

DANMARKS NATIONALBANK

26. JANUAR 2021 — NR. 1

Ændringer i ECB's pengepolitik er vigtige for dansk pengepolitik

Sådan har pensionskasser reageret på ECB's opkøb

Da Den Europæiske Centralbank, ECB, i begyndelsen af 2015 begyndte at opkøbe statsobligationer udstedt af lande i euroområdet, solgte de danske pensionskasser ud af de obligationer, som ECB opkøbte, og købte i stedet danske obligationer.

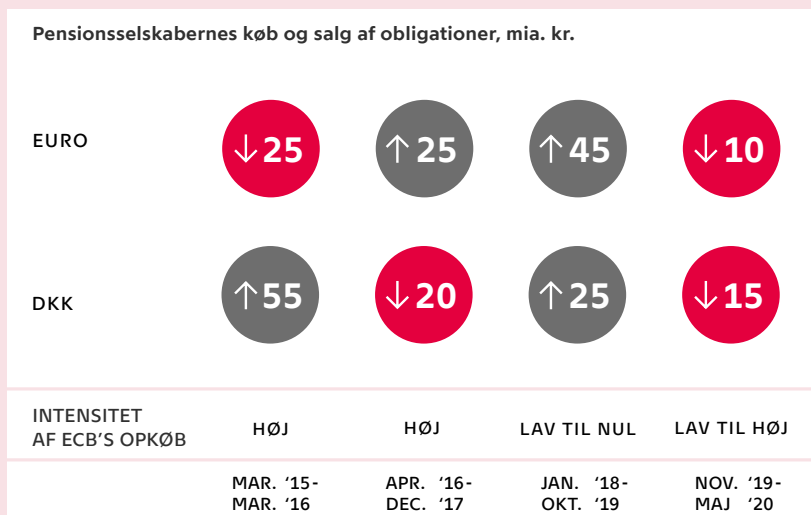
Det er blandt konklusionerne i et working paper, hvor økonomerne Søren Lejsgaard Autrup og Jakob Roager Jensen analyserer, hvordan de danske pensionskasser har reageret på ECB's opkøbsprogrammer.

I forlængelse af finanskrisen for ca. 10 år siden har ECB ført en ny pengepolitik og bl.a. iværksat opkøb af statsobligationer for at sikre prisstabilitet.

Selv om danske statsobligationer ikke indgår i ECB's opkøbsprogram, kan det alligevel påvirke de danske finansielle markeder. Det kan ske via den måde, som danske investorer, der ejer obligationer i euro, reagerer på ECB's opkøb. Det er nemlig klart, at når ECB køber en obligation, er der en sælger på den anden side af handlen, som dermed står med kontanter. De

Pensionskassers reaktion på ECB's opkøbsprogram

Note: Euro inkluderer kun de obligationer, der er inkluderet i ECB's opkøbsprogram.
Kilde: Danmarks Nationalbank.



kontanter kan sælger så vælge at sætte i en bank eller fx købe andre værdipapirer for.

Hvis en dansk investor sælger euroobligationer, er danske obligationer oplagte at købe i stedet. Det vil øge efterspørgslen efter kroner. Derfor er ændringer i ECB's pengepolitik vigtige for Nationalbanken og den danske pengepolitik.

Den suverænt største gruppe af danske investorer i europæiske værdipapirer er pensionssektoren. Da ECB begyndte at opkøbe obligationer i marts 2015, ejede danske pensionselskaber tilsammen euroobligationer inkluderet i ECB's program for mere end 300 mia. kr. Det var næsten lige så meget, som de ejer for i danske statsobligationer. Pensionselskaberne bruger obligationer udstedt af lande i euroområdet i deres porteføljer stort set som danske statsobligationer. Det kan de gøre som følge af fastkurspolitikken, der betyder, at den danske krones værdi over for euro holdes stabil. Det er derfor vigtigt for Nationalbanken at forstå, hvordan pensionselskaberne reagerer på de utraditionelle politikker fra ECB, og hvordan det påvirker den danske krone.

Pensionskasserne vendte tilbage til euroobligationer

I månederne efter at ECB indledte sine opkøb af statsobligationer i marts 2015, solgte de danske pensionselskaber ud af de obligationer, som ECB købte. Samlet set solgte de for ca. 25 mia. kr., hvilket svarer

til næsten 10 pct. af deres startbeholdning. Samtidig købte selskaberne kraftigt op i bl.a. danske obligationer for mere end 50 mia. kr. Der er tegn på, at en del af omlægningen fra euroobligationer til danske obligationer skyldes opkøbsprogrammerne.

Allerede inden der var gået et år af ECB's opkøbsprogram, var de danske pensionselskaber tilbage som købere af den samme slags obligationer som ECB. Pensionselskabernes formuer voksede, og de havde brug for at købe obligationer. Selv om ECB stadig købte kraftigt op i statsobligationer i euro, udviklede renten på danske obligationer sig ligesom renten på de sikreste statsobligationer i euro. Der var derfor ikke noget ekstra at hente for pensionselskaberne ved at købe flere danske statsobligationer frem for eurostatsobligationer.

Analysen viser også, at der er en væsentlig forskel på, hvordan forskellige grupper af pensionselskaber reagerer. De klassiske pensionselskaber, der har garanteret deres kunder en fast forrentning, har mest brug for obligationer med høj kreditværdighed. Det var også disse selskaber, som igen begyndte at købe statsobligationer i euro i stor stil relativt kort tid efter starten af ECB's opkøb.

Find working paperet om pensionselskabernes adfærd under ECB's opkøb af statsobligationer på Nationalbankens hjemmeside ([link](#)).

Lave renter

Danmark var det første land, der indførte negative pengepolitiske renter. Det skete i 2012, og siden fulgte Schweiz, Sverige, Japan og euroområdet efter.

Meget lave og i nogle tilfælde negative renter har kendetegnet det seneste årti på tværs af de avancerede økonomier. Der er flere grunde til, at renterne er faldet til det nuværende lave niveau. De lave renter afspejler, at inflationen har været lav i mange lande, men strukturelle ændringer i husholdningers og virksomheders opsparings- og investeringsadfærd er også en del af forklaringen.

Udviklingen har bragt pengepolitikken og samfundsøkonomien ind i ukendt farvand, og Nationalbanken vil sætte fokus på dette emne i en serie af udgivelser.

OM DENNE NYT

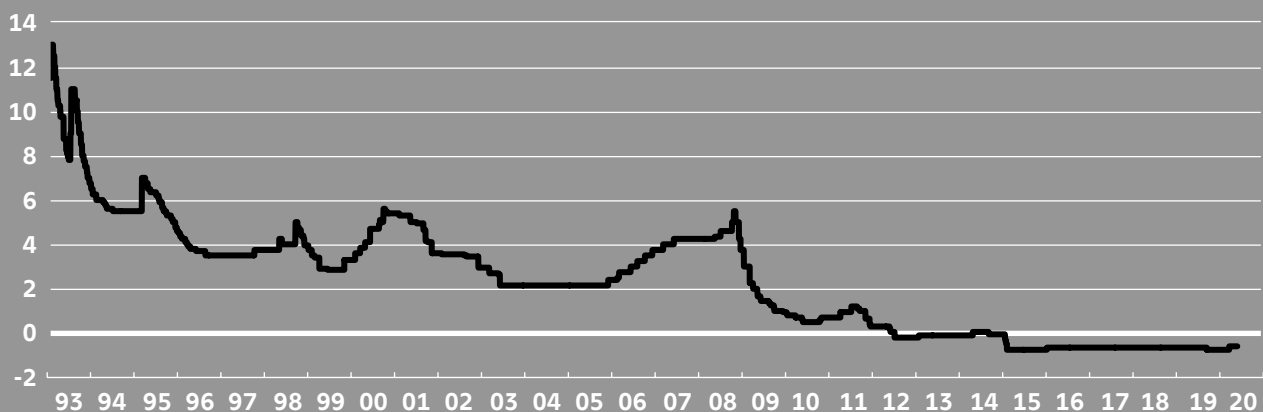
Pensionskasserne og ECB's opkøb

Da ECB begyndte at opkøbe obligationer i marts 2015, ejede danske pensionskasser tilsammen euroobligationer for mere end 300 mia. kr. Det var næsten lige så meget, som de ejer for i danske statsobligationer.

Pensionskaberne investeringer har betydning for kronens kurs over for euroen. Det er derfor vigtigt for Nationalbanken at forstå, hvordan pensionskaberne reagerer på de utraditionelle politikker fra ECB, og hvordan det kan påvirke den danske krone.

Nationalbankens rente

Pct.



Nationalbankens ledende rente har været negativ siden sommeren 2012 med undtagelse af en kort periode i 2014.



UDGIVELSER



NYT

Nyt giver et hurtigt og tilgængeligt indblik i en Analyse, et Economic Memo, et Working Paper eller en Rapport fra Nationalbanken. Nyt udkommer løbende.



ANALYSE

Nationalbankens Analyseserie har fokus på økonomiske og finansielle forhold. Nogle af analyserne udkommer med fast frekvens, fx *Udsigter for dansk økonomi* og *Finansiel stabilitet*, der begge udkommer halvårligt. Andre analyser udkommer løbende.



RAPPORT

Nationalbankens Rapportserie er tilbagevendende rapporter og beretninger om Nationalbankens virke. Det er fx *Årsrapport* og *Statens låntagning og gæld*.



ECONOMIC MEMO

Economic Memo er en mellemting mellem en Analyse og et Working Paper og viser ofte forfatterens igangværende analysearbejde. Serien henvender sig primært til fagpersoner. Economic Memo udkommer løbende.



WORKING PAPER

Working Paper præsenterer forskningsarbejde udført af ansatte i Nationalbanken og samarbejdspartnere. Serien henvender sig primært til fagpersoner og folk med interesse for den akademiske tilgang. Working Paper udkommer løbende.

Nyt'en består af en dansk og engelsk version.
I tilfælde af tvivl om oversættelsens korrekthed gælder den danske version.

DANMARKS NATIONALBANK
LANGELINIE ALLÉ 47
2100 KØBENHAVN Ø
WWW.NATIONALBANKEN.DK



DANMARKS
NATIONALBANK

KONTAKT

Ole Mikkelsen
Kommunikations-
og presserådgiver

omi@nationalbanken.dk
+45 3363 6027

SEKRETARIAT
OG KOMMUNIKATION