The financial valuation crisis

The inherent limits to taming unstable markets

Stellinga, B.J.P.

Citation for published version (APA):
References


Basel Committee on Banking Supervision (2010a) *Basel III: A global regulatory framework for more resilient banks and banking systems (December 2010)*, Basel: BCBS.


Committee of European Banking Supervisors (2008a) CEBS’s comments on the European Commission’s public consultation on Credit Rating Agencies, London: CEBS.


Draghi, M. (2012) *Principles for the development of a macro-prudential framework in the EU in the context of the capital requirements legislation*, Frankfurt am Main: ESRB.


Ernst & Young (2011) *Hedge accounting under IFRS 9 – a closer look at the changes and challenges*, London: E&Y.


European Banking Authority (2015a) *Final Draft Regulatory Technical Standards on the specification of the assessment methodology for competent authorities regarding compliance of an institution with the requirements to use the IRB Approach in accordance with Articles 144(2), 173(3) and 180(3)(b) of Regulation (EU) No 575/2013*, London: EBA.

European Banking Authority (2015c) *The EBA’s views on the adoption of IFRS 9 Financial Instruments (IFRS 9)*, London: EBA.


European Banking Federation (2011a) *EBF response to the IASB Exposure Draft on Hedge Accounting*, Brussels: EBF.

European Banking Federation (2011b) *Response to the European Commission’s Public Consultation on Credit Rating Agencies*, Brussels: EBF.


European Central Bank (2011a) European Commission’s Public Consultation on Credit Rating Agencies – Eurosystem Reply, Frankfurt am Main: ECB.

European Central Bank (2011b) The monetary policy of the ECB, Frankfurt am Main: ECB.


European Central Bank (2015a) ECB comments on EFRAG draft endorsement advice on the adoption of IFRS 9 Financial Instruments, Frankfurt am Main: ECB.

European Central Bank (2015b) ECB response to the European Commission’s consultation on the review of the European Market Infrastructure Regulation (EMIR), Frankfurt am Main: ECB.


European Commission (2008b) Consultation on tackling the problem of excessive reliance on ratings, Brussels: EC.


European Commission (2014a) Commission Delegate Regulation No …/.. of 10.10.2014 to supplement Regulation (EU) 575/2013 with regard to liquidity coverage requirement for Credit Institutions, Brussels: EC.


European Commission (2016c) Report from the Commission to the European Parliament and Council on alternative tools to external credit ratings, the state of the credit rating market, competition and governance in the credit rating industry, the state of the structured finance instruments rating market and on the feasibility of a European Credit Rating Agency, Brussels: EC.

European Commission (2017) Annex to the Communication from the Commission to the European Parliament, the Council, the European Economic and Social Committee and the Committee of the Regions, Commission Work Programme 2018, An agenda for a more united, stronger and more democratic Europe, Brussels: EC.


European Fund and Asset Management Association (2011) EFAMA Reply to the European Commission’s Public Consultation on Credit Rating Agencies, Brussels: EFAMA.


European Systemic Risk Board (2014a) ESRB response to the call for advice by the European Commission on macro-prudential rules in the CRD/CRR, Frankfurt am Main: ECB.


European Systemic Risk Board (2014c) The ESRB Handbook on Operationalising Macro-prudential Policy in the Banking Sector, Frankfurt am Main: ECB.

European Systemic Risk Board (2015a) ESRB Report on the efficiency of margining requirements to limit pro-cyclicality and the need to define additional intervention capacity in this area, Frankfurt am Main: ECB.

European Systemic Risk Board (2015b) ESRB report on the regulatory treatment of sovereign exposures, Frankfurt am Main: ECB.

European Systemic Risk Board (2016a) A review of Macroprudential Policy in the EU in 2015, Frankfurt am Main: ECB.

European Systemic Risk Board (2016b) Macroprudential policy beyond banking: an ESRB strategy paper, Frankfurt am Main: ECB.


International Accounting Standards Committee Foundation Monitoring Board (2009) *Statement of the Monitoring Board for the International Accounting Standards Committee Foundation on Principles for Accounting Standards and Standard Setting*, accessed at:


International Monetary Fund (2013c) *The interaction of monetary and macroprudential policies*, Washington, DC: IMF.


Stichting Onderzoek Multinationale Onderneming (2016) *A structural problem in the shadows*, Amsterdam: SOMO.


Wagner, W. (2013) *Regulation has to come to terms with the endogenous nature of liquidity*, Duisenberg School of Finance Policy Briefs, no. 24, February, Amsterdam: Duisenberg School of Finance.


Interview list

The respondents are senior experts of public and private sector organizations located in Amsterdam, Basel, Brussels, Frankfurt am Main, London, Madrid and Paris. To ensure confidentiality I do not disclose their names nor the specific organizations they work for.

20160316 = Banking regulator (two respondents)
20160404 = Securities market regulator
20160408a = Securities market regulator (two respondents)
20160408b = Securities market regulator
20160413a = Banking regulator (two respondents)
20160413b = Credit Rating Agency representative (two respondents)
20160414a = Credit Rating Agency representative
20160414b = Banking and investment services representative
20160421 = Securities market regulator
20160422 = Credit Rating Agency representative
20160603 = Banking sector representative
20161103 = Banking regulator (two respondents)
20161122 = Banking regulator
20161124a = Banking regulator
20161124b = Financial market regulator
20161130 = Banking regulator
20161201 = Banking regulator
20161205 = Banking sector representative (two respondents)
20161207a = Banking regulator (two respondents)
20161207b = Banking regulator
20161208 = Banking sector representative (two respondents)
Summary

The financial sector is of key importance for the proper functioning of our societies. We depend on it for making payments, obtaining loans, saving, and insuring against risks. A disruption in this sector causes serious harm to society, explaining governments’ interest in ensuring financial stability and preventing crises. Within financial stability policy, regulators pay specific attention to the ways in which financial firms measure and manage risk and how they price their assets and liabilities. These valuation practices exert significant influence over firms’ behavior and, as a consequence, are crucial for stable markets.

Given the importance of financial firms’ valuation practices, one would expect policymakers to ensure that firms use practices conducive to financial stability. Yet the financial crisis of 2007-9 appears to show otherwise. Strikingly, policymakers allowed or even prescribed many of the valuation routines that contributed to the crisis. They allowed banks to rely on credit ratings or their own risk models to assess the riskiness of complex securities. Both failed to instill prudent behavior. Before the crisis, risk models signaled risks were low, boosting market confidence. During the crisis, they suddenly flashed red, contributing to the panic. Similarly, pre-crisis accounting standards allowed firms to recognize rising market prices as profits, thereby encouraging further lending. The subsequent collapse in market prices implied massive losses for banks, setting off downward spirals that could only be stopped by central banks’ bold actions. If this was a crisis of financial valuation, it was surely also a crisis of its governance.

Surprisingly, the crisis does not seem to have led to a fundamental overhaul of pre-crisis valuation routines. Despite a flurry of reforms, post-crisis valuation rules still look quite familiar. Banking supervisors allow banks to use credit ratings or their own risk models to calculate safety margins. Accounting standard setters still require banks to rely on market prices to value a substantial part of their balance sheets. Neither have policymakers’ attempts to strengthen their own risk assessments tools lived up to the high post-crisis ambitions. Policymakers were determined to develop instruments to ensure that regulation would operate countercyclically, but the results are modest. The scope of countercyclical rules is limited, and the objective is modest: to ensure banks can better withstand stress, rather than prevent stress from occurring in the first place.

Interestingly, this has not been for lack of trying: policymakers have considered and debated many different options to reform valuation practices, but they seem to have been unable to come up with something better. Moreover, many of these debates predate the crisis of 2007-9. From the 1990s onwards, banking regulators have fretted about excessive reliance on market-value
accounting and about regulatory use of credit ratings and banks’ risk models. Valuation practices seem to be of crucial importance for financial stability, but policymakers appear unable to ‘get it right’. What explains policymakers’ apparent inability to prescribe valuation routines conducive to financial stability? This question stands central in this thesis.

I argue that the key to answering this question lies in the perspective we adopt on the links between valuation practices, public regulation, and financial stability. The International Political Economy (IPE)-literature on global financial regulation often implicitly assumes a relatively straightforward link between valuation practices and financial stability: these practices can readily be ranked according to their measurement accuracy and their contribution to financial stability, implying that policymakers could in principle design prudent valuation rules. The main factors hampering public policy from achieving this are obstacles external to financial valuation, for example bank lobbying or policymakers’ misguided economic beliefs.

In this thesis, I argue that to understand these regulatory difficulties we should adopt a different perspective on financial valuation practices and their link with financial stability. This perspective draws on insights from heterodox economics and economic sociology. The first step is to conceptualize the financial sector as a reflexive, or self-referential, system. The functioning of a reflexive system depends on participants’ assessments of its functioning. Crucially, a reflexive system changes under observation, and can do so in sudden and destabilizing ways. As the American heterodox economist Hyman Minsky famously argued, reflexivity is at the core of financial markets’ inherent instability. Booming markets increase firms’ optimism, in turn reinforcing the boom. Similarly, financial turmoil can become self-reinforcing as it encourages pessimism and panic. Financial markets thus have no stable anchor outside of market participants’ beliefs.

The second step is to acknowledge that reflexivity shines a wholly different light on the nature of financial valuation: rather than merely measuring risks and values more or less accurately, valuation practices shape them, as market participants use them to guide their behavior. They are, in economic sociology jargon, performative. Performativity makes the link between valuation and financial stability ambiguous: while valuation practices may at one point in time be conducive to financial stability, their widespread adoption may overtime significantly change financial market functioning, thereby contributing to instability.

The third step, and this is my core argument, is that conceptualizing financial markets as reflexive and valuation practices as performative also changes our understanding of the regulatory
problem. It directs our attention away from obstacles external to valuation towards internal factors: not only is there ultimately no ‘objective’ basis to determine a financial instrument’s value and risk, but valuation practices shape these. It is far from obvious which valuation approaches will contribute to financial stability. Worse still, it is not clear how prescriptive regulators should be vis-à-vis financial firms, as both flexibility and prescriptiveness can have harmful unintended consequences. In short, performativity is crucial to understand policymakers’ inability to design coherent and effective regulatory approaches to firms’ and supervisors’ valuation routines.

To substantiate these claims, I have empirically analyzed policy dynamics in the European Union on four valuation issues that were central to post-crisis reform efforts: accounting for financial instruments, credit rating issuance and usage, the assessment of banks’ liquidity and credit risks, and supervisors’ measurement and mitigation of systemic risks. While these issues differ in important respects, similar regulatory patterns emerged.

First, performativity stimulates regulators to embrace half-baked approaches that blend various valuation routines, and that combine prescriptiveness in one area with a significant amount of flexibility in another. For example, post-crisis debates on removing credit ratings from banking regulation have been characterized by controversy. Pre-crisis regulatory reliance on ratings contributed to their destabilizing effects. Still, switching to the main alternative – market-based indicators – might create worse systemic problems, as they would reinforce the feedback loop between market volatility and firm behavior. In the absence of a straightforward solution, EU policymakers opted for muddling through, encouraging banks to also look at other risk indicators and at the ratings of non-systemic CRAs. Regulators also backed away from prescribing rating methodologies, fearing the performative effects of standardizing rating methodologies: if all CRAs use the same models this would significantly reinforce herd behavior, thereby contributing to systemic risks. Policymakers thus opted for a mixture of prescriptive procedural and flexible substantive requirements, stopping well short of prescribing CRAs how they should measure risk.

Second, policymakers frequently modify financial valuation rules, often in an ad hoc fashion, to limit their assessed (future) negative effects. This dynamic was clearly visible in the accounting case. Already in the run-up to the crisis, banking regulators feared that significantly increasing the scope of market-value accounting would lead to more instability. They therefore pressured accounting standard setters to increase the standard’s flexibility. While this move was celebrated by banks, policymakers were not simply doing their bidding. Fearing abuse, banking regulators also pressured the accounting standard setter to make certain flexible parts of the standard more
prescriptive, much to the chagrin of banks. During the crisis, regulators again pressured standard setters to make the rules more flexible in order to limit banks’ exposure to falling market prices. Moreover, during development of a whole new standard, regulators again pressured standard setters several times to increase the standard’s flexibility. Regulators see no other option than to adapt standards when their detrimental effects become clear. Again, this dynamic is ultimately rooted in the performativity of valuation practices.

Third, even if financial firms’ valuation routines are fundamentally flawed, this does not mean that regulators can necessarily do much better. Regulators confront valuation problems just as much as private actors. The problems associated with financial market reflexivity hampered policymakers in designing macroprudential policy frameworks. These frameworks would allow regulators to mitigate systemic risks in a top-down fashion. But financial markets’ reflexive nature prevents a straightforward measurement of systemic risks, as supervisors cannot ‘step out’ of the system and assess risk from an ‘external’ point-of-view. It also hampers an effective strategy to mitigate systemic risks. It is not obvious that increasing capital requirements in response to a stability threat will deliver the desired results. As the macroprudential supervisor’s actions become endogenous to financial market functioning, a forceful but ill-timed intervention might trigger the panic that supervisors aim to prevent.

In sum, particularly in the domain of financial valuation, the global financial crisis was not the watershed event that many people hoped for. Even if pre-crisis valuation approaches had harmful performative effects, regulators realized that finding better alternatives would prove quite difficult. While they set out to find better approaches, they acknowledged that any particular solution would have its own major flaws and would over time become subject to further reform. Sweeping reforms would not necessarily improve the situation: the performative effects of publicly prescribed approaches could be worse than their predecessors. Regulators thus often embraced incremental reforms for want of something better.

With this thesis I hope to show the fruitfulness of applying insights from heterodox economics and economic sociology to the study of global financial regulation. The perspective allows us to see that regulatory problems with financial valuation are inherent to the reflexive nature of financial markets. These problems may thus show a much greater resistance to effective solutions than we often assume. From this I draw the following policy implications. If a regulatory approach that looks good at one point in time can be the seed of future turmoil, it would make sense to rely more on in-built regulatory review requirements. Policymakers should also be more supportive of
heterogeneous valuation practices, to prevent regulatory induced herd behavior. Yet regulating financial valuation practices will only take us so far. If instability is inherent to financial markets, the more ambitious, if arguably more difficult, route forward is to reduce the vulnerability of our economy and society to the vagaries of finance.
Samenvatting

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 marktspelers. 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 marktspiraale 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 veiligheids marges 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 toezichthouders 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

De tweede stap is dat reflexiviteit ook een heel nieuw licht werpt op de aard en rol van waarderingsmethodes. 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: waarderingsmethodes 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 waarderingsmethodes en financiële stabiliteit.

De derde stap, en dit is mijn hoofdargument, is dat de reflexiviteit van de financiële sector en de performativiteit van waarderingsmethodes ook leidt tot een heel ander begrip van het beleidsprobleem. Hoe moeten beleidsmakers omgaan met het vraagstuk van de waarderingsmethodes? 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 waarderingsmethodes deze prijs en risico beïnvloeden. De consequentie hiervan is dat beleid op het gebied van waarderingsmethodes 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 waarderingsmethodes te ontwikkelen die bijdragen aan financiële stabiliteit.
Om deze argumenten te onderbouwen heb ik empirisch onderzoek gedaan naar EU-beleidsontwikkelingen op vier terreinen waar waarderingsvraagstukken 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 toezichthouders 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 waarderingsmethodes.

Ten eerste zien we dat beleidsmakers vaak kiezen voor ambigue regels waarin verschillende waarderingsmethodes 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 kudgedrag 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 flexibeler 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-getimede 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 breakpunt 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.
Acknowledgments

The downside of doing a PhD-project (mostly) parttime is that it takes quite a while. The upside is that it takes quite a while, as I enjoyed it very much. For this, I have many people to thank.

First and foremost, I would like to thank Daniel Mügge. I cannot imagine a better promotor. Your lectures on political economy and on the ‘vagaries of financial markets’ were one of the main reasons for me to pursue a PhD in the first place. I am grateful for all your help throughout the years. I am also happy that every now and then we ended up in a bar discussing more important things than financial regulation – and I hope this will continue even though this PhD-project is finished.

There are many other people at the University of Amsterdam (UvA) I wish to thank. Geoffrey Underhill, I enjoyed the discussions we had at different stages of my research. Your comments on earlier drafts and your suggestions for revisions helped me very much. Brian Burgoon, I really appreciate your continuous support. Your ideas on how to do social scientific research have been truly inspiring. Jonathan Zeitlin, I am grateful that you encouraged me to pursue a PhD and that you helped me throughout the process. Thanks also to Evelien Oomen, Naziha Irassir, and Leila Abouyaala for the practical side of doing a PhD.

A special word of thanks for my fellow PhD-students at B.901. Joep and David, it is nice that you have always been so ‘nicig’. At the time of writing you are already the best paranymph-sidekicks ever. Douwe, Daniel, Krissie, Jos: you guys are great! I love your work, by the way. Danny, Joan, Jessica, Roberto, Edward, Nilma, Pieter, Esmé, Tasniem: thanks for being such great office mates. I will miss B.901 very much, but we still have Crea for a ‘lauwe tonic’ on Fridays...

This PhD-project was supported by the ‘ENLIGHTEN’-research project, funded by the Horizon 2020 EU programme. I wish to thank everyone who was part of this project, in particular: Len Seabrooke, Cornel Ban, Duncan Wigan, Eleni Tsingou, Vivien Schmidt, and Frederik Ponjaert.

This PhD was also supported by the Scientific Council for Government Policy (WRR). I am grateful to Wendy Asbeek Brusse and Frans Brom for encouraging me to finish this PhD, and giving me time-off to make this possible. I am also indebted to all the people I worked with over the years at the WRR. I wish to mention Gerard de Vries and Huub Dijstelbloem in particular: I really appreciate how you’ve helped me throughout the years. Anne-Greet and Josta, I am happy that you (continue to) tolerate my weird behavior. Thanks for being such terrific office mates/friends!

During my PhD, I had the opportunity to travel to different places to present my work. I am grateful to the people of the Sheffield Political Economy Research Institute (SPERI) for giving me the opportunity to spend some time there and for making my stay so enjoyable. Thank you, Tony Payne and Genevieve
LeBaron, for making it possible. Andrew Baker, I really appreciate that you showed me around and took me to the Sheffield-bars, and thanks for discussing the ins and outs of macroprudential policy with me. Laure Astill, I am grateful for all your help with the practical side.

I also want to thank my interviewees in Amsterdam, Basel, Brussels, Frankfurt, London, Madrid, and Paris for their willingness to help me with this research. Their insights in the policy process and the specific dilemmas that pertain to financial regulation have proved invaluable.

At different stages in my PhD I received very useful comments and suggestions from fellow scholars. Apart from the people already mentioned above, I would like to thank: Annette Freyberg-Inan, Luc Fransen, Marieke de Goede, Julian Gruin, Andrew Hindmoor, Liam Stanley, Matthias Thiemann, Nathan Coombs, and Samuel McPhilemy, among many others.

To conclude, many thanks to all the people that make my life outside of the office so enjoyable. A special word of thanks to: my band Woezels, for all the fun; AMK!; Wilco, for the beautiful cover of this book; my friends Jens and Eva, who also happen to be family; my parents, for everything!; and Kiki, for making my life so great! Thank you all!