

## De finansielle markeder et år efter Coronakrisen

*Et år efter starten på Coronakrisen er det tydeligt, at krisen ikke er en finansiel krise. De finansielle markeder blev i den grad testet af forårets usikkerhed om pandemiens omfang, og konsekvenserne var store aktiekursfald og stigende renter samt en voldsom stigning i den generelle usikkerhed. Markederne rettede sig dog hurtigt igen og i dag, et år efter krisens udbrud, har aktiemarkedet vist utrolig styrke ved at være ca. 20 pct. point over niveauet før pandemiens start. Det samme er gældende for obligationsmarkedet, hvor renterne steg kortvarigt, men i dag er renteniveauet næsten tilbage på det lave niveau fra før krisen.*

*Coronakrisen viste også, at den skærpede regulering, som finanssektoren er underlagt, gør det svært for bankerne at agere stødpude under en krise. Det er derfor helt centralt, at den danske implementering af EU-baseret regulering samt den danske tilsynspraksis ikke afviger fra forholdene i resten af Europa. På den baggrund giver det god mening at gennemføre løbende evalueringer af, hvordan den danske finansielle regulering ligger i forhold til resten af Europa for på den vis at sikre, at danske banker og realkreditinstitutter har de samme rammevilkår som udenlandske banker.*

Starten på Coronakrisen satte i den grad sit negative aftryk på de globale finansielle markeder i form af store rente- og kursbevægelser og stigende usikkerhed, da verdens økonomier lukkede ned i begyndelsen af marts 2020. Her et år efter krisens start er det interessant at se tilbage på, hvordan de finansielle markeder har udviklet sig efterfølgende.

Figur 1 viser kursudviklingen for de fire aktieindeks: OMXC20 cap, S&P500, DAX og EuroStoxx. Hvor OMXC20 cap viser udviklingen for store danske virksomheders aktier, viser S&P500 tilsvarende udviklingen for amerikanske virksomheder. DAX viser udviklingen for tyske virksomheder, men EuroStoxx viser udviklingen for store europæiske virksomheder, primært tyske og franske.

I samtlige lande ses kraftige kursfald fra slutningen af februar 2020 til slutningen af marts. Aktieindeksene falder i denne periode med op til 35 pct., hvilket er en meget kraftig priskorrektion, der blev begrundet i den store usikkerhed omkring tilstanden for den globale økonomi pga. Coronakrisen.

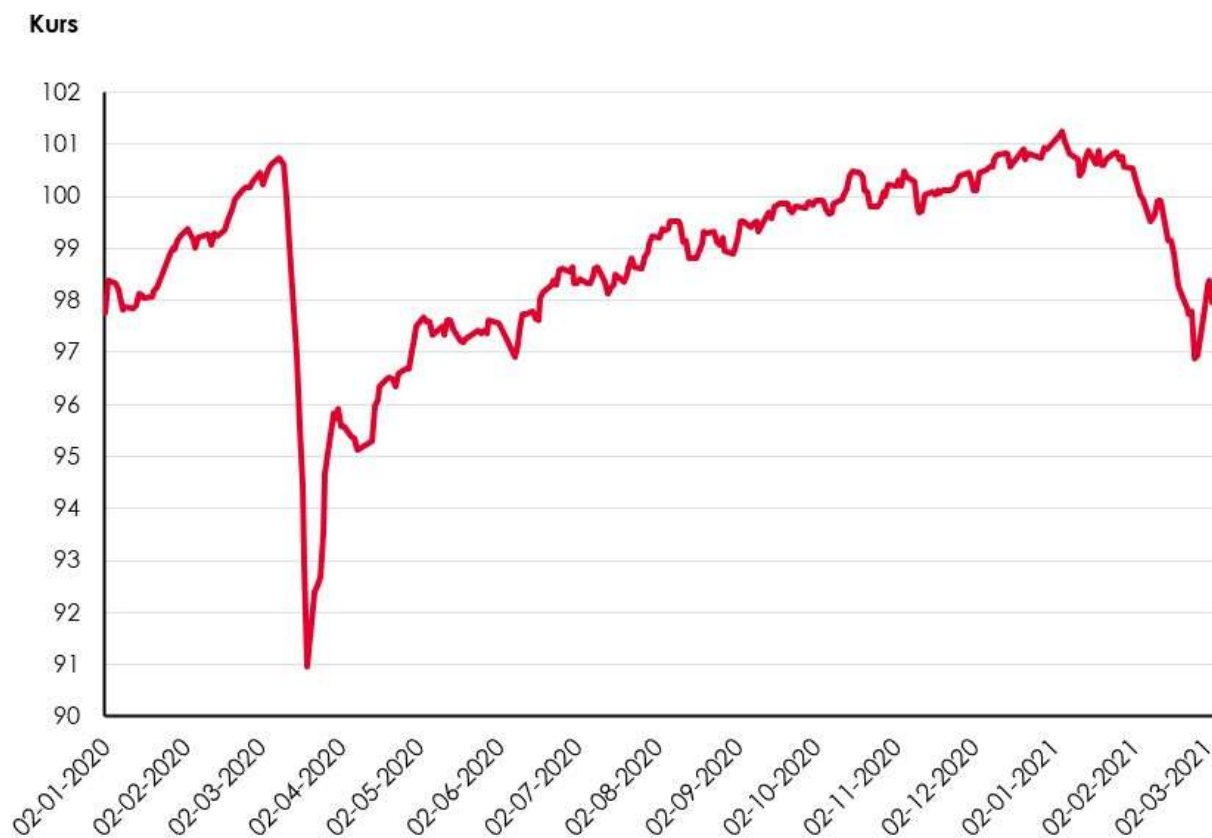
Tilliden til den globale økonomi blev dog hurtigt genetableret og allerede omkring juli 2020 var det danske aktieindeks tilbage på niveauet fra før Corona. Samme billede ses i USA, hvor før-krise niveauet blev nået i august 2020. Det tyske og europæiske indeks viste også en stærk fremgang en måned efter krisen udbrud, men det er først omkring årsskiftet, at indeksene er tilbage på niveauet fra før krisen. Dette kan blandt andet hænge sammen med faldende efterspørgsel efter store forbrugsgoder, som biler, der blandt andet produceres i Tyskland og Frankrig.

Udviklingen i aktieindeksene efter sommeren 2020 har yderligere været yderst positiv i både USA og Danmark med stigninger på omkring 20 pct. point. Generelt kan udviklingen i aktieindeksene læses som om, at markedet forventer, at Coronakrisen er forbigående og ikke permanent, hvilket på længere sigt vil medføre en tilbagevenden til virksomhedernes indtjeningsniveauer fra før starten på Coronaepidemien.

**Figur 1.** Kursudviklingen for udvalgte aktieindeks, januar 2020 til marts 2021

Det danske realkreditmarked gik heller ikke fri af krisen og blev ramt af meget store kursudsving i løbet af få dage i marts 2020. Det satte hele det finansielle system under pres. Figur 2 på næste side viser tydeligt de meget store markedsbevægelser og renteændringer, vi så i midten af marts 2020. Det ses af figuren, at kursen på en typisk 30-årig realkreditobligation faldt fra omkring kurs 100 til ca. kurs 91 i løbet af kun en uge. Det var de kraftige rentestigninger over en meget kort periode, som lå bag den drastiske kursudvikling. Det er ganske unormalt med så stor en rentestigning i løbet af så kort tid, og når det indtræffer, vidner det om, at de finansielle markeder er under et stort pres. Udviklingen skaber usikkerhed i markedet om, hvordan renteutviklingen bliver fremover, og den usikkerhed forplanter sig videre til husholdninger og virksomheder, som får vanskeligere ved at planlægge blandt andet deres investeringsbeslutninger.

Der kom dog ro på rentemarkederne relativt hurtigt, og allerede i starten af maj 2020 var renten faldet betydeligt om end renten fortsat var lidt højere end før starten på Corona-pandemien. Fra sommeren og frem til årsskiftet er renten dog fortsat med at falde støt og ved udgangen af 2020 var renten tilbage på det lave niveau vi så før starten på Corona-krisen. I starten af 2021 har der dog været tegn på rentestigningen igen blandt andet som følge af rentestigninger i USA og øgede inflationsforventninger. Igen observerede vi relativt store ændringer i renten over kort tid.

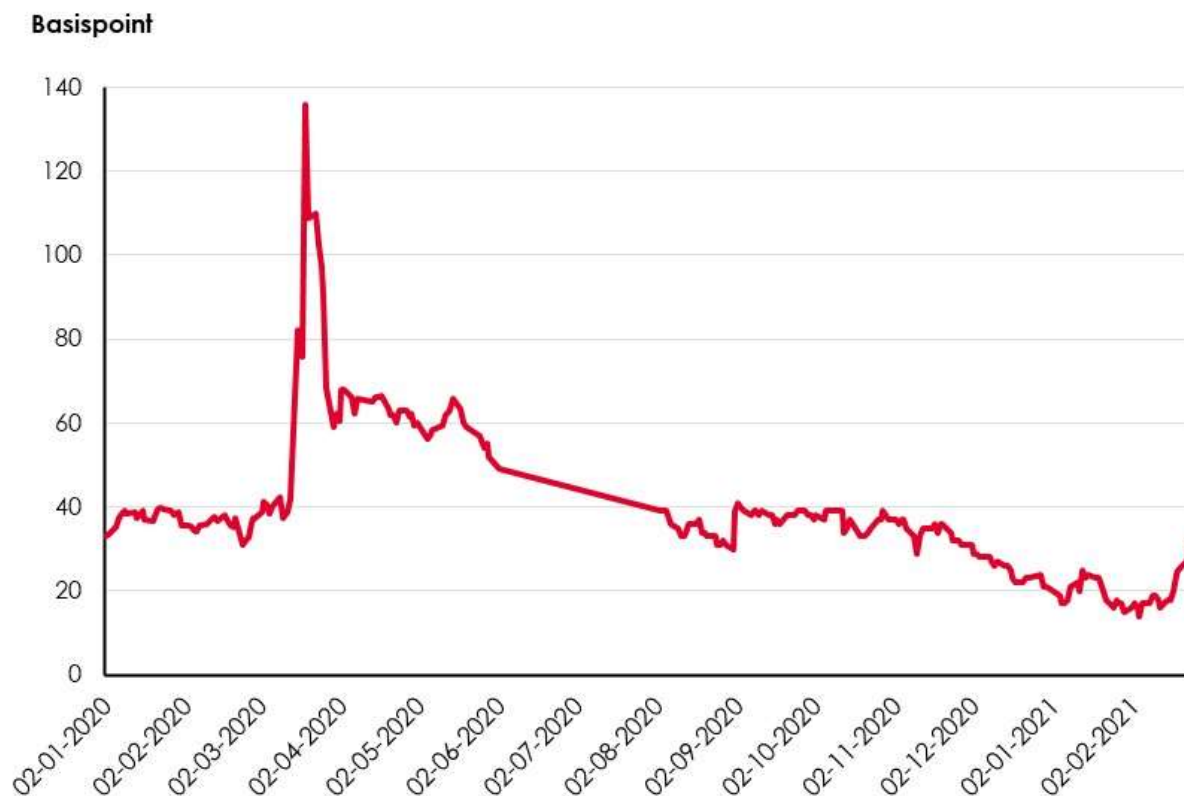
**Figur 2.** Kursudvikling for en 1 pct. realkreditobligation med udløb i 2050

Anm.: Grafen viser kursudviklingen for realkreditobligationen, 1NYK01EDA50

Jo kraftigere og hurtigere renten på fx en 30-årig realkreditobligation stiger i forhold til den risikofri rente (typisk en statsobligation), jo større stress er de finansielle markeder underlagt. Og som Figur 3 viser, så var renten på en 30-årig realkreditobligation før marts omkring 0,4 procentpoint højere end den risikofri rente, og i løbet af kun ganske få dage i marts steg denne forskel med hele 1 procentpoint.

Udover den verdensomspændende usikkerhed på de finansielle markeder, så skyldtes denne udvikling også en usikkerhed i forhold til hvordan investorerne – herunder særligt de udenlandske - i danske realkreditobligationer ville reagere. Igennem de seneste år er den udenlandske ejerandel af danske realkreditobligationer øget betydeligt, da der har været en meget stor interesse i sikre investeringer. Der var således usikkerhed i markedet i forhold til, hvordan de udenlandske investorer ville reagere på de store prisudsving i foråret. Et massivt udenlandsk frasalg af danske realkreditobligationer kunne give store udfordringer, men heldigvis viste det sig, at de udenlandske investorer var stabile også under krisetider, hvilket også har haft en stabiliserende effekt på realkreditmarkedet.

Den hurtige stabilisering ses også ses også i figur 3, hvor rentespændet til den risikofrie rente i efteråret 2020 var faldet til et lavere niveau end vi så før starten på Coronapandemien.

**Figur 3.** Udviklingen i OAS for realkreditobligationer med lang løbetid

Som både figur 1, 2 og 3 viser, så var effekten af coronakrisen i foråret 2020 kortvarig, allerede hen over sommeren og efteråret stabiliserede markederne sig. Renteniveauet er i dag på næsten samme niveau som før coronakrisens start i marts måned 2020, mens de danske og amerikanske aktier ligger 20 pct. point højere.

For nærmere at forstå renteutviklingen for de danske realkreditobligationer under et finansielt stress er det vigtigt at huske, at det danske realkreditmarked er unikt ved en en-til-en-sammenhæng mellem de realkreditlån, forbrugerne og virksomhederne optager, og de realkreditobligationer, der udstedes og sælges i markedet. Det medfører, at realkreditinstitutter hver dag sælger obligationer i markedet, også når der er store markedsbevægelser og usikkerhed. Dette udstedelsesmønster ses ikke i andre lande. Her er det mere normalt at "samle sammen" og udstede en større mængde obligationer fx hvert kvartal, når markedsforholdene vurderes som gunstige. Men det betyder også, at den danske model er afhængig af, at markedet fungerer, og at der er investorer til at købe obligationerne.

I den forbindelse spiller børsmæglerne en særlig rolle. Børsmæglerne formidler køb og salg af realkreditobligationer på det danske marked, og er således med til at sikre velfungerende daglige auktioner gennem salg af nye obligationer (det såkaldte primære marked). Samtidig er børsmæglerne med til at understøtte den høje likviditet for de danske realkreditobligationer, når investorerne ønsker at sælge eller købe allerede udstedte obligationer (det såkaldte sekundære marked).

En væsentlig observation her et år efter starten på Coronapandemien er, at Børsmæglerne i dag har vanskeligere ved at udfylde denne rolle i det finansielle system forhold til tidligere. Det skyldes blandt andet

den skærpede regulering i kølvandet på finanskrisen i form af fx en fordobling af de generelle kapitalkrav, introduktion af et helt nyt likviditetskrav, en forøgelse af kapitalkravene for markedsrisiko og indførelse af et gearingskrav. Samlet set har dette øget kapital- og likviditetskravene for bankerne ved at holde realkreditobligationer på egen balance. Det har medført, at bankerne ikke holder realkreditobligationer på egen balance i samme omfang som før krisen og der mangler så at sige en bufferkapacitet i markedet, hvilket øger volatiliteten under finansielle kriser.

### **Konklusion**

I tilbageblik klarede de finansielle markeder i Danmark udfordringerne ved de urolige markedsforhold under første år af Coronapandemien godt. Aktiemarkedet har vist utrolig styrke og er pt. 20 pct. point over niveauet før pandemiens start. Renterne steg kortvarigt, men er i dag næsten tilbage på det lave niveau fra før krisen. Stigende inflationsforventninger og amerikanske renter har dog løftet renteniveauet i begyndelsen af 2021.

På den anden side viste markedsudviklingen også, at den skærpede regulering, finanssektoren er underlagt, medfører, at det bliver sværere for bankerne at agere stødpude, når der er krise. Bankerne har ikke længere en stor balance til at tage positioner mod markedet for at understøtte markedsudviklingen.

Reguleringen af den finansielle sektor har gennem de senere år fået større og større betydning for markedsudviklingen især i krisetider. Det er derfor helt centralt, at den danske implementering af EU-baseret regulering samt den danske tilsynspraksis ikke afviger fra forholdene i resten af Europa. På den baggrund giver det god mening at gennemføre løbende evalueringer af, hvordan den danske finansielle regulering ligger i forhold til resten af Europa for på den vis at sikre, at de danske banker og realkreditinstitutter har de samme rammevilkår som udenlandske banker. Hvis dette ikke er tilfældet, kan markedsvolatiliteten forøges, og der kan skabes unødigt usikkerhed om de økonomiske forhold i Danmark.