

Les renflouements, une mesure à éviter

*L'illusion coûteuse d'une couverture
complète de l'économie*

analyse

*Jürg Müller et Fabian Schnell, avec la participation de
Marco Salvi et Peter Grünenfelder*

La pandémie de Covid-19 a un fort impact économique. Pour y faire face, le Conseil fédéral a pris de nombreuses mesures ces dernières semaines. Des liquidités à hauteur de plusieurs milliards ont été mises à disposition des entreprises suisses en collaboration avec les banques, et ce, de manière rapide et non bureaucratique. De plus, les indemnités de chômage partiel ont été étendues. Néanmoins, les milieux politiques et scientifiques préconisent la mise en place de plans de sauvetage plus étendus et plus complets pour les entreprises. Des voix s'élèvent pour réclamer l'utilisation de fonds publics pour garantir les bénéfices des entreprises, les soutenir par des apports à fonds perdus voire les renflouer. Ces formes d'aide à la solvabilité doivent être rejetées, car elles créent des incitations inopportunes et tendent à pénaliser les entreprises qui se sont préparées financièrement à des chutes de la demande et à des récessions en constituant des réserves de liquidités et de fonds propres. Les renflouements mineraient également les solutions du secteur privé telles que la participation des créanciers, les augmentations de capital et les mesures de refinancement. Enfin, des aides généralisées de l'Etat à la solvabilité comportent également le risque d'un maintien structurel inefficace – il est illusoire de vouloir «cryogéniser» l'économie avec une couverture complète de plusieurs milliards de dollars.

1	Introduction	3
2	La lutte contre la pandémie d'un point de vue politique	6
3	Les renflouements transfèrent des capitaux	7
4	Les renflouements ne sont pas impératifs	9
5	Les renflouements conduisent à des incitations inopportunes et à une plus grande fragilité	11
6	Les renflouements empêchent le renouveau économique	13
	Conclusion – L'illusion coûteuse d'une couverture complète	14
	Bibliographie	15

Editeur	Avenir Suisse, www.avenir-suisse.ch
Relecture interne	Verena Parzer-Epp
Traduction et adaptation	Jérôme Cosandey, Claire Nobs, Chloé Pang
Conception	Carmen Sopi

© Avril 2020 Avenir Suisse, Zurich

Cette œuvre est protégée par le droit d'auteur. Avenir Suisse étant intéressé à la diffusion des idées présentées ici, l'utilisation par des tiers des conclusions, des données et des graphiques de cette œuvre est expressément souhaitée à condition que la source soit indiquée de façon précise et bien visible et que les dispositions légales en matière de droits d'auteur soient respectées.

Télécharger <https://www.avenir-suisse.ch/fr/publication/les-renflouements-une-mesure-a-eviter>

1 _ Introduction

La pandémie de Covid-19 est un événement dont on se souviendra, et les développements parfois dramatiques de ces dernières semaines ont nécessité – en plus de la réponse sanitaire – une intervention musclée sur le plan de la politique économique. Il existait un risque bien réel que l'arrêt soudain de l'économie fasse basculer de nombreuses entreprises dans une crise de liquidités et déclenche finalement une vague de faillites. Les petites et moyennes entreprises (PME) ayant un accès limité au marché du crédit auraient probablement été touchées en premier lieu. La crise temporaire du Covid-19 aurait donc entraîné des effets économiques durables. Pour les éviter, les mesures économiques les plus efficaces étaient la fourniture rapide de liquidités et le recours non bureaucratique au chômage partiel (voir Grünenfelder et al. 2020a).

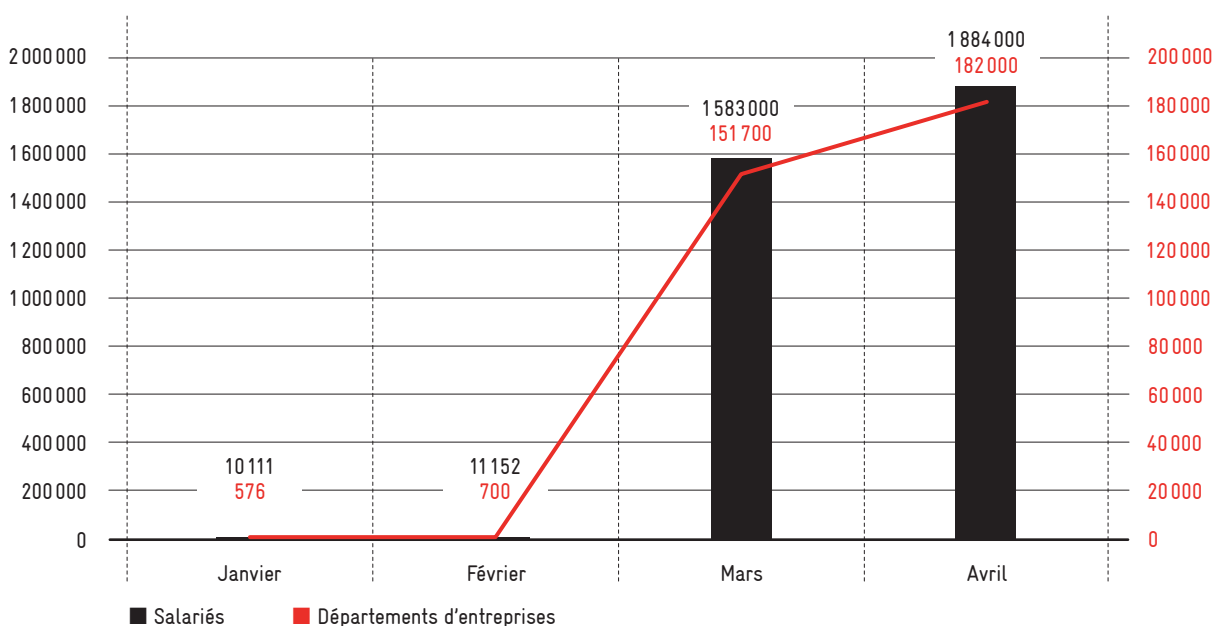
Les politiques suisses ont également reconnu l'efficacité de ce type de mesure : parmi les dispositions les plus importantes pour soutenir l'économie dans la crise actuelle figurent l'extension de l'instrument du chômage partiel et la garantie fédérale pour les crédits de liquidités aux entreprises suisses (EFD 2020). Cette approche a été reçue de manière positive, et les deux instruments ont été très demandés par les entreprises (voir figures 1 et 2). Cependant, la garantie à 100 % doit également être examinée de manière critique, en particulier pour les petits prêts. En fin de compte, cela fausse les incitations pour les banques à octroyer des prêts et fournit probablement aussi une aide sous la forme de liquidités qui risque de ne pas être utilisée aux fins prévues ou qui a relativement peu de chances d'être remboursée. Avant le développement ultérieur de cet instrument, il convient donc d'examiner dans quelle mesure le cautionnement solidaire du gouvernement fédéral peut être réduit et éventuellement appliqué au niveau du portefeuille.

Pour certains, l'aide en milliards du gouvernement fédéral ne suffit pas. Ils demandent également des transferts directs aux entreprises ou à leurs investisseurs et propriétaires. En plus de l'aide sous la forme de

Figure 1

Explosion des demandes de chômage partiel

Les demandes de chômage partiel ont augmenté de 16 880 % entre février et avril 2020.



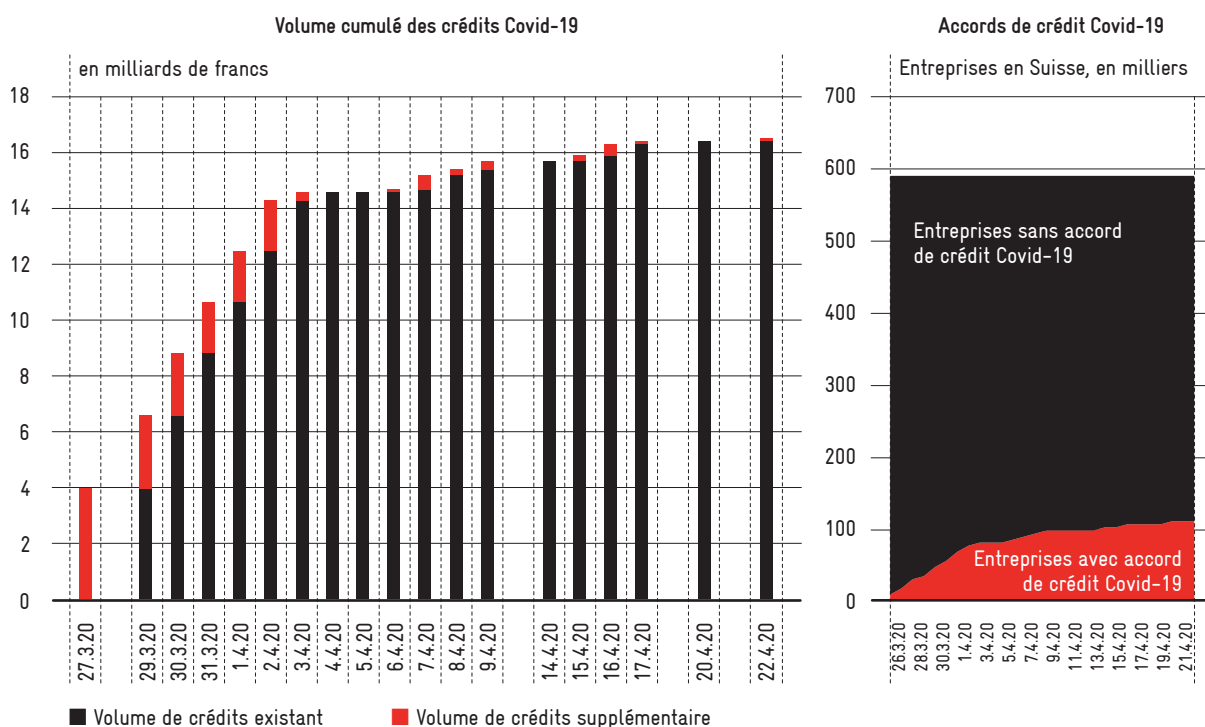
Source : Secrétariat d'Etat à l'économie (communication personnelle du 27.04.2020)

Remarque : état au 26 avril 2020

Figure 2

L'aide fédérale sous la forme de liquidités est très appréciée

Dès le début, le volume des crédits de liquidités garantis par le gouvernement fédéral a connu une forte croissance. Désormais, près d'une entreprise sur cinq en Suisse a demandé un tel crédit.



Source: Secrétariat d'Etat à l'économie (communication personnelle du 23.04.2020)

Remarque: état au 22 avril 2020

liquidités garanties par l'Etat, ils souhaitent également introduire une aide à la solvabilité. Dans ce qui suit, on entend par «aide à la solvabilité» tous les transferts qui ont un impact positif direct sur les fonds propres d'une entreprise. Ce terme est intentionnellement interprété au sens large et comprend les recapitalisations ainsi que les transferts à fonds perdus. Dans cette analyse, le terme de solvabilité se réfère donc à la solvabilité du bilan (ou au contraire au surendettement au bilan). Le terme de liquidités fait référence à la définition plus étroite de la capacité de paiement, c'est-à-dire la disponibilité de fonds liquides suffisants pour régler les obligations.⁻¹

Alors que la mise à disposition temporaire de liquidités par l'Etat se fait par le biais de crédits, l'aide à la solvabilité conduit directement à une absorption des pertes, c'est-à-dire à un véritable transfert de capitaux des contribuables vers les propriétaires et les créanciers d'une entreprise. L'aide à la solvabilité la plus connue est le renflouement («bailout»). Ce terme fait référence au sauvetage par l'Etat d'organisations du secteur privé, souvent sous forme d'une aide financière destinée à réduire le surendettement d'une entreprise et à rétablir sa solvabilité.

L'un des premiers appels observés au niveau mondial pour l'utilisation généralisée de l'aide à la solvabilité dans la crise actuelle est venu de deux économistes américains. Les professeurs Emmanuel Saez et Gabriel Zucman voient l'Etat comme un «payeur de dernier recours». Cela signifie que l'Etat doit rembour-

1 Voir Müller et Ammann (2020a) pour une discussion détaillée des deux concepts.

ser aux entreprises leurs coûts fixes (comme par exemple, les loyers, les salaires, les paiements d'intérêts) (The Guardian 2020).

En Suisse aussi, des appels ont été lancés pour que les crédits de liquidités déjà accordés soient (au moins partiellement) convertis en paiements de transfert. Gersbach et Sturm (2020) créent à cette fin l'expression «régime de chômage partiel pour le capital», car le capital des entreprises directement touchées par le blocage serait également dans l'incapacité de travailler. Alós-Ferrer et al. (2020) avancent des arguments analogues. Ils demandent également une compensation partielle pour les pertes de profits, car ils craignent que les crédits de liquidités ne soient pas contractés par les entreprises solvables par peur du poids de la dette. Comme le montre la figure 2, plus de 100 000 entreprises ont déjà demandé des crédits de liquidités pour un montant supérieur à seize milliards de francs.

Bonardi et al (2020) ne vont pas aussi loin. Pour assurer la compatibilité des incitations, ils proposent de ne remplacer que 80 % du «coût du capital» (par analogie avec le chômage partiel) afin de maintenir l'incitation financière pour les activités commerciales alternatives. Ils introduisent également l'idée de structurer les crédits-relais (pour certains secteurs) de telle sorte que leur remboursement soit subordonné à l'évolution des bénéfices ultérieurs (par analogie avec les prêts étudiants dans les pays anglo-saxons).

La question de savoir si l'aide à la solvabilité doit être mise en place dans le cadre de la crise actuelle, et si oui, sous quelle forme, divise actuellement les économistes. Par exemple, dans une enquête menée par l'Université de Chicago, 37 % des économistes interrogés n'étaient pas certains que l'Etat doive injecter des fonds propres dans les entreprises européennes rentables en plus de l'aide sous la forme de liquidités (European IGM Experts Panel 2020). En outre, plus de 200 professeurs des facultés de droit et d'économie des Etats-Unis ont publié une lettre ouverte s'opposant au renflouement des grandes entreprises (Pro Market 2020).

Encadré 1

Certaines mesures ont déjà des effets similaires à ceux d'une aide à la solvabilité

L'aide sous la forme de liquidités dont il est question aujourd'hui en Suisse fonctionne déjà en partie comme un transfert, grâce au taux d'intérêt fixé à 0 % par la Confédération, qui ne correspond pas aux conditions du marché. Même dans l'environnement actuel de faibles taux d'intérêt, les petites entreprises ne peuvent généralement pas obtenir des ressources financières à des conditions aussi favorables. Par manque des garanties nécessaires, beaucoup ne pourraient probablement pas obtenir de crédit du tout. Dans ces conditions, un taux d'intérêt annuel d'environ 4 % serait réaliste. Avec le volume de crédit actuel de seize milliards de francs et une durée de cinq ans, la Confédération assure donc déjà un transfert (une aide à la solvabilité) de plus de trois milliards de francs.

L'autre mesure déjà prise, à savoir l'extension du chômage partiel, a également un effet positif sur les dépenses des entreprises. Cet instrument de politique économique doit être compris dans le contexte de la protection légale contre le licenciement. Sans le chômage partiel, les entreprises risquent de ne pas être en mesure d'ajuster leur situation financière assez vite dans une récession qui se profile rapidement, car elles sont liées par des délais de préavis et d'autres réglementations de protection des employés.⁻² Dans bon nombre des secteurs les plus touchés par la pandémie de Covid-19, les coûts de personnel et les coûts sociaux représentent une part considérable des coûts totaux – 40 % dans le secteur de la restauration et de l'hébergement, par exemple (BFS 2019). Si l'assurance-chômage prend désormais en charge une partie de cette masse salariale, les entreprises concernées peuvent déjà diminuer sensiblement leurs coûts.

Enfin, les acteurs privés n'ont aucun intérêt à détruire sans nécessité des structures économiques durables. Très tôt, certains propriétaires ont fait preuve de souplesse envers les locataires qui ont été particulièrement touchés par la pandémie et ses conséquences (NZZ 2020f). A Bâle, les propriétaires et les locataires ont maintenant trouvé un compromis pour supporter conjointement les coûts de la pandémie de Covid-19 (BaZ 2020). Cela signifie que les propriétaires privés allègent également la charge financière des restaurants et des magasins en renonçant à une partie du loyer.

2 Le chômage partiel dans le cadre de l'assurance-chômage agit également comme un stabilisateur automatique au niveau macroéconomique et présente donc divers autres avantages. Il peut être utilisé pour éviter que des fluctuations à court terme n'entraînent des distorsions à long terme sur le marché du travail, ce qui pourrait faire peser une charge supplémentaire sur la caisse d'assurance-chômage.

2 _ La lutte contre la pandémie d'un point de vue politique

La situation exceptionnelle actuelle trouve son origine dans l'apparition d'un nouveau virus et, pour lutter contre celui-ci, de nombreuses décisions politiques ont dû être prises. En principe, on pourrait soutenir que l'Etat, par ses mesures coercitives, a causé le préjudice économique aux entreprises concernées et est donc responsable des dommages. Il serait alors possible de se fonder sur le principe de l'indemnisation en cas d'expropriation, qui est inscrit dans la Constitution fédérale.⁻³ Mais même si cet argument est compréhensible à première vue, il est insuffisant.

On suppose souvent que l'Etat ne peut causer des dommages que de manière active, et pas par omission. La réalité est tout autre. Si l'on avait renoncé à une fermeture partielle du pays, l'économie et la société auraient également subi un préjudice : son étendue était incertaine *ex ante*, et ne l'est pas plus *ex post*. Les mesures politiques idéales ne peuvent jamais être identifiées avec certitude et dépendent aussi des valeurs individuelles. Il est donc difficile d'établir une responsabilité pour les dommages, car le montant de ceux-ci serait impossible à évaluer et varierait en fonction des systèmes de valeurs.

Dans le cadre du système démocratique suisse, aucune responsabilité générale en matière de dommages et intérêts ne peut être attribuée à des décisions politiques, même celles qui ne concernent pas la gestion d'un événement de «force majeure» – à l'exception de l'expropriation de biens, qui est clairement définie dans la Constitution fédérale. Si tel n'était pas le cas, les propriétaires de maisons et d'appartements de vacances, par exemple, auraient dû être indemnisés pour la perte de valeur de leurs propriétés après l'adoption de l'initiative sur les résidences secondaires.

Il est clair que cette situation est insatisfaisante d'un point de vue économique. Idéalement, ces pertes de valeur devraient être compensées lorsque cela permettrait d'obtenir un avantage plus important pour l'ensemble de l'économie.⁻⁴ Mais un «mécanisme de justice» qui compenserait toujours les gains et les pertes liées aux décisions politiques n'est tout simplement pas possible en pratique ; la complexité des interrelations économiques est trop grande.⁻⁵

Ce n'est pas pour rien que le législateur constitutionnel s'est limité à des expropriations (formelles et matérielles) clairement définies, qui doivent être compensées par l'Etat. Par ailleurs, le filet de sécurité sociale fonctionne comme un dernier recours, pour limiter les «cas de rigueur». A l'exception de ces deux points, le législateur s'est jusqu'à présent abstenu, à juste titre, de tenter de compenser les injustices de toutes sortes.

3 Voir art. 26 al. 2 de la Constitution fédérale.

4 Dans l'économie du bien-être, il existe différentes approches pour réaliser et formaliser cet échange optimal ; le critère Kaldor-Hicks est par exemple bien connu (*Kaldor 1939 ; Hicks 1939*).

5 Cela est particulièrement évident dans le cas de la pandémie actuelle : les entreprises des secteurs qui ont dû fermer avaient des fournisseurs dans d'autres branches, qui ont de ce fait également subi des pertes importantes, mais sans appartenir officiellement à un secteur «fermé». En même temps, certaines entreprises dans les branches sévèrement touchées bénéficient aussi de la situation actuelle. Une redistribution équitable, efficace et complète des profits et des pertes n'est pas possible.

3 _ Les renflouements transfèrent des capitaux

Comme expliqué dans l'introduction, les aides à la solvabilité de l'Etat consistent toujours en un transfert de capitaux. L'Etat n'est pas une personnalité distincte, il n'a pas sa propre source de fortune qu'il pourrait utiliser pour une telle aide financière. Dans un renflouement, nous, contribuables, finançons les créanciers (prêteurs, propriétaires, fournisseurs, etc.) et généralement aussi les actionnaires d'une entreprise en difficulté. Cela se fait généralement en injectant de nouveaux fonds propres dans l'entreprise afin d'éliminer le surendettement.

Avec ces transferts de capitaux, le contribuable absorbe une partie des pertes accumulées, qui devraient en principe être supportées par les propriétaires et parfois par les créanciers de l'entreprise, car en période de prospérité, tous deux profitent des bénéfices réalisés.⁶ Le revers des dividendes et des intérêts est le risque de perte. Les investissements sont toutefois clairement rentables au fil des ans, en particulier pour les investisseurs en capital. Par exemple, les actionnaires en Suisse ont été indemnisés pour ce risque entre 1900 et 2019 avec des rendements réels annuels moyens de 4,6 % (Credit Suisse 2020). Dans une logique du partage des risques, il est adéquat que ces investisseurs absorbent également des pertes dans les «mauvaises passes».

Encadré 2

L'importance de l'enjeu

La perte de la valeur ajoutée pendant la fermeture partielle de l'économie d'environ deux mois est estimée entre 25 et 30 %, ce qui correspond à environ 30 à 35 milliards de francs (Seco 2020a, Rathke et al. 2020). Selon les comptes nationaux, la dépréciation des entreprises (c'est-à-dire la réduction de la valeur des actifs non courants due à l'usure et au vieillissement) s'élève à environ 120 milliards de francs par an (BFS 2020). En supposant que la part du capital des entreprises ne pouvant pas être utilisée soit proportionnelle à la baisse de la valeur ajoutée, les coûts du capital non couvert des entreprises pour la période de fermeture s'élèvent à environ 5 à 6,5 milliards de francs.

Toutefois, ce montant ne peut servir que de limite inférieure pour toute aide de solvabilité à large portée, car une grave récession économique se fait de plus en plus sentir pour 2020 (et même pour l'année suivante). Les économistes de la Confédération s'attendent à une baisse du produit intérieur brut de 6,7 % en 2020 (Seco 2020b). Par rapport aux prévisions de fin décembre 2019, cela représenterait une perte de valeur ajoutée de 62 milliards de francs – un scénario pessimiste calcule même une perte pouvant atteindre 88 milliards de francs en 2020 et 83 milliards de francs en 2021. Ainsi, si l'on devait «cryogéniser» les structures économiques tout au long de l'année et indemniser les fournisseurs de fonds de tiers et de fonds propres pour la perte de valeur du capital conformément au calcul ci-dessus, des transferts d'environ quatorze milliards de francs seraient nécessaires.

Contrairement aux crédits de liquidités, cette aide à la solvabilité représente un dépassement du budget fédéral. Ainsi, si les décideurs politiques devaient opter pour de vastes renflouements, la dette publique augmenterait massivement. Cet accroissement de la dette pèsera sur les générations futures, que ce soit par le biais d'une charge fiscale plus élevée ou d'une baisse des dépenses dans d'autres domaines du budget de l'Etat tels que l'éducation, la santé, la sécurité, etc. Grâce au mécanisme de frein à l'endettement, la Confédération a pu réduire progressivement sa dette ces dernières années et disposait heureusement d'une marge de manœuvre en matière de politique budgétaire lorsque la crise du coronavirus a éclaté. Les mesures discutées

6 Le fait que les actionnaires, c'est-à-dire les investisseurs en capital, participent aux bénéfices et aux pertes d'une société ne nécessite pas d'explication particulière. Mais les créanciers profitent aussi des bénéfices de l'entreprise, car les paiements d'intérêts sont financés à partir de ces bénéfices. En période de prospérité, les créanciers participent aux bénéfices en par le biais des intérêts ou du remboursement de leurs prêts. Dans les périodes très difficiles, lorsqu'une entreprise sombre dans le surendettement et doit être restructurée, les créanciers doivent également absorber une partie de la perte – ils renoncent alors au paiement des intérêts, acceptent un remboursement ultérieur du prêt ou même un abandon partiel des créances.

grèvent déjà le budget fédéral d'environ vingt milliards de francs (Seco 2020c). A cela s'ajoutent des recettes réduites (par exemple les recettes fiscales) et des charges supplémentaires en raison desquelles un déficit de plus de 30 milliards de francs est attendu rien que pour le gouvernement fédéral (NZZ 2020a). Une grande discipline budgétaire sera nécessaire pour réduire à nouveau ces dettes afin de disposer d'une marge de manœuvre lors de la prochaine crise.

La situation est différente pour les travailleurs indépendants et les microentreprises (aussi appelées «sociétés unipersonnelles», c'est-à-dire des sociétés ayant seulement un ou quelques employés). Dans ces entreprises généralement moins intensives en capital, le «profit» d'un point de vue économique n'est pas une plus-value, mais plutôt un salaire. C'est pourquoi Avenir Suisse a déjà demandé dans sa première analyse sur le sujet que l'instrument du chômage partiel soit étendu aux indépendants (Grünenfelder et al. 2020a). Le Conseil fédéral a traité cette question par le biais d'un instrument existant : les allocations pour perte de gain (Seco 2020c).

4 _ Les renflouements ne sont pas impératifs

Les renflouements sont souvent présentés comme seule alternative (voir encadré 3), ou du moins comme absolument nécessaires pour éviter de graves dommages économiques. La raison en est probablement que beaucoup assimilent la structure financière d'une entreprise à ses employés, son capital physique et ses relations avec les clients. Ces derniers appartiennent tous à l'économie réelle. La structure financière est par contre seulement une «enveloppe» ou structure contractuelle qui a pour but d'allouer le capital et de partager la propriété des bénéfices et des pertes de la société.

Encadré 3

La question de l'importance systémique

Un renflouement améliore toujours la situation financière d'une entreprise. Le contribuable intervient pour protéger les créanciers et éventuellement aussi les contributeurs en fonds propres contre les pertes. Toutefois, la structure financière n'est généralement pas essentielle. Par contre, les avoirs tangibles des entreprises, tels que les machines existantes ou les employés, sont centraux. Un exemple extrême montre la différence : une forte baisse du prix du pétrole peut causer de graves dommages à la structure financière d'une raffinerie, quelle que soit l'importance des dommages subis par le capital physique – c'est-à-dire les tuyaux, les fours, les chaudières. Une nouvelle structure financière peut à nouveau être construite autour des avoirs tangibles de cette entreprise. Dans ce cas, un renflouement ne sauve pas l'approvisionnement en pétrole nécessaire au système, mais seulement les créanciers et les investisseurs de la structure financière existante.

La situation est différente dans le secteur financier, où l'enveloppe financière représente l'infrastructure financière réelle – les éléments du bilan d'une banque correspondent donc aux tuyaux, aux fours et aux chaudières d'une raffinerie. Dans ce cas, certaines parties d'un bilan peuvent en fait devenir d'importance systémique. Les dépôts à vue des clients dans le cadre de l'infrastructure de paiement remplissent une fonction centrale, et l'effondrement de ces éléments du bilan peut entraîner une panique bancaire. Comme seules certaines parties de l'enveloppe financière sont d'importance systémique même dans le secteur financier, un renflouement complet est controversé, y compris pour les institutions financières d'importance systémique (Zürcher 2010). Pour cette raison, d'énormes efforts ont été faits pour empêcher à l'avenir des situations telles que la crise financière de 2008.

Dans le cas d'infrastructures d'importance systémique en dehors du secteur financier, il subsiste un risque de réactions en chaîne incontrôlables pour d'autres activités économiques en cas d'effondrement de l'économie réelle. Il est donc impératif que les opérations soient maintenues, mais cela ne nécessite pas de sauvetage de l'Etat – dans ce cas également, la structure financière n'a pas besoin d'être sauvée par le contribuable. -⁷ Toute recapitalisation devrait plutôt pouvoir être effectuée par des investisseurs privés aussi librement que possible. Si l'infrastructure d'importance systémique est entre des mains étrangères, le rôle de l'Etat doit se concentrer sur celui d'un intermédiaire, afin que les mesures de restructuration nécessaires puissent être prises.

C'est précisément parce que la structure financière ne doit pas être assimilée aux avoirs tangibles de l'entreprise que les renflouements peuvent saper les solutions privées telles que les augmentations de capital ou les mesures de refinancement. Les investisseurs tels que les fonds de capital-investissement, les family offices ou les entreprises bien capitalisées investissent régulièrement dans des entreprises prometteuses qui ont besoin de renforcer leur bilan, notamment en situation de crise. -⁸ L'Etat ne doit pas concurrencer ces

7 Ainsi, la commission d'experts de la Confédération s'est exprimée sans équivoque sur le sujet des entreprises d'importance systémique en dehors du secteur financier : «en règle générale, le marché est capable de prendre le relais suffisamment vite pour assurer leurs fonctions d'importance systémique, ou celles-ci peuvent être garanties pour un coût acceptable par une société de défaillance. En l'espèce, un sauvetage par l'Etat n'est donc ni opportun ni impératif d'un point de vue économique». (*Rapport final de la commission d'experts chargée d'examiner la limitation des risques que les grandes entreprises font courir à l'économie nationale* 2010).

8 Selon une étude récemment publiée, les fonds actuellement disponibles à cette fin auprès des sociétés de capital-investissement s'élèvent à environ 1,4 billions de dollars (*Ernst & Young* 2020).

activités avec des aides à la solvabilité financées par l'impôt. Dans la situation actuelle de pandémie, la Confédération devrait plutôt éviter ou éliminer systématiquement les obstacles structurels aux mouvements de capitaux (par exemple en renonçant au contrôle des investissements).

Ainsi, si la structure financière est mise sous pression, cela ne signifie pas nécessairement que la partie tangible de l'entreprise doive sombrer – il est surtout essentiel que les anciens actionnaires de la structure soient en mesure de réaliser des pertes. Pour que cela puisse se faire sans désordre, le législateur a prévu des dispositions en ce sens dans les lois sur la poursuite pour dettes et la faillite. Lors de l'assainissement d'une entreprise surendettée, les fournisseurs de capitaux renoncent à une partie de leurs créances afin de sauver l'entreprise. Ce n'est que lorsque cela ne semblera plus possible que surviendra la faillite. Les procédures concordataires et de faillite règlent les processus pour les deux cas. Ces procédures visent à garantir que les difficultés financières d'une entreprise s'accompagnent du moins d'impact possible sur l'économie réelle.

Dans le même temps, le cadre juridique garantit l'application du principe de responsabilité de l'économie de marché. Ainsi, ces procédures sont précisément conçues pour éviter que le contribuable ne doive sauver à grands frais l'ensemble de la structure financière afin d'éviter de graves dommages à l'économie dans son ensemble. A cet égard, il faut se féliciter que le Conseil fédéral ait eu recours à ces processus éprouvés en déterminant la procédure de faillite et l'introduction d'un ajournement Covid-19 (EJPD 2020). Ceci est d'autant plus vrai que les renflouements ne conduisent pas seulement à une redistribution injuste des pertes, mais peuvent également entraîner de graves distorsions de concurrence à long terme.

5 _ Les renflouements conduisent à des incitations inopportunes et à une plus grande fragilité

Il est bien connu que des événements extraordinaires tels que des éruptions volcaniques, des inondations ou des pannes de courant peuvent survenir. En Suisse, l'Office fédéral de la protection de la population (OFPP) a identifié une pandémie comme le deuxième risque le plus important pour le pays en termes de probabilité d'occurrence par rapport à l'ampleur des dommages (Babs 2015).⁻⁹ En conséquence, l'arrêt temporaire des activités est l'une des options dont disposent les autorités.⁻¹⁰ Même s'il est exclu par la plupart des compagnies d'assurance en raison de son large impact simultané, ce risque entrepreneurial pourrait toujours être assuré par le secteur privé (NZZ2020c; NZZ2020d).

La préparation au risque de pandémie a-t-elle été suffisante ? Cette question nécessite de distinguer la préparation spécifique et la préparation générale.

- _ Tout d'abord, il existe des précautions spécifiques à la pandémie telles que la constitution de réserves obligatoires de matériel de protection au niveau de la Confédération, ou l'élaboration de concept pour maintenir la continuité des activités au niveau privé. De ce point de vue, il semble y avoir eu des négligences, parfois sérieuses, au niveau de l'Etat (Tages Anzeiger 2020; ou NZZ 2020e).
- _ Ensuite, il y a aussi la prévention générale des crises, qui s'avère également payante dans d'autres scénarios de catastrophe, comme une pénurie d'électricité. Dans le cas de la Confédération, par exemple, l'armée peut être déployée lors de diverses catastrophes. Sur le plan économique, la préparation à des temps plus difficiles comprend la constitution d'une certaine réserve de liquidités comme de fonds propres.⁻¹¹ Par exemple, des liquidités suffisantes dans une entreprise garantissent sa capacité de paiement dans toutes les crises qui sont associées à un assèchement des flux de paiement. Et un volant de fonds propres adéquat permet à une entreprise d'amortir ses pertes en cas de catastrophe.

Si les liquidités et les fonds propres sont si utiles en cas de crise, pourquoi les entreprises y pensent si peu ? La raison en est que la constitution et l'entretien de ces deux réserves impliquent des coûts. Les liquidités ne peuvent pas être investies dans des opportunités d'investissement lucratives à long terme, et dans la pratique des affaires, les fonds propres ont tendance à être plus chers que les fonds de tiers.⁻¹² Les coûts plus élevés en temps normal sont donc compensés par des avantages en temps de crise. Et c'est précisément cet équilibre des risques qui est fortement faussé par l'intervention des pouvoirs publics.⁻¹³

Avec les renflouements généraux, l'incitation à se préparer financièrement à une crise future est réduite – le «pécule» n'a alors qu'une faible valeur et les investissements dans les réserves de sécurité financière seraient par conséquent réduits. Dans l'économie des assurances, ce comportement est connu sous le nom d'«aléa moral». Il est inquiétant de remarquer que l'aléa moral augmente la gravité et la probabilité des crises

9 Le plus grand risque identifié par l'OFPP en 2015 étant une pénurie d'électricité.

10 Voir art. 40 al. 2 LEp.

11 Pour une clarification des termes et de la situation dans certaines industries suisses, voir Müller et Ammann (2020a; 2020b).

12 En théorie, les coûts sont équivalents (Modigliani et Miller 1958), mais dans la pratique, il existe diverses frictions telles que les impôts ou les imperfections du marché des capitaux qui rendent les fonds propres plus chers du point de vue de l'entreprise.

13 Cette distorsion peut également être observée dans le cas des aides sous la forme de liquidités, car une bonne gestion des liquidités est également l'une des tâches centrales de toute entreprise, et celles qui ont trop peu de liquidités ne devraient pas être récompensées. Toutefois, en cas de pandémie, l'importance des effets de réseau plaide en faveur d'un apport supplémentaire de liquidités. D'un point de vue économique, cependant, les liquidités d'urgence ne devraient pas être fournies gratuitement (à un taux d'intérêt nul) comme c'est le cas actuellement, mais devraient avoir un coût. Cette considération est analogue à la fourniture de liquidités par les banques centrales aux banques commerciales en cas de ruée bancaire (sur cette doctrine de l'effet d'aubaine sur les politiques de prêteur de dernier recours des banques centrales, voir notamment Goodhart (1999) ou Tucker (2009)).

futures. La prochaine fois, moins d'entreprises disposeront de réserves de sécurité suffisantes car elles pourront s'attendre à être secourues : à l'avenir, il en faudrait moins pour déclencher une crise et plus d'argent pour y faire face.

Les partisans du renflouement soutiennent que ce soutien à la solvabilité n'entraînerait pas d'aléa moral en cas de pandémie. Une pandémie est un choc exogène hors de la sphère d'influence des entreprises. Cet argument ne suffit pas, car les entreprises influencent leur degré de préparation financière à de telles crises en général. Ou, comme l'a récemment déclaré le professeur de droit américain Kathryn Judge : «Trop de dettes, pas trop de pandémies, c'est l'aléa moral que ce cycle de renflouements pourrait induire» (Forbes 2020).

Plus graves que les renflouements généraux : les amortissements sélectifs des crédits de liquidités. Si, par la suite, les crédits de liquidités dont il a déjà été question étaient simplement supprimées pour les entreprises faibles (c'est-à-dire celles qui ont de faibles bénéfices), cela reviendrait à accorder des subventions directes à des entreprises qui ne sont guère viables.⁻¹⁴ En effet, elles seraient les seules à bénéficier de ces aides à fonds perdus. Cela pénaliserait toutes les entreprises qui opèrent de manière durable et qui ont investi des réserves financières.⁻¹⁵

14 Toutefois, on peut supposer que certaines entreprises ont demandé des crédits-relais en raison des bonnes conditions, sans que leur situation de liquidités l'exige. Elles spéculent probablement sur le fait que ces crédits soient (au moins partiellement) remis.

15 Si des aides fédérales supplémentaires à la solvabilité des entreprises devaient malgré tout être discutées, la priorité devrait clairement être accordée à celles qui ne font pas de sélection adverse.

6 _ Les renflouements empêchent le renouveau économique

Le fait que le développement économique ne soit jamais absolument constant, mais qu'il soit toujours soumis à des fluctuations, est l'une des caractéristiques fondamentales de l'économie de marché. Si l'idée que les grandes fluctuations (récessions) doivent être atténuées s'est imposée au XX^e siècle dans la plupart des pays industrialisés, la mesure dans laquelle la politique économique devrait agir pour ce faire est controversée.

Les preuves empiriques montrent que la population veut lisser l'économie, mais pas à n'importe quel prix. Quelle prime d'assurance serait-elle prête à payer en moyenne – en sachant qu'une récession arrive, mais sans connaître son ampleur – pour éviter de fortes fluctuations de la consommation privée ? Jordà, Schularick et Taylor (2020) montrent que pour cela – en tenant compte des événements historiques extrêmes tels que les guerres, etc. –, il existe une volonté de payer d'environ 10 % de la consommation privée annuelle. En Suisse, cela correspond à environ 20 à 40 milliards de francs, soit à peu près la charge supplémentaire prévisible pour le budget fédéral, sans les pertes (vraisemblables) sur les garanties des crédits de liquidités. En d'autres termes : d'un point de vue macroéconomique, les mesures de soutien prévues se situent déjà à la « limite supérieure d'acceptation » du rapport coûts-avantages.

Dans la perspective d'un développement économique durable, les aides globales de l'Etat à la solvabilité doivent être considérées de manière critique. A court terme, les crises et les récessions sont difficiles et parfois dramatiques, surtout pour les personnes et les entreprises touchées. A long terme, cependant, le tableau semble plus contrasté.⁻¹⁶ Le monde après la pandémie de Covid-19 ne sera plus jamais le même – entre autres, le changement structurel du commerce de détail stationnaire vers le commerce en ligne et le commerce mobile devrait recevoir une impulsion massive. Cette transformation des structures économiques nécessite des ressources, y compris des capitaux. Il n'est donc guère logique à long terme d'utiliser précisément ces ressources rares par le biais d'aides financières de l'Etat pour préserver un monde qui deviendra en partie obsolète à moyen terme.

16 Le fait que ce processus puisse conduire à une augmentation de l'activité d'innovation a été décrit pour la première fois par l'économiste Joseph Schumpeter (1939). Sur cette base, il est même possible de trouver un lien entre les cycles économiques et l'activité d'innovation en Suisse (*Spescha et Words* 2018).

7 Conclusion – L’illusion coûteuse d’une couverture complète

Les renflouements et autres aides à la solvabilité de l’Etat impliquent toujours un risque d’entraîner un maintien inefficace des structures. Cela ne signifie pas pour autant qu’une politique renonçant aux renflouements détruit délibérément des structures économiquement durables. Bien au contraire, le chômage partiel et l’aide sous la forme de liquidités sont tous deux des instruments adaptés pour empêcher cela. Face à la pandémie de coronavirus, la Confédération a réagi avec une rapidité et une ampleur, en termes de soutien financier à l’économie, que l’on ne pensait pas possible auparavant. Des programmes d’aide de plusieurs milliards ont été soutenus par tous les camps politiques. Cette intervention courageuse était nécessaire pour stopper rapidement les effets de contagion dus à des problèmes de liquidités et éviter les cas de rigueur.

Cependant, il y a une chose à ne pas perdre de vue : la cause de la crise économique est un nouveau type de coronavirus. La pandémie qu’il a déclenchée va changer profondément les structures économiques et a déjà causé de réels dégâts. Des gens sont tombés malades, des familles ont été séparées, de nombreux projets ont été contrecarrés ; le transport mondial de marchandises a ralenti, la production a été partiellement interrompue et les services ne sont plus autant demandés qu’auparavant. Tout cela a un impact réel sur les performances économiques.

On ne sait pas encore combien de temps il faudra pour que l’économie suisse retrouve son niveau d’avant la pandémie. Ce qui est déjà clair, cependant, c’est que la récession qui s’annonce va bénéficier à certaines entreprises, en pénaliser d’autres, et que certaines d’entre elles devront même fermer. Combien, cela reste à voir. Lors d’une année normale, on dénombre déjà environ 30 000 fermetures d’entreprises en Suisse (BFS 2019b). Cela illustre le fait qu’un «gel de l’économie» ne rend guère justice à la réalité des changements structurels permanents de l’économie suisse. Bien que personne ne puisse encore dire de quoi demain sera fait, il est déjà clair que le monde *post-Covid-19* ne sera plus le même. La plupart des entreprises travaillent fébrilement au développement de nouvelles structures : beaucoup ont déjà adapté leurs processus en renforçant les canaux de distribution numériques, le télétravail, et le «travail intelligent». D’autres changements et innovations suivront sans aucun doute.

Malheureusement, en raison de la pandémie, des entreprises qui se sont retrouvées dans cette situation sans aucune faute de leur part seront également confrontées à la faillite. Heureusement, le système fédéraliste de la Suisse et son principe de subsidiarité offrent la souplesse nécessaire pour réagir de manière appropriée aux difficultés. L’appel à un renflouement généralisé de toutes les entreprises touchées – et celui à une garantie de l’Etat sur les bénéfices – dépasse largement le cadre de la crise. De telles mesures impliquent que toutes les structures peuvent être préservées et que des dommages importants peuvent être évités – en d’autres termes, que les renflouements seront finalement rentables en termes économiques. Ce n’est pas le cas ; c’est même une illusion. Les pertes de production réelles actuelles ne peuvent être remplacées par des transferts (Grünenfelder et al. 2020c). Au contraire, les aides publiques à la solvabilité telles que les renflouements ont des effets secondaires qui sont souvent beaucoup plus néfastes qu’on ne le pense.

Bibliographie

- Alós-Ferrer et al. (2020): Coronavirus – Testen und Einfrieren: Eine Überlebensstrategie für die Schweizer Volkswirtschaft. Universität Zürich, Department of Economics. 26.03.2020. https://www.econ.uzh.ch/dam/jcr:01ef12ba-a183-4667-9f26-60a33a67d182/20200329_Corona_Positionspapier.pdf. Consulté le: 22.04.2020.
- Babs, Bundesamt für Bevölkerungsschutz (2015): Katastrophen und Notlagen Schweiz – Technischer Risikobericht 2015. <https://www.news.admin.ch/news/message/attachments/40201.pdf>. Consulté le: 22.04.2020.
- BaZ, Basler Zeitung (2020): Hoffnung für gebeutelte Basler Restaurants. Von: Müller, Alexander. 19.04.2020. <https://www.bazonline.ch/hoffnung-fuer-gebeutelte-basler-restaurants-426011212731>. Consulté le: 22.04.2020.
- BFS, Bundesamt für Statistik (2019a): Struktur der Erfolgsrechnung der Unternehmen nach Wirtschaftsabteilungen. In % des Aufwandes. <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/industrie-dienstleistungen/wertschoepfungsstatistik.assetdetail.9226285.html>. Consulté le: 23.04.2020.
- BFS, Bundesamt für Statistik (2019b): Unternehmensschliessungen. <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/industrie-dienstleistungen/unternehmen-beschaeftigte/unternehmensdemografie/schliessungen.html>. Consulté le: 22.04.2020.
- BFS, Bundesamt für Statistik (2020): Kontensequenz. <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/volkswirtschaft/volkswirtschaftliche-gesamtrechnung/kontensequenz.html>. Consulté le: 24.04.2020.
- Blanchard, Olivier und Illing, Gerhard (2017): Makroökonomie (7. Aufl.). Hallbergmoos: Pearson.
- Bonardi, Jean-Philippe; Brühlhart, Marius; Danthine, Jean-Pierre; Jondeau, Eric und Rohner, Dominic (2020): Wieso und wie der Staat die wirtschaftlichen Kosten des Lockdown übernehmen sollte: Lohnfortzahlungen und Corona-Darlehen. Batz.ch. 27.03.2020. <http://www.batz.ch/2020/03/wieso-und-wie-der-staat-die-wirtschaftlichen-kosten-des-lockdown-uebernehmen-sollte-lohnfortzahlungen-und-corona-darlehen/>. Consulté le: 22.04.2020.
- Caballero, Ricardo J. und Hammour, Mohamad L. (1994): The cleansing effect of recessions. In: American Economic Review, 84 (5), 1350–1368.
- Credit Suisse (2020): Summary Edition Credit Suisse Global Investment Returns Yearbook 2020. <https://www.credit-suisse.com/about-us/en/reports-research/studies-publications.html>. Consulté le: 22.04.2020.
- EFD, Eidgenössisches Finanzdepartement (2020): COVID19 Überbrückungshilfe. Bern: März 2020. <https://www.efd.admin.ch/efd/de/home/covid19-ueberbrueckungshilfe/infos.html>. Consulté le: 22.04.2020.
- EJPD, Eidgenössisches Justiz- und Polizeidepartement (2020): Coronavirus: Mit weiteren Massnahmen krisenbedingte Konkurswelle verhindern. Medienmitteilung vom 09.04.2020. <https://www.ejpd.admin.ch/ejpd/de/home/aktuell/news/2020/2020-04-09.html>. Consulté le: 22.04.2020.
- European IGM Economic Experts Panel (2020): Supporting European Businesses in the Covid-19 crisis. Initiative on Global Markets: 2020. <http://www.igmchicago.org/european-economic-experts-panel/>. Consulté le: 24.04.2020.
- Ernst & Young (2020): How private equity is preparing for a potential downturn. https://www.ey.com/en_gl/private-equity/how-private-equity-is-preparing-for-a-potential-downturn. Consulté le: 27.04.2020.
- Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen (2010): Schlussbericht. <https://www.sif.admin.ch/dam/sif/de/dokumente/FinWeb/101004-SB-TBTF-DE-FINAL.pdf.download.pdf/101004-SB-TBTF-DE-FINAL.pdf>. Consulté le: 27.4.2020.
- Goodhart, Charles (1999): Myths about the lender of last resort. In: International Finance, 2 (3), 339–60.
- Gersbach, Hans und Sturm, Jan-Egbert (2020): "Kurzarbeits-Regime für Kapital" als dritter Pfeiler. Ökonomiestimme. 31.03.2020. <https://www.oekonomenstimme.org/artikel/2020/03/kurzarbeits-regime-fuer-kapital-als-dritter-pfeiler/>. Consulté le: 22.04.2020.
- Grünenfelder, Peter; Cosandey, Jérôme; Dümmler, Patrick; Müller, Jürg; Rutz, Samuel; Salvi, Marco und Schnell, Fabian (2020a): Des réponses de politique économique à la crise du coronavirus. Avenir Suisse. <https://www.avenir-suisse.ch/fr/publication/des-reponses-de-politique-economique-a-la-crise-du-coronavirus/>. Consulté le: 23.03.2020.
- Grünenfelder, Peter; Cosandey, Jérôme; Dümmler, Patrick; Rühli, Lukas; Müller, Jürg; Rutz, Samuel; Schnell, Fabian; Salvi, Marco und Ammann, Matthias (2020b): Feuille de route pour la sortie de la crise du coronavirus. Avenir Suisse. <https://www.avenir-suisse.ch/fr/publication/feuille-de-route-pour-la-sortie-de-la-crise-du-coronavirus/>. Consulté le: 27.04.2020.
- Grünenfelder, Peter; Müller, Jürg; Schnell, Fabian und Lago, Pascal (2020c): Les effets économiques d'un arrêt complet. Avenir Suisse. <https://www.avenir-suisse.ch/fr/publication/les-effets-economiques-dun-arret-complet/>. Consulté le: 22.04.2020.
- Hicks, John (1939): The foundations of welfare economics. In: Economic Journal, 49(196), 696-712.
- Kaldor, Nicholas (1939): Welfare propositions of economics and interpersonal comparisons of utility. In: The Economic Journal, 49(195), 549–552.

- Modigliani, Franco und Miller, Merton H. (1958): The cost of capital, corporation finance and the theory of investment. In: The American Economic Review, 48(3), 261–297.
- Müller, Jürg und Ammann, Basil (2020a): Liquidität schützt vor Überschuldung nicht. Avenir Suisse Blog. <https://www.avenir-suisse.ch/liquiditaet-schuetzt-vor-ueberschuldung-nicht/>. Consulté le: 22.04.2020.
- Müller, Jürg und Ammann, Basil (2020b): Welche Branchen können dem Corona-Schock am besten trotzen? Avenir Suisse Blog. <https://www.avenir-suisse.ch/welche-branchen-corona-schock-wie-gross/>. Consulté le: 22.04.2020.
- NZZ, Neue Zürcher Zeitung (2020a): Corona kommt den Bund teuer zu stehen - Ueli Maurer erwartet ein Defizit von 30 bis 40 Milliarden Franken. Von: Schäfer, Fabian. 23.04.2020. <https://www.nzz.ch/schweiz/corona-bringt-der-schweiz-ein-40-milliarden-defizit-ld.1553137>. Consulté le: 24.04.2020.
- NZZ, Neue Zürcher Zeitung (2020b): Die Corona-Pandemie ist kein schwarzer Schwan: Warum 2020 nach Nassim Taleb nicht mit 2008 zu vergleichen ist. Von: Taleb, Nassim N. und Spitznagel, Mark. 27.03.2020. <https://www.nzz.ch/feuilleton/kein-schwarzer-schwan-nassim-taleb-ueber-die-corona-pandemie-ld.1548877>. Consulté le: 22.04.2020.
- NZZ, Neue Zürcher Zeitung (2020c): Die Mobiliar rechnet wegen Corona mit dreistelligem Millionenschaden. Von: Enz, Werner. 07.04.2020. <https://www.nzz.ch/wirtschaft/die-mobiliar-rechnet-wegen-corona-mit-dreistelligem-millionenschaden-ld.1550716>. Consulté le: 24.04.2020.
- NZZ, Neue Zürcher Zeitung (2020d): Obwohl sie glaubten, gegen Epidemie versichert zu sein, erhalten viele Gastro-unternehmen keine Schadenleistung. Von: Gyr, Marcel. 25.03.2020. <https://www.nzz.ch/schweiz/obwohl-sie-glaubten-gegen-epidemie-versichert-zu-sein-erhalten-viele-gastrounternehmen-keine-schadenleistung-ld.1548429>. Consulté le: 24.04.2020.
- NZZ, Neue Zürcher Zeitung (2020e): Mitten in der Pandemie kommt Kritik am Krisenmanagement auf. Von: Hehli, Simon. 25.03.2020. <https://www.nzz.ch/schweiz/coronavirus-kritik-am-bundesrat-und-den-kantonen-kommt-auf-ld.1548316?reduced=true>. Consulté le: 22.04.2020.
- NZZ, Neue Zürcher Zeitung (2020f): Miete bei Zwangsschliessungen: Wenig Solidarität bei den Vermietern. Von: Martel, Andrea. 04.04.2020. <https://www.nzz.ch/wirtschaft/corona-zwangsschliessungen-viele-vermieter-bleiben-hart-ld.1549839?reduced=true>. Consulté le: 22.04.2020.
- Pro Market (2020): Economics, Law and Finance Professors from Major Universities Write to Congress: “Bail Out People Before Large Corporations”. 24.03.2020. <https://promarket.org/economics-and-finance-professors-from-major-universities-write-to-congress-bail-out-people-before-large-corporations/>. Consulté le: 22.04.2020.
- Rathke, Alexander; Sarferaz, Samad; Streicher, Sina; Sturm, Jan-Egbert (2020): Szenario-Analysen zu den kurzfristigen wirtschaftlichen Auswirkungen der COVID-19-Pandemie. https://ethz.ch/content/dam/ethz/special-interest/dual/kof-dam/documents/Medienmitteilungen/Prognosen/2020/Corona_Krise.pdf. Consulté le: 24.04.2020.
- Schumpeter, Joseph (1939): Business Cycles. A Theoretical, Historical and Statistical Analysis of the Capitalist Process. New York/London: McGraw-Hill.
- Seco, Staatssekretariat für Wirtschaft (2020a): Szenarien für die Schweizer Konjunktur. Bern: April 2020. https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Arbeit/neues_coronavirus/szenarien_schweizer_konjunktur.html. Consulté le: 20.04.2020.
- Seco, Staatssekretariat für Wirtschaft (2020b): Konjunkturprognosen. Bern: April 2020. <https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/wirtschaftslage---wirtschaftspolitik/Wirtschaftslage/konjunkturprognosen.html>. Consulté le: 27.04.2020.
- Seco, Staatssekretariat für Wirtschaft (2020c): Coronavirus: Massnahmenpaket zur Abfederung der wirtschaftlichen Folgen. Bern: März 2020. https://www.seco.admin.ch/seco/de/home/Arbeit/neues_coronavirus.html. Consulté le: 08.04.2020.
- Spescha, Andrin und Wörter, Martin (2018): Innovation and firm growth over the business cycle. In: Industry and Innovation, 26(3), 321–347.
- Tages-Anzeiger (2020): Beim Notvorrat wurde gefuscht. Von: Schmid, Adrian. 08.03.2020. <https://www.tagesanzeiger.ch/wissen/coronavirus/beim-notvorrat-wurde-gepfuscht/story/24825161>. Consulté le: 22.04.2020.
- The Guardian (2020): This crisis calls for massive government intervention: here's how to do it. Von: Saez, Emmanuel und Zucman, Gabriel. 17.03.2020. <https://www.theguardian.com/commentisfree/2020/mar/17/governments-crisis-coronavirus-business>. Consulté le: 22.04.2020.
- Tucker, Paul (2009): The Repertoire of Official Sector Interventions in the Financial System: Last Resort Lending, Market-Making, and Capital. Bank of Japan 2009: International Conference 27–28 May 2009.
- Zürcher, Boris (2010): Too big to fail et la discipline du marché. Avenir Suisse. <https://www.avenir-suisse.ch/fr/publication/too-big-to-fail-et-la-discipline-du-marche/>. Consulté le: 24.04.2020.