

DANMARKS NATIONALBANK

16. JUNI 2020 — NR. 4

Internationale økonomisk-politiske tiltag under covid-19-krisen

Rasmus Mose Jensen
Senior Economist
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK
rmj@nationalbanken.dk

Niels Bartholdy
Senior Policy Advisor
FINANSIEL STABILITET
nb@nationalbanken.dk

Nicolai Risager Christensen
Economist
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK
nrc@nationalbanken.dk

Helle Eis Christensen
Economist
FINANSIEL STATISTIK
hech@nationalbanken.dk

Thomas Pihl Gade
Principal Economist
ØKONOMI OG PENGEPOLITIK
tmg@nationalbanken.dk

Forfatterne er ansvarlige for synspunkter og konklusioner i dette memo. De afspejler ikke nødvendigvis Nationalbankens.

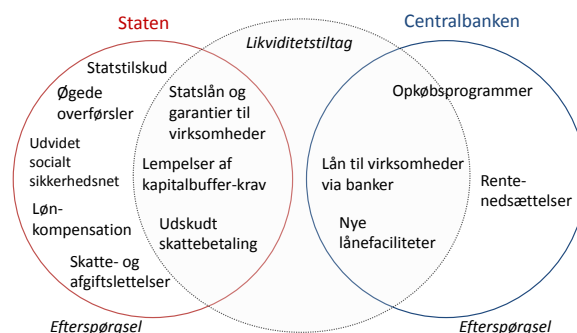
Exceptionelt store penge- og finanspolitiske tiltag efter udbrud af covid-19

Udbruddet af covid-19-pandemien har betydet, at den globale økonomi står midt i en dyb recession. I løbet af 1. halvår 2020 er den økonomiske aktivitet faldet i alle lande som følge af foranstaltninger til at begrænse smittespredning og adfærdsændringer foranlediget af pandemien. De økonomiske konsekvenser har indtil videre været betydelige og ses bl.a. ved lavere forbrugertillid, svag aktivitet i brancher med social interaktion og stigende ledighed. I den kommende tid vil den økonomiske udvikling bl.a. afhænge af foranstaltninger til at begrænse smittespredning og virkningen af finans- og pengepolitiske lempelser.

For at modgå den negative effekt på økonomien er der verden over blevet foretaget exceptionelt store penge- og finanspolitiske tiltag. Det gælder også i Danmark. Hensigten med de pengepolitiske tiltag fra centralbankerne har overordnet været at modgå en forværring af inflationsudsigterne som følge af strammere finansielle betingelser og lavere efterspørgsel. Det er bl.a. sket ved at øge likviditeten i det finansielle system for derigennem at sikre, at husholdninger og virksomheder fortsat har adgang til kredit. De finanspolitiske hjælpepakker fra staten har i høj grad været direkte målrettet virksomheder og husholdninger – både gennem midlertidige låne- og likviditetstiltag samt direkte tilskud og overførsler. Stater og centralbanker har således begge spillet en væsentlig rolle i forbindelse med at tilføre likviditet til økonomien under krisen og stimulere efterspørgslen, jf. figur 1.

Arbejdsdeling i finans- og pengepolitiske hjælpepakker

Figur 1



Kilde: Egen illustration.

Der er imidlertid mange gråzoner, når de forskellige tiltag i hjælpepakkerne skal kategoriseres. Ofte er der et vist overlap mellem de penge- og finanspolitiske tiltag, som virker gensidigt forstærkende og ikke kan ses uafhængigt af hinanden. I andre tilfælde er de finanspolitiske tiltag mere komplementære til de pengepolitiske, da de bl.a. er rettet mod små og mellemstore virksomheder, som i mindre grad finansierer sig via kapitalmarkeder og dermed er sværere for centralbanken at understøtte igennem fx opkøbsprogrammer.

Parallelt med de penge- og finanspolitiske tiltag er der verden over gjort brug af finansielle reguleringstiltag for bl.a. at sikre, at banker kan tilføre likviditet til virksomheder og husholdninger.

Landene har generelt anvendt mange af de samme tiltag, om end med flere væsentlige forskelle og nuancer. Forskelle i tiltag på tværs af lande afspejler bl.a. landespecifikke faktorer, herunder strategien for inddæmning af smitte og indretningen af det sociale sikkerhedsnet. Samtidig har det aktuelle finans- og pengepolitisk råderum samt institutionelle forhold haft stor betydning. Fx har fastkurspolitikken afgørende betydning for arbejdsdelingen mellem Nationalbanken og staten i udførelsen af den økonomiske politik i Danmark. Det betyder

bl.a., at finanspolitikken alene har ansvaret for konjunkturstabilisering. De seneste pengepolitiske tiltag fra Nationalbanken har således ikke været direkte møntet på at understøtte efterspørgslen, hvilket adskiller sig fra andre lande, herunder bl.a. USA.

Derudover spiller centralbankernes mandat også en rolle. Nogle må ikke uden videre påtage sig den risiko, der fx er forbundet med købet af gældsinstrumenter udstedt af virksomheder. Derfor har bl.a. Federal Reserve, Fed, etableret særlige samarbejder med deres finansministerium for at beskytte dem mod tab. Det understreger også, at der i flere tilfælde er et vist overlap mellem penge- og finanspolitiske tiltag.

Dette papir giver et overblik over de væsentligste elementer i de penge- og finanspolitiske tiltag gennemført i udvalgte lande (USA, Tyskland og Sverige). Tiltagene kategoriseres efter deres formål.

Første afsnit beskriver eksempler på tiltag, der er iværksat for at understøtte likviditet og långivning til virksomheder. Det drejer sig således både om pengepolitiske tiltag i form af nye lånefaciliteter og opkøbsprogrammer og finanspolitiske tiltag, fx udskydelse af skatter og offentlige garantiordninger. Desuden gives et overblik over globale finansielle reguleringstiltag, som sigter mod, at kreditinstitutternes tilførsel af likviditet til husholdninger og virksomheder opretholdes. Andet afsnit fokuserer på de direkte finanspolitiske tiltag, der primært har været målrettet hårdtramte virksomheder og husholdninger. En del af de finanspolitiske tiltag har karakter af statsstøtte. I tredje afsnit kigges der nærmere på omfanget og den aktuelle udmøntning af statsstøttere reglerne i EU.

Omfattende tiltag har understøttet likviditet og långivning

Foranstaltninger til at inddæmme spredningen af covid-19 har givet flere virksomheder et akut behov for likviditet til at dække deres faste omkostninger, fx lønninger og husleje, da omsætningen er kraftigt reduceret eller helt faldet bort. Flere lande har derfor iværksat en række tiltag for at sikre, at ellers levedygtige virksomheder fortsat har adgang til likviditet. Ud over likviditetsstøttende penge- og finanspolitiske tiltag har landene gjort brug af den fleksibilitet, som er indbygget i den finansielle regulering for at understøtte, at banker fortsat har mulighed for at låne ud til virksomheder og husholdninger.

I det følgende gives et overblik over likviditetsstøttende tiltag fordelt på pengepolitik, finanspolitik og finansiell regulering med udgangspunkt i USA, Tyskland (hvor de pengepolitiske tiltag er gennemført af Den Europæiske Centralbank, ECB) og Sverige.

Pengepolitiske tiltag til at støtte likviditet

Mange centralbanker har som reaktion på covid-19 gennemført omfattende tiltag med det hovedformål at understøtte efterspørgslen og efterleve deres inflationsmålsætning om prisstabilitet. Det er bl.a. sket ved at øge likviditeten i det finansielle system og stimulere adgangen til kredit. Der er flere fællestræk i udformningen af tiltagene på tværs af lande, som bl.a. omfatter udvidede opkøbsprogrammer, ekstraordinære likviditetstiltag, nye låneprogrammer via bankerne, lempeligere krav til sikkerhedsstillelse og swapaftaler for at sikre adgang til dollarlikviditet, jf. tabel 1.

Omfattende pengepolitiske tiltag i flere lande

Tabel 1

		 USA	 Euroområdet	 Sverige	 Danmark
Renteændring	Ændring:	Ja 150 bp ↓	Nej -	Nej -	Ja 15 bp ↑
	Niveau:	0,00-0,25 pct.	-0,50 pct.	0,00 pct.	-0,60 pct.
Nye opkøbsprogrammer		Ubegrænset	1470 mia. euro (12 pct. af BNP)	300 mia. SEK (6 pct. af BNP)	-
- Køb af obligationer udstedt af offentlig sektor		Ja	Ja	Ja	Nej
- Køb af obligationer baseret på fast ejendom		Ja	Ja	Ja	Nej
- Køb af commercial papers		Ja	Ja	Ja	Nej
- Køb af virksomhedsobligationer		Ja	Ja	Ja	Nej
Ekstraordinære låne- og likviditetstiltag		Ja	Ja	Ja	Ja
Program for virksomhedslån via banker		Ja	Ja	Ja	Nej
Ændring i sikkerhedsstillelse		Nej	Ja	Ja	Nej
Lån i dollar via swaftale med Fed		-	Ja	Ja	Ja

Note: Danmarks Nationalbank forøgede i marts indskudsbevisrenten med 15 basispoint til -0,60 pct. pga. af et svækkende pres på kronen.
Kilde: Federal Reserve, ECB, Riksbanken og Danmarks Nationalbank.

Nye opkøbsprogrammer

Flere centralbanker har øget deres obligationsopkøb betydeligt efter udbruddet af covid-19 med henblik på at sikre en velfungerende pengepolitisk transmission og holde låneomkostningerne nede. En del af disse opkøb tjener et generelt pengepolitisk formål om at stimulere efterspørgslen via lavere renter og efterleve inflationsmålsætningen, mens andre dele af opkøbene sigter mod at understøtte markedsfunktionaliteten på specifikke dele af de finansielle markeder.

I en række lande omfatter de øgede opkøbsprogrammer en bred vifte af obligationer og korte gældsinstrumenter udstedt af stater, realkreditinstitutioner og virksomheder. Det understøtter fx større virksomheders adgang til finansiering via kapitalmarkedet, mens det som udgangspunkt ikke er velegnet til at stimulere kreditgivning til mindre virksomheder, som i højere grad finansierer sig via banker.

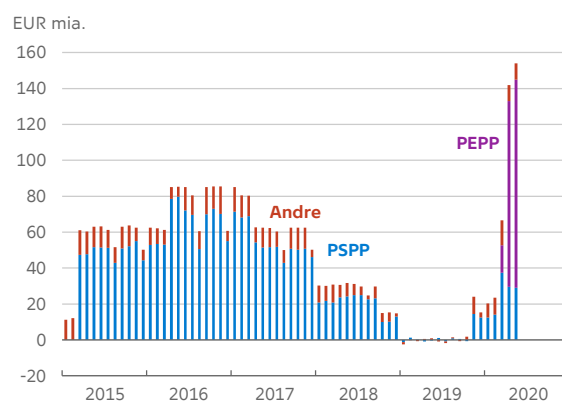
Fed annoncerede i marts, at den ville opkøbe statsobligationer og mortgage-backed securities i det nødvendige omfang, dvs. principielt ubegrænset, for at sikre velfungerende markeder og pengepolitisk transmission. Derudover opkøber Fed i samarbejde med finansministeriet obligationer og andre gældspapirer udstedt af virksomheder og lokale offentlige myndigheder via en række nyetablerede special purpose vehicles, jf. boks 1 om Fed's ekstraordinære likviditets- og lånetiltag efter udbruddet af covid-19 på side 8. Formålet er bl.a. at imødekomme et øget behov for likviditet blandt henholdsvis virksomheder og offentlige myndigheder.

ECB har etableret et nyt midlertidigt opkøbsprogram, Pandemic Emergency Purchase Programme, PEPP, på 1.350 mia. euro (11 pct. af BNP). Det har givet en markant forøgelse af ECB's samlede opkøb i april og maj, jf. figur 2. Programmet løber mindst indtil juni 2021 og omfatter de samme aktiver som i det eksisterende Asset Purchase Programme, APP, dvs.

bl.a. stats- og virksomhedsobligationer. Udløbne obligationer geninvesteres løbende mindst frem til udgangen af 2022. ECB har tidligere vurderet, at det ekstra gældsudstedelsesbehov i euroområdet vil udgøre 1.000-1.500 mia. euro i 2020 pga. recession og diskretionære finanspolitiske tiltag. Det betyder, at ECB's samlede opkøb omtrent svarer til den aktuelt forventede stigning i den offentlige gæld i euroområdet i 2020.

PEPP øger ECB's opkøb markant

Figur 2



Anm.: Samlet nettoopkøb af værdipapirer.
Kilde: ECB.

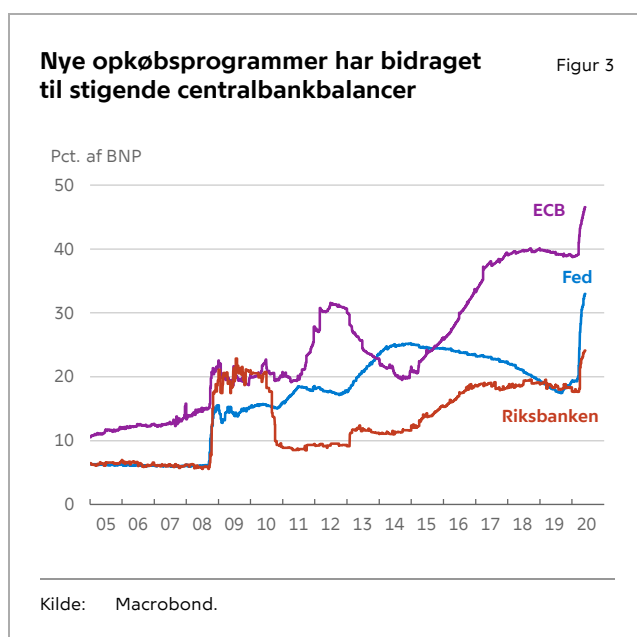
Opkøbet af de offentlige aktiver under PEPP følger stadig ECB's kapitalnøgle, men de vil blive gennemført med større fleksibilitet i fordelingen mellem lande og gældsinstrumenter over tid end tidligere. Desuden vil ECB nu også opkøbe gæld udstedt af Grækenland, hvilket ikke har været muligt under de eksisterende opkøbsprogrammer. Samtidig har ECB udvidet sit eksisterende Corporate Sector Purchase Programme, CSPP, til også at omfatte opkøb af commercial papers udstedt af virksomheder med en tilstrækkelig kreditkvalitet.

Før introduktionen af det nye PEPP-opkøbsprogram besluttede ECB i marts at øge det eksisterende opkøbsprogram, APP, med yderligere 120 mia. euro midlertidigt frem til udgangen af året ud over det aktuelle køb på

20 mia. euro om måneden. Stigningen skal bl.a. komme fra et øget køb af virksomhedsobligationer. Virksomhederne i euroområdet og resten af EU afhænger generelt mere af bankfinansiering end i USA. Derfor er kapitalmarkedet for virksomhedsobligationer mindre i euroområdet, hvilket kan begrænse muligheden for at understøtte adgang til kredit via nye opkøb.

I Sverige har Riksbanken meddelt, at man som reaktion på covid-19 vil øge sit opkøbsprogram med op til yderligere 300 mia. svenske kroner i perioden marts-december 2020 (6 pct. af BNP), ud over det eksisterende opkøb af statsobligationer på samlet 45 mia. svenske kroner fra juli 2019 til december 2020. Opkøbene vil omfatte obligationer udstedt af staten, kommuner, realkreditinstitutioner og virksomheder. Ud af de 300 mia. svenske kroner påtænker Riksbanken foreløbigt et opkøb på 32 mia. af commercial papers udstedt af svenske virksomheder med en løbetid på op til 3 måneder og en høj kreditvurdering.

De øgede opkøbsprogrammer bidrager til, at balancerne er steget betydeligt for mange centralbanker, jf. figur 3.



Ekstraordinære låne- og likviditetstiltag

En afgørende forudsætning for kreditgivning til realøkonomien er, at der er tilstrækkelig likviditet hos bankerne og på de finansielle markeder, som fx virksomhederne anvender til at finansiere deres udgifter. Det understøtter indirekte virksomhedernes adgang til kredit, når fx bankerne får bedre mulighed for at låne af centralbanken. Efter udbruddet af covid-19 har de fleste centralbanker derfor introduceret en række ekstraordinære likviditets- og lånefaciliteter, bl.a. med inspiration i de tiltag, som blev gennemført under finanskrisen i 2008. De sigter enten mod at understøtte bankernes generelle adgang til likviditet eller øge funktionaliteten af specifikke finansielle markeder.

I USA har Fed introduceret flere pengepolitiske tiltag for at understøtte likviditet og långivning. Det omfatter fx ekstraordinære repo-auktioner til at understøtte pengemarkedet og en tilskyndelse til bankerne om at låne fra Discount Window¹ på mere fordelagtige vilkår end normalt. Derudover har Fed lanceret en række nye særlige lånefaciliteter til at sikre velfungerende finansielle markeder, jf. boks 1. Det drejer sig bl.a. om en ny lånefacilitet for primary dealers, som påvirker likviditeten på de finansielle markeder, da de bl.a. fungerer som markedsskabere mellem finansielle institutioner. Fed har også gennemført tiltag til at understøtte markedet for amerikanske pengemarkedsfonde, som køber en del commercial papers. Det kan i samspil med Fed's egne opkøb understøtte vilkårene for udstedelse af commercial papers, som er en vigtig kilde til finansiering for flere virksomheder.

ECB har også introduceret en række tiltag til at understøtte likviditeten i det finansielle system, bl.a. nye langfristede markedsoperationer på favorable vilkår via *Pandemic Emergency Longer-Term Refinancing Operation* (PELTRO). Lånepro-

¹ Fed bruger bl.a. deres Discount Window til at låne ud til de pengepolitiske modparter for at sikre, at de har tilstrækkelig likviditet.

grammet består af ubegrænsede likviditetstiladelinger frem til 3. kvartal 2021 med en løbetid på 8-16 måneder og en variabel rente på p.t. -0,25 pct.

I Sverige har Riksbanken lavet ekstraordinære ugentlige markedsoperationer med ubegrænsede lån med en løbetid på 3 måneder til en rente 0,2 procentpoint over reporenten. Samtidig har bankerne haft mulighed for at låne på mere attraktive vilkår, bl.a. en lavere rente, via eksisterende stående lånefaciliteter.

Danmarks Nationalbank har ligeledes introduceret en ekstraordinær udlånsfacilitet for midlertidigt at øge de pengepolitiske modparter adgang til længere finansiering. Lånene har en løbetid på 3 måneder og en variabel rente, som p.t. er -0,35 pct.

Program for virksomhedslån via bankerne

Der er flere eksempler på, at centralbankernes tildeling af likviditet til finansielle institutioner direkte er betinget af, at de øger deres udlån. Det betegnes "funding for lending" og indebærer, at en pengepolitisk modpart får adgang til finansiering på fordelagtige vilkår mod, at den kan dokumentere et øget udlån til fx virksomheder. Hermed har centralbanken mulighed for at målrette sine tiltag mod fx små og mellemstore virksomheder. Det kan være særlig relevant for økonomier som de europæiske, hvor bankfinansiering spiller en afgørende rolle. Der er også eksempler på, at centralbanken opkøber særlige lån, som bankerne har udstedt til virksomheder. Det er fx sket i USA, hvor Fed har introduceret det såkaldte Main Street-låneprogram, som er nærmere beskrevet i boks 1.

ECB har bl.a. nedsat renten på sine målrettede langfristede markedsoperationer (TLTRO III) til mellem -0,5 og -1 pct. frem til juni 2021. Det er en form for "funding for lending"-program, hvor det beløb, som bankerne kan låne, er knyttet til deres egne udlån til virksomheder og hushold-

ninger ekskl. boliglån. Incitamentet til at videreudlåne beløbet forstærkes af, at prisen på låne- ne falder, når bankernes udlån øges.

I Sverige har Riksbanken også gennemført et lignende tiltag til at styrke bankernes udlån. Konkret har man tilbudt bankerne lån for op til 500 mia. svenske kroner (knap 10 pct. af BNP) mod et øget udlån til især små og mellemstore virksomheder. Lånene har en løbetid på 2 år og tildeles til en variabel rente på aktuelt 0 pct. De pengepolitiske modparter skal til gengæld som udgangspunkt fastholde deres nuværende omfang af udlån til virksomheder. Riksbanken har meddelt, at låneomkostningerne kan stige med op til 0,2 procentpoint, hvis dette ikke opfyldes. Umiddelbart efter introduktionen af låneprogrammet udvidede Riksbanken midlertidigt kredsen af pengepolitiske modparter til samtlige institutioner, der er under tilsyn af det svenske finanstilsyn. Det blev bl.a. motiveret af et ønske om, at lånene nåede ud til flere virksomheder.

Ændring i sikkerhedsstillelse

Når centralbanker låner ud til banker sker det normalt mod sikkerhed i et finansielt aktiv med høj kreditværdighed, som kan overtages, hvis lånet ikke betales tilbage. Efter udbruddet af covid-19 har nogle centralbanker lempet kravene til kvaliteten af den sikkerhed, som de pengepolitiske modparter stiller ved tildeling af lån. Det er bl.a. sket for at undgå en situation, hvor bankerne har en akut mangel på de aktiver, som er egnet som sikkerhed, og derfor skaber en negativ prisspiral med frasalgs af andre aktiver.

ECB har gennemført en midlertidig fastfrysning af kreditvurderingen på de aktiver, som anvendes til sikkerhed, således at alle berettigede aktiver pr. 7. april forbliver berettigede, selv om kreditvurderingen eventuelt nedjusteres, dog forudsat at kreditvurderingen stadig er over et vist niveau. ECB har endvidere reduceret nedskrivningen af værdien ("haircut") på aktiver

anvendt som sikkerhed, og den vil nu også acceptere bl.a. græsk statsgæld og visse fordringer relateret til finansiering af virksomheder som pant.

I Sverige har Riksbanken midlertidigt lempet på kravene til sikkerhed ved at fjerne eksisterende begrænsninger på brugen af realkreditobligationer som sikkerhed. Det sker med henblik på at sikre et velfungerende realkreditmarked og betyder bl.a., at de pengepolitiske modparter nu kan stille al deres sikkerhed via realkreditobligationer, hvor det tidligere var begrænset til 80 pct. af deres samlede sikkerhed. Desuden er der ikke længere en begrænsning på, hvor stor en andel af de enkelte realkreditudstedelser, som må anvendes som sikkerhed.

Lån i dollar via swapaftale med Fed

Den amerikanske dollar bruges verden over til handel, betalinger samt finansiering af investeringer og lån. Banker uden for USA har imidlertid ikke den samme nemme adgang til dollarlikviditet som de amerikanske, bl.a. fordi de ikke kan låne direkte af Fed, og derfor i højere grad er nødt til at købe dollar i valutamarkedet. Efter udbruddet af covid-19 kom der i marts pres på markedet for dollarlikviditet, da den finansielle uro skabte stor efterspørgsel efter sikre valutaer. Det kom bl.a. til udtryk ved, at valutaswapspændet mellem dollar og andre ledende valutaer, som måler dollarprisen i valutamarkedet relativt til det amerikanske pengemarked, steg til det højeste niveau siden finanskrisen.

Federal Reserve har derfor indgået aftaler med flere centralbanker, herunder bl.a. ECB, Riksbanken og Danmarks Nationalbank om etablering af en gensidig valutaaftale (swapplinje) for at skabe bedre adgang til likviditet i dollar. En swapplinje er grundlæggende en aftale mellem to centralbanker om at udveksle valuta. Fx kan ECB låne dollar af Fed mod sikkerhed i euro. Det sikrer, at bankerne i euroområdet via ECB kan få adgang til dollarlikviditet.

ECB har tilbudt ugentlige tildelinger af dollarlikviditet til en mere attraktiv pris end tidligere og etableret gensidige valutaaftaler (swapplinjer) med udvalgte EU-lande, bl.a. Danmark, for at sikre adgang til eurolikviditet hos de finansielle institutioner.

I Sverige har Riksbanken desuden tilbudt dollarlån med en løbetid på 3 måneder mod sikkerhed til de pengepolitiske modparter for op til 60 mia. dollar frem til september 2020.

Fed's ekstraordinære likviditets- og lånetiltag efter udbruddet af covid-19 (del 1)

Boks 1

Federal Reserve har efter udbruddet af covid-19 introduceret en række ekstraordinære likviditets- og lånefaciliteter med henblik på at understøtte kreditgivning og sikre velfungerende finansielle markeder.¹ De forskellige tiltag virker i høj grad komplementært til hinanden, men kan overordnet inddeles i to grupper efter deres formål: Den ene del har til hensigt at stabilisere de finansielle markeder for korte gældsinstrumenter, mens den anden del understøtter kreditgivningen mere direkte. Et fællestræk ved flere af tiltagene uafhængigt af deres formål er, at de indeholder et solvensaspekt som følge af risiko for tab på lån og opkøb. Det giver et overlap mellem penge- og finanspolitik, da finansministeriet har påtaget sig en stor del af kreditrisikoen forbundet med Fed's tiltag. Derudover har tidligere erfaringer spillet en rolle for udformningen af tiltagene, da flere af dem er inspireret af tiltag, som blev iværksat under finanskrisen i 2008.

Under den finansielle uro i midten af marts søgte investorerne mod mere sikre og likvide aktiver, hvilket gav et pres på andre dele af det finansielle system, bl.a. markedet for commercial papers (CP), som fx bruges af virksomheder til at styre deres likviditetsbehov. Flere virksomheder kunne ikke udstede CP med en løbetid på mere end en uge og stod dermed over for en øget refinansieringsrisiko. En del af dette skyldes, at flere investorer begyndte at trække sig ud af amerikanske pengemarkedsfonde, som typisk køber CP og andre korte gældsinstrumenter. Fed besluttede derfor at dæmpe markedsuroen ved at introducere en første gruppe af låne- og likviditetstiltag:

- **Commercial Paper Funding Facility:** Fed annoncerede d. 17. marts, at den frem til marts 2021 i samarbejde med finansministeriet køber CP med en løbetid på 3 måneder. Opkøbene foretages igennem en Special Purpose Vehicle (SPV) finansieret af lån fra Fed og et kapitalindskud fra finansministeriet på 10 mia. dollar. Formålet med kapitalindskuddet er at beskytte Fed mod en kreditrisiko, som så i stedet tilfalder staten. Der er under programmet købt aktiver for 4,2 mia. dollar pr. 14. maj.
- **Money Market Mutual Fund Liquidity Facility:** Fed annoncerede d. 18. marts, at den frem til september 2020 tilbyder lån til finansielle institutioner mod sikkerhed i visse aktiver med høj kreditværdighed købt af pengemarkedsfonde. Formålet er at hjælpe pengemarkedsfondene med at imødekomme en øget efterspørgsel efter indfrielse. Lånets løbetid modsvarer løbetiden på det købte aktiv, som stilles i sikkerhed, dog maksimalt 12 måneder. Prisen på lånet afhænger bl.a. også af det aktiv, som stilles i sikkerhed. Finansministeriet stiller en garanti på 10 mia. dollar for at dække evt. kredittab, dvs. staten påtager sig en del af risikoen. Der er under programmet lånt ud for 39,4 mia. dollar pr. 14. maj.
- **Primary Dealer Credit Facility:** Fed annoncerede d. 17. marts, at den i mindst 6 måneder tilbyder lån til primary dealers med en løbetid på op til 90 dage mod sikkerhed i en bred vifte af aktiver med høj kreditværdighed, inkl. aktier. Primary dealers fungerer bl.a. som markedsskabere på de finansielle markeder og hjælper således med at sikre likviditet i handlen med værdipapirer. Baggrunden for lånefaciliteten er bl.a., at likviditeten i ellers normalt likvide markeder, fx statsobligationer, blev forværret i marts. Hensigten med lånene er at sikre tilstrækkelig likviditet blandt primary dealers og derigennem understøtte velfungerende finansielle markeder. Omfanget af lån under programmet nåede d. 15. april op på 35 mia. dollar, men er siden faldet tilbage til 9,3 mia. dollar pr. 14. maj.

Fortsættes på næste side

¹ Fed har ud over tiltagene i denne boks også nedsat federal funds rate med 150 basispoint til 0,0-0,25 pct. Desuden har den gennemført store repo-auktioner for at understøtte likviditeten i pengemarkedet, lempet reservekrav til bankerne og tilladt bankerne at låne fra deres Discount Window til en lavere rente og en løbetid op til 90 dage.

Fed's ekstraordinære likviditets- og lånetiltag efter udbruddet af covid-19 (del 2)

Boks 1

Fortsat fra forrige side

I takt med den øgede spredning af covid-19 blev markederne for gældspapirer med længere løbetid også påvirket af finansiell uro, bl.a. steg rentespændet på virksomhedsobligationer og asset-backed securities (ABS). Derudover begyndte udstedelsen af ny gæld at aftage, hvilket indebar en risiko for, at kreditgivning via kapitalmarkedet til husholdninger og virksomheder ville blive negativt påvirket. Flere små og mellemstore virksomheder, som typisk afhænger af bankfinansiering, stod desuden over for et akut likviditetsbehov, da deres omsætning var kraftigt reduceret eller helt faldet bort. Fed iværksatte på den baggrund en anden gruppe af tiltag for at understøtte kreditgivningen:

- **Term Asset Backed Securities Loan Facility:** Fed annoncerede d. 23. marts, at den frem til september 2020 tilbyder lån for samlet 100 mia. dollar med en løbetid på 3 år til ejere af nyudstedte ABS¹ med høj kreditværdighed. Hensigten med lånefaciliteten er at støtte kreditgivningen ved at facilitere udstedelsen af ABS'er, som nu alt andet lige er mere attraktive at købe som følge af adgangen til lånefaciliteten. Konkret udstedes lånene via en SPV, som finansieres af Fed og har et kapitalindskud på 10 mia. dollar fra finansministeriet. Det indebærer, at kreditrisikoen især tilfalder staten.
- **Primary and Secondary Market Corporate Credit Facility:** Fed annoncerede d. 23. marts, at den frem til september 2020 opkøber virksomhedslån, virksomhedsobligationer med høj kreditværdighed og Exchange Traded Fund (ETF)² baseret på virksomhedsobligationer. Det skal bidrage til, at større virksomheder kan opnå finansiering på kapitalmarkedet. Købene sker både på det primære og sekundære marked og omfatter bl.a. "faldende engle", dvs. virksomheder, som er gået fra en høj kreditværdighed før udbruddet af covid-19 til en lavere. Desuden vil Fed i et begrænset omfang også købe ETF'er, som investerer i højrente obligationer, for at undgå et usædvanligt stort rentespænd mellem virksomhedsobligationer med høj og lav kreditværdighed. Den samlede ramme for opkøbene er 750 mia. dollar. I praksis foretages de via en SPV finansieret af lån fra Fed og et kapitalindskud fra finansministeriet på 75 mia. dollar.
- **Paycheck Protection Liquidity Facility:** Fed annoncerede d. 6. april, at den frem til september 2020 tilbyder lån til finansielle institutioner, som udsteder lån til små og mellemstore virksomheder som en del af regeringens Paycheck Protection Program (PPP), jf. afsnit om "Finanspolitiske tiltag til at støtte likviditet". Det sker bl.a. for at forstærke effekten af PPP-programmet. Størrelsen og løbetiden på lånene i lånefaciliteten modsvarer det PPP-lån, som stilles som sikkerhed. Der er under programmet lånt ud for 29,2 mia. dollar pr. 6. maj.
- **Municipal Liquidity Facility:** Fed annoncerede d. 9. april, at den frem til december 2020 opkøber en række gældsinstrumenter udstedt af delstater, kommuner og byer for op til 500 mia. dollar. Formålet er at hjælpe offentlige myndigheder med at undgå pres på deres likviditet som følge af stigende udgifter og udsudte skattebetalinger efter udbruddet af covid-19. Samtidig var renten på gældspapirer udstedt af lokale offentlige myndigheder (municipal bonds) steget under den finansielle uro i marts. Det betød, at det var blevet vanskeligere for lokale offentlige myndigheder at imødekomme deres finansieringsbehov via kapitalmarkedet. Opkøbene foretages via en SPV, hvor finansministeriet indskyder egenkapital for 35 mia. dollar for at beskytte Fed mod kredittab.
- **Main Street Lending Program:** Fed annoncerede d. 9. april, at den frem til september 2020 opkøber nye særlige "Main Street" lån for op til 600 mia. dollar for at understøtte långivning til små og mellemstore virksomheder, som var finansielt levedygtige³ før udbruddet af covid-19. Formålet med låneprogrammet er bl.a. at hjælpe de små og mellemstore virksomheder, som ikke har haft tilstrækkelig adgang til regeringens låneprogram (Paycheck Protection Program, PPP). Lånene, som er rente- og afdragsfrie det første år, har en løbetid på 5 år og tilbydes til virksomheder med under 15.000 ansatte eller en omsætning på under 5 mia. dollar. Bankerne, som udsteder Main Street lånene til virksomhederne, skal selv beholde en andel på 5 pct. af lånet, mens resten sælges videre til en SPV etableret af Fed. Dermed har bankerne et incitament til at foretage en passende kreditvurdering. Finansministeriet bidrager med et kapitalindskud på 75 mia. dollar i SPV'en for at beskytte Fed mod kreditrisiko. De virksomheder, som modtager et Main Street lån, skal bestræbe sig på at bevare deres ansatte og kan blive underlagt restriktioner på løn, aktietilbagekøb og dividender. I modsætning til regeringens Paycheck Protection Program så kan Main Street lånene dog ikke eftergives, selv om en virksomhed bevarer sine ansatte.

Kilde: Federal Reserve.

¹ En ABS er et værdipapir, hvis betalingsstrøm er baseret på en pool af underliggende aktiver, og de bruges fx til at finansiere studie-, bil- eller kreditkortlån i USA.

² En ETF er en investeringsfond, som handles på en børs og investerer i en underliggende portefølje af værdipapirer.

³ Vurderingen af, om en virksomhed var finansielt levedygtig før udbruddet af covid-19, er bl.a. baseret på bankernes tidligere interne risikoratings af virksomheden.

Finanspolitiske tiltag til at støtte likviditet

Ud over de pengepolitiske tiltag har en lang række lande også annonceret exceptionelt store finanspolitiske tiltag til at understøtte adgangen til likviditet. Det drejer sig især om udskudte skattebetalinger samt offentlige garantier på bankudlån og låneprogrammer via statslige finansielle institutioner rettet mod fx små og mellemstore virksomheder, jf. figur 4. Disse tiltag kan virke komplementært til de pengepolitiske tiltag, da de bl.a. er rettet mod små og mellemstore virksomheder, som i mindre grad finansierer sig via kapitalmarkeder og dermed ikke får direkte gavn af fx centralbankernes opkøb af virksomhedsobligationer.

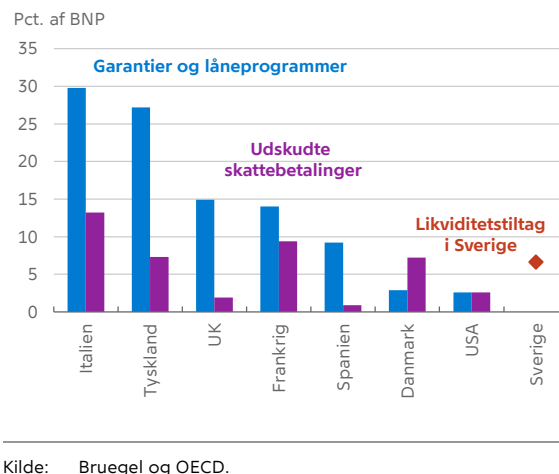
Lån og garantier

Formålet med lån og garantier er især at opretholde virksomhedernes adgang til kredit under krisen og derigennem mindske tilbageslaget. Et gennemgående træk for flere af låne- og garantiordningerne på tværs af lande er, at de ofte er forankret i en eksisterende udviklingsbank eller statslig finansiell institution, jf. tabel 2 på side 12. Det har den fordel, at operationel viden og relationer med virksomhederne allerede er etableret, og derfor lettere kan skaleres. For at opnå den ønskede effekt af låne- og garanti-programmerne er det derudover nødvendigt, at prisen og de øvrige vilkår tilskynder virksomheder til at indgå lånene og bruge midlerne på det tilsigtede formål, fx fastholdelse af medarbejdere.

Statens finanser bliver ikke direkte påvirket af garantier, så længe låntageren forbliver solvent, fordi der kun trækkes på garantierne, hvis lånet misligholdes. Dermed er effekten på de offentlige budgetter begrænset på kort sigt, men den kan stige efterfølgende.

Omfattende finanspolitiske tiltag og garantier til at understøtte likviditet

Figur 4



Kilde: Bruegel og OECD.

I USA har regeringen som en del af sit Paycheck Protection Program oprettet et låne- og tilskudsprogram på 670 mia. dollar (3,1 pct. af BNP) til små og mellemstore virksomheder. Lånet giver virksomhederne incitament til at opretholde beskæftigelsen, da det efterfølgende eftergives, hvis ingen medarbejdere afskediges i 8 uger, og det bruges til at betale løn, husleje eller forsyningsafgifter. Låneprogrammet løber frem til juni 2020, hvor virksomhederne kan låne op til 10 mia. dollar til en rente på 1 pct. og med en løbetid på 2 år og uden afdrag de første 6 måneder. I praksis udlånes midlerne af private finansielle institutioner med en garanti fra Small Business Administration, et regeringsagentur, som i forvejen yder støtte til iværksættere og mindre virksomheder.

Det amerikanske Paycheck Protection Program er et eksempel på et likviditetstiltag, hvor der er et direkte samspil mellem finans- og pengepolitik. Federal Reserve har fx etableret en særlig lånefacilitet til finansielle institutioner (Paycheck Protection Protection Liquidity Facility), hvor de kan bruge lån udstedt til de små og mellemstore virksomheder som sikkerhed på fordelagtige vilkår. Ud over låneprogrammet til de små og mellemstore virksomheder har den føderale regering afsat yderligere ca. 500 mia. dollar (2,3

pct. af BNP) til lån og garantier til hårdtramte sektorer, herunder øremærkede midler til luftfart.

I Tyskland er der gennemført likviditetsfremmende tiltag via lån fra statsbanken Kreditanstalt für Wiederaufbau (KfW) og oprettelsen af en særlig økonomisk stabiliseringsfond (Wirtschaftsstabilisierungsfonds, WSF).²

Det særlige låne- og garantiprogram under statsbanken KfW stiller lån til rådighed til tyske virksomheder frem til udgangen af 2020 i et ubegrænset omfang. Den udvidede lånekapacitet er muliggjort ved, at den tyske stat har øget sin garanti til KfW med 357 mia. euro til 822 mia. euro (24 pct. af BNP). Der er delvist tale om en udvidelse af eksisterende låneprogrammer med mere fordelagtige lånevilkår og større risikotagning for statsbanken end normalt. Renten på lånene er fx ikke længere risikobaseret ud fra kreditværdighed og sikkerhed. KfW vil derudover fx også påtage sig en større andel af tabene på de lån, som den ønsker at formidle via private banker. Det betyder bl.a., at KfW nu tager 90 pct. af risikoen på lån til små og mellemstore virksomheder mod maksimalt 50 pct. tidligere. Endelig vil KfW foretage en mindre omfattende risikovurdering på lån under 10 mio. euro for at sikre en hurtigere ansøgningsprocedure.

Den økonomiske stabiliseringsfond på 600 mia. euro (17 pct. af BNP) har til formål at støtte virksomheder med mere end 250 ansatte. Den indeholder 400 mia. euro til garantier for udstedt virksomhedsgæld til at sikre likviditet og finansiering via kapitalmarkedet samt 100 mia. euro til refinansiering af virksomhedslån hos KfW. Derudover er der afsat 100 mia. euro til rekapitaliseringer og opkøb af statslige ejeraandele i virksomheder. Denne del af fonden har karakter af støtte til solvens og er ikke et egent-

ligt likviditetsfremmende tiltag. Den økonomiske stabiliseringsfond har endvidere mulighed for at støtte mindre virksomheder, som er ansvarlige for kritisk infrastruktur. I tilfælde af en investering vil der være parlamentarisk kontrol med brugen af midlerne, og fonden kan bl.a. stille krav til udbyttebetalinger og lønninger.

I Sverige er virksomheders adgang til likviditet understøttet af bl.a. en statslig garanti på 70 pct. af nye bankudlån op til 75 mio. svenske kroner til små og mellemstore virksomheder i finansielle vanskeligheder på grund af covid-19. Lånene ydes via en privat bank, som indgår en garantiaftale med den svenske statsgældsforvaltning, hvorefter banken er ansvarlig for kreditvurdering. Prisen på lånene fastsættes selvstændigt af den private bank ud fra kreditrisikoen under hensyn til den statslige garanti.

Derudover er adgangen til likviditet blandt de eksporterende svenske virksomheder styrket via en stigning i lånekapaciteten hos Svensk Exportkredit til 200 mia. svenske kroner (4 pct. af BNP) fra 125 mia. samt en højere ramme for kreditgarantier i Exportkreditnåhmen (EKN) på 500 mia. svenske kroner (10 pct. af BNP) mod tidligere 450 mia. Dertil kommer, at Almi, som bl.a. tilbyder risikovillig kapital til små og mellemstore virksomheder, har modtaget et kapitalindskud på 3 mia. for at kunne imødekomme et øget behov.

² Små virksomheder med under 10 ansatte har fået adgang til tilskud via en ordning kaldet øjeblikkelig nødhjælp (Schnellkredit), jf. afsnittet "Finanspolitiske tiltag målrettet erhvervslivet".

Oversigt over udvalgte låne- og garantiprogrammer rettet mod virksomheder

Tabel 2

	Målgruppe	Lånestørrelse	Lånevilkår	Låneramme
 USA <i>Paycheck Protection Program</i>	Virksomheder med under 500 ansatte. Større virksomheder kan ansøge, hvis de opfylder visse kriterier. Lånene formidles af banker støttet af garanti fra Small Business Administration.	Der kan som udgangspunkt lånes 2,5 gange de månedlige lønomkostninger op til maksimalt 10 mio. dollar.	Løbetid på 2 år til rente på 1 pct. Ingen afdrag de første 6 måneder. Lånet kan eftergives, hvis medarbejdere fastholdes eller hurtigt genansættes, og lønnen ikke sættes ned.	670 mia. dollar eller 3,1 pct. af BNP frem til juni 2020.
 USA <i>Main Street Lending Program¹</i>	Virksomheder med mindre end 15.000 ansatte eller en omsætning under 5 mia. dollar. Lånet formidles via banker, hvorefter Fed køber 95 pct. af lånet, og banken beholder 5 pct.	Der kan lånes fra 250.000 og op til 300 mio. dollar.	Løbetid på 5 år med variabel rente på LIBOR + 300 basispoint. Ingen rentebetalinger det første år og ingen afdrag de to første år. Modtagere af lånet skal bestræbe sig på at fastholde sine ansatte, men lånet kan ikke eftergives, selv om det opfyldes. Der kan være restriktioner på bl.a. løn, dividende og aktietilbagekøb.	600 mia. dollar eller 2,8 pct. af BNP.
 Tyskland <i>Særligt KfW låneprogram i 2020</i>	Vifte af låneprogrammer rettet mod både store og små virksomheder. Lånene formidles via banker støttet af KfW garanti. KfW har også mulighed for at deltage direkte i syndikerede låneudstedelser fra større virksomheder.	Op til 100 mio. euro pr. virksomhed. Lånebeløbet begrænses dog til enten 25 pct. af omsætningen, 200 pct. af lønudgifterne, finansieringsbehovet de næste 12-18 måneder eller 50 pct. af virksomhedens samlede gæld. Mellemstore virksomheder med overskud i 2019 har også adgang til et særligt hurtig-lån på tre måneders omsætning op til 800.000 euro.	Løbetid på op til 5 år med subsidierede renter, som er lavere for små og mellemstore virksomheder end for større. KfW tager 80-90 pct. af risikoen på lånet mod maksimalt 50 pct. før covid-19. Mindre omfattende risikovurdering på lån under 10 mia. euro for at sikre en hurtig ansøgningsprocedure. På det særlige hurtig-lån stiller KfW en garanti på 100 pct., og der foretages ikke en risikovurdering. Renten er 3 pct.	Ubegrænset
 Sverige <i>Garanti på bankudlån via Riksgälden</i>	Små og mellemstore virksomheder med under 250 ansatte, hvis økonomiske situation er negativt påvirket af covid-19, men som ellers er levedygtige. Programmet løber frem til 30. september 2020.	Øvre grænse på 75 mio. svenske kroner pr. låntager.	Staten garanterer 70 pct. af de nye lån, som bankerne giver til virksomheder mod et risikobaseret gebyr. Garantien gælder i 3 år. Prisen på lånet skal afspejle den lavere risiko pga. garantien, og rentebetalinger kan udskydes i 12 mdr.	---
 Danmark <i>Garanti på bankudlån via Vækstfonden</i>	To separate låneprogrammer rettet mod hhv. store samt små og mellemstore virksomheder, som har et omsætningstab på minimum 30 pct. pga. covid-19.	Det maksimale lånebeløb er omsætningstab fra marts-september, dog ikke mere end likviditetsbehovet de næste 12-18 mdr., det dobbelte af lønudgifterne eller 25 pct. af omsætningen.	Garantien dækker mod et gebyr 70 pct. af tabet hos de banker, som formidler lånet. Bankerne fastsætter prisen på lånene, men den forventes at afspejle garantien. Garantierne har en løbetid på op til 6-7 år afhængigt af virksomhedens størrelse.	Samlet 50 mia. danske kroner eller 2,2 pct. af BNP.

Kilde: US Treasury, Small Business Administration, Fed, KfW, Bundesministerium für Wirtschaft und Energie, BIS, Riksgälden og Vækstfonden.

¹ Se boks 1 om Fed's tiltag for en nærmere beskrivelse af Main Street Lending Program.

Udskudte skattebetalinger

Ud over omfattende låne- og garantiordninger har flere lande givet likviditetsstøtte ved at udskyde skattebetalinger til det offentlige. I USA fik virksomhederne med vedtagelsen af CARES Act fx mulighed for at udskyde indbetalingen af indkomstskatter for 2020 til 2021. I Tyskland kan virksomhederne tilpasse forudbetalte skatter til en lavere forventet indtægt i 2020, og skattemyndighederne kan vælge at give virksomhederne lov til at udskyde indbetalinger, hvis de vurderer, at de ellers ville føre til betydelige finansielle trængsler. I Sverige har man ligeledes givet virksomhederne mulighed for at udskyde indbetalingen af maksimalt tre måneders moms, sociale bidrag og indkomstskat i et år. Ifølge IMF blev der udskudt skatter for 27 mia. svenske kroner i en lignende ordning under finanskrisen. Hvis det aktuelt udnyttes fuldt ud af alle virksomheder, kan beløbet udgøre 315 mia. svenske kroner, dvs. mere end ti gange så meget.

Finansielle reguleringstiltag til at støtte likviditet

Parallelt til de ovennævnte likviditetsstøttende penge- og finanspolitiske tiltag er der verden over gjort brug af den fleksibilitet, som er indbygget i den finansielle regulering for at sikre, at banker kontinuerligt tilfører likviditet til virksomheder og husholdninger.

Hos Baselkomiteen, EU-myndigheder og nationale myndigheder er der generel konsensus om, at mulighederne for at give bankerne luft skal benyttes i den aktuelle covid-19-krise, herunder at der kan trækkes på de såkaldte kapitalbuffere.

Bankerne har generelt et bedre udgangspunkt i dag end før finanskrisen for at kunne fortsætte

med at operere og udfylde rollen som formidler af likviditet til samfundsøkonomien uden selv at komme under pres. Bl.a. som følge af skærpsen af kapitalkravene i Basel III pakken, herunder ikke mindst indførelsen af kapitalbufferkrav, er bankerne væsentligt mere velpolstrede, end de var forud for finanskrisen. I EU udgjorde bankernes egentlige kernekapitalprocent ved udgangen af 2019 ca. 15 pct. i gennemsnit, mod 9 pct. i 2009. Federal Reserve angiver, at bankerne i USA har mere end fordoblet deres egenkapital i de seneste 10 år.

Hensigten med bufferkrav er, at de skal fungere som en stødpude i bankerne i nedgangstider. Overskridelse af et bufferkrav medfører, at tilsynet med banken skærpes, og at banken ikke må udbetale udbytte og bonus. Men det har ikke konsekvenser for tilladelsen til fortsat at drive bankvirksomhed (som en egentlig insolvens har det).

I lande som Danmark og Sverige, hvor man forud for covid-19-udbruddet havde opbygget kontracykliske kapitalbuffere (2,5 pct. i Sverige, 1 pct. i Danmark med annonceret stigning til 2 pct.), er disse nu blevet frigivet, dvs. nedsat til nul. Hermed har man forøget kreditinstitutternes udlånskapacitet.

Den kontracykliske kapitalbuffer er en del af den makroprudentielle værktøjskasse, som er national kompetence, også i EU. Kun ganske få eurolande (og medlemmer af bankunionen) har kunnet drage fordel af at have opbygget en kontracyklisk buffer før covid-19-udbruddet. Frankrig og Tyskland havde gjort det, men på et meget beskedent niveau, 0,25 pct. Disse er nu også frigivet. Blandt de EU-lande, der ikke havde nogen kontracyklisk buffer, har nogle valgt at nedsætte andre buffer, jf. tabel 3.

Lempelser af kapitalbuffer-krav i EU/EØS marts-maj 2020

Tabel 3

	Kontracyklisk buffer	Systemisk buffer	SIFI-buffer
BE	x		
BG	x		
CZ	x		
DE	x		
DK	x		
FR	x		
IE	x	x	
IS	x		
LT	x		
NO	x		
SE	x		
EE		x	
FI		x	x
HU		x	x
NL		x	x
PL		x	
	=instrumenter aktiveret		
x	=instrument lempet/frigivet		
	=ikke aktiveret		

Kilde: European Systemic Risk Board.

Hertil kommer, at tilsynsmyndigheden i ECB i marts meldte ud, at den midlertidigt vil tillade bankerne under tilsynsmyndighedens direkte tilsyn at operere under den såkaldte kapitalbevaringsbuffer. Det medfører, at bankerne midlertidigt kan undlade at opfylde dette ekstra kapitalkrav på 2,5 pct. (egentlig kernekapital i forhold til risikovægtede aktiver). ECB tillader desuden, at bankerne midlertidigt ikke opfylder det såkaldte "søjle 2 guidance"-krav (kaldet P2G). Dette er en ekstra buffer, som fastsættes individuelt for bankerne med udgangspunkt i, hvor meget egenkapital banken skal have for at klare det hårde scenario i en stresstest. I gennemsnit udgør P2G-buffere for bankerne under ECB's tilsyn 1,5 pct. (egentlig kernekapital i forhold til risikovægtede aktiver).

Samlet set tillader ECB således midlertidigt, at bankerne kommer op til i gennemsnit 4 pct. (af risikovægtede aktiver) under det normale krav til egentlig kernekapital, hvilket giver bankerne snor til at fortsætte likviditetstilførslen til virksomheder og husholdninger i den aktuelle krise. Der er imidlertid ikke – som med frigivelsen af den modcykliske buffer – tale om en egentlig ophævelse af bufferkravene.

ECB har desuden fremskyndet en lempelse af kapitalkravet, som først skulle være kommet i 2021. Lempelsen indebærer, at det såkaldte "søjle 2-krav" i højere grad kan opfyldes med kapital af lavere kvalitet end egentlig kernekapital. Lempelsen estimeres af EBA at mindske kravet til egentlig kernekapital med 0,3 pct. af de risikovægtede aktiver (EU-gennemsnit).

I USA har Federal Reserve udsendt en generel opfordring til bankerne om at "bruge" deres buffere til at fortsætte med at låne ud. USA har ikke haft indført en kontracyklisk buffer.

Den globale åbning for brug af kapitalbuffere skal ses i sammenhæng med den udbredte opfordring fra myndighederne til bankerne om ikke at udbetale udbytter eller tilbagekøbe aktier, jf. tabel 4.

Finansielle reguleringstiltag

Tabel 4

	 USA	 Euroområdet	 Sverige	 Danmark
Frigivelse af modcyklisk kapitalbuffer	---	Hvor muligt (få lande)	Fra 2,5 pct. til 0	Fra 1 pct. til 0
Brug af kapital- og likviditetsbuffer	Opfordring	Tilladelse (kapitalbevaringsbuffer, P2G, likviditet)	Tilladelse for likviditet	---
Lempelse af gearingskrav	Midlertidig udeladelse af statsobligationer og centralbankmellemværender ved opgørelse af eksponeringer	---	---	---
Stop for betaling af udbytter og tilbagekøb af aktier	Frivillig aftale om udsættelse af aktietilbagekøb	Opfordring	Opfordring	Opfordring

Anm.: I EU træder gearingskravet først i kraft som bindende krav medio 2021. Foruden de nævnte tiltag er der overalt indført midlertidige lempelser af rapporteringskrav mv. I en række lande er der også indført midlertidig afdragsfrihed på lån via lovgivning eller brancheaftaler.

Kilde: Federal Reserve, ECB, Finansinspektionen og Finanstilsynet.

Det væsentligste tiltag i USA i relation til bankernes kapital er en midlertidig lempelse af gearingskravet. Kravet, som også er en del af Basel III-pakken, og som først indføres i EU medio 2021, tilsiger, at bankernes kernekapital skal udgøre mindst 3 pct. af bankens samlede ikke-risikovægtede eksponeringer. I USA er kravet indført for store banker, og for de største bankgrupper (holdingselskaber) er gearingskravet skærpet til 5 pct. Den aktuelle lempelse består i, at statsobligationer og centralbankmellemværender midlertidigt ikke tælles med ved opgørelsen af de samlede eksponeringer for holdingselskaber (som er underlagt det skærpede krav). Målet er at undgå, at pengepolitiske operationer i den aktuelle turbulente periode får effekt på bankernes udlånskapacitet gennem virkningen på gearingsgraden.

Tiltagene vedrørende kapital er globalt blevet ledsaget af signaler om generel tilsynsmæssig "fleksibilitet" samt en række midlertidige lempelser af tilsynsmæssige krav til rapportering, herunder udsættelser af deadlines mv., for at

lette den operationelle byrde på bankerne. Implementering af nye krav, fx gulvkravet³, som indgår i den sidste del af Basel III-reformen, er udsat et år. EBA's stresstest er ligeledes udsat med et år.

Ovennævnte tiltag sigter i første omgang mod at holde gang i bankernes udlån. Et andet spørgsmål er så, om bankerne er tilstrækkeligt velpolstrede til at klare følgerne af den aktuelle økonomiske tilbagegang. EBA har beregnet, at bankerne i EU i gennemsnit ved udgangen af 2019 havde en kapitaloverdækning på 4 procentpoint (forskul på faktisk kapital og krævet kapital, målt i forhold til risikovægtede aktiver).⁴ Tiltag såsom frigivelsen af kontracyklisk buffer og det lempede søjle 2-krav, samt tilbageholdelsen af udbyttebetalinger, forbedrer overdækningen med ca. 1 procentpoint til 5. Dette

³ Guldkravet begrænser den rabat, banker kan opnå på deres kapitalkrav ved at anvende egne, interne risikomodeller i opgørelsen.

⁴ European Banking Authority 25 May 2020: The EU Banking Sector: First insight into the Covid-19 Impacts, Thematic Note EBA/REP/2020/17. Analysen omfatter systemiske kreditinstitutter i EU.

er, hvad de systemiske banker i gennemsnit har til tabsabsorbering i den aktuelle økonomiske nedgangstid. Hertil kommer midlertidige muligheder for overskridelse af bufferkrav, som EBA ikke tæller med som overdækning.

Med udgangspunkt i en beregning baseret på en forenklet opdatering af EBA's 2018-stresstest (idet 2020-stresstesten som nævnt er udsat) estimerer EBA, at et covid-19 scenario vil påføre EU-banker tab på i gennemsnit 3,8 pct. af de risikovægtede aktiver. Ud fra en gennemsnitsbetragtning vurderer EBA således, at der vil være tilstrækkelig overdækning til både at absorbere tab i den økonomiske nedgang og sikre en fortsat udlånsvækst af en vis volumen. Dette udelukker naturligvis ikke, at der kan være individuelle tilfælde med banker, som bliver nødlidende. Der er også nationale forskelle på kapaciteten til tabsabsorbering i de største banker.⁵

Direkte finanspolitiske tiltag har understøttet økonomien under covid-19-krisen

De direkte finanspolitiske tiltag i hjælpepakkerne har været historisk store, men er ikke desto mindre blevet gennemført på meget kort tid. Det har i kombination med de førnævnte pengepolitiske tiltag bidraget til at understøtte beskæftigelse og efterspørgsel under nedlukningen. Størrelserne og sammensætningen af tiltag har imidlertid varieret. Det skyldes bl.a. forskelle på, i hvor høj grad landene har været lukket ned og landespecifikke forskelle i det sociale sikkerhedsnet. Derudover er der stor forskel på størrelsen af det finanspolitiske råderum på tværs af lande.

Tabel 5 på side 20 giver et overblik over nogle af de mest markante finanspolitiske tiltag, der er blevet vedtaget på tværs af lande. Langt

størstedelen af de annoncerede tiltag er midlertidige og relaterer sig således til 2020. Nogle lande, herunder Tyskland, har dog også annonceret finanspolitiske lempelser, der strækker sig over flere år. I EU er de nationale hjælpepakker desuden blevet suppleret af tiltag på EU-niveau, jf. boks 2.

Økonomisk-politiske tiltag på EU-niveau Boks 2

EU's medlemslande er blevet enige om at oprette et midlertidigt lånebaseret instrument på 100 mia. euro (*Short-term European Unemployment Reinsurance Scheme, "SURE"*) med henblik på at finansiere lønkompensationsordninger i EU-lande og dermed understøtte beskæftigelsen i lande med begrænset finanspolitisk råderum.

Derudover er eurolandene blevet enige om at give adgang til en forebyggende kreditlinje igennem den Europæiske Stabilitetsmekanisme, ESM, hvor eurolande får mulighed for at låne op til 2 pct. af national BNP på favorable vilkår med henblik på at dække øgede omkostninger relateret til covid-19.

Endvidere er det blevet besluttet at oprette en fælles garantifond igennem den Europæiske Investeringsbank (EIB) på 25 mia. euro, der skal understøtte kreditgivning til små og mellemstore virksomheder for op til 200 mia. euro.

Som led i en samlet genopretningsplan har Europa-Kommissionen desuden foreslået, at der skal bruges i alt 750 mia. euro (ca. 6 pct. af BNP) til at understøtte genopretningen i de europæiske økonomier. Forslaget ligger op til både direkte overførsler (500 mia. euro) og lån (250 mia. euro). Midlerne vil bl.a. skulle fordeles efter, i hvor høj grad medlemslandenes økonomier er blevet negativt påvirket af pandemien.

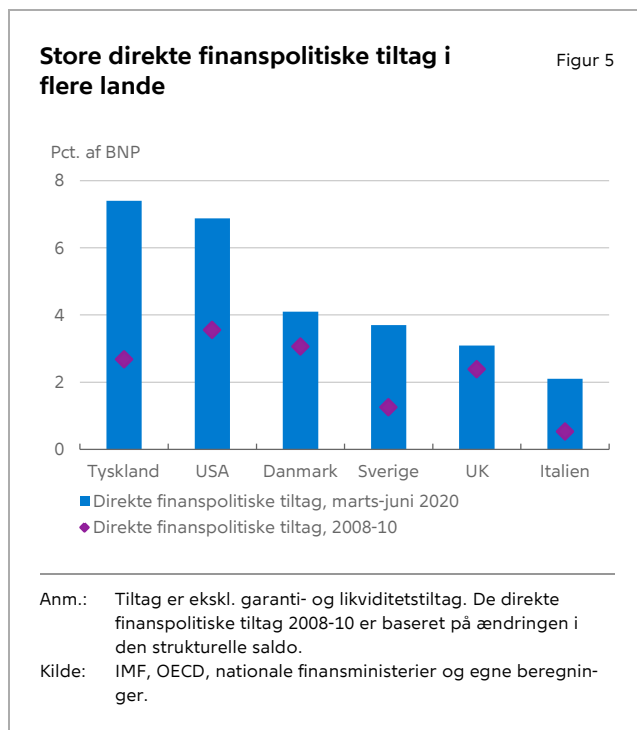
Europa-Kommissionen har endvidere besluttet at gøre brug af den fulde fleksibilitet knyttet til de finanspolitiske regler i stabilitets- og vækstpakten samt EU's regler om statsstøtte.

Kilde: Europa-Kommissionen.

For en lang række lande har de direkte finanspolitiske tiltag vedtaget siden marts allerede overgået tiltagene i årene omkring finanskrisen, jf. figur 5. Særligt i USA og Tyskland har de finanspolitiske tiltag været af hidtil uset størrelse. I USA er størrelsen på de automatiske stabilisatorer relativt begrænset sammenlignet med fx de europæiske lande. Det betyder, at behovet

⁵ ECB Financial Stability Review, May 2020.

for diskretionære tiltag generelt er større i USA ved store tilbageslag.



Der er eksempler på direkte finanspolitiske tiltag både på indtægts- og på udgiftssiden. Størstedelen af de tiltag, der påvirker de offentlige budgetter på indtægtssiden, består af udskydelser af virksomheders skattebetalinger og er derfor beskrevet i afsnittet om likviditetstiltag. Der er dog også enkelte eksempler på egentlige skatte- og afgiftslettelser. I USA er der fx givet skatterabatter til virksomheder og husholdninger⁶, og i Tyskland er der givet midlertidige momsnedsættelser til restauranter i 12 måneder. Derudover meddelte den tyske regering i juni, at den midlertidigt vil nedsætte momssatserne for hele økonomien fra henholdsvis 19 pct. til 16 pct. og fra 7 pct. til 5 pct. i 2. halvår 2020. Momsnedsættelsen ventes at medføre et indtægtstab for staten i omegnen af 20 mia. euro (0,6 pct. af BNP). Midlertidig momsnedsættelse kan bl.a. bidrage til at fremrykke forbrug og dermed understøtte efterspørgslen på kort sigt. Ulempen er imidlertid, at stigningen i

aktiviteten risikerer at ske på bekostning af en opbremsning på et senere tidspunkt.

Tiltagene på udgiftssiden er langt de største. Indtil videre har disse primært bestået af midlertidige tiltag, herunder direkte tilskud til virksomheder og udvidelse af det sociale sikkerhedsnet. Tiltagene kan således overordnet kategoriseres efter, om de er målrettet virksomheder eller husholdninger. Derudover har lønkompensationsordninger fyldt en stor del i de nationale hjælpepakker. De giver virksomheder et økonomisk incitament til at fastholde deres medarbejdere på et reduceret timetal under krisen. Disse ordninger understøtter i første omgang virksomhederne, men er også en stor fordel for de medarbejdere, som ellers ville have mistet jobbet.

Finanspolitiske tiltag målrettet virksomheder

Nedlukningsforanstaltninger og adfærdsændringer foranlediget af covid-19-krisen har medført et kraftigt fald i mange virksomheders omsætning. Der har derfor været et akut behov for at understøtte virksomheder for at reducere antallet af konkurser.

I USA er der ud over de mange låne- og likviditetsordninger beskrevet i tidligere afsnit også givet direkte tilskud til virksomheder. Et fokusområde i den amerikanske hjælpepakke fra marts var bl.a. at understøtte hårdtramte flyselskaber, hvilket er sket igennem både lån og direkte tilskud. Der er fx afsat 25 mia. dollar til direkte tilskud til at dække flyselskabernes lønomkostninger. Hjælpen fra staten kommer imidlertid med en række betingelser, herunder at staten vil kunne få en ejerandel i selskabet.

I Tyskland har man bl.a. valgt at suspendere det normale krav til nødlidende virksomheder om at indgive konkursbegæring (midlertidigt frem til 30. september 2020), hvis virksomhedens økonomiske vanskeligheder kan relateres direkte til covid-19-krisen. Der er desuden afsat 50 mia. euro (1,5 pct. af BNP) i øjeblikkelig nød-

⁶ I USA har virksomheder bl.a. fået mulighed for at fratrække tab fra 2018-20 i op til fem år frem i deres betaling af selskabsskat.

hjælp ("Schnellkredit") til virksomheder med under 10 ansatte. Ordningen består af tilskud, hvor hver enkelt virksomhed kan modtage et skattepligtigt beløb op til 15.000 euro, som ikke skal betales tilbage. Formålet er at give en hurtig støtte til små virksomheder, som er truet af konkurs efter udbruddet af covid-19. Virksomheder i Tyskland kan derudover søge om finansiel assistance på op til 3.500 euro fra staten til køb af rådgivning og konsulenttydelser.

I begyndelsen af juni annoncerede den tyske regering en ny stor finanspolitisk stimuli-pakke, der indebærer finanspolitiske lempelser i både 2020 og 2021. Udover den midlertidige momsnedsættelse omfatter pakken også øgede offentlige investeringer for 50 mia. euro (1,5 pct. af BNP) i de kommende år, særligt inden for transport- og sundhedssektoren samt digitalisering.

I Sverige giver den svenske stat bl.a. kompensation til udlejere, der nedsætter huslejen for virksomheder i hårdtrampede brancher, herunder hoteller og restauranter. Staten dækker op til 50 pct. af huslejenedsættelsen fra april til juni. Staten har desuden midlertidigt påtaget sig omkostningerne i forbindelse med sygemeldte medarbejdere. Fra april til juli dækker den svenske stat de fulde omkostninger for medarbejderes løn under sygdom i 2-14 dage. Fra august til september vil staten fortsat bære omkostningerne ved sygdom, hvis det er relateret til covid-19. Selvstændige vil også blive kompenseret ved sygdom frem til september.

Den svenske regering har desuden præsenteret et forslag om et tilskudsprogram ("*Omställningsstöd*") på samlet 39 mia. svenske kroner (0,8 pct. af BNP). Regeringen har meddelt, at tilskuddet bl.a. skal bidrage til at hjælpe virksomheder med at tilpasse deres forretning til den nye økonomiske virkelighed. Fx har mange restauranter måtte omstille sig til mere take-away, mens nogle butikker fremover vil skulle fokusere mere på nethandel. Tilskuddene skal

gå til virksomheder, der har mistet store dele af deres omsætning i marts og april 2020 og ventes at træde i kraft pr. 1. juli. For at virksomheder kan få del i støtteordningen, skal de have en årlig omsætning på mindst 250.000 svenske kroner og have haft en omsætningsnedgang på mindst 30 pct. i marts og april sammenlignet med året før. Tilskuddet til virksomhederne kan variere mellem 22,5 pct. og 75 pct. af de faste omkostninger, ekskl. lønomkostninger i marts og april. Den maksimale kompensation pr. virksomhed er 150 millioner svenske kroner.

Ligesom i Danmark er der i Sverige også givet kompensation til den del af kulturlivet, der har været hårdest ramt af nedlukning. Den svenske regering har afsat 1 mia. svenske kroner til dette formål.

Lønkompensationsordninger

Mange lande har indført lønkompensationsordninger eller udvidet eksisterende ordninger for at give virksomhederne et økonomisk incitament til at fastholde deres medarbejdere under krisen. Ordningerne skal bidrage til at reducere antallet af afskedigelser og dermed modvirke en kraftig stigning i ledigheden, mens økonomien er lukket ned. Det er samtidig en forudsætning for, at virksomhederne kan imødekomme en stigende efterspørgsel i forbindelse med genåbningen af økonomien. En risiko ved ordningerne er imidlertid, at de fastholder uholdbare strukturer og ikke tillader en løbende tilpasning af økonomien. En af udfordringerne ved udformning af lønkompensationsordninger er generelt at finde den rette balance mellem at beskytte eksisterende jobs tilstrækkeligt uden at svække økonomiens omstillingsevne for meget. På den baggrund er der på tværs af lande valgt forskellige tilgange.

Den amerikanske model baseret på afskedigelser og arbejdsløshedsunderstøttelse kan have negative sociale konsekvenser, men understøtter samtidig, at arbejdskraften søger hen mod

voksende dele af økonomien. Modsat indebærer fx den tyske model med kortidsarbejde en høj grad af tryghed for arbejdstagerne, men giver et begrænset incitament til at anvende arbejdskraften mest produktivt.

De allerede eksisterende lønkompensationsordninger i Tyskland og Sverige er blevet tilpasset under covid-19-krisen med særlige vilkår, der ophører ved udgangen af året, jf. boks 3 på side 21. I både Sverige og Tyskland er kompensationsgraden afhængig af nedsættelsen i arbejdstiden, og lønmodtageren bærer en del af omkostningerne i form af lønreduktion. I modsætning til den danske ordning, hvor ansatte får fuld løn under hjemsendelse, er lønkompensationen i både Sverige og Tyskland således forbundet med lønnedgang for medarbejderen.⁷

⁷ I den danske ordning dækkes medarbejderens løn fuldt ud af staten og arbejdsgiveren. Lønmodtageren er i stedet pålagt krav om at afholde feriedage i hjemsendelsesperioden (5 feriedage pr. 3 måneder).

Eksempler på direkte finanspolitiske tiltag

Tabel 5

	 USA	 Tyskland	 Sverige	 Danmark
Tilskud til virksomheder	Kompensation gives primært som lån, dog med mulighed for eftergivelse. Der gives bl.a. direkte tilskud til flyselskaber med henblik på at dække lønomkostninger.	Kompensation til små virksomheder med mindre end 10 ansatte og covid-19-relaterede likviditetsproblemer. Virksomheder kan maksimalt modtage 15.000 euro (større virksomheder kan søge om lån fra KfW).	Virksomheder kompenseres for 75 pct. af den procentvise nedgang i omsætningen ved et omsætningsfald på minimum 30 pct. ("Omställningsstöd"). Virksomheder kan maksimalt modtage et beløb svarende til 100 mio. danske kroner.	Kompensation til virksomheder på 25, 50 eller 80 pct. afhængig af faldet i omsætningen. For tvangslukkede virksomheder dækkes 100 pct. af de faste omkostninger. En virksomhed kan maksimalt modtage 110 mio. kr. (marts-juni).
Skattelettelser	Virksomheder kan fratrække tab fra 2018-20 i op til fem år frem i deres betaling af selskabsskat.	Nedsættelse af moms fra 19 pct. til 16 pct. og fra 7 pct. til 5 pct. i 2. halvår 2020. Derudover midlertidig moms-nedsættelse til restauranter i op til et år.	---	---
Direkte udbetalinger til husholdninger	Direkte udbetalinger på 1.200 dollar til voksne og 500 dollar for børn (indkomstafhængige).	Direkte udbetaling på 300 euro pr. barn til husholdninger.	---	---
Udvidelse af det sociale sikkerhedsnet	Udbetaling på 600 dollar udover normal ledighedsydelse (indtil 31. juli 2020). Perioden for modtagelse af arbejdsløshedsunderstøttelse er blevet forlænget med 13 uger.	Generel udvidelse af ordninger, herunder højere ydelser for familier, der rammes af nedgang i arbejdstid eller midlertidig hjemsendelse. Derudover øget offentlige tilskud til børnepasning til forældre med lav indkomst.	Generel udvidelse af ordninger og højere ydelser, herunder lempeligere krav knyttet til modtagelse af dagpenge.	Midlertidige lempelser i dagpengesystemet, fx suspendering af 225-timers reglen for modtagelse af kontanthjælp.

Kilde: Nationale finansministerier og "Rapport fra den økonomiske ekspertgruppe vedrørende udfasning af hjælpepakker", Finansministeriet, maj 2020.

Lønkompensationsordninger understøtter beskæftigelsen

Boks 3

I USA har kongressen vedtaget Paycheck Protection Program. Det er primært et låneprogram rettet mod mindre virksomheder og er derfor gennemgået i afsnittet "Finanspolitiske tiltag til at støtte likviditet". Det indeholder dog også elementer af en lønkompensationsordning, da lånene kan eftergives, såfremt virksomhederne fastholder antallet af medarbejdere i minimum 8 uger, eller genansætter opsagte medarbejdere inden udgangen af juni.

I Tyskland giver den eksisterende lønkompensationsordning ("Kurzarbeit") arbejdsgivere mulighed for at benytte sig af nedsat arbejdstid i perioder med ekstraordinær lav økonomisk aktivitet. Virksomheder med usædvanlig lav aktivitet kan ansøge om lov til at reducere de ansattes arbejdstid, såfremt alle andre muligheder, som fx brug af ferie- og fridage, er udtømte. Samtidig skal mindst en tredjedel af de ansatte stå over for en reduktion i arbejdstiden på mere end 10 pct. Under covid-19-krisen er tærsklen midlertidigt nedsat, således at kun 10 pct. af de ansatte skal stå over for en reduktion i arbejdstiden, før ordningen kan anvendes. Godkendes ansøgningen, kompenseres virksomhedens ansatte af den tyske arbejdsmarkedsstyrelse (*Bundesagentur für Arbeit*). Ordningen er generelt blevet udvidet siden marts. Det har betydet, at flere virksomheder nu er omfattet af ordningen, samt at medarbejdere på midlertidige kontrakter kan inkluderes. Desuden er den maksimale periode, virksomheder kan benytte sig af ordningen, udvidet til 12 måneder (tidligere 6 måneder). Som følge af covid-19-krisen har regeringen desuden øget kompensationsgraden fra staten, som nu dækker minimum 60 pct. af nettolønnen de første tre måneder ved fuld hjemsendelse og herefter 70 pct. fra den fjerde måned og 80 pct. fra den syvende måned. Forsørgere får dækket yderligere 7 procentpoint. Arbejdsgiveren bidrager med maksimalt 75 pct. løndækning. Arbejdsgiverens bidrag falder med nedsættelsen af arbejdstid og er 0 pct. ved fuld hjemsendelse, hvor staten bidrager med 80 eller 87 pct. løndækning. Ordningen er således forbundet med væsentlig lønnedgang for lønmodtageren på op til 20 pct. Antallet af lønmodtagere på *Kurzarbeit*-ordningen er efter covid-19-udbruddet steget til over 10 mio., svarende til godt 23 pct. af Tysklands arbejdsstyrke.

Den svenske lønkompensationsordning blev indført ved lov i starten af april, men ordningen kan anvendes med tilbagevirkende kraft fra midten af marts. Under ordningen har virksomheder mulighed for at reducere de ansattes arbejdstid med op til 80 pct. (tidligere 60 pct.) i op til 3 måneder. Den svenske ordning tillader således ikke fuld arbejdstidsnedsættelse. Ordningen betyder, at medarbejdere modtager minimum 88 pct. af deres indkomst, dvs. at den maksimale lønnedgang for medarbejderen er 12 pct. Grænsen for kompensation går som udgangspunkt op til en månedsløn på 44.000 svenske kroner. Arbejdsgiverens bidrag falder med omfanget af arbejdstidsnedsættelse, og staten dækker op til 60 pct. af virksomhedens lønomkostninger. Arbejdsgivernes socialsikringsbidrag vil samtidig blive reduceret, mens staten også dækker virksomheders udgifter til sygeorlov i april og maj. De samlede udgifter til ordningen ventes at løbe op i 20 mia. svenske kroner (0,4 pct. af BNP).

				
	USA	Tyskland	Sverige	Danmark
Betingelser	Lån fra staten med efterfølgende eftergivelse betinget af, at lønsummen fastholdes.	Aftales ved kollektiv overenskomst eller virksomhedsaftale.	Betingelser fastsættes i en kollektiv aftale. Medarbejderen kan maksimalt gå 80 pct. ned i tid.	Virksomheder skal hjemsende medarbejdere helt eller delvist.
Kompensationsgrad fra staten	---	Staten bidrager med op til 87 pct. dækning (ved fuld hjemsendelse).	Staten bidrager med op til 60 pct. dækning (ved 80 pct. nedsættelse af arbejdstid).	Henholdsvis 75 og 90 pct. for funktionærer og ikke-funktionærer.
Løngænse for offentlig kompensation	---	Ingen øvre løngænse.	31.000 kr. pr. måned.	30.000 kr. pr. måned.
Potentiel lønnedgang for medarbejdere	---	20 pct. for ikke-forsørgere og 13 pct. for forsørgere (ved fuld hjemsendelse).	12 pct. (ved 80 pct. arbejdstidsnedsættelse).	Ingen lønnedgang (dog krav om afholdelse af 5 feriedage pr. 3 måneder).

Kilde: Nationale finansministerier og "Rapport fra den økonomiske ekspertgruppe vedrørende udfasning af hjælpepakker", Finansministeriet, maj 2020.

Finanspolitiske tiltag målrettet husholdninger

Udover hjælpen til erhvervslivet har de mange hjælpepakker også været målrettet de husholdninger, som er blevet særligt økonomisk påvirket af krisen. I USA gælder det især samfundets mest sårbare grupper og arbejdsløse. Som en del af hjælpepakken fra marts styrkede man arbejdsløshedsunderstøttelsen med 260 mia. dollar (1,2 pct. af BNP). Fx er perioden for modtagelse af arbejdsløshedsunderstøttelse blevet udvidet med 13 uger udover de normale 26 uger, som de fleste delstater tillader i deres eksisterende ordninger. Dertil kommer, at der i tillæg til den normale understøttelse udbetales yderligere 600 dollar om ugen til individer i fire måneder (indtil 31. juli 2020). Det betyder, at en stor del af de ledige i USA nu er økonomisk bedre stillet, end da de arbejdede.⁸ Samtidig er kravene knyttet til modtagelse af offentlig understøttelse blevet lempet. Det betyder, at flere amerikanere, herunder selvstændige, korttidsansatte og personer som ikke kan arbejde som følge af covid-19, er blevet omfattet af de offentlige ordninger. Den 7-dages karenperiode, der går fra en arbejdsløs modtager understøttelse, er desuden tilsidesat for at sikre, at de mange nye arbejdsløse modtager deres udbetaling så hurtigt som muligt. Yderligere hjælp til husholdninger inkluderer offentlig betalt forældre- og sygeorlov.

I USA har man desuden valgt at give direkte udbetalinger til individer. Der er afsat 290 mia. dollar (1,5 pct. af BNP) til direkte udbetalinger på 1.200 dollar til voksne og 500 dollar for børn.⁹ Udbetalingerne er indkomstafhængige og udfases gradvist for årsindkomster over 75.000 dollar pr. person. De direkte udbetalinger er således især blevet målrettet husholdninger med højere forbrugstilbøjelighed.

I Tyskland er adgangskravene til offentlig understøttelse også blevet lempet. Der gives fx midlertidig dispensation fra kravet om ikke at have formue af en vis størrelse. Ligeledes har man valgt at give økonomisk hjælp til familier, hvor indkomsten bliver påvirket af skole- og institutionslukninger. Der gives fx højere ydelser (børnepenget) til familier, der rammes af nedgang i arbejdstid eller midlertidig hjemsendelse. Derudover har man øget det offentlige tilskud til børnepasning til forældre med lav indkomst. Den tyske regering har desuden besluttet, at udbetale 300 euro pr. barn til familier.

Sverige har ligeledes styrket sin ledighedsordning midlertidigt med højere ydelser og lempeligere krav for tildeling. Herunder er bl.a. kravene til, hvornår man kan modtage dagpenge, blevet lempet. Den svenske regering vil desuden bruge 11 mio. svenske kroner i en arbejdsmarkedsindsats med henblik på at matche ledige med sæsonarbejde, der normalt varetages af udenlandsk arbejdskraft.

⁸ Den gennemsnitlige arbejdsløshedsunderstøttelse i 2019 var 370 dollar om ugen. Ifølge et studie fra Chicago University vil 68 pct. af amerikanere få mere i understøttelse som følge af de nye tiltag, end det de har mistet i lønindkomst, jf. BFI working paper, May 14, 2020: "US Unemployment Insurance Replacement Rates During the Pandemic" af P. Gannon, P. Noel og J. S. Vavra.

⁹ Teknisk set gives udbetalingen som en skatterabat i 2020.

Hjælpepakker har medført øget brug af statsstøtte i EU

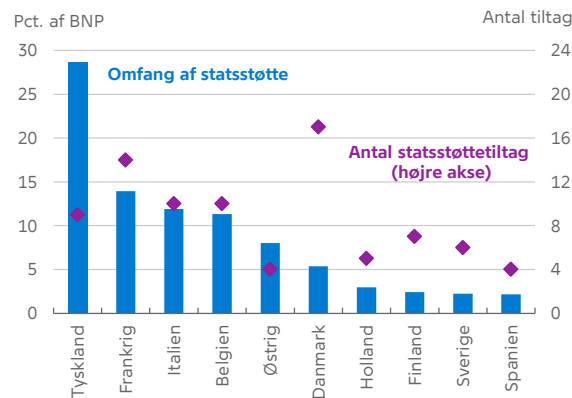
Stort omfang af nye statsstøttetiltag i EU efter udbrud af covid-19

EU's statsstøtteregler er indført for at sikre, at offentlige midler ikke skaber forvridende konkurrence mellem virksomheder inden for det indre marked. De forbyder generelt statslige tiltag, som giver én virksomhed en fordel på bekostning af andre, medmindre særlige omstændigheder retfærdiggør det. Efter udbruddet af covid-19 har Europa-Kommissionen tilladt en øget fleksibilitet i statsstøttereglerne. Det betyder bl.a., at medlemslandene frem til december 2020 kan hjælpe virksomheder med direkte tilskud, subsiderede lån, udskudte skattebetalinger, lønsubsidier og forskningsmidler.

Der er godkendt nye statsstøttetiltag for 2.190 mia. euro eller knap 16 pct. af BNP i hele EU på grund af covid-19. Det dækker over betydelige forskelle på tværs af lande, hvor især Tyskland har gjort øget brug af statsstøtte, jf. figur 6. Statsstøtten afhjælper bl.a. et akut likviditetsbehov hos virksomhederne, men kan skabe unfair konkurrence og begrænse erhvervsdynamikken, hvis ikke-levedygtige virksomheder understøttes for længe.

Øget brug af statsstøtte i EU efter udbrud af covid-19

Figur 6



Anm.: Figuren viser godkendte statsstøttetiltag relateret til covid-19 fra marts til juni 2020.

Kilde: Europa-Kommissionen og egne beregninger.

Statslige kapitalindskud i virksomheder

Statsstøtte kan ud over de førnævnte tiltag også omfatte direkte kapitalindskud i nødlidende virksomheder. Det rejser dog samtidig en række principielle spørgsmål om, hvilke virksomheder der er i samfundets interesse at redde fra konkurs, og hvordan staten efterfølgende bør agere som ejer af egenkapital.

Europa-Kommissionen har under covid-19-krisen udvidet statsstøttereglerne til midlertidigt at tillade offentlige rekapitaliseringer af ikke-finansielle virksomheder forudsat, at en række kriterier efterleves for at undgå unødige konkurrenceforvridninger. Det indebærer fx, at staten skal kompenseres tilstrækkeligt for den risiko, som den tager. Derudover skal der udvikles en exit-strategi for at sikre, at staten ikke bliver en langsigtet ejer, og aftalen om rekapitalisering skal bl.a. give virksomheden et incitament til at købe staten ud. Samtidig bør virksomheden påføres restriktioner på sine udbyttebetalinger, aktietilbagekøb, løn og opkøb af konkurrenter.

Et konkret eksempel på et statsligt kapitalindskud efter udbruddet af covid-19 kan findes i

Tyskland, hvor regeringen har rekapitaliseret Lufthansa, jf. boks 4.

Den tyske regering indskyder egenkapital i Lufthansa

Boks 4

Den tyske regering meddelte i maj, at man var blevet enig med Lufthansa om en hjælpepakke på i alt 9 mia. euro for at sikre flyselskabets overlevelse.

Ud over et 3-årigt lån på 3 mia. euro fra statsbanken KfW og private banker indeholder pakken et statsligt kapitalindskud igennem den nyoprettede økonomiske stabiliseringsfond (WSF), som bl.a. har til formål at stabilisere virksomheder med betydelig indflydelse på arbejdsmarkedet. Konkret køber staten aktier for 300 mio. euro i en kapitalforhøjelse og får dermed en ejerandel på 20 pct. i Lufthansa. Det er sket til en kurs på 2,56 euro pr. aktie og udvander eksisterende aktionærer kraftigt. Til sammenligning var aktieprisen ca. 15 euro umiddelbart før udbruddet af covid-19. Statens aktier, som påtænkes solgt inden udgangen af 2023, har begrænset stemmeret. Det kan bl.a. afspejle et ønske om ikke at være aktivt involveret i den daglige drift. Samtidig får staten to bestyrelsesposter, som besættes af uafhængige eksperter.

Derudover indskyder staten 5,7 mia. euro igennem et egenkapitallignende instrument baseret på såkaldt silent participation, dvs. der er i modsætning til de ordinære aktier ingen indflydelse forbundet med indskuddet. Indskuddet, der i regnskabet kan indregnes som egenkapital, forrentes med 4 pct. i 2020, stigende til 9,5 pct. i 2027. Det giver et løbende incitament til tilbagebetaling. En del af indskuddet (1 mia. euro) kan konverteres til yderligere 5 pct. af aktierne, fx ved manglende betaling eller udefrakommende forsøg på overtagelse af virksomheden.

Lufthansa er som en del af aftalen forpligtet til at forfølge bæredygtighedsmål og sætte begrænsninger på koncernledelsens løn. Flyselskabet er også gået med til at afgive lande- og afgangstider i udvalgte lufthavne til sine konkurrenter. Aftalen om hjælpepakken afventer fortsat en endelig godkendelse fra Lufthansas aktionærer på en ekstraordinær generalforsamling i juni og en godkendelse fra Europa-Kommissionen.

samlet godt 125 mia. dollar. Senior præferencaktierne gav et dividende på 5 pct. de første fem år, stigende til 9 pct. derefter for at tilskynde et aktietilbagekøb. Derudover brugte den amerikanske regering under TARP en kombination af gældsfordringer, præferenceaktier og ordinære aktier i forbindelse med omstruktureringerne af forsikringsselskabet AIG samt bilproducenterne General Motors og Chrysler.

Under finanskrisen gennemførte den amerikanske regering som en del af Troubled Asset Relief Program (TARP) kapitalindskud i både finansielle og ikke-finansielle virksomheder. Det omfattede bl.a. et køb af senior præferencaktier, som har forrang over ordinære aktier ved konkurs, i en række større amerikanske banker for

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.

DANMARKS NATIONALBANK
HAVNEGADE 5
1093 KØBENHAVN K
WWW.NATIONALBANKEN.DK

Danmarks Nationalbanks Economic Memos er tilgængelige på www.nationalbanken.dk. På hjemmesiden er det muligt at tilmelde sig en gratis nyhedsservice, der leverer en notifikation pr. e-mail ved enhver udgivelse af et Economic Memo.

Det er tilladt at kopiere fra Nationalbankens Economic Memos forudsat, at kilden udtrykkeligt anføres. Det er ikke tilladt at ændre eller forvanske indholdet.

Henvendelser kan rettes direkte til forfatterne eller til Danmarks Nationalbank, Kommunikation, Kommunikation@nationalbanken.dk.



DANMARKS
NATIONALBANK