

# Promotie

Sinds 2007 hebben zich op de financiële markten ontwikkelingen voorgedaan die tot dat moment voor vrijwel onmogelijk werden gehouden. Wat oorspronkelijk beperkt leek tot de wanbetaling op een aantal Amerikaanse hypotheekleningen, ging over in de grootste financiële crisis sinds de depressie van de jaren dertig uit de vorige eeuw. Tijdens deze crisis crashten aandelenbeurzen, stegen risicopremies tot grote hoogten, gingen financiële instellingen bankroet, en balanceerden zelfs nationale overheden op de rand van een faillissement.

Het zich gelijktijdig materialiseren van risico's heeft bij investeerders en beleidsmakers de angst aangewakkerd dat instabiliteit overslaat tussen financiële markten en instellingen, waarbij instabiliteit van één markt ertoe leidt dat ook andere markten worden gedestabiliseerd. Dit fenomeen wordt doorgaans beschouwd als de voor de hand liggende boosdoener wanneer verschillende delen van het financieel stelsel gelijktijdig instabiel worden.

Hoewel instabiliteit en besmetting vaak met elkaar worden geassocieerd, is gelijktijdige instabiliteit van financiële markten of instellingen niet per definitie het gevolg van besmetting. Behalve dat instabiliteit van de ene markt of instelling de oorzaak kan zijn van instabiliteit van de andere, kunnen beide markten of instellingen ook gelijktijdig instabiel worden door een negatieve, gemeenschappelijke schok. In de context van een bankencrisis kan een parallel worden getrokken met een domino-effect: de dominostenen kunnen omvallen doordat de één de ander aanstoot (besmetting), of doordat een windvlaag ze alle omblaast zonder dat er interactie tussen hen is (gemeenschappelijke schok). Een opvallend voorbeeld van een gemeenschappelijke schok werd in 2010 aan de orde gesteld in een toespraak door Thomas Huertas, destijds vicevoorzitter van het Europese Comité van Banktoezichthouders. Huertas betoogt dat de bijna volledige instorting van het financieel stelsel na het faillissement van Lehman Brothers niet zozeer te wijten was aan besmettingseffecten veroorzaakt door het faillissement, maar aan de gemeenschappelijke schok die de Amerikaanse overheid creëerde door met het afzien van een reddingsoperatie twijfel onder investeerders te zaaien over haar bereidheid om omvallende banken met staatsteun te hulp te komen.

Dat vooral banken kwetsbaar kunnen zijn voor gemeenschappelijke schokken, blijkt uit een theoretisch model waarin wordt getoond dat het verstrekken van liquiditeitssteun door de monetaire autoriteiten hen stimuleert om dezelfde risico's te nemen. Zo stimuleert het vooruitzicht van liquiditeitssteun banken om dezelfde financieringsstructuur te kiezen: weinig eigen vermogen en veel kortlopende schuld. Daarnaast leidt dit vooruitzicht ertoe dat banken hun activa diversifiëren, in



**MARK MINK**

*Gepromoveerd aan de Rijksuniversiteit Groningen*

plaats van zich in enkele activiteiten te specialiseren, waardoor de correlatie tussen winsten en verliezen van verschillende banken toeneemt. Beide effecten maken de bankensector homogener en daarmee kwetsbaarder voor gemeenschappelijke schokken.

Ook in de praktijk kan instabiliteit in de bankensector eerder door gemeenschappelijke schokken dan door besmettingseffecten worden verklaard. Dit blijkt uit een empirische analyse van de huidige financiële crisis, die als uitgangspunt neemt dat wanneer een faillissement van de ene bank zal leiden tot besmetting van de andere, een toename in de faillissementskans

van de ene zal leiden tot een afname van de beurswaarde van de andere. De resultaten van deze analyse laten echter zien dat de marktwaardes van Amerikaanse en Europese banken onderling sterk zijn gecorreleerd, maar amper worden beïnvloed door veranderingen in de faillissementskans van andere banken. De daling in deze marktwaardes lijkt dus maar in beperkte mate door besmettingseffecten te kunnen worden verklaard.

Een andere aanwijzing dat besmettingseffecten in de praktijk meevallen, zijn de resultaten van een analyse van de Griekse schuldencrisis. Hierin wordt voor het jaar 2010 onderzocht of nieuws over Griekenland en nieuws over een mogelijke redding van Griekenland invloed hebben op de marktwaardes van Europese banken. Alleen nieuws over een Griekse redding blijkt de marktwaarde van banken buiten Griekenland te beïnvloeden, zelfs wanneer deze banken niet hebben belegd in staatsobligaties van Griekenland of andere eurolanden met hoge schuld niveaus. Dit resultaat suggereert dat het risico op besmetting van banken door een Grieks faillissement beperkt is, en dat nieuws over reddingsoperaties vooral het effect heeft van een gemeenschappelijke schok zoals in het voorbeeld van Lehman Brothers.

Het proefschrift concludeert dat gelijktijdige instabiliteit van banken niet te snel aan besmetting moet worden geweten, maar eerder het gevolg lijkt van negatieve gemeenschappelijke schokken. Als dit inderdaad het geval is, moeten beleidsmakers meer aandacht hebben voor overeenkomsten tussen banken, omdat juist deze homogeniteit de sector kwetsbaar maakt. In dat geval werkt het redden van de ene bank ook niet zozeer stabiliserend omdat het besmetting voorkomt, maar mogelijk vooral omdat het signaleert dat andere banken indien nodig ook op steun kunnen rekenen. Hoewel zo'n signaal op het hoogtepunt van een crisis een stabiliserende werking heeft, moet worden voorkomen dat dit ten koste gaat van de disciplinerende werking van financiële markten op de langere termijn.

## LITERATUUR

Mink, M. (2012) *Financial system instability: contagion, or common shocks?*

Proefschrift. Groningen: Rijksuniversiteit Groningen.

De auteur heeft verklaard dit artikel alleen te publiceren in ESB en niet elders te publiceren in wat voor medium dan ook. Het is wel toegestaan om het artikel voor eigen gebruik en voor publicatie op een intranet van de werkgever van de auteur aan te wenden.