

Regulering hæmmede de finansielle markeder under coronakrisen

Coronakrisen er i sin natur ikke en finansiell krise, men de finansielle markeder blev i den grad kraftigt påvirket af forårets usikkerhed om pandemiens omfang og konsekvenser med aktiekursfald og stigende renter samt en voldsom stigning i den generelle usikkerhed. Coronakrisen viste, at den skærpede regulering, finanssektoren er underlagt, gør det svært for bankerne at agere stødpude under en krise.

En væsentlig observation fra forårets finansielle modvind er, at renterne steg hurtigt og kraftigt, og kursen på blandt andet danske realkreditobligationer faldt markant. Nationalbanken har i en nylig analyse vist, at disse kraftige markedsbevægelser blandt andet skyldes, at likviditetspræmien steg for danske realkreditobligationer som følge af markedsuroen. I en sådan situation spiller børsmæglerne en særlig rolle, da de formidler køb og salg af realkreditobligationer på det danske marked. Børsmæglerne er således med til at sikre velfungerende daglige auktioner med salg af nye obligationer samtidig med, at børsmæglerne også understøtter den høje likviditet for de danske realkreditobligationer, når investorerne ønsker at sælge eller købe allerede udstedte obligationer. En væsentlig observation fra foråret er, at Børsmæglerne i dag har vanskeligere ved at udfylde denne rolle i forhold til tidligere. Det skyldes blandt andet dele af den finansielle regulering i kølvandet på finanskrisen, som har øget kapital- og likviditetskravene for bankerne ved at holde realkreditobligationer på egen balance - der mangler så at sige en bufferkapacitet i markedet. Det øger volatiliteten under kriser.

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. Det danske realkreditmarked gik ikke fri og blev ramt af meget store kursudsving i løbet af få dage. Det satte hele det finansielle system under pres.

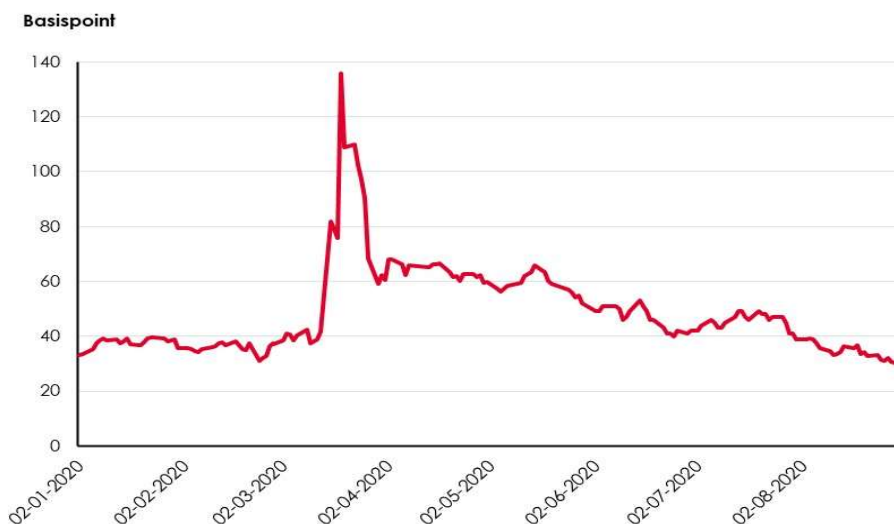
Figur 1 på næste side viser tydeligt de meget store markedsbevægelser og renteændringer, vi så i midten af marts måned. Det ses af figuren, at kursen på en typisk 30-årig realkreditobligation faldt fra omkring kurs 100 til ca. kurs 91 i løbet af kun en uge. Det var kraftige rentestigninger over en kort periode, som lå bag den drastiske kursudvikling. Det er meget 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, og den usikkerhed forplanter sig videre til husholdninger og virksomheder, som får vanskeligere ved at planlægge blandt andet deres investeringsbeslutninger.

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

Anm.: Grafen viser kursudviklingen for realkreditobligationen, 1NYK01EDA50

Jo kraftigere og hurtigere renten på en fx 30-årig realkreditobligation stiger i forhold til den risikofri rente (typisk en statsobligation), jo større stress er de finansielle markeder underlagt. Og som Figur 2 viser, så var renten på en 30-årig realkreditobligation før marts omkring 0,4 procentpoint højere end den risikofri rente. 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 – kort sagt, ville de holde deres positioner i danske realkreditobligationer eller ville de sælge ud af dem og lægge sig i kontanter?

Figur 2. Udviklingen i OAS for realkreditobligationer med lang løbetid

Som både figur 1 og 2 viser, så var effekten af coronakrisen i foråret kortvarig, allerede hen over sommeren og efteråret stabiliserede markederne sig, og renteniveauet er i dag på næsten samme niveau som før coronakrisens start i marts måned.

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-sammenhængen 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. Det 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, modellen 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 anden observation, som børsmæglerne tager med sig fra forårets coronanedlukning er, at de finansielle markeder fungerer anderledes i dag end tidligere. For en børsmægler er velfungerende og likvide markeder alfa og omega, men markedsforholdene i marts måned gav følgende store udfordringer:

- Reguleringen i kølvandet på finanskrisen medførte blandt andet en fordobling af de generelle kapitalkrav, introduktion af et helt nyt likviditetskrav, en forøgelse af kapitalkravene for markedsrisiko og indførelse af et gearingskrav. Det har medført, at de regulatoriske omkostninger ved at købe og holde realkreditobligationer på bankbalancen er øget væsentlig. Indtjeningen ved at holde en realkreditobligation som bank skal således være højere i dag end tidligere, for at regnskabet går op. Det har medført, at bankerne ikke holder realkreditobligationer på egen balance i samme omfang som før krisen. Der mangler så at sige en bufferkapacitet i markedet, og det øger volatiliteten under kriser.
- Pensionssektoren kan ikke agere buffer på samme vis som tidligere, da de ikke kan rebalancere som før finanskrisen på grund af flere illikvide investeringer.
- 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 usikkerhed i markedet i forhold til, hvordan de udenlandske investorer ville reagere på de store prisudsving. 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.
- Ingen danske centralbankopkøb af realkreditobligationer (QE-programmer) på grund af hensynet til fastkurspolitikken.

Konklusion

I tilbageblik klarede det danske realkreditmarked udfordringerne ved de urolige markedsforhold i foråret godt. Markedet fandt en løsning, og likviditeten forblev i markedet. I den forbindelse er det dog også værd at bemærke, at de udenlandske QE-programmer indirekte var med til at understøtte det danske marked, da QE var med til at sikre, at udenlandske investorer beholdt deres danske positioner. 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, og samtidig ønsker Nationalbanken ikke at bruge QE-programmer som andre centralbanker på grund af hensynet til fastkurspolitikken.

Vi kunne også konstatere, at Finanstilsynet er ganske tøvende i forhold til at have en fleksibel tilgang til håndhævelsen af finansiel regulering under et voldsomt markedsstress. Når markedsbevægelserne er så hurtige og voldsomme, som i foråret, er det vurderingen, at Finanstilsynet bør følge den praksis, som blandt andre ECB lægger for dagen og tilpasse den danske regulering herefter. En sådan tilgang var ikke kendetegnende for Finanstilsynet under forårets krise. Det er uheldigt, da det skaber unødigt usikkerhed i markedet i en situation, hvor der er behov for at sende klare og utvetydige signaler til markedet om, at myndighederne forstår situationens alvor og vil handle herefter.