met een model dat niet gebaseerd is op de correlatiemaatstaf blijkt dat diversificatie vaak minder goed werkt.

In aparte hoofdstukken wordt ingegaan op de verzekeringssector, de bancaire sector en op het risicoprofiel van financiële conglomeraten, die zowel bancaire als verzekeringsproducten aanbieden. Drie hoofdstukken zijn opgebouwd uit een beleidsrelevantie, een theoretisch model en een empirische evaluatie. In hoofdstuk drie wordt

de onderlinge afhankelijkheid bestudeerd tussen Europese banken en verzekeraars. Het neerwaartse risico van Europese banken blijkt te verschillen van het neerwaartse risico van verzekeraars. Financiële conglomeraten kunnen profiteren van dit verschil doordat de kans relatief klein is dat er in beide sectoren gelijktijdig een verlies gerealiseerd wordt. In een volgend hoofdstuk wordt de afhankelijkheid tussen verzekeraars en herverzekeraars besproken. Dit verschaft inzicht in de impact van catastrofes op de verzekeringssector. De resultaten wijzen op een relatief laag sectorrisico voor herverzekeraars ten opzichte van verzekeraars. Als laatste wordt bekeken in hoeverre het risicoprofiel van diverse Europese banken overeenkomt. Een verklaring voor een overeenkomstig risicoprofiel wordt gevonden in macro-economische ontwikkelingen. De resultaten geven aan dat over het algemeen de afhankelijkheid tussen banken in hetzelfde land hoger is dan tussen banken uit verschillende landen. Dit is de reden dat een fusie tussen banken in hetzelfde land relatief weinig diversificatievoordelen biedt. Daarnaast geven de empirische resultaten aan dat de risicoprofielen van Europese banken meer op elkaar zijn gaan lijken na de introductie van de euro. Dit hoeft niet noodzakelijkerwijs te komen door de invoering van de euro, maar kan ook ontstaan doordat risico op de Europese kapitaalmarkt beter verhandelbaar is geworden. Kort samengevat verschaft dit proefschrift een aantal nieuwe inzichten in de mate waarin het rendement van banken en verzekeraars bepaald wordt door grote verliezen van de activa. Dit gebeurt vanuit zowel een theoretisch als een empirisch perspectief. De theoretische stellingen geven weer wat het effect van risicospreiding is wanneer expliciet rekening wordt gehouden met extreem grote verliezen. De empirische resultaten geven inzicht in de robuustheid van het financiële systeem.

JAN FREDERIK SLIJKERMAN

Portfolio manager bij AEGON Asset Management