
Makrovirkninger af finansiel regulering

Anders Møller Christensen, Økonomisk Afdeling

INDLEDNING OG SAMMENFATNING

Den netop overståede økonomiske krise, som var den dybeste i den vestlige verden siden 2. Verdenskrig, demonstrerede en række mangler i reguleringen af den finansielle sektor. I de fleste lande var den baseret på de såkaldte Basel II-regler, som dog ikke var nået at blive indført i USA.

Krisen medførte, at bl.a. Baselkomiteen (Basel Committee on Banking Supervision) gik i gang med at foreslå et ændret regelsæt med henblik på at opnå en mere robust finansiel sektor.

Baselkomiteen fremlagde sine forslag i efteråret 2010, men via konsultationspapirer undervejs var hovedtrækkene velkendte. Det foreslås, at bankerne skal have mere kapital med bedre evne til at absorbere tab, at der skal indbygges en permanent kapitalbevaringsbuffer, og at der i tilfælde af en stærk udlånsvækst i samfundet skal opbygges en særlig modcyklisk kapitalbuffer, jf. fx Harmsen (2010). Desuden skærpes kravene til bankernes likviditet.

Formålet er at forebygge, at u hensigtsmæssig adfærd i den finansielle sektor bliver årsag til økonomiske kriser. Ved at øge kravene til de enkelte institutters kapital kan offentlig støtte til den finansielle sektor forhåbentligt undgås i fremtiden, og de økonomiske kriser blive mindre voldsomme.

De samfundsøkonomiske konsekvenser af den foreslåede regulering er nu vurderet fra flere sider, bl.a. af to arbejdsgrupper under Baselkomiteen, af den finansielle sektor, af medarbejdere i centralbanker og internationale organisationer og af forskere. Nogle centrale træk i de fundne resultater og forskelle i vurderingerne sammenfattes i det følgende med hovedvægt på resultaterne fra Baselkomiteens arbejdsgrupper.

De øgede krav til kapital og likviditet indebærer ikke blot nogle langsigtede gevinster, men også nogle langsigtede omkostninger. Hertil kommer omkostninger i den fase, hvor de nye krav bliver implementeret.

Det har hele tiden indgået i overvejelserne, at den kommende regulering vil kunne virke hæmmende på bankernes lyst og evne til at låne ud, i det mindste i en overgangsperiode, men også, at den ikke må blive så

snærende, at den gør det vanskeligt for de involverede lande at komme ud af krisen, endsige lægger kimen til en ny.

Baselkomiteen og Financial Stability Board nedsatte i februar 2010 Macroeconomic Assessment Group, MAG, som afleverede en foreløbig rapport i august 2010 og en endelig i december samme år. I rapporterne ligger hovedvægten primært på forløbet i omkostningerne ved at komme fra kapital- og likviditetsforholdene i 2009 til de foreslåede nye niveauer på de foreslåede tidspunkter for indfasningen.

MAG blev ledet af Stephen Cecchetti, cheføkonom i Bank for International Settlements, BIS, og bestod desuden af repræsentanter fra en række internationale organisationer samt centralbanker og tilsynsmyndigheder i 15 af de økonomisk set vigtigste lande i verden.

De permanente gevinster og ulemper vurderes med hovedvægt på den rapport, der i august 2010 blev færdiggjort af Baselkomiteens arbejdsgruppe om Long-Term Economic Impact. Den blev ledet af Claudio Borio fra BIS og Thomas Huertas fra det britiske finanstilsyn, FSA, og med deltagelse fra en række internationale organisationer samt centralbanker og tilsynsmyndigheder i 11 lande.

De to arbejdsgruppers analyser er på nogle punkter tæt koordinerede. Det drejer sig især om vurderingerne af bankernes omkostninger ved skærpede krav til likviditet og egenkapital samt bankernes renterespons herpå, forudsat at reglerne indføres i alle lande i det foreslåede tempo.

Arbejdsgruppernes vurdering er, at de permanente fordele ved den foreslåede strammere regulering klart overstiger ulemperne, men også, at der er tale om overgangsvise, men ret beskedne, omkostninger, mens kravene indfases.

På baggrund af disse og andre rapporter tegner der sig et tydeligt billede. Der vil være samfundsmæssige gevinster som følge af færre finansielle kriser med deraf følgende mindre udsving i produktion og arbejdsløshed. Sammenlignet hermed er de samfundsmæssige omkostninger ved at stille større krav til bankernes egenkapital primært midlertidige og beskedne. Øgede kapitalkrav indebærer en lavere gearing af bankerne. Da risikoen ved bankdrift pr. enhed egenkapital bliver mindre, må kravet til det forventede afkast pr. enhed antages at falde, hvilket vil dæmpe omkostningerne ved forslagene.

PERMANENTE GEVINSTER OG ULEMPER

De langsigtede gevinster består først og fremmest i, at bankkriser, dvs. økonomiske kriser, der har deres oprindelse i uhensigtsmæssig adfærd i banksystemet, bliver sjældnere og mindre dybe. I den udstrækning en bankkrise indebærer, at aktiviteten i samfundet i en lang periode er

lavere, end den ellers ville have været, endsige hvis aktivitetsfaldet er permanent, vil gevinsten ved de kommende regler være endnu større end de sparede umiddelbare omkostninger ved en krise, jf. BIS (2010b).

Heroverfor står nogle omkostninger i form af en højere rentemarginal i bankerne. Arbejdsgruppen regner med, at bankerne, trods de øgede kapital- og likviditetskrav, vil bevare deres indtjening via en øget rentemarginal, der indebærer færre udlån på langt sigt. Konsekvenserne heraf vurderes isoleret set at blive et beskedent, men permanent, aktivitetsstab.

Nettoeffekten af disse modgående forhold vurderes at være klart positiv, selv hvis der ikke er permanente positive konsekvenser på aktiviteten af, at bankkriser bliver sjældnere og mindre dybe. Uden permanente aktivitetseffekter vil krav om egenkapital omkring 10 pct. af de risikovægtede aktiver være det optimale på langt sigt, og ved kapitalkrav over 16-17 pct. vil nettogevinsten forsvinde. Hvis der er vedvarende negative konsekvenser af en bankkrise, bliver der en lille yderligere gevinst ved at øge kapitalkravene til op mod 15 pct.

Gevinster og omkostninger vurderes ud fra forskellige analyser og modeller, og de refererede resultater er medianen af resultater på tværs af de forskellige modeller, dvs. den ene halvdel af analyserne giver større eller samme effekt, mens den anden halvdel af analyserne giver det modsatte. Modelarbejdet er beskrevet mere detaljeret af Angelini mfl. (2011).

De beregnede nettoeffekter tager ikke hensyn til den langsigtede gevinst, der består i, at den strammere regulering, herunder den foreslåede opbygning og nedbrydning af modcykliske kapitalbuffere, vil betyde, at de almindelige konjunktursvingninger i økonomien bliver mindre. Det er også direkte velfærdsforbedrende.

Et andet vigtigt element i forslaget er, at der introduceres en ægte stødpude mod tab via introduktion af kapitalbevaringsbufferen på 2,5 pct. af de risikovægtede aktiver i perioden fra 2016 til 2018. Hvis en bank må foretage nedskrivninger, som gnaver sig ind i kapitalbevaringsbufferen, pålægges banken restriktioner på udlodninger til aktionærerne, indtil bufferen er retableret. Der vil således ikke være samme behov som i dag for at tilvejebringe kapital under stress.

Der skal yderligere nævnes, at hvis bankerne tilpasser deres forretningsmodel, så rentemarginalen skal hæves mindre end antaget ovenfor, vil gevinsterne blive større.

Til gengæld er der ikke taget hensyn til de omkostninger, der vil opstå, hvis den skærpede regulering betyder, at nogle risici fjernes fra banksystemet, men i uformindsket form føres over i en ikke-reguleret del af økonomien. Hvis kriser i denne ikke-regulerede del er lige så alvorlige for samfundsøkonomien som kriser i banksystemet, er der selv-

følgelig tale om et tilbageskridt. I den forbindelse skal man også være opmærksom på, at sideløbende med forslagene til ny regulering er der i anden sammenhæng overvejelser om introduktion af nye skatter på bankvirksomhed og/eller på finansielle transaktioner. De forskellige forslag kan tilsammen skabe vanskeligheder for den finansielle sektors funktion i samfundsøkonomien, selv om de øgede kapitalkrav isoleret set er et fremskridt, jf. fx Rangvid (2010)

OMKOSTNINGER VED OVERGANGEN TIL SKÆRPEDE KAPITAL- OG LIKVIDITETSKRAV

Rapporterne fra MAG, jf. BIS (2010a) og BIS (2010c), om de makroøkonomiske konsekvenser af skærpede krav til kapital og likviditet i overgangsfasen er baseret på beregninger, som er udført med et stort antal økonomiske modeller udviklet af de deltagende organisationer. Der er dels tale om strukturelle modeller, dels såkaldte DSGE-modeller med og uden banksektor og dels vektorautoregressive modeller eller andre modeller på reduceret form.

Aktiviteten påvirkes i negativ retning, da bankerne antages at udvide deres rentemarginal, og det vil dæmpe udlån og aktivitet. Muligheden for, at bankerne strammer deres udlånspolitik, er taget i betragtning i nogle beregninger, og i andre fører forskelle i bruttonationalproduktet, BNP, mellem basisforløb og forløb med skærpede kapitalkrav til forskelle i pengepolitikken.

For kapitalkravenes vedkommende analyseres de konkrete forslag fra Baselkomiteen. Frem til 2015 indføres et krav om, at egenkapitalen skal hæves fra mindst 2 pct. af de risikovægtede aktiver til 4,5 pct. Den nye kapitalbevaringsbuffer på 2,5 pct. skal indføres fra 2016 til 2018. Med udgangspunkt i de store internationale bankers kapitalforhold ved udgangen af 2009, hvor det vejede gennemsnit af egenkapitalen udgjorde 5,7 pct. af de risikovægtede aktiver, skal bankerne fremskaffe kapital på mindst 1,3 pct. heraf frem til udgangen af 2018. Det bemærkes i rapporten, at den stikprøve af mindre banker, hvis kapitalforhold blev undersøgt, i gennemsnit havde mere egenkapital end de store.

Konsekvenserne for den økonomiske vækst af at kræve, at bankerne når op på de nye kapitalkrav i 2018, er i henhold til beregningerne beskedne. Efter 35 kvartaler skønnes niveauet for BNP at være 0,17 pct. lavere, end det ellers ville være. Det svarer til, at den årlige økonomiske vækst aftager med 0,03 pct. Derefter vurderes væksten at blive tilsvarende marginalt højere end ellers i de kommende år. Hvis bankerne forcerer at nå de nye, højere kapitalkrav, skønnes BNP at være 0,25 pct. lavere end ellers efter 4½ år svarende til en lavere årlig vækst

på 0,05 pct., inden væksten igen tager til, når kravene er blevet opfyldt.

I Baselkomiteens forslag til likviditetskrav er der indlagt en observationsperiode, så det er mere usikkert end for kapitalkravenes vedkommende, hvordan de fremtidige krav bliver. MAG har vurderet konsekvenserne af, at bankerne øger deres likvide aktiver med 25 pct. og øger varigheden af deres finansiering på engrosmarkederne. Det anslås at føre til en udvidelse af rentemarginalen på 0,14 procentpoint og et fald i niveauet for BNP på 0,08 pct. i forhold til grundforløbet i løbet af 4½ år.

Hvis kapital- og likviditetskravene indføres samtidigt, kan man ikke blot lægge de to resultater sammen, da opfyldelse af det ene krav hjælper på opfyldelse af det andet.

RESULTATERNES USIKKERHED

Som nævnt er beregningerne foretaget af de forskellige deltagere i MAG med en lang række modeller. De ovennævnte resultater angiver medianen af påvirkningen af BNP. For kapitalkravets vedkommende dækker medianværdien for BNP på et 0,17 pct. lavere niveau efter 35 kvartaler over forskelle spændende fra ingen påvirkning til et BNP-niveau, som er 1 pct. lavere.

Resultaterne peger under alle omstændigheder på, at overgangskostningerne er beskedne sammenlignet med det fald i BNP, som fandt sted under krisen. Det danske BNP faldt således mere end 7 pct. fra 2. kvartal 2008 til 2. kvartal 2009.

Beregningerne tager heller ikke hensyn til alle forhold. MAG anfører selv, at BNP vil blive påvirket mere negativt i overgangsfasen, hvis bankerne forcerer udviklingen, så de nye krav opfyldes før tiden. Det samme vil gælde, hvis bankerne vælger at lægge en sikkerhedsbuffer oveni.

Til gengæld vil de negative overgangseffekter blive mindre i den udstrækning, bankerne i løbet af 2010 har styrket kapitalgrundlaget ved ikke at udlodde udbytte eller via aktieemissioner. Endvidere kan porteføljeomlægninger til mere sikre aktiver eller andre tilsvarende justeringer i forretningsmodellerne indebære, at behovet for kapital bliver mindre end ellers.

Slovik og Cournéde (2011) finder i et OECD Working Paper mere negative overgangseffekter af de nye kapitalkrav end MAG. Den årlige vækst beregnes at blive mellem 0,05 og 0,15 pct. lavere end ellers. I forhold til MAG er den vigtigste forskel, at de antager, at bankerne vil bevare den aktuelle kapitaloverdækning i forhold til de aktuelle minimumskrav, hvilket ikke er en uproblematisk antagelse. Den aktuelle kapitaloverdækning afspejler bl.a., at bankerne ved, at der vil komme strengere

kapitalkrav, så de er gået i gang med at opfylde de kommende krav, før de gældende minimumskrav er blevet hævet.

ANDRE VURDERINGER

Den globale sammenslutning af finansielle institutioner, Institute of International Finance, udarbejdede i juni 2010 en rapport, jf. IIF (2010), som gav en væsentligt mere negativ vurdering af omkostningerne ved den foreslåede regulering end Baselkomiteens arbejdsgrupper. I tilfælde af en lang indfasningsperiode på 10 år vurderes de dengang skitserede forslag til ny regulering at ville dæmpe den årlige BNP-vækst med 0,3 pct. i gennemsnit. Beregningerne er foretaget for USA, euroområdet og Japan, og da bankerne er en vigtigere finansieringskilde for erhvervslivet i Europa end i USA og Japan, bliver den negative påvirkning størst i Europa, 0,5 pct. lavere årlig vækst i 10 år. Ved at indfase i løbet af 5 år vil det årlige væksttab være det dobbelte. IIF har regnet på nogle lidt strammere krav til regulering end foreslået, men aktivitetsafdæmpningen må på sammenligneligt grundlag vurderes at være 8 gange så stor som anslået af MAG-arbejdsgruppen, jf. BIS (2010a, side 4).

Denne meget store forskel skyldes i høj grad, at IIF vurderer, at kapital vil blive et knapt gode. Omkostningerne ved at fremskaffe en enhed kapital mere vil derfor være stigende med kapitalbehovet med deraf følgende stigende behov for at hæve udlånsrenterne. Låneefterspørgslen antages at være renteelastisk, og de lavere udlån vurderes at få store konsekvenser for den økonomiske aktivitet, da det antages, at lavere udlånsvækst er ensbetydende med lavere BNP-vækst.

Fra anden side har man kritiseret arbejdsgruppernes antagelse om, at kapitalafkastet ikke sættes ned, når mængden af kapital øges. Det centrale argument er, at jo mere egenkapital en bank har for en given sammensætning af dens aktiver, jo mindre risiko er der ved bankdrift, og det vil mindske investorenes krav til forventet afkast ved køb af bankaktier. Dette såkaldte Modigliani-Miller-teorem vil sige, at bankernes sammenvejede finansieringsomkostninger ikke vil afhænge af finansieringens sammensætning.

Banker adskiller sig fra de fleste andre former for erhvervsvirksomhed ved at have meget lidt egenkapital i forhold til de aktiver, de besidder, jf. fx Kjeldsen (2004). Det indebærer, at bankerne er tilsvarende mere afhængige af anden finansiering, typisk i form af indskud, obligationsudstedelse mv. En række studier peger på det forhold, at bankerne sammenlignet med andre erhvervsvirksomheder har adgang til særligt billig finansiering, fordi myndighederne mange steder i realiteten har udstedt en garanti for, at indskyderne, og ofte også obligationsejerne, ikke lider tab,

hvis en bank kommer i vanskeligheder, jf. fx Miller (1995), Admati mfl. (2010) og Juks (2010). Indskydere og obligationsejere vil i så fald kræve et mindre afkast ved at skyde midler ind i banker end ved at købe fx virksomhedsobligationer. Den implicite garanti betyder så til gengæld, at der er en reel omkostning ved at skulle opfylde krav om at have mere egenkapital, da andelen af implicit offentligt støttet finansiering falder.

Miles mfl. (2011) prøver at beregne det optimale kapitalkrav for banker, når hovedtræk fra Modigliani-Miller-teoremet inddrages, og de forventede omkostninger ved bankkriser tages i betragtning. Deres analyse inddrager også det forhold, at meget ekstreme udfald er hyppigere end svarende til en normalfordeling med samme middelværdi og varians. De finder, at det optimale er et krav om egenkapital på 16-20 pct. af de risikovægtede aktiver, altså rundt regnet det dobbelte af det foreslåede, og også noget højere end beregnet af Baselkomiteens arbejdsgruppe om Long-Term Economic Impact, når de forudsætter varige negative konsekvenser af bankkriser.

AFRUNDING

Der er hverken enighed om de langsigtede eller de kortsigtede fordele og ulemper ved den foreslåede ændring af bankernes kapital- og likviditetskrav.

De internationale bankers analyse indeholder ikke en vurdering af de mulige langsigtede samfundsmæssige gevinster ved en strammere regulering, men finder, at der skal afholdes nogle store samfundsmæssige omkostninger, mens de skærpede krav bliver indfaset.

I en række andre studier ser forfatterne både på de mulige langsigtede nettogevinster og de overgangsmæssige omkostninger.

Arbejdsgrupperne under Baselkomiteen finder for det første, at en strammere regulering har positive økonomiske konsekvenser på langt sigt, herunder at det er optimalt med lidt højere kapitalkrav end foreslået. Heroverfor skal for det andet stilles de overgangsomkostninger, der vurderes at være, når bankerne skal tilpasse sig de skærpede krav. Den pågældende arbejdsgruppe finder, at der er tale om samfundsmæssige omkostninger under indfasningen, men de er så små, 0,03 pct. lavere BNP-vækst i nogle få år, at det næppe kan registreres i praksis. Andre studier finder større overgangsomkostninger.

Endelig finder nogle akademiske studier, at der er betydelige samfundsmæssige gevinster ved en strammere regulering, og at det vil være optimalt med væsentligt højere kapitalkrav end foreslået.

På baggrund af de forskellige studier og erfaringerne fra den finansielle krise er konklusionen, at den foreslåede regulering vil have positive

samfundsmæssige konsekvenser på lidt længere sigt, og at de overgangsmæssige omkostninger er af en begrænset størrelse. Lidt højere kapitalkrav end foreslået vil formentlig være endnu bedre.

En risiko ved strammere regulering er, at hidtidige bankaktiviteter forsøges flyttet over i en ureguleret skyggebanksektor. Da skyggesektoren ikke vil være omfattet af garantiordninger, er dens finansieringsmuligheder dog begrænsede, men under alle omstændigheder er det en vigtig opgave for myndighederne at sikre, at en sådan udvikling ikke får et stort omfang.

LITTERATUR

Admati, Anat R., Peter M. DeMarzo, Martin F. Hellwig og Paul Pfleiderer (2010), *Fallacies, irrelevant facts, and myths in the discussion of capital regulation: Why bank equity is not expensive*, *Stanford GSB Research Paper*, nr. 2063.

Angelini, P., L. Clerc, V. Cúrdia, A. Gerali, A. Locarno, R. Motto, W. Roeger, S. Van den Heuvel og J. Vlček (2011), *Basel III, Long-term impact on economic performance and fluctuations*, *BIS Working Papers*, nr. 338.

BIS (2010a), *Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*, Macroeconomic Assessment Group oprettet af the Financial Stability Board og the Basel Committee on Banking Supervision, *Interim Report*, august.

BIS (2010b), *An assessment of the long-term economic impact of stronger capital and liquidity requirements*, Basel Committee on Banking Supervision Long-term Economic Impact working group, august.

BIS (2010c), *Assessing the macroeconomic impact of the transition to stronger capital and liquidity requirements*, Macroeconomic Assessment Group oprettet af the Financial Stability Board og the Basel Committee on Banking Supervision, *Final Report*, december 2010.

Harmsen, Mads Peter Pilkjær (2010), *Basel III: Makroprudentiel regulering ved hjælp af modcykliske kapitalbuffer*, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 4. kvartal.

IIF (2010), *Interim report on the cumulative impact on the global economy of proposed changes in the banking regulatory framework*.

Juks, Reimo (2010) *Why banks prefer leverage?* Sveriges Riksbank, *Penning- och Valutapolitik*, nr. 3.

Kjeldsen, Kristian (2004), Kapitalens rolle i banker, Danmarks Nationalbank, *Kvartalsoversigt*, 3. kvartal.

Miles, David, Jing Yang og Gilberto Marcheggiano (2011), Optimal bank capital, Bank of England, *External MPC Unit Discussion Paper*, nr. 31.

Miller, Merton H. (1995), Do the M&M propositions apply to banks?, *Journal of Banking and Finance*, vol. 19.

Rangvid, Jesper (2010), Strengere kapitalkrav i pengeinstitutter: En vurdering af de (samfunds)økonomiske gevinster og tab, *Finans/Invest*, december.

Slovik, Patrick og Boris Cournéde (2011), Macroeconomic impact of Basel III, *OECD Economics Department Working Papers*, nr. 844.