

Absage an Bailouts

*Die kostspielige Illusion einer
Vollversicherung für die Wirtschaft*

analyse

*Jürg Müller und Fabian Schnell, unter Mitarbeit von
Marco Salvi und Peter Grünenfelder*

Die Covid-19-Pandemie hat gravierende wirtschaftliche Auswirkungen, weshalb der Bundesrat in den vergangenen Wochen zahlreiche Massnahmen ergriffen hat. Nicht nur wurde in Zusammenarbeit mit den Banken rasch und unbürokratisch Liquidität in Milliardenhöhe für Schweizer Unternehmen bereitgestellt, auch die Kurzarbeitsentschädigungen wurde ausgebaut. Dennoch werden nun Rufe in Politik und Wissenschaft nach weitergehenden, umfassenden Rettungsschirmen für die Unternehmen laut. Mit staatlichen Mitteln sollen Unternehmensgewinne abgesichert, Bailouts durchgeführt oder Firmen mit À-fonds-perdu-Zahlungen unterstützt werden. Solche Solvenzhilfen sind aus ordnungspolitischer Sicht abzulehnen. Sie führen zu Fehlanreizen und bestrafen tendenziell jene Unternehmen, die sich finanziell mit Liquiditäts- und Eigenkapitalpolstern auf Nachfrageeinbrüche und Rezessionen vorbereitet haben. Der Staat würde mit Bailouts zudem privatwirtschaftliche Lösungen wie Gläubigerbeteiligungen, Kapitalerhöhungen und Refinanzierungsmassnahmen unterlaufen. Umfassende staatliche Solvenzhilfen bergen schliesslich auch das inhärente Risiko eines ineffizienten Strukturerehalts: Die Vorstellung, die Wirtschaft mit einer milliardenschweren Vollversicherung «einfrieren» zu können, führt in die Irre.

1	Einführung	3
2	Pandemie-Bekämpfung aus ordnungspolitischer Sicht	6
3	Bailouts transferieren Vermögen	7
4	Bailouts sind nicht zwingend	9
5	Bailouts führen zu Fehlanreizen und höherer Fragilität	11
6	Bailouts verhindern die wirtschaftliche Erneuerung	13
7	Fazit – Die kostspielige Illusion der Vollversicherung	14
	Literatur	15

Herausgeber Avenir Suisse, www.avenir-suisse.ch
Internes Lektorat Verena Parzer-Epp
Gestaltung Carmen Sopi

© April 2020 Avenir Suisse, Zürich

Dieses Werk ist urheberrechtlich geschützt. Da Avenir Suisse an der Verbreitung der hier präsentierten Ideen interessiert ist, ist die Verwertung der Erkenntnisse, Daten und Abbildungen dieses Werks durch Dritte ausdrücklich erwünscht, sofern die Quelle exakt und gut sichtbar angegeben wird und die gesetzlichen Urheberrechtsbestimmungen eingehalten werden.

Download <https://www.avenir-suisse.ch/publication/absage-an-bailouts/>

1_Einführung

Die Covid-19-Pandemie stellt ein epochales Ereignis dar, und die teilweise dramatischen Entwicklungen der vergangenen Wochen haben – nebst der gesundheitspolitischen Reaktion – auch ein beherztes wirtschaftspolitisches Eingreifen erfordert. Die Gefahr bestand, dass der plötzliche Stopp zahlreiche Unternehmen in eine Liquiditätskrise getrieben und damit letztlich zu massenweisen Konkursen geführt hätte. Dies hätte wohl vorab KMU mit beschränktem Zugang zum Kreditmarkt betroffen. Die vorübergehende Corona-Krise hätte damit andauernde ökonomische Auswirkungen. Als wirksamste ökonomische Massnahmen erweisen sich das rasche zur Verfügung stellen von Liquidität und der unbürokratische Einsatz des Instruments der Kurzarbeit (vgl. Grünenfelder et al. 2020a).

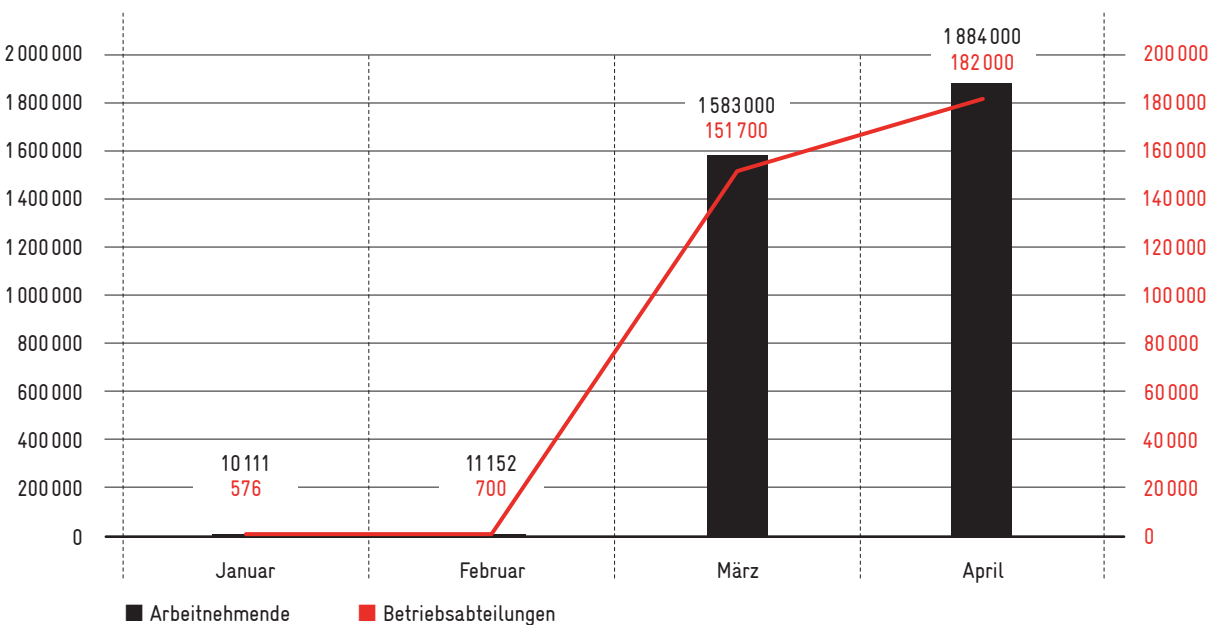
Auch die Schweizer Politik hat dies erkannt und entsprechende Massnahmen ergriffen: Zu den wichtigsten Elementen zur Stützung der Wirtschaft in der aktuellen Corona-Krise gehören die Ausweitung der Kurzarbeit und die Bundesgarantie für Liquiditätskredite an Schweizer Unternehmen (EFD 2020). Dieses Vorgehen wurde meist positiv kommentiert, und beide Instrumente wurden von den Firmen stark nachgefragt. Gerade die Bürgschaft zu 100 % bei kleineren Krediten ist jedoch auch kritisch zu hinterfragen. Dadurch werden schliesslich die Anreize der kreditgebenden Banken verzerrt und wohl auch Liquiditätshilfen gewährt, die voraussichtlich nicht zweckgemäss verwendet werden oder mit relativ hoher Wahrscheinlichkeit nicht zurückbezahlt werden. Für eine Weiterentwicklung dieses Instruments sollte deshalb geprüft werden, inwiefern die Bürgschaftsgarantien des Bundes reduziert und eventuell auf Portfolio-Ebene angewendet werden können (vgl. Abbildung 1 und 2).

Trotzdem genügt vielen die milliardenschwere Hilfe des Bundes nicht. Sie fordern darüber hinaus direkte Transfers an die Unternehmen – bzw. an deren Kapitalgeber und Eigentümer. Zum Einsatz kommen

Abbildung 1

Explosion bei den Beantragungen für Kurzarbeit

Die Anträge für Kurzarbeit sind von Februar bis April 2020 um 16 880 % angestiegen.



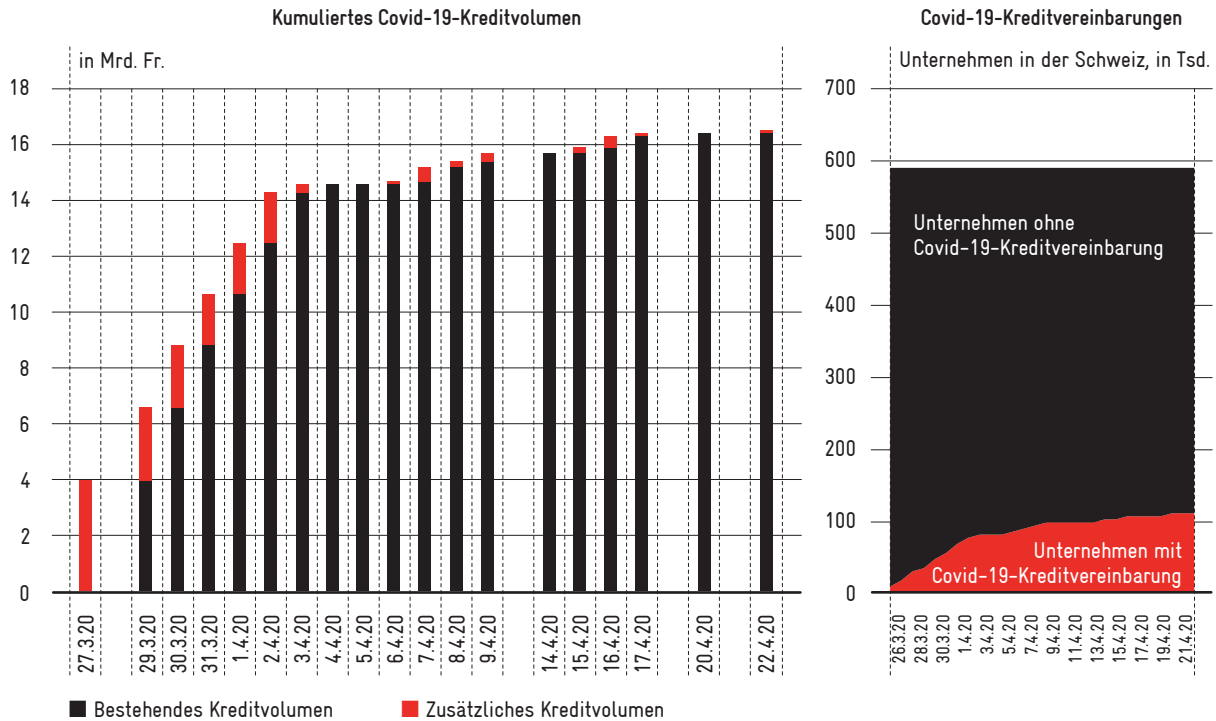
Quelle: Seco (Persönliche Kommunikation, 27.4.2020)

Anmerkungen: Stand 26. April 2020

Abbildung 2

Liquiditätshilfen des Bundes stossen auf grossen Anklang

Gleich zu Beginn ist das Volumen der mit Bundes Bürgschaften besicherten Liquiditätskredite stark angewachsen. Mittlerweile hat fast jedes fünfte Unternehmen in der Schweiz einen Liquiditätskredit beantragt.



Quelle: Seco (Persönliche Kommunikation, 23.4.2020)

Anmerkungen: Stand 22. April 2020

sollen neben staatlichen Liquiditätsspritzen auch Solvenzhilfen. Unter Solvenzhilfen werden nachfolgend alle Transfers verstanden, die das Eigenkapital einer Firma unmittelbar positiv beeinflussen. Der Begriff ist mit Absicht breit angelegt und beinhaltet Rekapitalisierungen wie auch À-fonds-perdu-Transfers. In dieser Analyse bezieht sich der Begriff Solvenz auf die bilanzielle Solvenz (bzw. deren Gegenteil: die bilanzielle Überschuldung). Unter dem Begriff Liquidität wird die enger definierte Zahlungsfähigkeit verstanden, also das Vorhandensein genügend flüssiger Mittel zur Begleichung fälliger Verpflichtungen.⁻¹

Während Liquidität vom Staat temporär via Kredite zur Verfügung gestellt werden kann, führen Solvenzhilfen jeweils unmittelbar zu einer Absorption von Verlusten, sind also ein realer Vermögenstransfer von den Steuerzahlern zu den Eigentümern und Gläubigern einer Firma. Die bekannteste Solvenzhilfe ist der sogenannte Bailout. Unter diesem Begriff versteht man staatliche Rettungsaktionen für privatwirtschaftliche Organisationen, zumeist in Form finanzieller Hilfen, mit denen die Überschuldung eines Unternehmens reduziert und dessen Solvenz wiederhergestellt wird.

Einer der ersten, weltweit beachteten Appelle für den breiten Einsatz von Solvenzhilfen in der derzeitigen Krise stammt von zwei amerikanischen Ökonomen. Die US-Professoren Emmanuel Saez und Gabriel Zucman sehen den Staat als «payer of last resort». Damit ist gemeint, dass der Staat den Unternehmen ihre Fixkosten (z.B. Mieten, Löhne, Zinszahlungen) erstatten soll (The Guardian 2020).

1 Siehe Müller und Ammann (2020a) für eine ausführliche Diskussion der beiden Konzepte.

Auch in der Schweiz wurde verlangt, die bereits erteilten Liquiditätskredite (zumindest teilweise) in Transferzahlungen umzuwandeln. Gersbach und Sturm (2020) kreierten hierfür den Ausdruck «Kurzarbeits-Regime für Kapital», da das Kapital von Firmen, die vom Lockdown direkt betroffen sind, auch nicht mehr arbeiten könne. Analog argumentieren Alós-Ferrer et al. (2020). Sie fordern darüber hinaus einen teilweisen Ersatz der entgangenen Gewinne und fürchten, dass die Liquiditätskredite von an sich solventen Unternehmen aus Angst vor der Schuldenlast nicht in Anspruch genommen würden – Wie Abbildung 2 zeigt, haben bis dato jedoch über 100 000 Unternehmen schon Liquiditätskredite im Umfang von mehr als 16 Mrd. Fr. beantragt.

Bonardi et al. (2020) gehen nicht ganz so weit. Sie plädieren zur Sicherstellung der Anreizkompatibilität dafür, nur 80 % der «Kapitalkosten» zu ersetzen (analog zur Kurzarbeit), um den finanziellen Ansporn für alternative Unternehmenstätigkeiten zu erhalten. Sie bringen ausserdem die Idee ins Spiel, die Überbrückungskredite (für gewisse Branchen) so auszugestalten, dass deren Rückzahlung von der Entwicklung späterer Gewinne abhängig gemacht wird (analog zu Studiendarlehen in angelsächsischen Ländern).

Ob in der derzeitigen Krise Solvenzhilfen ergriffen werden sollten, und wenn ja, welche, das sind unter Ökonomen derzeit umstrittene Fragen. So zeigen sich in einer von der Universität Chicago durchgeführten Umfrage 37 % der befragten Wirtschaftswissenschaftler unsicher, ob der Staat neben Liquiditätshilfen auch Eigenkapital in rentable europäische Firmen einschiessen soll (European IGM Experts Panel 2020). Zudem haben sich in den USA mehr als 200 Professoren von Rechts-, und Wirtschaftsfakultäten in einem offenen Brief gegen Bailouts von Grossunternehmen ausgesprochen (Pro Market 2020).

Box 1

Viele Massnahmen wirken bereits wie Solvenzhilfen

Die in der Schweiz gesprochenen Liquiditätshilfen wirken zu einem Teil bereits wie ein Transfer, denn der Zins wurde vom Bund auf 0 % festgesetzt, was nicht den Marktkonditionen entspricht. Gerade kleinere Firmen können sich in der Regel auch im heutigen Niedrigzinsumfeld nicht zu solch vorteilhaften Bedingungen finanzieren – viele würden mangels ausreichender Sicherheiten kaum einen Kredit erhalten. Realistisch wäre bei den gewährten Konditionen wohl ein jährlicher Zins von rund 4 %. Beim bereits gesprochenen Kreditvolumen von 16 Mrd. Fr. und einer Laufzeit von fünf Jahren leistet der Bund somit einen Transfer (eine Solvenzhilfe) von über 3 Mrd. Fr.

Ebenfalls positiv auf die Ausgabenseite der Firmen wirkt die andere bereits beschlossene Massnahme: der Ausbau der Kurzarbeit. Dieses wirtschaftspolitische Instrument ist im Kontext des gesetzlichen Kündigungsschutzes zu verstehen. Firmen könnten ohne Kurzarbeit in einer schnell einsetzenden Rezession ihre finanzielle Situation unter Umständen gar nicht genug rasch anpassen, da sie an Kündigungsfristen und andere Arbeitnehmerschutz-Vorschriften gebunden sind.⁻² In vielen der von der Covid-19-Pandemie am stärksten betroffenen Branchen nimmt der Personal- und Sozialaufwand einen beachtlichen Teil an den Gesamtkosten ein – in der Gastronomie und der Beherbergungsbranche sind es beispielsweise rund 40 % (BFS 2019). Übernimmt nun die Arbeitslosenversicherung einen Teil dieser Lohnsumme, können betroffene Firmen ihre Kosten bereits merklich «einfrieren».

Schliesslich haben auch privatwirtschaftliche Akteure ein Interesse daran, dass bestehende Geschäftsverhältnisse nicht ohne Not zerstört und betroffene Firmen entlastet werden. So haben sich bereits früh einzelne Vermieter jenen Mietern gegenüber kulant gezeigt, die von der Pandemie und ihren Folgen besonders stark betroffen waren (NZZ 2020f). In Basel haben Vermieter und Mieter einen Kompromiss vorgeschlagen, um gemeinschaftlich mit dem Kanton die Kosten der Covid-19-Pandemie zu tragen (BaZ 2020). Hier entlasten somit auch private Vermieter die finanzielle Situation von Restaurants und Läden, indem sie auf einen Teil der Miete verzichten.

2 Die Kurzarbeit als Teil der Arbeitslosenversicherung wirkt auf volkswirtschaftlicher Ebene auch als automatischer Stabilisator und hat damit diverse weitere Vorteile. Mit ihr kann verhindert werden, dass kurzfristige Schwankungen langfristige Verwerfungen auf dem Arbeitsmarkt haben, welche die Arbeitslosenkasse unter dem Strich eventuell sogar zusätzlich belastet.

2 _ Pandemie-Bekämpfung aus ordnungspolitischer Sicht

Die derzeitige Ausnahmesituation hat ihren Ursprung im Auftreten eines neuen Krankheitserregers, und im Zuge seiner Bekämpfung mussten zahlreiche politische Entscheide getroffen werden. Aus ordnungspolitischer Sicht könnte argumentiert werden, dass der Staat durch seine Zwangsmassnahmen den wirtschaftlichen Schaden bei den betroffenen Unternehmen verursacht hat und damit schadenersatzpflichtig ist. Dabei könnte man sich auf das Prinzip der Entschädigung bei einer Enteignung stützen, das in der Bundesverfassung verankert ist.⁻³ Auch wenn dieses Argument auf den ersten Blick nachvollziehbar ist, greift es zu kurz.

So wird oft davon ausgegangen, dass der Staat ausschliesslich durch aktives Handeln Schaden verursachen kann, durch Unterlassung hingegen nicht. Dem ist aber nicht so. Wäre auf einen partiellen Lockdown verzichtet worden, hätten Wirtschaft und Gesellschaft ebenfalls Schaden genommen – in welchem Umfang, war ex ante unklar, und ist es auch ex post. Die idealen politischen Massnahmen können nie mit Sicherheit identifiziert werden und sind auch von individuellen Wertvorstellungen abhängig. Eine Schadenersatzpflicht kann deshalb auch schwerlich abgeleitet werden, zumal eine Schadenssumme unmöglich zu bemessen wäre und je nach Werthaltung anders ausfallen würde.

Es ist denn auch Bestandteil des demokratischen Systems der Schweiz, dass aus politischen Entscheiden, also selbst solchen, die nicht die Bewältigung eines Ereignisses der «höheren Gewalt» betreffen, keine allgemeine Schadenersatzpflicht abgeleitet werden kann – ausgenommen ist die in der Bundesverfassung klar umrissene Eigentumsenteignung. Wäre dem nicht so, hätten beispielsweise Besitzer von Ferienhäusern und -wohnungen nach Annahme der Zeitwohnungsinitiative für den Wertverlust auf ihren Immobilien entschädigt werden müssen.

Klar ist, dass diese Situation aus ökonomischer Warte unbefriedigend ist. Idealerweise würden solche Eigentumseinbussen jeweils entschädigt werden, wenn sich dafür ein grösserer Nutzen für die ganze Volkswirtschaft erreichen liesse.⁻⁴ Doch ein «Gerechtigkeitsmechanismus», der jegliche Gewinne und Verluste aus politischen Entscheidungen stets kompensiert, ist in der Praxis schlicht nicht möglich; die Komplexität der ökonomischen Wechselbeziehungen ist zu gross.⁻⁵

Nicht ohne Grund hat sich der Verfassungsgeber auf klar umrissene Enteignungen von Eigentum beschränkt (formell und materiell), die es vom Staat zu kompensieren gilt. Auf der anderen Seite funktioniert das soziale Auffangnetz als abschliessende Klammer, um Härtefälle abzufedern. Innerhalb dieser beiden Klammern hat sich der Souverän bisher aus gutem Grund zurückgehalten, Ungerechtigkeiten aller Art ausgleichen zu wollen.

3 Vgl. Art. 26 Abs. 2 BV

4 In der Wohlfahrtsökonomie gibt es unterschiedliche Ansätze, diesen Tausch optimal vorzunehmen und zu formalisieren; bekannt ist beispielsweise das Kaldor-Hicks-Kriterium (*Kaldor 1939; Hicks 1939*).

5 Dies ist gerade im Falle der gegenwärtigen Pandemie offensichtlich: Die Unternehmen aus jenen Branchen, die schliessen mussten, hatten ihrerseits Lieferanten aus anderen Branchen, die dadurch ebenfalls grosse Einbussen verzeichneten, ohne aber formell einer «geschlossenen» Branche anzugehören. Gleichzeitig gibt es in allen auf dem Papier stark betroffenen Branchen auch Firmen, die von der gegenwärtigen Situation profitieren. Eine gerechte, effiziente und vollständige Umverteilung von Gewinnen und Verlusten ist nicht möglich.

3 _ Bailouts transferieren Vermögen

Wie in der Einleitung dargelegt, transferieren staatliche Solvenzhilfen immer Vermögen. Der Staat ist keine eigene Persönlichkeit, er verfügt nicht über eine eigene, separate Vermögensquelle, die er für solche finanzielle Hilfen verwenden könnte. Vielmehr finanzieren die Steuerzahler bei einem Bailout die Gläubiger (Kreditgeber, Vermieter, Lieferanten usw.) – und meist auch die Aktionäre eines in Schieflage geratenen Unternehmens. In der Regel geschieht dies, indem dem Unternehmen frisches Eigenkapital zugeführt wird, um die bilanzielle Überschuldung zu beseitigen.

Mit solchen Vermögenstransfers absorbiert der Steuerzahler einen Teil der aufgelaufenen Verluste, die grundsätzlich die Eigentümer und allenfalls die Gläubiger der Firma tragen sollten, denn sie profitieren in guten Zeiten auch von den Gewinnen, die eine Firma erwirtschaftet.⁻⁶ Die Kehrseite der Dividenden und der Zinszahlungen ist das Risiko eines Verlusts. Gerade für Eigenkapitalinvestoren sind über die Jahre gesehen die Investitionen klar profitabel. So wurden Aktionäre in der Schweiz zwischen 1900 und 2019 im Durchschnitt mit jährlichen Realrenditen von 4,6 % für dieses Risiko entschädigt (Credit Suisse 2020). Damit ist es in «schlechten Zeiten» im Sinne der Risikoteilung nur konsequent, dass die Investoren auch Verluste absorbieren.

Box 2

Um wie viel es geht

Der Rückgang der Wertschöpfung während des rund zweimonatigen Lockdowns wird auf 25 % bis 30 % geschätzt, was ca. 30 bis 35 Mrd. Fr. entspricht (Seco 2020a, Rathke et al. 2020). Gemäss volkswirtschaftlicher Gesamtrechnung betragen die Abschreibungen der Unternehmen (also die Wertminderung des Anlagevermögens durch Verschleiss und Alterung) rund 120 Mrd. Fr. pro Jahr (BFS 2020). Nimmt man an, dass das Kapital der Unternehmen im gleichen Umfang wie der Rückgang der Wertschöpfung nicht ausgelastet werden konnte, ergeben sich ungedeckte Kapitalkosten der Unternehmen für die Lockdown-Periode im Umfang von rund 5 bis 6,5 Mrd. Fr.

Dieser Betrag kann aber nur als Untergrenze für allfällige, breit angelegte Solvenzhilfen dienen, zeichnet sich doch für 2020 (und sogar für das Folgejahr) immer mehr ein schwerer Wirtschaftseinbruch ab. In der Schweiz rechnen die Ökonomen des Bundes für das Jahr 2020 mit einem Einbruch der Wirtschaftsleistung um 6,7 % (Seco 2020b). Relativ zur Prognose von Ende Dezember 2019 würde das einen Wertschöpfungsverlust von 62 Mrd. Fr. darstellen. Das Negativszenario rechnet sogar mit einem Verlust von bis zu 88 Mrd. Fr. im Jahr 2020 und 83 Mrd. Fr. im Jahr 2021. Würde man also die Wirtschaftsstrukturen über das ganze Jahr «einfrieren» wollen und den Fremd- und Eigenkapitalgebern ihren Wertverlust auf dem Kapital analog der oberen Rechnung entschädigen, bräuchte es Transfers von rund 14 Mrd. Fr.

Im Gegensatz zu Liquiditätskrediten stellen solche Solvenzhilfen einen definitiven Abfluss aus dem Bundeshaushalt dar. Sollte sich die Politik also für breite Bailouts entscheiden, würde die Staatschuld massiv steigen. Diese neu angehäuften Schulden müssten künftige Generation bedienen, sei dies durch eine höhere Steuerlast oder geringere Ausgaben für andere Bereiche des Staatshaushaltes wie Bildung, Gesundheit, Sicherheit, etc. Dank der Schuldenbremse konnte der Bund zwar seine Schulden in den vergangenen Jahren sukzessive abbauen und verfügte dadurch beim Ausbruch der Corona-Krise über finanzpolitischen Spielraum, doch bereits die gesprochenen Massnahmen belasten den Bundeshaushalt mit rund 20 Mrd. Fr. (Seco 2020c). Dazu

6 Dass Aktionäre, also Eigenkapitalgeber, an Gewinn und Verlust einer Firma partizipieren, ist nicht weiter erklärungsbedürftig. Aber auch Gläubiger, also Fremdkapitalgeber, profitieren vom Gewinn einer Firma, denn aus diesem äufnen sich die Zinszahlungen. In guten Zeiten partizipieren Fremdkapitalgeber also am Gewinn, indem ihr Kredit verzinst und zurückgezahlt wird. In besonders schlechten Zeiten, wenn eine Firma in eine Überschuldung rutscht und saniert werden muss, müssen Fremdkapitalgeber ebenso einen Teil des Verlustes absorbieren – sie verzichten dann entweder auf Zinszahlungen, akzeptieren eine spätere Rückzahlung des Kredits oder nehmen sogar einen teilweisen Forderungsverzicht («Haircut») in Kauf.

kommen Mindereinnahmen (z.B. Steuerausfälle) und weitere Belastungen, was alleine für den Bund ein Defizit von über 30 Mrd. Fr. erwarten lässt (NZZ 2020a). Es wird grosse finanzpolitische Disziplin beim Abbau dieser Schulden benötigen, damit auch bei der nächsten Krise wieder Spielraum vorhanden ist.

Anders sieht die Sachlage bei selbständig Erwerbenden und Kleinstbetrieben (den sogenannten «Ein-Mann-AG», Kapitalgesellschaften mit nur einem oder wenigen Angestellten) aus. Bei diesen in der Regel wenig kapitalintensiven Betrieben ist der «Gewinn» aus ökonomischer Sicht kein Kapitalertrag, sondern mehrheitlich ein Arbeitsentgelt. Deshalb hat Avenir Suisse bereits in einer der ersten Analysen zum Thema der Corona-Pandemie gefordert, das Instrument der Kurzarbeit auf Selbständigerwerbende auszuweiten (Grünenfelder et al. 2020a); der Bundesrat ist diese Problematik mit dem bestehenden Instrument des Erwerbsersatzes angegangen (Seco 2020c).

4 _ Bailouts sind nicht zwingend

Oft werden Bailouts als alternativlos dargestellt (vgl. Box 3), oder zumindest als absolut notwendig, um schweren volkswirtschaftlichen Schaden abzuwenden. Der Grund dafür liegt wohl darin, dass viele die finanzielle Hülle einer Firma gleichsetzen mit ihren Mitarbeitenden, dem physischen Kapital und den Kundenbeziehungen. Letztere gehören alle zum realwirtschaftlichen Unternehmen. Die finanzielle Hülle ist derweil eine vertragliche Institution zwecks Allokation von Kapital und Aufteilung der Eigentumsrechte am Gewinn und Verlust des Unternehmens.

Box 3

Die Frage der Systemrelevanz

Bei einem Bailout wird immer die finanzielle Lage einer Firma verbessert. Der Steuerzahler springt ein, damit die bestehenden Fremd- und eventuell auch Eigenkapitalgeber keine Verluste tragen müssen. Die finanzielle Hülle ist aber meist nicht essenziell. Dafür ist das realwirtschaftliche Unternehmen zentral, also die vorhandenen Maschinen oder die Mitarbeitenden. Ein Extrembeispiel macht den Unterschied klar: Ein stark fallender Ölpreis kann der finanziellen Hülle einer Raffinerie noch so schweren Schaden zufügen, das physische Kapital - also die Rohre, die Öfen, die Kessel - bleibt davon unbeschadet. Eine neue finanzielle Hülle kann wieder um dieses realwirtschaftliche Unternehmen erstellt werden. Ein Bailout rettet in diesem Fall nicht die Raffinerie, sondern nur die Gläubiger und Investoren der bestehenden finanziellen Hülle.

Anders gelagert ist die Situation im Finanzsektor, wo die finanzielle Hülle die eigentliche Finanzinfrastruktur darstellt – die Bilanzbestandteile einer Bank entsprechen somit den Rohren, Öfen und Kesseln einer Raffinerie. In diesem Fall können gewisse Teile einer Bilanz tatsächlich systemrelevant werden. So erfüllen die Sichteinlagen von Kunden als Bestandteil der Zahlungsinfrastruktur eine zentrale Funktion, und eine Schieflage dieser Bilanzbestandteile kann sich in einem «Bank Run» manifestieren. Da nur bestimmte Teile der finanziellen Hülle systemrelevant sind, sind selbst im Finanzsektor komplette Bailouts umstritten, sogar bei systemrelevanten Finanzinstituten (Zürcher 2010). Deshalb wurden enorme Anstrengungen unternommen, um Situationen wie in der Finanzkrise 2008 künftig zu verhindern.

Bei systemrelevanten Infrastrukturen ausserhalb des Finanzsektors besteht im Falle eines Zusammenbruchs des realwirtschaftlichen Unternehmens die Gefahr unkontrollierbare Kettenreaktionen für die übrigen Wirtschaftstätigkeiten. Der Betrieb ist deshalb unbedingt aufrecht zu erhalten, was jedoch keiner staatlichen Rettung benötigt – die finanzielle Hülle muss auch hier nicht durch den Steuerzahler gerettet werden.⁻⁷ Eine allfällige Rekapitalisierung sollte stattdessen möglichst ungehindert durch private Investoren erfolgen können. Sind die systemrelevanten Infrastrukturen in ausländischer Hand, sollte sich die Rolle des Staates auf die des Vermittlers konzentrieren, so dass die notwendigen Sanierungsmassnahmen eingeleitet werden können.

Gerade weil die finanzielle Hülle nicht mit dem realwirtschaftlichen Unternehmen gleichgesetzt werden darf, können Bailouts private Lösungen wie Kapitalerhöhungen oder Refinanzierungsmassnahmen unterlaufen. Investoren wie Private Equity Fonds, Family Offices oder gut kapitalisierte Firmen beteiligen sich nämlich regelmässig und gerade auch in Krisensituationen an zukunftssträchtigen Unternehmen, die auf eine Stärkung ihrer Bilanz angewiesen sind.⁻⁸ Diese Aktivitäten sollte der Staat nicht mit steuerfinanzierten Solvenzhilfen konkurrenzieren. Vielmehr sollte der Bund in der aktuellen Pandemiesituation strukturelle Hindernisse im Kapitalfluss konsequent vermeiden (z.B. durch Verzicht auf Investitionskontrollen).

7 So hielt die Expertenkommission des Bundes bezüglich systemrelevanter Unternehmen ausserhalb des Finanzsektors unmissverständlich fest: «Ihre systemrelevanten Funktionen könnten im Regelfall jedoch genügend rasch durch den Markt substituiert werden, oder sie können mit vertretbarem Aufwand durch eine Auffanggesellschaft sichergestellt werden. Daher ist aus volkswirtschaftlicher Sicht, insbesondere um den für den Wohlstand wichtigen Strukturwandel nicht zu behindern, eine staatliche Rettung nicht angebracht und schon gar nicht zwingend.» Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen (2010).

8 Laut einer kürzlich veröffentlichten Studie belaufen sich die derzeit dafür verfügbaren Mittel von Private Equity Firmen auf rund 1,4 Bio. \$ (Ernst & Young 2020).

Wenn also die finanzielle Hülle unter Druck gerät, so muss deswegen nicht das realwirtschaftliche Unternehmen eingehen – vielmehr müssen die bisherigen Teilhaber an der Hülle ihre Verluste realisieren können. Damit das geordnet geschehen kann, dafür hat der Gesetzgeber mit dem Schuldbetreibungs- und Konkursrecht vorgesorgt. Bei der Sanierung einer überschuldeten Firma verzichten die Kapitalgeber auf einen Teil ihrer Forderungen, um das realwirtschaftliche Unternehmen zu retten. Erst wenn das nicht mehr gangbar scheint, kommt es zum Konkurs. Für beide Fälle definiert das Nachlass- und das Konkursverfahren Prozesse, die sicherstellen, dass die finanzielle Schieflage einer Firma mit möglichst geringen realwirtschaftlichen Auswirkungen einhergeht.

Gleichzeitig verschaffen die rechtlichen Rahmenbedingungen dem marktwirtschaftlichen Prinzip der Verantwortung Geltung. So sollen diese Verfahren gerade verhindern, dass der Steuerzahler die ganze finanzielle Hülle kostspielig retten muss, um einen schweren Flurschaden in der Gesamtwirtschaft zu verhindern. Insofern ist es begrüssenswert, dass der Bundesrat mit seinen Konkretisierungen zum Konkursverfahren und der Einführung einer Covid-19-Stundung sich zu diesen bewährten Prozessen bekannt hat (EJPD 2020). Dies gilt umso mehr, als Bailouts nicht nur zu einer ungerechten Umverteilung von Verlusten führen, sondern schwerwiegende langfristigen Wettbewerbsverzerrungen nach sich ziehen können.

5 _ Bailouts führen zu Fehlanreizen und höherer Fragilität

Dass ausserordentlichen Ereignisse wie Vulkanausbrüche, Überschwemmungen oder Stromausfälle eintreten können, ist bekannt. In der Schweiz hat das Bundesamt für Bevölkerungsschutz (Babs) eine Pandemie als das zweitgrösste Risiko für das Land hinsichtlich der Eintretenswahrscheinlichkeit in Verbindung mit dem Schadensausmass identifiziert (Babs 2015).⁻⁹ Daraus ergibt sich, dass vorübergehende Betriebsschliessungen eine der Handlungsmöglichkeiten von Behörden sind.⁻¹⁰ Auch wenn von den meisten Versicherungen aufgrund der gleichzeitigen breiten Betroffenheit ausgeschlossen, so konnte dieses unternehmerische Risiko dennoch privatwirtschaftlich versichert werden (NZZ2020c; NZZ2020d).

Hat man sich in der Schweiz genügend auf das Pandemierisiko vorbereitet? Bei dieser Frage muss zwischen spezifischen und allgemeinen Arten der Vorbereitung unterschieden werden.

- Erstens gibt es eine Pandemie-spezifische Vorsorge wie das Halten von Pflichtlagern mit medizinischem Schutzmaterial auf staatlicher, oder die Erarbeitung von Konzepten für die Erhaltung der betrieblichen Kontinuität auf privater Ebene. In dieser Hinsicht scheint es gerade auf staatlicher Ebene zu gravierenden Versäumnissen gekommen zu sein (Tages-Anzeiger 2020, NZZ 2020e).
- Zweitens gibt es aber auch eine allgemeine Krisen-Vorsorge, die sich in anderen Katastrophen-Szenarien wie einer Strommangellage ebenfalls bezahlt macht. Beim Staat kann beispielsweise die Armee in diversen Katastrophen eingesetzt werden. Auf wirtschaftlicher Seite gehört zu einer Vorbereitung auf schwierigere Zeiten sowohl ein gewisses Liquiditäts- als auch Eigenkapitalpolster.⁻¹¹ So sichert ausreichende Liquidität ein Unternehmen gegen die unmittelbare Zahlungsfähigkeit in allen Krisen ab, die mit einem Versiegen von Zahlungsströmen einhergehen. Und ein angemessener Eigenkapitalpuffer erlaubt einer Firma, im Katastrophenfall Verluste abfedern zu können.

Wenn sowohl Liquidität als auch Eigenkapital in Krisen derart sinnvoll sind, warum sollte ein Unternehmen dann nur wenig davon halten? Grund dafür ist, dass der Aufbau und das Halten beider Polster mit Kosten einhergehen. So können liquide Mittel nicht in lukrativen langfristigen Anlagemöglichkeiten investiert werden, und in der unternehmerischen Praxis ist Eigenkapital tendenziell teurer als Fremdkapital.⁻¹² Den höheren Kosten in normalen Zeiten stehen also Vorteile in Krisenzeiten gegenüber. Und genau diese Risikoabwägung wird durch staatliche Eingriffe stark verzerrt.⁻¹³

Bei pauschalen Bailouts verringert sich der Anreiz, sich künftig finanziell auf eine Krise vorzubereiten – der «Notgroschen» hat dann nur mehr einen geringen Wert und Investitionen in finanzielle Sicherheitspuffer werden folglich reduziert; in der Versicherungsökonomie wird dieses Verhalten als «Moral Hazard» bezeichnet. Bedenklich ist, dass ein derartiger «Moral Hazard» die Schwere und die Wahrscheinlichkeit künftiger Krisen sogar verstärkt: Beim nächsten Mal würden noch weniger Firmen über

9 Als das grösste Risiko weist das Babs (2015) eine Strommangellage aus.

10 Vgl. Art. 40 Abs. 2 EPG

11 Zur Begriffsklärung sowie der Situation in ausgewählten Schweizer Branchen siehe Müller und Ammann (2020a; 2020b).

12 In der Theorie sind die Kosten zwar äquivalent (Modigliani und Miller 1958), aber in der Praxis bestehen diverse Friktionen wie Steuern oder Kapitalmarktperfektionen, die Eigenkapital aus Sicht des Unternehmens teurer machen.

13 Diese Verzerrung ist auch bei Liquiditätshilfen zu beobachten, denn ein gutes Liquiditätsmanagement gehört zu den zentralen Aufgaben eines jeden Unternehmens, und zu tiefe Liquiditätsniveaus sollten nicht belohnt werden. Allerdings sprechen im Falle einer Pandemie starke Netzwerkeffekte für eine zusätzliche Bereitstellung von Liquidität. Aus ökonomischer Sicht sollte die Notfall-Liquidität aber nicht wie vom Bund gratis (zu einem Nullzins) zur Verfügung gestellt werden, sondern kosten. Die Überlegung ist analog zur Bereitstellung von Liquidität durch Zentralbanken an Geschäftsbanken im Falle eines Bank Runs (zur Bagehot-Doktrin und der Lender-of-last-resort-Politik von Zentralbanken siehe u.a. Goodhart (1999) oder Tucker (2009)).

ausreichende Sicherheitspolster verfügen, wenn sie damit rechnen könnten, gerettet zu werden: Es bräuchte somit in der Zukunft weniger, um eine Krise auszulösen, und mehr Geldmittel zu ihrer Bewältigung.

Von den Bailout-Befürwortern wird ausgeführt, dass solche Solvenzhilfen bei einer Pandemie keinen «Moral Hazard» zur Folge habe. Eine Pandemie sei ein exogener Schock ausserhalb der Einflussosphäre der Unternehmen. Dieses Argument greift zu kurz, denn Unternehmen beeinflussen sehr wohl, wie gut sie finanziell auf Krisen im Allgemeinen vorbereitet sind. Die in den USA lehrende Rechtsprofessorin Kathryn Judge hat es jüngst auf den Punkt gebracht: “Too much debt, not too many pandemics, is the moral hazard that this round of bailouts could invite” (Forbes 2020).

Gravierender als pauschale Bailouts sind selektive Abschreibungen von bereits gesprochenen Liquiditätskrediten. Werden die bereits gesprochenen Liquiditätshilfen zu einem späteren Zeitpunkt einfach den schwachen Unternehmen erlassen (d.h. denjenigen mit tiefen Gewinnen), findet eine direkte Subventionierung von kaum überlebensfähigen Firmen statt.⁻¹⁴ Denn von solchen À-fonds-perdu-Massnahmen profitieren nur sie. Damit würden all jene Unternehmen bestraft, die nachhaltig wirtschaften und finanzielle Reserven angelegt haben.⁻¹⁵

14 Es ist allerdings davon auszugehen, dass einige Firmen aufgrund der guten Konditionen Überbrückungskredite beantragt haben, die diese aufgrund ihrer Liquiditätssituation nicht unbedingt nötig hätten. Dies ist auch deshalb nachvollziehbar, da sie wohl auf einen (zumindest teilweisen) Erlass dieser Kredite spekulieren.

15 Sollten trotz allem zusätzliche staatliche Solvenzhilfen für Unternehmen gesprochen werden, so wäre klar jenen den Vorrang zu geben, die nicht eine Adverse Selektion vornehmen.

6 _ Bailouts verhindern die wirtschaftliche Erneuerung

Dass die Wirtschaftsentwicklung nie absolut stetig verläuft, sondern immer auch Schwankungen unterworfen ist, gehört zu den grundsätzlichen Merkmalen der marktwirtschaftlichen Ordnung. In den meisten Industriestaaten hat sich im 20. Jahrhundert die Sicht durchgesetzt, dass grössere Schwankungen (Rezessionen) abzumildern sind. So soll die konjunkturelle Entwicklung geglättet werden. Wie weit die Wirtschaftspolitik dabei gehen soll, ist aber umstritten.

Empirisch kann belegt werden, dass die Bevölkerung eine Glättung der Konjunktur will, jedoch nicht zu jedem Preis. Welche Versicherungsprämie wäre sie im Durchschnitt – im Wissen darum, dass eine Rezession kommt, aber nicht, wie tief diese ist – bereit zu bezahlen, damit Wirtschaftsschwankungen vermindert werden? Jordà, Schularick und Taylor (2020) zeigen unter Berücksichtigung historischer Daten in einem aktuellen Working Paper auf, dass hierfür eine Zahlungsbereitschaft von rund 10 % bis 15 % des jährlichen Privatkonsums besteht. Das entsprächen in der Schweiz rund 40 bis 60 Mrd. Fr., wobei diese Werte im Vergleich mit der früheren ökonomischen Literatur als hoch einzuordnen sind. Bei einer Berücksichtigung der bereits beschlossenen und geplanten Stützungsmaßnahmen auf allen Staatsebenen dürften diese damit aus einer gesamtwirtschaftlichen Kosten-Nutzen-Perspektive bereits jetzt am oberen «Akzeptanz-Limit» anzusiedeln sein.

Gerade mit Blick auf eine nachhaltige Wirtschaftsentwicklung sind umfassende staatliche Solvenzhilfen kritisch zu beurteilen. Krisen und Rezessionen sind in der kurzen Frist hart und gerade für betroffene Personen und Unternehmen teilweise dramatisch. In der langen Frist sieht das Bild jedoch differenzierter aus.¹⁶ Die Welt nach der Covid-19-Pandemie wird nicht mehr gleich aussehen wie jene davor, u.a. dürfte der bereits früher zu beobachtende Strukturwandel vom stationären Detailhandel zum E- und M-Commerce einen massiven Schub erhalten. Für diese Transformation wirtschaftlicher Strukturen braucht es Ressourcen, unter anderem Kapital. Es ist somit langfristig wenig sinnvoll, genau diese knappen Ressourcen über staatliche Finanzhilfen zum Erhalt einer Welt zu verwenden, die auf mittlere Frist obsolet wird.

16 Dass dieser Prozess zu steigender Innovationstätigkeit führen kann, wurde erstmals durch den Ökonomen Joseph Schumpeter (1939) beschrieben. Für die Schweiz lässt sich darauf aufbauend sogar einen Zusammenhang zwischen Konjunkturzyklen und Innovations-tätigkeit finden (*Spescha und Wörter 2018*).

7_Fazit – Die kostspielige Illusion der Vollversicherung

Bailouts und andere staatliche Solvenzhilfen laufen immer Gefahr, einen ineffizienten Strukturerehalt zu betreiben. Das bedeutet aber im Umkehrschluss nicht, dass eine «No-Bailout»-Politik wirtschaftlich nachhaltige Strukturen mutwillig zerstört. So sind sowohl Kurzarbeit als auch Liquiditätshilfen geeignet, genau das zu verhindern. Der Bund hat angesichts der Corona-Pandemie in einer Geschwindigkeit und mit einem finanziellen Unterstützungsumfang für die Wirtschaft reagiert, wie es noch vor Kurzem nicht für möglich gehalten wurde. Die Hilfspakete in Milliardenhöhe wurden von allen politischen Lagern mitgetragen. Dieses beherzte Eingreifen war notwendig, um Ansteckungseffekte im Bereich der Liquidität früh zu stoppen und ökonomische Härtefälle zu verhindern.

Eines darf bei all diesen Massnahmen zur Schadensbegrenzung aber nicht vergessen werden: Ursache der ökonomischen Krise ist ein neuartiges Coronavirus. Die dadurch ausgelöste Covid-19-Pandemie wird die wirtschaftlichen Strukturen nachhaltig verändern und hat bereits zu realen Schäden geführt. Menschen sind erkrankt, Familien wurden getrennt, viele Pläne durchkreuzt; der globale Transport von Gütern ist ins Stocken geraten, die Produktion wurde teilweise heruntergefahren, und Dienstleistungen werden nicht mehr im bisherigen Ausmass nachgefragt. All das hat reale Auswirkungen auf die Wirtschaftsleistung.

Es ist zurzeit noch ungewiss, wie viel Zeit der Wiederherstellungsprozess in Anspruch nehmen wird, bis die Schweizer Volkswirtschaft wieder auf dem Niveau vor der Pandemie angelangt sein wird. Jedoch schon heute ist klar, dass in der kommenden Rezession einzelne Firmen profitieren werden, während andere verlieren, und einzelne Betriebe sogar schliessen müssen. Wie viele das sein werden, ist noch offen. Schon in einem normalen Jahr kommt es jedoch zu gut 30 000 Unternehmensschliessungen in der Schweiz (BFS 2019b). Das illustriert eindrücklich, dass ein längeres «Einfrieren der Wirtschaft» der Realität des permanenten Strukturwandels in der Schweizer Wirtschaft kaum gerecht wird. Niemand kann sagen, wie die Welt nach Corona aussehen wird, doch es steht bereits fest, dass sie nicht mehr die alte sein wird. An diesen neuen Strukturen arbeiten die meisten Unternehmen fieberhaft: Viele haben ihre Prozesse in einem ersten Schritt bereits angepasst, indem sie verstärkt auf digitale Vertriebskanäle, Homeoffice und «Smart Working» gesetzt haben. Zweifelsohne werden noch umfassendere Veränderungen und Innovationen folgen.

Als Folge der Pandemie werden leider auch Betriebe vor dem Konkurs stehen, die völlig unverschuldet in diese Situation geraten sind. Das subsidiäre, föderalistische System der Schweiz bringt hier zum Glück die nötige Flexibilität mit, um auf Härtefälle angemessen reagieren zu können. Der Ruf nach breitflächigen Bailouts für alle betroffenen Unternehmen – und sogar nach einer staatlichen Gewinn-Garantie – schießt hingegen weit über das Ziel hinaus. Er impliziert, dass damit alle Strukturen bewahrt und grösere Schäden verhindert werden können – also dass sich Bailouts volkswirtschaftlich am Ende bezahlt machen. Dem ist nicht so, und ein solches «Rundum-Sorglos-Paket» bleibt eine Illusion. Die derzeitigen realen Produktionsausfälle können nicht durch Transfers ersetzt werden (Grünenfelder et al. 2020c). Vielmehr haben staatliche Solvenzhilfen wie Bailouts verheerende Nebenwirkungen, die gerade in der langen Frist oft viel schädlicher sind als gemeinhin gedacht.

Literatur

- 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. Zugriff: 22.04.2020.
- Babs, Bundesamt für Bevölkerungsschutz (2015): Katastrophen und Notlagen Schweiz – Technischer Risikobericht 2015. <https://www.news.admin.ch/newsd/message/attachments/40201.pdf>. Zugriff: 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>. Zugriff: 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/wertschoepfungstatistik.assetdetail.9226285.html>. Zugriff: 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>. Zugriff: 22.04.2020.
- BFS, Bundesamt für Statistik (2020): Kontensequenz. <https://www.bfs.admin.ch/bfs/de/home/statistiken/volkswirtschaft/volkswirtschaftliche-gesamtrechnung/kontensequenz.html>. Zugriff: 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/>. Zugriff: 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>. Zugriff: 22.04.2020.
- EFD, Eidgenössisches Finanzdepartement (2020): COVID19 Überbrückungshilfe. Bern: März 2020. <https://www.efd.admin.ch/efd/de/home/covid19-ueberbrueckungshilfe/infos.html>. Zugriff: 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>. Zugriff: 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/>. Zugriff: 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. Zugriff: 27.04.2020.
- Expertenkommission zur Limitierung von volkswirtschaftlichen Risiken durch Grossunternehmen (2010): Schlussbericht. <https://www.sjf.admin.ch/dam/sjf/de/dokumente/FinWeb/101004-SB-TBTF-DE-FINAL.pdf.download.pdf/101004-SB-TBTF-DE-FINAL.pdf>. Zugriff: 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/>. Zugriff: 22.04.2020.
- Grünenfelder, Peter; Cosandey, Jérôme; Dümmler, Patrick; Müller, Jürg; Rutz, Samuel; Salvi, Marco und Schnell, Fabian (2020a): Wirtschafts-politische Antworten auf die Corona-Krise. Avenir-Suisse-Analyse. <https://www.avenir-suisse.ch/publication/wirtschaftspolitische-antworten-auf-corona-krise/>. Zugriff: 23.03.2020.
- Grünenfelder, Peter; Cosandey, Jérôme; Dümmler, Patrick; Rühli, Lukas; Müller, Jürg; Rutz, Samuel; Schnell, Fabian; Salvi, Marco und Ammann, Matthias (2020b): Fahrplan für den Corona-Exit. Avenir-Suisse-Analyse. <https://www.avenir-suisse.ch/publication/fahrplan-fuer-den-corona-exit/>. Zugriff: 27.04.2020.
- Grünenfelder, Peter; Müller, Jürg; Schnell, Fabian und Lago, Pascal (2020c): Volkswirtschaftliche Auswirkungen eines umfassenden Lockdown. Avenir-Suisse-Analyse. <https://www.avenir-suisse.ch/publication/volkswirtschaftliche-auswirkungen-eines-umfassenden-lockdown/>. Zugriff: 22.04.2020.
- Jordà, Òscar; Schularick, Moritz; Taylor, Alan M. (2020): Disasters Everywhere: The Costs of Business Cycles Reconsidered, Federal Reserve Bank of San Francisco Working Paper 2020–11. <https://doi.org/10.24148/wp2020-11>. Zugriff: 27.04.2020

- 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/>. Zugriff: 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/>. Zugriff: 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>. Zugriff: 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>. Zugriff: 22.04.2020.
- NZZ, Neue Zürcher Zeitung (2020c): Die Mobilien rechnet wegen Corona mit dreistelligem Millionenschaden. Von: Enz, Werner. 07.04.2020. <https://www.nzz.ch/wirtschaft/die-mobilien-rechnet-wegen-corona-mit-dreistelligem-millionenschaden-ld.1550716>. Zugriff: 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-gastro-unternehmen-keine-schadenleistung-ld.1548429>. Zugriff: 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>. Zugriff: 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>. Zugriff: 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/>. Zugriff: 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/dam/ethz/special-interest/dual/kof-dam/documents/Medienmitteilungen/Prognosen/2020/Corona_Krise.pdf. Zugriff: 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. Zugriff: 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>. Zugriff: 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. Zugriff: 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>. Zugriff: 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>. Zugriff: 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 und die Wiederherstellung der Marktordnung. Avenir- Suisse-Publikation. <https://www.avenir-suisse.ch/publication/too-big-to-fail-und-die-wiederherstellung-der-marktordnung/>. Zugriff: 24.04.2020.