



The Financial Valuation Crisis. The Inherent Limits to Taming Unstable Markets
B.J.P. Stellinga

De financiële sector is van fundamenteel belang voor het functioneren van de samenleving. We zijn ervan afhankelijk voor betalen, sparen, kredietverlening en verzekeren. Een verstoring binnen de sector kan grote negatieve maatschappelijke gevolgen hebben. Overheden proberen dan ook sinds jaar en dag met regulering en toezicht de stabiliteit van de sector te waarborgen. Binnen dit beleid hebben beleidsmakers en toezichthouders in het bijzonder aandacht voor de manier waarop financiële instellingen risico's inschatten en managen (risicomodellen) en hoe zij hun bezittingen en verplichtingen beprijzen (boekhoudmethodes). De manier waarop instellingen risico's en waardes bepalen heeft grote invloed op het handelen van deze instellingen en daarmee ook op financiële stabiliteit.

Gelet op het belang van deze 'financiële waarderingsmethodes' zou je verwachten dat beleidsmakers ervoor zorgen dat financiële instellingen methodes gebruiken die bijdragen aan stabiliteit. De financiële crisis van 2007-9 lijkt echter het tegendeel te bewijzen. Veel van de waarderingsmethodes die aan deze crisis bijdroegen waren door beleidsmakers toegestaan of zelfs voorgeschreven. Toezichthouders stonden banken toe om op basis van kredietbeoordelingen door externe bureaus (*ratings*) of hun eigen modellen de risico's van complexe financiële producten te bepalen. Zowel de *ratings* als de risicomodellen bleken echter inadequaat. In aanloop naar de crisis gaven *ratings* en bancaire risicomodellen aan dat risico's zeer laag waren, wat bijdroeg aan het optimisme onder marktpelers. Tijdens de crisis verlaagden ratingbureaus echter plotseling veel *ratings* en lieten interne risicomodellen alle alarmbellen afgaan, wat bijdroeg aan paniek. Boekhoudregels zorgden voor vergelijkbare problemen. Voor de crisis was het banken toegestaan om stijgende prijzen van bezittingen (activaprijzen) als winst in te boeken, wat bijdroeg aan de hausse. De daaropvolgende neergang in marktprijzen betekende dat banken hun bezittingen moesten afwaarderen, met grote verliezen als gevolg. Dit droeg bij aan een neerwaartse marktspiraal die alleen kon worden tegengehouden doordat centrale banken resoluut ingrepen. Dit was niet alleen een crisis van waarderingsmethodes, maar zeker ook een crisis van de regulering daarvan.

Verrassend genoeg heeft de crisis niet geleid tot een fundamentele hervorming van regels op het gebied van financiële waarderingsmethodes. Ondanks tal van beleidshervormingen lijken de huidige waarderingsregels verdacht veel op die van voor de crisis. Toezichthouders staan banken nog steeds toe om *ratings* of hun eigen risicomodellen te gebruiken om benodigde veiligheidsmarges te berekenen. Boekhoudregels verplichten banken nog steeds dat zij marktprijzen gebruiken voor het beprijzen van een groot deel van hun balans. Ook lijken pogingen van beleidsmakers om instrumenten te ontwikkelen die beleid anticyclisch zouden maken niet de hoge post-crisisambities waar te maken. Om systeemrisico's tijdig te signaleren en tegen te werken probeerden toezichthouders nieuwe risicomodellen en -indicatoren te ontwikkelen. Op basis van die indicatoren

zou beleid automatisch strenger kunnen worden als systeemrisico's zich aandienen. Maar het meten van systeemrisico's bleek ingewikkelder dan gedacht, waardoor de reikwijdte en de ambitie van de ontwikkelde anticyclische instrumenten beperkt zijn.

Interessant hieraan is dat de beperkte veranderingen niet het gevolg lijken van een gebrekkige hervormingsbereidheid. Beleidsmakers hebben tal van hervormingsopties besproken en overwogen, maar ze lijken niet in staat om met iets significant beters te komen. Daarbij valt het ook op dat veel van deze debatten al voor de crisis werden gevoerd. Vanaf de jaren negentig maakten toezichhouders zich al zorgen over de mogelijk destabiliserende werking van op marktwaarden gebaseerde boekhoudregels en over te grote afhankelijkheid van *ratings* en bancaire risicomodellen. Waarderingsmethodes zijn van cruciaal belang te zijn voor financiële stabiliteit, maar beleidsmakers lijken er gewoon niet uit te komen. Waarom is het zo moeilijk voor hen om waarderingsmethodes voor te schrijven die bijdragen aan financiële stabiliteit? Dat is de hoofdvraag van deze dissertatie.

De sleutel tot de oplossing van dit vraagstuk zit in ons perspectief op de relatie tussen waarderingsmethodes, financiële regulering en stabiliteit. De Internationale Politieke Economie-studie van financiële regulering neemt over het algemeen impliciet aan dat er hiertussen een eenduidige relatie bestaat. Waarderingsmethodes kunnen gerangschikt worden naar hoe goed zij risico's meten en financiële bezittingen beprijzen en dus in welke mate zij bijdragen of afbreuk doen aan stabiliteit. Dit betekent dat beleidsmakers in principe via regelgeving de methodes kunnen voorschrijven die zullen bijdragen aan financiële stabiliteit. De verklaring voor het feit dat dit in de praktijk niet gebeurt moet gezocht worden in *externe* beleidsobstakels, zoals een agressieve bankenlobby of een verkeerde beleidsfilosofie.

In mijn dissertatie betoog ik dat we een heel ander perspectief – dat is ontleend aan inzichten uit de heterodoxe economie en de economische sociologie – moeten hanteren om te begrijpen waarom beleidsmakers zo worstelen met het reguleren van financiële waarderingsmethodes. De eerste stap hierbij is om de financiële sector te begrijpen als een reflexief systeem. Het functioneren van een reflexief systeem hangt af van hoe spelers binnen dit systeem *denken* dat het functioneert. Er is hierbij sprake van een continue interactie tussen de verandering in de ideeën van spelers en veranderingen in het systeem. Wanneer veel spelers tegelijkertijd hun ideeën en verwachtingen bijstellen kan zo'n systeem zeer plotseling veranderen. Dat geldt ook voor de financiële sector. De bekende Amerikaanse heterodoxe econoom Hyman Minsky betoogde dat reflexiviteit de bron is van de inherente instabiliteit van financiële markten. Opgaande markten versterken het optimisme van marktspelers, wat bijdraagt aan de hoogconjunctuur. Op een vergelijkbare manier kan instabiliteit zelfversterkend worden doordat het leidt tot paniek. Financiële markten hebben dus geen stabiele basis die losstaat van de ideeën en het sentiment van marktspelers.

De tweede stap is dat reflexiviteit ook een heel nieuw licht werpt op de aard en rol van waarderingmethodes. Zij doen veel meer dan alleen simpelweg risico's en waardes meten: wanneer genoeg marktspelers bepaalde methodes gebruiken om hun strategie te bepalen, *beïnvloeden* zij risico's en waardes. In het jargon van de economische sociologie: waarderingmethodes zijn *performatief*. Dit betekent dat hoewel bepaalde methodes op een bepaald moment kunnen bijdragen aan stabiliteit, het wijdverbreide gebruik ervan na verloop van tijd het functioneren van financiële markten kan veranderen, waarmee deze methodes zelfs een stabiliteitsgevaar opleveren. Performativiteit verstoort de ogenschijnlijk eenduidige relatie tussen waarderingmethodes en financiële stabiliteit.

De derde stap, en dit is mijn hoofdargument, is dat de reflexiviteit van de financiële sector en de performativiteit van waarderingmethodes ook leidt tot een heel ander begrip van het beleidsprobleem. Hoe moeten beleidsmakers omgaan met het vraagstuk van de waarderingmethodes? Reflexiviteit en performativiteit betekenen immers niet alleen dat er uiteindelijk geen 'objectieve' basis is om de prijs of het risico van een financieel instrument te bepalen, maar dat waarderingmethodes deze prijs en risico beïnvloeden. De consequentie hiervan is dat beleid op het gebied van waarderingmethodes prijzen en risico's beïnvloeden, maar dat het verre van duidelijk is welke beleidsaanpak bijdraagt aan stabiliteit. Het is bijvoorbeeld niet evident hoe prescriptief beleidsmakers moeten zijn. Prescriptief beleid kan de performativiteit versterken, maar flexibel beleid heeft weer andere nadelige bijeffecten, aangezien het marktspelers in staat kan stellen om mogelijke problemen te verhullen. Ook betekent het dat een effectieve beleidsmethode na verloop van tijd juist ongewenste effecten kan hebben. Kortom, dit perspectief maakt duidelijk waarom het zo moeilijk is voor beleidsmakers om waarderingmethodes te ontwikkelen die bijdragen aan financiële stabiliteit.

Om deze argumenten te onderbouwen heb ik empirisch onderzoek gedaan naar EU-beleidsontwikkelingen op vier terreinen waar waarderingvraagstukken centraal staan: boekhoudregels voor financiële instrumenten, ratingbureaus en het gebruik van hun *ratings*, de risicomodellen die banken gebruiken om krediet- en liquiditeitsrisico's in te schatten en, ten slotte, de instrumenten die toezichhouders hebben ontwikkeld om systeemrisico's te meten en tegen te gaan. Hoewel deze kwesties in veel opzichten verschillen, vertoonden de beleidsdynamieken sterke overeenkomsten. De drie hieronder besproken overeenkomsten vinden hun oorsprong in de reflexiviteit van markten en de performativiteit van waarderingmethodes.

Ten eerste zien we dat beleidsmakers vaak kiezen voor ambigue regels waarin verschillende waarderingmethodes worden gemengd en waarin striktheid op bepaalde onderdelen wordt gecombineerd met grote flexibiliteit op andere onderdelen. Beleid op het gebied van *ratings* is hier

een duidelijk voorbeeld van. Het pre-crisisbeleid leunde op *ratings* en droeg daarmee bij aan hun destabiliserende effecten. Maar wat was het alternatief? Een eventuele overstap naar risico-indicatoren gebaseerd op marktprijzen zou mogelijk leiden tot nog grotere systeemrisico's, vanwege de sterke volatiliteit van deze indicatoren. EU-beleidsmakers kozen er dus voor om 'door te modderen', waarbij zij banken toestonden ratings te blijven gebruiken mits zij ook van andere risico-indicatoren gebruik zouden maken. Performativiteit blokkeerde ook de regulering van ratingmethodologieën. Als alle ratingbureaus dezelfde methodes zouden moeten gebruiken zou dit kuddegedrag versterken, met gevaar op systeemrisico's. Beleidsmakers kozen dus voor *procedurele* regels voor ratingbureaus, maar zijn uiteindelijk niet overgegaan tot het voorschrijven van de *inhoud* van ratingmethodologieën.

Ten tweede moeten beleidsmakers vaak – en dan ook nog eens redelijk ad hoc – regels voor waarderingsmethodes aanpassen, om (toekomstige) negatieve effecten te verminderen. Deze dynamiek was het meest zichtbaar in de boekhoudcasus. Zelfs voor de crisis maakten banktoezichthouders zich zorgen over de stabiliteitsrisico's van een wijdverbreid gebruik van marktwaarde-beprijzing. Ook toen al zetten zij de organisatie die de boekhoudregels ontwikkelt onder druk om op bepaalde punten de standaarden te versoepelen. Hoewel banken hier blij mee waren, waren toezichthouders hier zeker niet simpelweg de woordvoerder van de bankenlobby: tot ongenoegen van banken pleiten zij er namelijk gelijktijdig voor om bepaalde flexibele onderdelen veel strenger te maken. Tijdens de crisis drongen toezichthouders aan op tijdelijk flexibelere regels, zodat imploderende marktprijzen minder heftige gevolgen zouden hebben voor het bankwezen. Ook de nieuw ontwikkelde boekhoudregels zijn nog een aantal maal onder druk van banktoezichthouders aangepast of flexibel geïnterpreteerd. Kortom, beleidsmakers zien vaak geen andere mogelijkheid dan het aanpassen van regels als de negatieve effecten duidelijk worden.

Ten derde vormt reflexiviteit een probleem voor het ontwikkelen van beleid specifiek gericht op het bestrijden van systeemrisico's: het zogenoemde macroprudentieel beleid. Een eerste probleem is het *meten* van systeemrisico's. Aangezien reflexieve markten (plotseling) veranderen door aanpassingen in de verwachtingen van marktspelers, zijn systeemrisico's maar zeer beperkt meetbaar. Toezichthouders kunnen immers niet van 'buiten' het systeem op een objectieve manier de risico's meten. Een tweede probleem is het zoeken van een geschikte strategie om systeemrisico's tegen te werken. Beleidsmakers kunnen er niet zeker van zijn dat het aanscherpen van beleid na het signaleren van gevaar zal leiden tot het beoogde resultaat. Aangezien marktspelers reageren op de acties van de toezichthouder, kan een krachtige maar slecht-getimedede interventie juist de paniek veroorzaken die de toezichthouder wilde voorkomen. Kortom, ook hier helpt het perspectief ons te begrijpen waarom macroprudentieel beleid veel minder ambitieus is dan we zouden verwachten.

Op het gebied van financiële waarderingsmethoden, was de financiële crisis dus niet het breekpunt waar veel mensen op hoopten. Hoewel de pre-crisisregels bijdroegen aan de problemen, hebben beleidsmakers ondervonden hoe moeilijk het is om iets beters te vinden. Hoewel zij zeker hebben geprobeerd om alternatieven te vinden, moesten zij gaandeweg accepteren dat ieder alternatief met nadelige bijeffecten zouden komen, wat op termijn weer verdere hervormingen zou vereisen. Ook zouden zeer ingrijpende hervormingen niet noodzakelijkerwijs de situatie beter maken: zoals hierboven aangegeven zou zeer strikt beleid wel eens veel schadelijkere effecten kunnen hebben dan het pre-crisisbeleid. Bij gebrek aan duidelijk betere alternatieven kozen beleidsmakers dan ook vaak voor beperkte beleidsaanpassingen.

Met deze dissertatie hoop ik te laten zien dat aandacht voor de reflexiviteit van financiële markten een toegevoegde waarde heeft voor ons begrip van beleidsdynamieken op het gebied van financiële regulering. Het bepleite perspectief laat zien dat beleidsproblemen op het terrein van waarderingsmethodes inherent zijn aan de reflexieve aard van financiële markten. Deze problemen zijn daarmee veel moeilijker op te lossen dan vaak wordt aangenomen. De meer normatieve beleidsconsequenties van dit perspectief wijzen vooral in de richting van aanpassingsvermogen en het belang van diversiteit in het financiële systeem. Als een bepaalde beleidsaanpak altijd mogelijk later tot problemen kan leiden, impliceert dit dat beleidsmakers meer gebruik moeten maken van het automatisch periodiek herzien van de regels. Het suggereert ook dat beleidsmakers over het algemeen meer moeten inzetten op heterogene waarderingsmethodes, om zo niet onnodig bij te dragen aan kuddegedrag onder financiële spelers. Toch toont het perspectief ook de inherente beperkingen van de regulering van waarderingsmethodes. Als instabiliteit inherent is aan financiële markten, is een ambitieuzere, zij het moeilijkere, weg voorwaarts om onze afhankelijkheid van de financiële sector te verminderen.