

Hüther, Michael

**Working Paper**

## Mangelt es den Deutschen an Wachstumsfantasie?

IW-Policy Paper, No. 3/2020

**Provided in Cooperation with:**

German Economic Institute (IW), Cologne

*Suggested Citation:* Hüther, Michael (2020) : Mangelt es den Deutschen an Wachstumsfantasie?, IW-Policy Paper, No. 3/2020, Institut der deutschen Wirtschaft (IW), Köln

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/214207>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*



# **IW-Policy Paper 3/2020**

## **Mangelt es den Deutschen an Wachstumsfantasie?**

Prof. Dr. Michael Hüther

Köln, 17.02.2020



## **Inhaltsverzeichnis**

<b>Zusammenfassung</b>	<b>3</b>
<b>1 Drei Beobachtungen und eine Erklärung</b>	<b>4</b>
<b>2 Die „schwäbische Hausfrau“ und die „schwarze Null“</b>	<b>7</b>
<b>3 Der lange Schatten der Hyperinflation: Die Verantwortung der Geldpolitik und der Charme des Sparens</b>	<b>11</b>
<b>4 Die Finanzierung der Unternehmen: Was in Deutschland anders ist</b>	<b>15</b>
<b>5 Chancen für mehr Wachstum</b>	<b>21</b>
<b>Literatur</b>	<b>25</b>
<b>Abstract</b>	<b>30</b>



**JEL-Klassifikation:**

B30 - History of Economic Thought: Individuals

G30 - Corporate Finance and Governance

N140 - Economic History: Macroeconomics and Monetary Economics; Industrial Structure; Growth; Fluctuations: Europe: 1913-



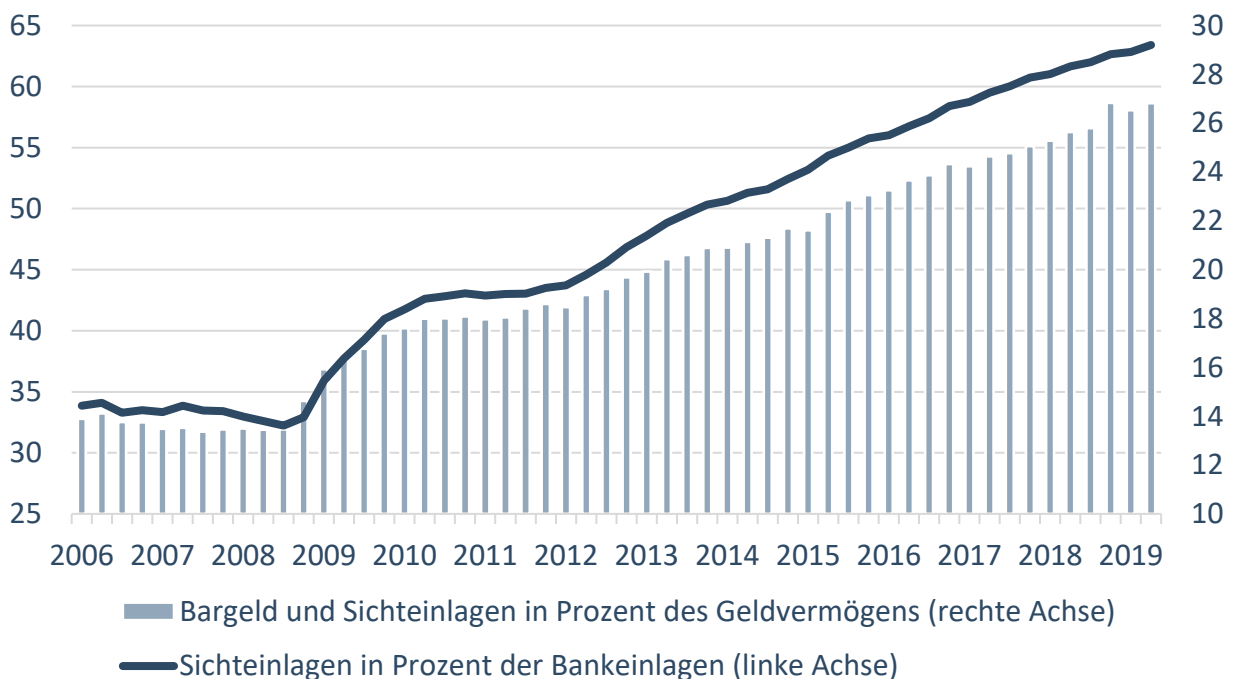
## Zusammenfassung

Deutschland weist im Umgang mit finanziellen Fragen einige Besonderheiten auf. Dazu gehören die geringen Erträge der umfangreichen internationalen Anlagen dieser exportorientierten Volkswirtschaft, die auch Jahrzehnte nach dem ersten Befund unzureichende Bereitstellung von Risikokapital und die im Vergleich mit vielen vergleichbar entwickelten Volkswirtschaften sehr restriktive Regulierung öffentlicher Kreditaufnahme. Die drei Aspekte haben insofern ein gemeinsames Muster, als sie auf eine mangelnde Bereitschaft, auf künftiges Wachstum zu setzen und damit auch eine Risikoakzeptanz deutlich zu machen. Wie kann diese hohe Präferenz für Sicherheit erklärt werden? Dafür wird in der Tradition von Geert Hofstede nach den prägenden kulturellen Haltungen gefragt und als historischer Hintergrund für Deutschland die zweifache Hyperinflationserfahrungen im 20. Jahrhundert identifiziert. Welche wirtschaftspolitischen Handlungsmöglichkeiten es trotz habitueller Fixierungen gibt, wird abschließend erörtert.

## 1 Drei Beobachtungen und eine Erklärung<sup>1</sup>

(1) Deutschland ist bei allem Erfolg seiner Wirtschaftsordnung und seines Geschäftsmodells im internationalen Vergleich auffällig, wenn es um Wachstumszuversicht und darauf gerichtete Handlungsstrategien geht. Drei Beobachtungen in diesem Kontext legen die Frage nach ihrem inneren Zusammenhang nahe. Da ist erstens die Feststellung, dass die Deutschen ihr Vermögen sowohl im Inland wie im Ausland weniger ertragreich anlegen als andere (Hünnekes et al., 2019 u. 2019a). Dazu fügt sich zweitens der seit langem für Deutschland evidente Befund, dass die Bereitstellung von Risikokapital insbesondere für die Wachstumsphase eines Start-up-Unternehmens immer noch ein beachtliches Problem darstellt (Albach, 1983; Albach/Köster, 1997). Drittens kommt der Besonderheit hinzu, dass die Deutschen eine im internationalen Vergleich recht strenge Kreditregulierung für die öffentlichen Haushalte präferieren, die mit der Schuldenbremse im Grundgesetz im Jahr 2009 verankert wurde (Haffert, 2016; Hüther, 2019).

**Abbildung 1: Wachsender Geldanlagestau**



Quelle: Bundesbank

Alle drei Befunde haben – so die hier vertretene These – insofern ein gemeinsames Muster und damit eine identische Ursache, als sie auf eine bestimmte Haltung und Risikobereitschaft in der deutschen Gesellschaft zurückzuführen sind, die im Vergleich zu anderen Ländern, beispielsweise in der Gruppe der G7, bemerkenswert ist. Die mangelnde Bereitschaft, auf künftiges Wachstum zu setzen und damit auch eine Risikoakzeptanz deutlich zu machen, geht mit einer

<sup>1</sup> Dieser Beitrag ist eine überarbeitete Fassung der Erich-Gutenberg-Lecture, gehalten am 29. November 2019 in Köln auf Einladung der Erich-Gutenberg-Arbeitsgemeinschaft. Für wertvolle Unterstützung danke ich meinen Mitarbeitern Matthias Diermeier und Dr. Thomas Obst sowie für weiterführende Hinweise Dr. Hubertus Bardt und Dr. Hans-Peter Klös, alle IW.

hohen Präferenz für Sicherheit einher. In Deutschland stehen beide Werte ganz oben auf der Skala gesellschaftlich relevanter Positionen und Normen. Dies zeigt sich am Anlageverhalten in Zeiten persistent niedriger Zinsen, das sich durch robuste Anteile risiko- und renditearmer Vermögensarten auszeichnet<sup>2</sup> (Abbildung 1), und zwar auch auf Seiten institutioneller Investoren: hier ist im europäischen Vergleich die Verlustaversion und die Sicherheitspräferenz am größten<sup>3</sup>. Dazu passt, dass trotz vergleichsweise geringer Rendite die deutschen Anleger besonders zufrieden sind, also nicht damit hadern, dass ihre ausgeprägte Risikoaversion einen hohen Preis in Form entgangener Erträge hat<sup>4</sup>.

(2) Diese Befunde sind grundsätzlich nicht neu. Bereits vor der globalen Finanz- und Wirtschaftskrise des Jahres 2009 wurde die Risikoaversion der Deutschen als „pathologisch“ (2005) bezeichnet<sup>5</sup>. Das spricht dafür, dass die Wurzeln weit zurückreichen.

- Ein Argument ist die bei aller berechtigten Kritik *verlässlich ausgebauter Altersvorsorge*, die in Deutschland gerade im Vergleich mit angelsächsischen Ländern die Anreize für private Vorsorge lange Zeit gemindert und die Illusion risikofreier Anlage genährt hat (Fohlin, 2016, 17f.). Das führt dazu, dass bei Analysen zur Vermögensverteilung Deutschland wie andere Staaten mit gut ausgebauter Alterssicherung (wie die skandinavischen Länder) eine relativ hohe Konzentration aufweist (Niehues, 2018). Hinzu kommt, dass die in Deutschland besonders beliebte Lebensversicherung über Jahrzehnte steuerlich präferiert worden ist, was die Option risikoarmer Anlage für das Alter in den Augen der Bürger weiter gestärkt hat.
- Traditionell schwach ist in Deutschland die *Aktienanlage* ausgeprägt, weil von der Finanzierungsseite her seit langem andere Wege dominierten. Eine substanzielle Schwächung der Aktienmärkte verband sich mit der Änderung der Eisenbahnfinanzierung am Ende des 19. Jahrhunderts. Zunächst hatte der Eisenbahnbau hierzulande wie weltweit die Aktienkultur belebt, da er von privaten Unternehmen getragen wurde und die Entstehung von Aktienbanken beförderte; Eisenbahnen sollten nicht aus dem Staatshaushalt finanziert werden. Als aber die Eisenbahnen von den Ländern bis zum Jahr 1910 weitgehend verstaatlicht wurden, sind Aktien durch (Staats-)Anleihen ersetzt worden. Damit wurde die öffentliche Wahrnehmung der Aktie hierzulande deutlich geschwächt (Breitfeld, 1985). In den USA wurden die Bahnen von Anfang an in Form von Aktiengesellschaften geführt, auch wenn der Staat den Bau erheblich förderte (nach neueren Untersuchungen bis zu 40 Prozent der Baukosten; Dobbin/Dowd, 2000).

---

<sup>2</sup> Trotz niedriger Zinsen stieg der Anteil der Sichteinlagen an den Bankguthaben privater Haushalte 2019 auf 62,8 Prozent. Am gesamten Geldvermögen der privaten Haushalte machen Bargeld und Sichteinlagen inzwischen 26,7 Prozent aus.

<sup>3</sup> <https://e-fundresearch.com/newscenter/171-union-investment/artikel/30715-studie-in-europa-haben-deutsche-investoren-die-hoechste-risikoaversion> (25.10.2019)

<sup>4</sup> <https://www.dasinvestment.com/umfrage-unter-deutschen-anlegern-risikoaversion-in-deutscher-gesellschaft-tief-verwurzelt/> (25.10.2019)

<sup>5</sup> <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/investmentfonds-die-risikoscheu-der-deutschen-ist-fast-sprichwoertlich-1280032.html> (25.10.2019)

- Wie keine andere westliche Gesellschaft haben die Deutschen im 20. Jahrhundert zweimal eine galoppierende *Hyperinflation* erlebt, die das private Leben nahezu unbeherrschbar hat werden lassen und den öffentlichen Raum gemeinsamen Gestaltens der Lebensbedingungen in Frage stellte. Der fundamentale Mangel an Verlässlichkeit ist als Bedrohung im kollektiven Gedächtnis der Deutschen unverändert prägend; der Zerfall der Mittelschicht und die Hoffnung auf eine neue Mitte in der zweiten deutschen Demokratie stehen dafür ebenso wie die normative Positionierung deutscher Eliten wie deutscher Ökonomen in Bezug auf die makroökonomische Steuerung (Taylor, 2013; Hayo/Neumeier, 2016; Redeker/Haffert/Rommel, 2019).

(3) Es gibt offenkundig gesellschaftlich relevante Einstellungen und Verhaltensweisen, die kulturell codiert sind und bestimmte Traditionen reflektieren. Geert Hofstede hat dies in seinen umfangreichen empirischen Studien ermittelt und bebildert (Hofstede/Smith/Hofstede, 2002). Kultur ist für Hofstede „the collective programming of the mind distinguishing the members of one group or category of people from others“, und „national Culture cannot be changed, but you should understand and respect it“<sup>6</sup>. Die entsprechenden Studien haben seinerzeit viel Kritik hervorgerufen, doch in jedem Fall deutlich gemacht, dass jenseits der spezifischen Bestimmungsfaktoren einer Entscheidung (finanzielle Anreize, Rechtsstatus) die *kulturelle Codierung* dabei wirkt. Hofstede hat sechs Kulturdimensionen herausgearbeitet. Für den hier in Rede stehenden Kontext erweisen sich die folgenden Dimensionen als bedeutsam: (1) Unsicherheitsvermeidung (oder Risikoaversion als Abneigung gegen unvorhersehbare oder widersprüchliche und deshalb nur schwer auflösbare Entwicklungen) sowie (2) zeitlicher Planungshorizont der Gesellschaft.

- Die entsprechenden Ergebnisse belegen, dass die Vermeidung von Unsicherheit im Gesellschaftsvergleich für Deutschland einen relativ hohen Stellenwert hat. Hofstede verweist zur Erklärung darauf, dass fußend auf den Ideen der prägenden Philosophen Kant, Hegel und Fichte die deduktive Verständnissuche dominiert: „[...] be it in thinking, presenting or planning: the systematic overview has to be given in order to proceed. This is also reflected by the law system“. Und „Germans prefer to compensate for their higher uncertainty by strongly relying on expertise“<sup>7</sup>.
- Bezogen auf den zeitlichen Handlungshorizont indiziert der ermittelte Wert einen pragmatischen Ansatz. Damit verbinden sich eine hohe Neigung zu Sparsamkeit und Ausdauer in dem Erreichen von Zielen<sup>8</sup>.

Diese Ergebnisse statten die anfängliche Vermutung, die Deutschen hätten eine hohe Präferenz für Sicherheit, Vorhersehbarkeit und Planbarkeit, mit empirischer Bestätigung aus – soweit dies für solche Fragen überhaupt möglich ist. Die These, in der kulturellen Kodierung liege auch der Grund für die identifizierten, auffälligen Befunde, weiter zu verfolgen, erscheint jedenfalls danach mehr als sinnvoll. Zunächst wird ein vertiefter Blick auf die in Deutschland präferierte

<sup>6</sup> <https://www.hofstede-insights.com/models/national-culture/> (25.10.2019)

<sup>7</sup> <https://www.hofstede-insights.com/country-comparison/germany/> (27.10.2019)

<sup>8</sup> Ebd.



Finanzpolitik geworfen (Kapitel 2). Anschließend wird der Zusammenhang zwischen Hyperinflationserfahrung, Geldpolitik und Sparverhalten beleuchtet (Kapitel 3). Daran schließt sich eine Betrachtung der Besonderheiten in der Unternehmensfinanzierung hierzulande an (Kapitel 4). Es bleibt am Schluss die Frage, was zu tun ist (Kapitel 5).

## 2 Die „schwäbische Hausfrau“ und die „schwarze Null“

(1) Emblematisch steht für die sicherheitsverpflichtete Haltung der deutschen Finanzpolitik die schwäbische Hausfrau, die durch Kanzlerin Merkel im Jahr 2008 sogar zum Idealtypus seriösen Wirtschaftens erkoren wurde (Merkel, 2008): „Man hätte hier in Stuttgart, in Baden-Württemberg, einfach nur eine schwäbische Hausfrau fragen sollen. Sie hätte uns eine ebenso kurze wie richtige Lebensweisheit gesagt, die da lautet: ‚Man kann nicht auf Dauer über seine Verhältnisse leben.‘ Das ist der Kern der Krise.“ Nur, was verbirgt sich hinter dieser Weisheit? Und ist diese Weisheit für alle Wirtschaftsakteure – private Haushalte, Unternehmen und den Staat – gleichermaßen zu deuten und bedeutsam?

- Beginnen wir bei den *privaten Haushalten*, die gewöhnlich im Lebenszyklus Phasen der Nettoverschuldung sowie Phasen des Nettovermögensaufbaus erleben und dies mit den unterschiedlichen Bedürfnissen während der Familiengründung, der Entwicklung von Familie sowie Haushalt in der Ausreifungsphase und im Rentenalter in Einklang bringen müssen. Üblicherweise versuchen die Menschen, dem durch Tilgungspläne und Sparpläne Rechnung zu tragen, um im Alter ein auskömmliches Leben zu haben und den Kindern ein Erbe übereignen zu können. Hier ist die schwäbische Hausfrau ein passendes Vorbild, will man – anders gewendet – die Privatinsolvenz vermeiden und das Familienerbe verantwortlich weitergeben. Auf Dauer kann keiner über seine Leistungsmöglichkeiten und Vermögensverhältnisse leben.
- Bei *Unternehmen* sieht dies schon anders aus. Allein die Theorie des optimalen Verschuldungsgrads deutet darauf hin, dass hier eine andere Logik zum Tragen kommt. Unter den extremen Annahmen friktionsloser Kapitalmärkte, symmetrischer Informationsverteilung, fehlender steuerlicher Verzerrungen sowie Insolvenzkosten sind die Kapitalstruktur und damit der Verschuldungsgrad sogar neutral in Bezug auf den Unternehmenswert (Modigliani/Miller, 1958), anders gewendet: Verschuldung beeinflusst den Wert einer Investition nicht. Die Kapitalstruktur gewinnt in dem Maße an Bedeutung, wie die genannten Annahmen nicht erfüllt sind. Aber auch dann ist die Fremdfinanzierung per se kein Ausdruck unsoliden Wirtschaftens. Es geht darum, den Schuldendienst aus dem Cashflow des Unternehmens zu leisten, was bei einer strategisch unterlegten Investitionsstrategie gut gelingen dürfte. Unternehmen sollten freilich ausreichende Eigenmittel haben, um sich gegenüber Marktschwankungen absichern und langfristige Verpflichtungen (Betriebsrenten) bedienen zu können. Auf Dauer können Unternehmen sich demnach verschulden, wenn es zum Geschäftsmodell sowie den Ansprüchen der Anteilseigner passt und dadurch getragen wird.

- Der *Staat* wird anders als private Haushalte und Unternehmen als Institution mit Ewigkeitsgarantie betrachtet, in dem sich von Generation zu Generation der Übergang in der Verfügungsgewalt über den öffentlichen Kapitalstock vollzieht. Die extreme Langfristigkeit der Existenzunterstellung lässt sich am Kapitalmarkt an den Renditen für Staatsanleihen mit langen Laufzeiten erkennen. Wenn – wie erstmals Anfang August 2019 – dreißigjährige Bundesanleihen mit negativen Zinsen rentieren, dann bringt der Markt sogar ein besonders hohes Vertrauen in den Bestand des (deutschen) Staates zum Ausdruck. So geht es für Staaten nicht darum, Schulden definitiv zu tilgen, sondern um einen mit Blick auf die gesamtwirtschaftliche Leistungsfähigkeit und die bestehende Schuldenquote, aber auch die politische Potenz auf Dauer tragfähigen Schuldenstand.

(2) Mit diesen Überlegungen zu den Sektoren Unternehmen und Staat kann die schwäbische Hausfrau, großgeworden im Lebenszyklus familiärer Hauswirtschaft, überhaupt nichts anfangen. Aus der Überschreitung der Perspektive einer Lebensbiografie ergibt sich aber überhaupt erst die Frage des fairen Ausgleichs zwischen verschiedenen Generationen. Das Gegenmodell zur schwäbischen Hausfrau, die zum Zeitpunkt ihres Todes alle Schulden getilgt hat und möglichst ein ansehnliches Nettovermögen hinterlässt, ist der Staat, der zu den Wirkungskontexten seiner Ausgaben eine adäquat fristenkongruente Finanzierung im Ausgleich zwischen den Generationen organisiert.

Doch geht es für den Staat nicht nur um wachstumstheoretische Einordnungen der Kreditaufnahmen, sondern ebenso um konjunkturelle Argumente. Die Frage, ob die Kreditfinanzierung staatlicher Ausgaben zugleich die private Nachfrage anregt und damit zur Glättung der Konjunktur beiträgt, hängt wesentlich davon ab, ob die privaten Haushalte davon ausgehen, dass die zusätzliche Verschuldung künftige Steuererhöhungen auslöst und deshalb die private Sparquote ansteigt (Barro-Ricardo-Äquivalenztheorem, Barro 1974). In diesem Fall wäre mit der Kreditfinanzierung wenig gewonnen. Allerdings wird dabei der angebotsseitige Effekte staatliche Kreditfinanzierung ausgeschlossen, und zwar sowohl in konjunktureller Hinsicht, was aber bei einer Verringerung der Unsicherheit über das Ausmaß rezessiver Entwicklung sowie über den mittelfristigen Potentialpfad erwartet werden kann, als auch mit Blick auf das Wachstum, was bei produktiven Ausgaben (Investitionen) positiv beeinflusst wird (zu den vorliegenden empirischen Studien vgl. Hüther 2019). Die schwäbische Hausfrau muss mit Blick auf die staatliche Kreditaufnahme unter diesen kurzfristigen wie längerfristigen Bedingungen nicht sorgenvoll umhüllt sein.

(3) Es schließt sich die Frage an, wie im Handeln des Staates der faire Ausgleich zwischen den Generationen organisiert werden kann, genauer woran er sich orientieren sollte? Das ökonomische Argument des Pay-as-you-go impliziert eine faire Lastenverteilung dann, wenn jede Generation äquivalent zu ihrer Nutzenmehrung an der Finanzierung beteiligt wird. Die Kreditfinanzierung organisiert dies über die Zinszahlungen während der Laufzeit des dadurch ermöglichten Investitionsprojekts. Unterlassene substanzerhaltende Investitionen und eine nicht fristenkongruente Finanzierung, die Investitionen aus Steuermitteln oder nur mit kurzfristigen Schuldtiteln ermöglicht, stellen gleichermaßen den fairen Ausgleich zwischen den zwei Generationen in Frage.

Aus Gerechtigkeitserwägungen lässt sich mit John Rawls argumentieren, dass eine faire Ordnung „die Freiheit und Unabhängigkeit der Bürger gewährleisten und fortwährend Tendenzen abschwächen sollte, die im Laufe der Zeit größere Ungleichheiten herbeiführen, welche sozialen Status und Vermögensverhältnisse ebenso betreffen können wie die Fähigkeit, politischen Einfluss geltend zu machen und verfügbare Chancen auszunutzen“ (Rawls, 2006, 245). Rawls wirbt für ein angemessenes Sparprinzip, damit die Gesellschaft als „ein faires System der langfristigen Kooperation zwischen den Generationen“ funktioniert: „Es stützt berechnete Beschwerden über unsere Vorgänger und berechnete Erwartungen an unsere Nachfahren“ (Rawls, 2006, 247).

Der zentrale Hinweis von Rawls liegt darin, im Blick auf die künftige Generation die der eigenen Generation vorangegangene nicht auszublenden. Wenn eine frühere Generation beispielsweise durch Krieg das Risiko eingegangen ist, den Kapitalstock zu zerstören, muss dies sich auch in den berechtigten Erwartungen der Nachfahren spiegeln, was beispielsweise die Hinnahme entsprechender öffentlicher Schulden für den Wiederaufbau des Kapitalstocks betrifft. Wenn klimapolitisch auch deshalb Handlungsbedarf besteht, weil frühere Generationen nicht oder nur unzureichend reagiert haben, dann sollte das heute insoweit über Steuern und Neukreditaufnahme finanziert werden, dass die heutige Generation nach Maßgaben ihrer Ressourcenübernutzung auf Konsum verzichtet und die künftigen Generationen für die Kompensation klimapolitischer Schäden mitbezahlt. Grundsätzlich entspricht diese Argumentation der „goldenen Regel der Finanzpolitik“.

(4) An diesem Sparprinzip sollten sich auch budgetpolitische Selbstbindungen messen lassen, indem sie Wirkungssymmetrien vermeiden, weil Schulden, Steuerlasten, sozialstaatlicher Ausgleich und Investitionsmöglichkeiten nicht gesamthaft betrachtet werden. Die schwäbische Hausfrau jedenfalls bietet nicht die passende Orientierung für die Finanzierung der öffentlichen Haushalte. Allerdings hat sich diese Figur zur Ikone der deutschen Finanzpolitik entwickelt, deren Zuspitzung in der „schwarzen Null“ mündet und damit den jährlichen Haushaltsausgleich fordert (Haffert 2016: „Die Null ist, ökonomisch gesehen, eine Zahl ohne besonderes Gewicht. Ihre eigentliche Bedeutung ist politischer Natur“). Zur Legitimation dieser kommunikativ gegenüber der verfassungsrechtlichen Lage verengten Zielsetzung der Finanzpolitik gehört auch die Erzählung, dass ohne Schuldenbremse alles aus dem Ruder zu laufen drohe wie zuvor; das freilich ist mehr Erzählung als Realität (Hüther 2019).

An der dominanten polit-ökonomischen Erzählung der Begründung der Schuldenbremse hat sich auch nichts geändert, als der Budgetsaldo des Staathaushalts im Jahr 2012 und der des Bundeshaushalts im Jahr 2014 ins Positive drehte. Die Überschüsse in den Budgets sind zur Selbstverständlichkeit geworden. Das ist für sich genommen nicht zu kritisieren, allerdings verstellt es den Blick auf eine nüchterne Einordnung des öffentlichen Kredits als Instrument der Finanzpolitik (Thöne 2005), vor allem der wachstumsorientierten Strategie. Es ignoriert die volkswirtschaftlichen Kosten, die damit verbunden sein können, wenn man diesen Finanzierungsweg sehr weitgehend tabuisiert. Und es verhindert die notwendige Analyse, was staatliche Kreditfinanzierung in Zeiten von Niedrigzinsen („low for longer“ oder „low for ever“ lautet mittlerweile die Frage zur künftigen Zinsentwicklung) und einem Zinssatz unterhalb der Zuwachsrate des BIP bedeutet, und zwar im politischen wie im öffentlichen Diskurs.

(5) Die Kunst guter Politik besteht darin, unter den jeweils obwaltenden gesamtwirtschaftlichen und budgetären Bedingungen instrumentell flexibel das langfristig fixierte Ziel zu verfolgen. Im Sinne des Rawlsschen Sparprinzips geht es um einen *fairen Ausgleich zwischen empfangenen Leistungen und zu tragenden Finanzierungslasten zwischen den Generationen*, darum in jeder Periode Freiheit und Unabhängigkeit der Bürger, eine hinnehmbare Verteilung sozialer Merkmale und Vermögen sowie einen wirksamen politischen Einfluss und die Wahrnehmung verfügbarer Chancen zu ermöglichen. Diesen Handlungszusammenhang durch eine Restriktion – wie die Schuldenbremse oder verengt die „schwarze Null“ – einzuschränken, kann rational nur mit der Erwartung begründet werden, dass dann negative Auswüchse (Gefährdung der Schulden-tragfähigkeit) verhindert werden können und (neue) andere negative Effekte ausbleiben.

Das unterstellt, dass die Einschränkung eines prinzipiell unvollständigen Vertrages – als den man den Staatshaushalt (wegen Plan- und Genehmigungsvorbehalten sowie Umsetzungserfordernissen und Verpflichtungsermächtigungen, nur allgemeine Finanzierungsvorgaben (Non-Affektation)) verstehen kann – zu einem rational definierten vollständigen Vertrag führt, der zu eindeutig konsistenten Ergebnissen führt (Richter/Furubotn, 2010). Doch dieser Vertrag bleibt prinzipiell aus den genannten Gründen unvollständig. Das äußert sich auch darin, dass zur Vermeidung negativer Kollateraleffekte nicht selten weitere Restriktionen vorgeschlagen werden, beispielsweise ein Deckel für die Sozialbeiträge oder die Unternehmenssteuerlast oder eine Investitionsquote. Darin drückt sich aus, dass eine Restriktion den unvollständigen Vertrag verändert und an anderer Stelle Strategieanfälligkeit begründet oder neue Restriktionen erfordert. Anders gewendet: Die Schuldenregel, die selbst der Sorge um den Parteienwettbewerb entspringt, verhindert diesen grundsätzlich nicht, indem sie den polit-ökonomischen Druck auf anderen ausgabenseitige Budgetposten verschiebt oder Entlastungen bei Steuern und Abgaben verhindert. Diese Effekte, die sich in Veränderungen der Haushaltsstruktur manifestieren, werden in der Phase der Konsolidierung leicht übersehen. Grundsätzlich aber stellt sich die Frage, warum in der demokratischen Ordnung das Parlament sich freiwillig auf diese Weise selbst bindet.

- Rational kann dies als Absicherung der Abgeordneten gegen den Haushaltsspielraum strukturell, d.h. dauerhaft überfordernder Ansprüche der Wahlbürger eingeordnet werden (Buchanan, 1984)
- Ebenso kann es darum gehen, im politischen Wettbewerb der Agenten (Parteien) um den Prinzipal (Wahlvolk) eine Bremse gegen einen überfordernden Ausgabenwettbewerb wirksam zu installieren (Nordhaus, 1975).
- Schließlich kann die Überforderung des Staatshaushalts auf der Einnahmenseite ansetzen, wenn ein Wettbewerb um Steuersenkungen zu einer tendenziellen Verringerung der Staatstätigkeit (Staatsquote) mit dem Ziel des schlanken Staates führt (Persson/Svensson, 1989; Haffert, 2016).

Trotz der theoretischen Argumente für solche Regeln und der für diese Politik sowohl konservativ wie progressiv möglichen Rechtfertigung (Krebs, 2019; Haffert 2016) bleibt die Frage, warum die Deutschen – ähnlich lediglich die Schweizer – eine besondere Präferenz für derartige restriktive Ausprägungen der Schuldenregulierung haben. Dies scheint – so die hier vertretene These – in einem Mangel an Wachstumsfantasie und einer hohen Präferenz für Sicherheit

begründet. Beides sind zwei Seiten einer Medaille. Die Sicherheitspräferenz führt zu einer Fokussierung des Erreichten, einer Stabilisierung der Gegenwart zur Verlängerung in die Zukunft. Eine selbstverständliche Erwartung auf Wachstum ist damit nicht so leicht kompatibel, das ja im Ökonomischen stets als Strukturwandel mit inkrementellen oder disruptiven Veränderungen einhergeht und deshalb in seiner Qualität schwer prognostizierbar ist. Solche Haltung verweist auf historische Prägungen, für die „schwarze Null“ wird auf die Erfahrung der Staatspleiten nach den beiden Weltkriegen verwiesen (Haffert, 2016). Und tatsächlich präferieren über zwei Drittel der Deutschen eine Verminderung der Staatsschuld – auch in Krisenzeiten – und gut 60 Prozent unterstützen die Schuldenbremse (Hayo/ Neumeier, 2016, 69f.). Diese Akzeptanz der budgetpolitischen Beschränkung trifft sich mit der in Deutschland ebenfalls besonders starken Präferenz für stabile Preise.

### 3 Der lange Schatten der Hyperinflation: Die Verantwortung der Geldpolitik und der Charme des Sparens

(1) In Deutschland lebt wie nur in wenigen Gesellschaften der Welt das zweifache Erleben einer Hyperinflation im kollektiven Gedächtnis fort. Die galoppierende Überraschungsinflation nach dem Ersten Weltkrieg (Papierwährung) und die Wertlosigkeit der Währung (Zigarettenwährung) nach dem Zweiten Weltkrieg haben sich normativ und habituell im Deutschsein niedergeschlagen.

Wenn die Geldentwertung täglich an Dynamik gewinnt, dann bedeutet dies, dass das Leben im hier und jetzt stattfindet, nur das tägliche Überleben zählt, dass jede Planung sinnlos und jedes Sparen irrational ist. In einer solchen Lebenssituation dreht die Geschwindigkeit des Alltags sich in gleicher Tourenzahl wie die Inflation, Beständigkeit und Halt werden nicht gefunden, die Lebensverhältnisse vollends zerrüttet (Haffner, 2000). So war es während der Hyperinflation nach dem Ersten Weltkrieg. Nicht anders war es grundsätzlich nach dem Zweiten Weltkrieg, als zudem der gesamtwirtschaftliche Kapitalstock – öffentlich wie privat, in Form von Sachkapital wie Sozialkapital – weitgehend zerstört bzw. in seiner Funktionsfähigkeit eingeschränkt war. Zweimal im 20. Jahrhundert haben die Deutschen somit erlebt, wie erst mit einer Währungsreform die Stabilisierung der Volkswirtschaft und die Beschäftigung der Gesellschaft gelang sowie die Handlungsfähigkeit der Politik verlässlich wiederkehrte.

(2) Die Währungsreform 1948 firmiert – in Ermangelung einer politischen überzeugenden Gründungsgeschichte – gar als wirtschaftlicher Gründungsmythos für das Provisorium Bundesrepublik, später verstärkt durch den „Ergänzungsmythos des ‚Wunders von Bern‘“ (Münkler, 2009, 455ff.): „Der gründungsmythische Kern der alten Bundesrepublik war nicht die politische Verfassung, sondern die wirtschaftliche Ordnung. Das ist im Prinzip bis heute der Fall, zumindest wenn man bedenkt, dass das Wirtschaftswunder mit der Entwicklung des Sozialstaats einherging“ (Münkler, 2009, 458). Nach einem schwierigen Start schwenkte die bundesdeutsche Wirtschaft ab 1950 auf einen spektakulären Wachstumspfad ein, was dazu führte, dass die Währungsreform „im kollektiven Gedächtnis den Beginn eines wirtschaftlichen Wachstums markierte“ und damit zur gründungsmythischen Erzählung wurde, „die zu einer Identifikation mit dem neuen Staat beitrug“ und eine politische Selbstanerkennung verzichtbar erscheinen ließ

(Münkler, 2009, 460). „Aus der Opfergesellschaft des Krieges und der Entbehrungsgesellschaft der Nachkriegszeit wurde eine Konsumgesellschaft“ (Münkler, 2009, 464). Stabilisiert und gestärkt wurde dieser Mythos durch das allgegenwärtig persönliche Erleben und Erinnern; das Wirtschaftswunder war nichts Abstraktes, Theoretisches. All dies wurde weiterentwickelt im „Modell Deutschland“, mit dem Willy Brandt und Helmut Schmidt zu den Bundestagswahlen antraten und das Wohlstandsversprechen intensiver mit sozialem Ausgleich verbanden.

Das gesellschaftliche Korrelat zur bundesrepublikanischen Erfahrung anhaltender Wohstandsmehrung war die Überwindung von bedrohlichen Randpositionen, die Zurückdrängung politischer Extremere im täglichen Leben und die Stärkung der Mitte (Münkler, 2010, 205 ff.). Die von Helmut Schelsky so titulierte „nivellierte Mittelstandsgesellschaft“ stand für diesen Ausgleich und die Kraft der Mitte – politisch, ökonomisch und gesellschaftlich. Anders als in der ersten Hälfte des 20. Jahrhunderts erlebten die Menschen nun erstmals in der Breite, dass Industrie nicht zur Spaltung der Lebensbedingungen führte, sondern über die berufliche Bildung Aufstiegschancen glaubwürdig verhielt, die eine Verminderung der Einkommensspreizung beförderte. Der breite Aufstieg aus der Arbeiterklasse, die Verbürgerlichung der Lebensweisen in der Breite der Gesellschaft unterminierten die These des Klassenkonflikts; individuelle Leistung konnte nun auf verlässliche Weise für alle ertragreich sein, die es nur wollten (Münkler, 2010, 217).

Es war der Ausdruck einer gemessen an den Erfahrungen der Weimarer Republik unglaublichen Stabilisierung und Stabilität aller Makrosysteme. Und so galt für Jahrzehnte nach dem Krieg: „Seit sich die Deutschen mit dem Mittelmaß abgefunden haben, sind sie selbst zur Ruhe gekommen und mit ihnen der ganze Kontinent“ (Münkler, 2010, 219). Die Mitte als Maß der Orientierung – Maß halten und Mitte bewahren – bot die Möglichkeiten, sich den unvermeidbaren Veränderungen zu stellen. Denn „eine Gesellschaft könne sich umso mehr Modernisierung, lebenspraktische Differenzierung und Individualisierung leisten, je schwergewichtiger und selbstbewusster ihre Mitte ist“ (Münkler, 2010, 223).

(3) Der Gewinn an Stabilität kann in seiner mentalitätsprägenden Kraft nur vor dem Hintergrund der – wie angedeutet – zersetzenden Kraft anhaltender, galoppierender Hyperinflation als gesellschaftliches Erleben verstanden und eingeordnet werden. In solchen Phasen werden die Möglichkeiten täglicher Routine und Verlässlichkeit zerrieben durch den Zwang, stündlicher Wertänderung durch neue Dispositionen Rechnung zu tragen. Versorgungsketten funktionieren nicht mehr, die Vorteil wirtschaftlicher Integration geht verloren und die Suche nach Sachwerten behindert das rationale Investieren. Besonders eindrücklich hat diese alltäglichen Folgen der Hyperinflation Sebastian Haffner (2000) geschildert: „Es kam das Jahr 1923. Dieses phantastische Jahr ist es wahrscheinlich, was in den heutigen Deutschen jene Züge hinterlassen hat ..., jene hemmungslose zynische Phantastik, jene nihilistische Freude am ‚Unmöglichen‘ um seiner selbst willen, jene zum Selbstzweck gewordene ‚Dynamik‘“. (S. 53) „Es war eine Lage, in der Geistesträgheit und Verlaß auf frühere Erfahrung mit Hunger und Tod bestraft, aber Impulshandeln und schnelles Erfassen einer neuen Lage mit plötzlichem ungeheurem Reichtum belohnt wurde. ... Unter so viel Leid, Verzweiflung und Bettlerarmut, gedieh eine fieberhafte, heißblütige Jugendhaftigkeit, Lüsternheit und ein allgemeiner Karnevalsgeist“ (S. 57).



Diese Erfahrung war so überraschend für die Zeitgenossen, dass sie auch in der Überlieferung die Bedeutung behalten hat und spätere Krisen in der Wahrnehmung dominierte oder gar überrollte. So zeigen aktuelle Befragungen, dass in Deutschland einerseits Hyperinflation und Weltwirtschaftskrise im Rückblick auf die Wirtschaftsgeschichte der Weimarer Republik verschmelzen und andererseits dieses Missverständnis „bei gut gebildeten und politisch interessierten Deutschen besonders ausgeprägt“ ist (Redeker/Haffert/Rommel, 2019, 3). Die Inflation ist – so zeigt der Befund – von überragender Bedeutung im kollektiven Gedächtnis und nicht die spätere Deflation mit Massenarbeitslosigkeit während der Weltwirtschaftskrise. Alles fügt sich im Rückblick zusammen, die „große Unordnung“ von 1919 bis 1924 (Feldman, 1997) ist der heuristische Anker für die Deutschen, wenn es um die Bewertung gesamtwirtschaftlicher Risiken und deren wirtschaftspolitischen Beantwortung geht. Selbst die Disinflation seit den frühen 1980er Jahren und längere Zeiten sehr niedriger Inflationsraten haben nichts daran geändert, dass der Inflationsbekämpfung oberste Priorität eingeräumt wird; auch im Vergleich der europäischen Staaten zeigt sich diese extreme Fixierung in Deutschland auf die Preisniveaustabilität (Hayo/Neumeier, 2016, 65 ff.).

(4) Der individuell basierte Befund – hier zitiert als Lebensbericht des jungen Sebastian Haffner über die wilden, zerrüttenden Jahre der Hyperinflation – hat in anderer Weise bei dem zeitgenössischen Soziologen Helmuth Plessner seinen Niederschlag gefunden. In der Analyse zu den „Grenzen der Gemeinschaft“ spiegelt sich die Inflation in der soziologischen Bestandsaufnahme. Denn nach der Überwindung der schlimmsten Verwerfungen im Jahr 1923 diagnostiziert Plessner als deutsches Problem die Vereinbarkeit von Idee und Wirklichkeit. Statt unbekümmert zur Tat zu schreiten und das Leben spielerisch zu nehmen, ist der Deutsche nun „schwer und über ihm wird alles schwer, heißt es bei Goethe (...) Der Deutsche ist stolz darauf, in seinen besten Männern das Gewissen der Welt zu sein, aber heißt das nicht auch für die anderen den Spielverderber zu spielen?“ (Plessner, 1924, 20). Auf Prinzipien gegründete Stabilität sucht der Deutsche in der Gemeinschaft, eine scheinbar natürliche Ordnung der Lebensbezüge zwischen den Menschen, die auf Werten basiert, während hingegen die Gesellschaft als etwas Künstliches erscheint, in welcher der Umgang gewaltsam und anonym ist.

Das Erleben der Hyperinflation hat das Flüchtige, Unberechenbare der abstrakten Gesellschaft deutlich gemacht. Plessner argumentiert unabhängig von einer konkreten gesellschaftlichen und wirtschaftlichen Lebensordnung, er thematisiert grundsätzlich die Entwurzelung des Menschen unter den Bedingungen der anonymen Gesellschaft und der verzweifelten Suche nach Halt. Dabei erweise sich die Sachgemeinschaft als schwach, insofern sie auf abstrakte Ideen, Werten und Normen beruht, die leicht zu bezweifeln sind. Und so wird der Glaube aus Vernunft, dass es für alle Menschen eine gleich gute Lebensweise gäbe, schnell schwach, zumal nach dem Erleben einer Hyperinflation. Dadurch sind alle Gesetzmäßigkeit des normalen Lebens außer Kraft gesetzt worden, das Effizienzversprechen der modernen Wissenschaft wurde nachhaltig erschüttert. Dann kann es leicht passieren, dass bei der nächsten Verwerfung – wie der Weltwirtschaftskrise ab 1929 – der Glaube an die rationale Gestaltung der öffentlichen Aufgaben vollends schwindet. Anders gewendet: Die große Unordnung der Hyperinflation hat – so haben es angesichts der kurzen Phase der „goldenen Zwanziger“ die Zeitgenossen erlebt und so wirkt es bis heute fort – in Einheit mit der Weltwirtschaftskrise die gesellschaftliche Stabilität nachhaltig geschwächt.

(5) So wie nach dem Ersten Weltkrieg dessen finanziellen Verwerfungen und Folgen die Hyperinflation verursacht hatten, so war es nur zwanzig Jahre später der Zweite Weltkrieg zusammen mit der vorangegangenen Aufrüstung mit Lohn- und Preisstopp, die zu einer ähnlichen Zerrüttung der Lebensgrundlagen geführt hatten. Das Erlösende der Währungsreformen – Rentenmark zum 15. November 1923, Deutsche Mark zum 20. Juni 1948 – war offenkundig, doch erst mit dem Wirtschaftswunder nach 1950 entstand die Chance zur Mythenbildung. Entscheidend war eine Kombination ordnungspolitischer Entscheidungen, die dafür sorgten, dass Währungsreform und Leitsätze-Gesetz, Marshall-Plan und Londoner Schuldenabkommen ihre stabilisierenden Wirkungen entfalten konnten. So sehr hier Hoffnung als realistische gesellschaftliche Kategorie begründet wurde, so sehr stand dagegen als Menetekel die Periode von 1914 bis 1924 („the great disorder“, Feldman, 1997), die auch alle späteren Bemühungen wirtschaftlicher Stabilisierung in ein fades Licht rückte und als eine wesentliche Ursache der nachfolgenden Krisen des 20. Jahrhunderts erschien.

Daraus folgt, dass die Deutschen Stabilität mehr schätzen als unabsehbaren Wandel, vor allem die Stabilität des Geldwerts wird hoch bewertet, ohne sie ist alles nichts; die Vordenker der Sozialen Marktwirtschaft erhoben dies zum grundlegenden Prinzip. Die im internationalen Vergleich hohe Sparneigung verdichtet dies symbolhaft. Diese mikroökonomisch relevante Haltung reflektiert sich makroökonomisch in der Unabhängigkeit der Notenbank. Die Erfahrungen mit der Hyperinflation führten nahezu selbstverständlich zur Unabhängigkeit der Notenbank, wie sie im Jahr 1957 mit dem Bundesbank-Gesetz verankert wurde und sich in eine stabile Wirtschaftsordnung mit hoher korporatistischer Prägung einfügte (Ritschl, 2005), was ebenfalls vor Unvorhersehbarem stärker bewahrte, solange der Druck von außen sich in Grenzen hielt. So wurde ein Bereich makroökonomischer Steuerung der parlamentarischen Verantwortung und Kontrolle entzogen; die Bundesbank ist nur ihrem gesetzlich definierten Mandat verpflichtet. Diese Delegation durch Schaffung eines Autonomiebereichs beruht auf dem historisch begründeten Misstrauen gegenüber Regierung und Parlament in Fragen des Geldes – finanzpolitisch wie geldpolitisch. Diese Einschätzung ist im Übrigen bis heute kein Gegenstand des Streits zwischen den Parteien im Deutschen Bundestag.

(6) Die spezielle Haltung der Deutschen ist nachhaltig wirksam, was sich insbesondere in der Kommentierung der europäischen Geldpolitik zeigt (Redeker/Haffert/Rommel, 2019). Dies sorgt zuweilen für Irritationen bei anderen europäischen Akteuren in der Geldpolitik. So klagte im Dezember 2013 Mario Draghi über Kritik aus Deutschland und sprach von „perverser Angst, dass sich die Dinge zum Schlechten entwickeln“; passiert sei aber das Gegenteil. „Die Inflation ist niedrig, und die Unsicherheit hat sich verringert.“<sup>9</sup> Die Missverständnisse sind nur zu erklären aus der tiefen Verankerung unterschiedlicher Haltungen zum Geldwert und der dafür als passend erachteten Geldpolitik. Mit dem Euro machen die Deutschen die Erfahrung, dass eine bestimmte institutionelle Lösung noch keine Gewähr dafür bietet, dass die Geldpolitik unverdrossen der deutschen kulturellen Prägung Rechnung trägt. Die Sensibilität gegenüber der Konsumentenpreis-inflation ist nicht überall gleich ausgeprägt, die Sorge vor dem Vermögensverzehr

---

<sup>9</sup> <https://www.dw.com/de/draghi-kritisiert-die-perverse-angst-der-deutschen/a-17328787-0> (17.11.2019)



richtet sich dann auf andere Anlagekategorien. Wenn aber die Wohneigentumsquote in Deutschland aus diversen Gründen nur bei 43 Prozent liegt, dann ist viel Raum für Sparen, der allerdings nicht sonderlich risikogeneigt ausgenutzt wird.

Vielmehr zeigt sich, dass die allgemeine Angst vor Unvorhersehbarkeit in Deutschland die Präferenz für „fixed income“ stärkt. So richtet sich die individuelle Vermögensposition der Deutschen ebenfalls mehr auf verlässliche Entwicklung und Stabilität als auf dynamische und volatile Wertentwicklung. Als typisch dafür kann die Regelung für die Riester-Rente gesehen werden, die einen jederzeitigen Kapitalerhalt vorsieht, was risikoreichere Anlageformen mit schwankenden Marktpreisen stark einschränkt. Die Bereitschaft, bei der Kapitalanlage Risiken einzugehen und auf einen Wachstumsgewinn als Return zu wetten, ist spiegelbildlich gering ausgeprägt. Diese Denkfigur ist nur in definierten Strukturen tragfähig, also in den Traditionen des Mittelstandes und vor allem der Familienunternehmen, wenn es darum geht, nachhaltig die Marktposition und die Vermögensentwicklung zu stabilisieren. Diese Denkfigur ist allerdings seit vier Jahrzehnten unter Druck geraten, ohne dass es zu Haltungsänderungen in der Breite der Bevölkerung gekommen wäre. Anders kann die besonders scharfe Kritik an der EZB, ihrer unkonventionellen Geldpolitik seit 2015 und den Niedrigzinsen nicht erklärt werden.

Dabei – auch das sollte nicht vergessen werden – war bereits in den späten 1970er Jahren mit dem Phänomen der Stagflation – als Folge des Zusammenbruchs von Bretton Woods und der ersten Ölverknappungen – der Mechanik der Wohlstandsmehrung ihre Verlässlichkeit genommen worden und erstmals (begrenzte) Inflation nicht mehr als Preis höherer Wachstumsdynamik oder geringerer Arbeitslosigkeit vorübergehend als akzeptabel erschienen. Die stabilen 1980er Jahre waren dann global durch Bemühungen der Disinflationierung geprägt und erweckten den Eindruck, dass trotz zunehmender Internationalisierung der Arbeitsteilung die alten Zusammenhänge wieder wirkten, der Beschäftigungsaufbau bei stabilem Preisniveau war beachtlich. In den 1990er Jahren ging es um die Transformation der ostdeutschen Wirtschaft sowie deren Integration in den westdeutschen Ordnungsrahmen und die weltwirtschaftlichen Zusammenhänge. Doch selbst in dieser außergewöhnlichen Situation war es für die Deutschen völlig akzeptabel, dass die Bundesbank frühzeitig auf die damit verbundenen inflationären Schübe reagierte und den Diskontsatz im Jahr 1992 bis auf 8,75 % anhob.

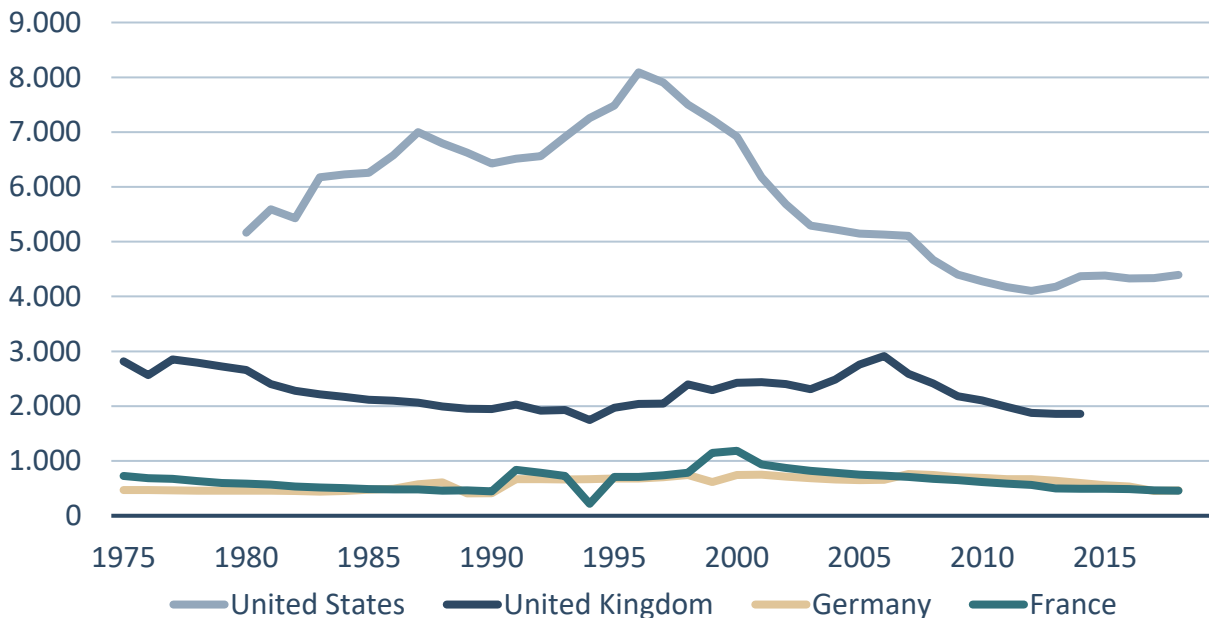
## **4 Die Finanzierung der Unternehmen: Was in Deutschland anders ist**

(1) Die ausgeprägte deutsche Stabilitätskultur im Kontext von Staatsverschuldung und Inflation spiegelt sich, so die hier vertretene These, auch in der Finanzierungskultur für Unternehmen. Der Fixstern der deutschen Unternehmensgeschichte ist das Familienunternehmen in langer Tradition, das im Bereich der industriellen Fertigung eine besondere Weltmarktstellung erlangt hat und damit im Kern des deutschen volkswirtschaftlichen Geschäftsmodells – mittelständisch, industriebasiert, dienstleistungsergänzt, exportorientiert – steht (James, 2006). In Deutschland sind 90 Prozent der Unternehmen familienkontrolliert, und diese sind für 58 Prozent der Beschäftigung verantwortlich (Stiftung Familienunternehmen). Familienunternehmen stehen dabei in besondere Weise für stabile Netzwerke, Traditionen und Langlebigkeit und offerieren

somit Sicherheit. Diese besondere Struktur der deutschen Unternehmen ist damit verbunden, dass die Finanzierung über Aktien in viel geringerem Ausmaß der Fall ist als in den USA. Das hat historische Gründe.

In den letzten über zwei Dekaden haben die Unternehmen ihre Eigenkapitalausstattung spürbar erhöht, und zwar von gut 7 Prozent auf rund 25 Prozent; die Finanzierung über Anleihen spielt keine große Rolle; bei langfristigen Finanzierungen sind die Banken unverändert der wichtigste Kreditgeber (Bendel/Demary/Voigtländer, 2016). Insbesondere im Mittelstand zeigt sich eine hohe Robustheit der Finanzierungsstruktur: Die Eigenmittelquote lag im Durchschnitt der letzten Dekade bei 50 Prozent, während auf Bankkredite 30 Prozent entfielen und Fördermittel 13 Prozent erreichten; 7 Prozent blieb durchschnittlich für andere Finanzierungswege übrig<sup>10</sup>. Der Anstieg der Eigenmittelquote – aus einbehaltenden Gewinnen – setzt sich über alle (nichtfinanziellen) Unternehmen bis zum empirisch erfassten aktuellen Rand fort (Deutsche Bundesbank, 2018): „Das Bild einer deutlichen Eigenkapitallücke zwischen kleinen und großen Unternehmen, auf das viele ökonomische Probleme des Mittelstands in der Vergangenheit regelmäßig zurückgeführt wurden, ist somit inzwischen weitgehend überholt. [...] In der Gesamtschau bringen die Anpassungen in den Finanzierungsstrukturen wie auch der Liquiditätshaltung erhebliche Vorteile für die finanzielle Bestandsfähigkeit der nichtfinanziellen Unternehmen gegenüber exogenen Schocks mit sich und dürften zu einer höheren Krisenresistenz des deutschen Unternehmenssektors beitragen“ (Deutsche Bundesbank, 2018, 72f.).

**Abbildung 2: Gelistete Unternehmen am Aktienmarkt**



Quelle: Weltbank (World Development Indicators)

Die Aktienfinanzierung ist unverändert nachrangig, wenn man die Anzahl der gelisteten Unternehmen betrachtet (Abbildung 2). Die Anzahl börsennotierter Unternehmen sinkt zwar auch in

<sup>10</sup> Für die Jahre 2006 bis 2018; kleine und mittlere Unternehmen mit einem Umsatz von bis zu 500 Mio. EUR pro Jahr. Quelle: statista <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/261431/umfrage/finanzierungsquellen-von-mittelstaendischen-unternehmen-in-deutschland/> (24.11.2019)

den angelsächsischen Volkswirtschaften, das dürfte dort aber mit einer höheren Private Equity Verfügbarkeit, einem durch die Digitalisierung getriebenen geringerem Kapitalbedarf mit einem geringeren Bedarf an Streuung zusammenhängen, während speziell in Deutschland eine geringere Gründungsaktivität als Ursache wirkt (Demary/Röhl, 2017). Der Unterschied zwischen den angelsächsischen Volkswirtschaften und Deutschland ist markant; die Aktionärsquote liegt dort mindestens doppelt so hoch wie hierzulande. Die Anzahl der Besitzer von Aktien und Aktienfonds liegt hier bei gut 10 Millionen, die anhaltenden Niedrigzinsen haben nur einen recht geringen Push-Effekt hin zur Aktienanlage<sup>11</sup>.

Die Präferenz der deutschen Privatanleger ist auf die Dividende gerichtet: Dabei gewichten „Privataktionäre positive Erfolgstrends stärker [...] als negative. Insgesamt weisen Dividendenänderungen für die Anlageentscheidung – übereinstimmend mit der Untersuchung aus 2013 – die größte Relevanz auf, gefolgt von Gewinn- und Cashflowänderungen“<sup>12</sup>. Und: „Die hohe Relevanz von Dividendenänderungen deckt sich auch mit der Entwicklung der Dividendenpräferenz von Privatanlegern. Auch wenn die Mehrheit der Befragten (45 Prozent) nach wie vor ein tendenziell ausgewogenes Verhältnis von Dividenden und Kurssteigerungen bevorzugt, haben sich seit 2008 deutliche Verschiebungen in Richtung höherer Dividenden und geringerer Kurssteigerungen ergeben. Darüber hinaus zeigt das Antwortverhalten der Privataktionäre hinsichtlich der neu aufgenommenen Frage, ob sie Ausschüttungen in Form von Dividendenzahlungen oder Aktienrückkäufen präferieren, dass sie mehrheitlich (56 Prozent) höhere Dividenden gegenüber Aktienrückkäufen bevorzugen“<sup>13</sup>. Die Privatanleger hierzulande präferieren also vor allem die Dividendenzahlung, den quasi sicheren Ertrag der Aktie im Hier und Jetzt, während Kurshoffnungen nur eine deutlich geringere Bedeutung haben<sup>14</sup>. Auch das spricht für Sicherheit als dominante Präferenz.

(2) Dabei ist es nicht so, dass deutschen Unternehmen kein Wachstum kennen – anders wäre der Erfolg der vergangenen Dekade nicht zu erklären, doch dies Wachstum ist vor allem eines, das über Differenzierung und Spezialisierung läuft, weniger über Skalierung, die Innovationen sind stärker inkrementell und weniger disruptiv. Im Strukturwandel hat sich dies bisher in einer beachtlichen Anpassungsflexibilität gezeigt, die das industriebasierte Modell – gerade auch im Ländervergleich – so profilieren konnte. Die gesamtwirtschaftliche Folge ist eine Erwerbsintegration, die mit 80 Prozent der 15-64-Jährigen einen historischen Höchststand und ein im Standortvergleich beachtliches Niveau erreicht hat.

„Among large, advanced economies, only Germany has managed to reverse the decline. German manufacturing value added has increased by 38 percent since 1999, and it resumed strong growth after the Great Recession. Labor reforms in the early 2000s to freeze wages, promote job-sharing, and expand worker training helped restrain costs while preserving talent. High-

<sup>11</sup> Quelle: DAI [https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/studien/2019-03-06%20Aktieninstitut%20Aktionaerszahlen%202018.pdf](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2019-03-06%20Aktieninstitut%20Aktionaerszahlen%202018.pdf) (24.11.2019)

<sup>12</sup> Quelle: DAI [https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/studien/2019-07-10%20Studie%20Aktionaersverhalten%202018.pdf](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2019-07-10%20Studie%20Aktionaersverhalten%202018.pdf), S. 19 (24.11.2019)

<sup>13</sup> Ebd.

<sup>14</sup> Die aktuelle Entwicklung der Dividendenzahlungen in volatilem Kursumfeld bestätigen diesen Zusammenhang, vgl. „Die Dividende ist sicher“ Handelsblatt-Titelgeschichte, 25. November 2019.

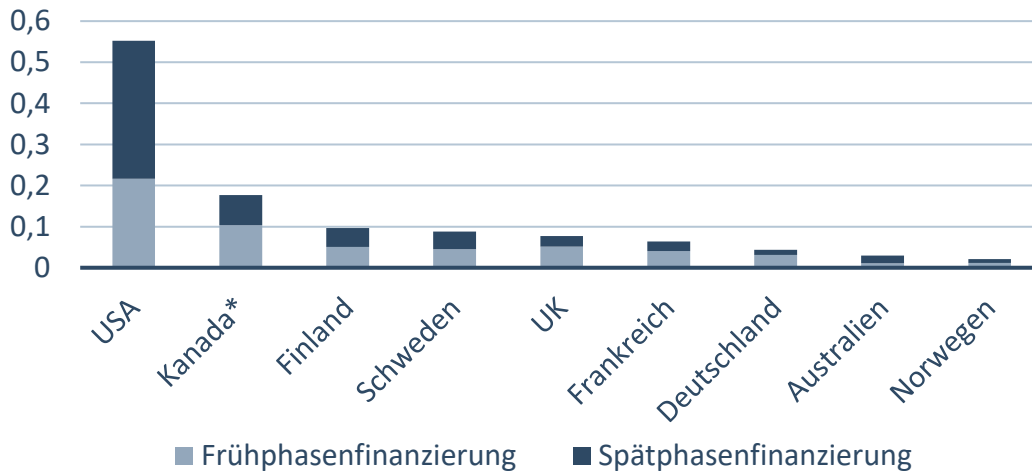
quality products and a competitive currency helped German firms of all sizes gain global market share, creating a large and growing trade surplus” (McKinsey Global Institute, 2017, 29). Im Vergleich zu den Vereinigten Staaten zeigen sich ebenso kulturelle Prägungen, die auf beiden Seiten zu den strukturell und quantitativ unterschiedlichen Entwicklungen beitragen: „An ‚everyone for themselves‘ ethos can cause strains in a sector that combines inputs from multiple firms. In contrast to the institutional support enjoyed by Germany’s Mittelstand (medium-size firms), small and midsize US manufacturers typically lack financial, technical, and business development help. The German approach may not translate into the US context, but there are ideas to extract from it about the value of greater coordination. ... The prime example of this model is the institutional support enjoyed by Germany’s Mittelstand (medium-size firms). While the German approach to cooperation and collaboration may not translate to the US context, it does offer some lessons about how coordination and scale can produce economic sustainability” (McKinsey Global Institute, 2017, 14, 58). Dazu gehören auch Unterschiede in den Bildungssystemen: „Apprenticeships that pay trainees while they learn on the job are widely available in countries such as Germany and Switzerland, and the model is finally gaining attraction in the United States” (McKinsey Global Institute, 2017, 16).

(3) Diese Hinweise sind deshalb bedeutsam, weil sie erkennen lassen, dass Volkswirtschaften sich in unterschiedlichen historischen Pfaden bewegen können (Hüther, 2019a), ohne damit insgesamt erfolgreicher oder erfolgloser zu sein als andere. Vielmehr erweisen sich die historisch definierten Strukturbedingungen als Differenzierungskraft. Freilich können solche Pfade in unterschiedlichen Perioden zu unterschiedlichen Ergebnissen führen. Derzeit wird vor allem darüber diskutiert, wie und mit welchen Chancen sowie Risiken der digitale Strukturwandel bewältigt und gestaltet werden kann. Dabei wird der deutschen Volkswirtschaft ein besonderer Nachteil attestiert: das Finanzierungssystem, genauer: die Bereitstellung von Venture Capital (Abbildung 3). Hier wird zwischen den USA und Deutschland die „Venture Capital Divide“ identifiziert, wobei gilt „a complex of political, social, and economic factors – many dating back to institutions put into place in the 19<sup>th</sup> century – explains the evolution of venture capital over the post-war era” (Fohlin, 2016; so schon Albach 1983, 90 ff.).

Risikokapital (Venture Capital) steht dabei für eine Investition in besonders risikoreiche, weil innovative Firmen in ihrer Gründungsphase, bei der die Hoffnung auf „high growth and high returns“ zusammenkommt und eine enge Begleitung sowie Monitoring des Unternehmens durch den Investor üblich ist (Fohlin, 2016, 3; Albach, 1983, 70). Dahinter steht die Erkenntnis, dass „mit unterschiedlichen Risiken behaftete Investitionen [...] nach unterschiedlichen Finanzierungstiteln“ verlangen. [...] „Fehlende Finanzierungsmöglichkeiten für risikoreiche Investitionen bedeuten geringeres Wachstum, niedrigeren Beschäftigungsstand und Verminderung der internationalen Wettbewerbsfähigkeit“ (Albach, 1983, 18 f.). Venture Capital ist gegenüber der Bankfinanzierung im Vorteil, weil es das Problem der asymmetrischen Informationsverteilung zwischen Unternehmen und Investor in der Frühphase einer Innovation respektive Unternehmensgründung besser bewältigen kann. Die enge Begleitung sichert nicht nur den notwendigen Informationsaustausch, sondern diszipliniert die Startup-Unternehmer im Umgang mit Risiken. Dabei wirkt sich auch aus, dass die VC-Firmen im Lebenszyklus der Startups unterschiedliche Finanzierungsinstrumente einsetzen und die Exit Option über Kapitalmärkte im Auge haben.

### Abbildung 3: Venture Capital in ausgewählten Ländern.

Anteil der Wagniskapitalinvestitionen am BIP in vH im Jahr 2018



Quelle: OECD 2019; \* Kanada: 2017

Genau entlang dieser Bedingungen zeigen sich aber auch die unterschiedlichen Bestimmungsfaktoren für die „Venture Capital Divide“ (Fohlin, 2016, 11ff.): Die Finanzintermediation in den USA ist geprägt durch die strenge Regulierung der Banken nach 1933 (Glass-Steagall-Act 1933, Banking Holding Company Law 1956), eine Deregulierung der Pensionsfonds für Risikokapitalanlage. Unterstützend wirkte u.a. seit 1953 die staatlicherseits eingerichtete „Small Business Administration“, aber ebenso Regierungsprogramme im Zusammenhang mit dem New Deal und der militärischen Forschung. Wichtig sind freilich kulturelle Prägungen, vor allem eine aktive Unternehmenskultur, die das Scheitern nicht zum Desaster erklärt und immer offen ist für erneute Versuche. „Many of these factors worked in precisely opposite direction in Germany“ (ebd.).

(4) Bringt man es auf den Punkt, dann gilt: Es ist in Deutschland nicht gelungen, die große Dynamik unternehmerischer Gründung aus dem späten 19. Jahrhundert über die Weltkriege hinweg zu retten und zu transformieren; dabei beanspruchte Deutschland zurecht am Vorabend des Kriegsausbruchs 1914 „leadership in world innovation and production“ (Fohlin, 2016, 24). Die Reichseinigung hatte die wirtschaftliche Entwicklung enorm begünstigt, dazu gehörte die Entwicklung der Universitäten, die Etablierung technischer Hochschulen, die Zusammenarbeit der großen Erfinder mit der akademischen Forschung und die Einführung der dualen Berufsausbildung (Hüther, 2019a); Deutschland war vor dem Ersten Weltkrieg führend in Bereich Unternehmensführung und der Rechnungslegung. Die Stärke der Unternehmenskooperation wurde durch Kartelle forciert, die in Deutschland besonders häufig, in den USA jedoch bereits seit Ende des 19. Jahrhunderts verboten waren. Gerade diese Konzentration verschärfte sich in Deutschland in der Periode der Weltkriege. Dies war vor allem der gezielten Kriegsvorbereitung im Dritten Reich (Etablierung des Vierjahresplans 1936) geschuldet, indem die Finanzierung über Aktien politisch grundsätzlich verpönt war.

Nach dem Zweiten Weltkrieg erwies sich dies als hindernd, wenn es darum ging neue Finanzierungswege zu eröffnen. Der besondere Schutz der Gläubiger und der relativ schwache Stand

der Aktionäre wirkten sich stabilisierend auf die vorher etablierten Unternehmensnetzwerke der Industrie mit der Finanzwirtschaft aus. Das Informationsproblem zwischen Investor und Unternehmen wurde in diesen Netzwerken gelöst. Hinzu kam, dass nach dem Zweiten Weltkrieg der Wiederaufbau des zerstörten Kapitalstocks im Vordergrund stand und dafür Produktivitätsfortschritte zu organisieren waren, aber weniger in innovative Spitzentechnologie investiert wurde (Fohlin, 2016, 19). „After 1913 Germany was thrown into a long period of chaos, beginning with World War I, continuing into the Weimar Republic, and culminating with the Nazi era and defeat in World War II. The cold war also played out most vividly on German soil” (Fohlin, 2016, 18).

(5) Die Venture Capital Divide ist in einem breiten thematischen Kontext verankert und steht damit nicht nur für die Entwicklung der spezifischen Risikokapitalfinanzierung in Deutschland, sondern sehr viel grundsätzlicher für die Finanzierungskultur. Die seit den 1980er Jahre beklagte Risikokapitalschwäche (Albach, 1983; Albach/Köster 1997) greift mit ihren Ursachen also ebenfalls weit zurück. Darin spiegeln sich nachfrageseitige und angebotsseitige Besonderheiten am deutschen Standort wider. Die eingangs erwähnten Studienergebnisse von Hofstede (Hofstede/Smith/Hofstede, 2002) zur kulturell bedingten geringeren Risikoneigung der Deutschen lassen sich damit konsistent verknüpfen, denn es passt zur Vermeidung von Unsicherheit, wenn die Finanzierung sich weniger auf grundsätzlich unvorhersehbares Marktgeschehen einlässt und sich stattdessen in etablierten Netzwerken bewegt. Diese später sogenannte „Deutschland-AG“ aus dem Netz von Industrieunternehmen, Banken und Versicherungen, die erst seit der durch die Unternehmenssteuerreform des Jahres 2000 ermöglichten steuerfreien Veräußerung von Kapitalanteilen aufgelöst wurde, bot genau den Rahmen, der mit auf Sicherheitspräferenz und Pragmatismus mentalitätsmäßig passend war.

Ebenso lässt sich das Anlageverhalten der Deutschen aus dieser Risikohaltung erklären. Denn der im internationalen Vergleich nicht nur marginal, sondern deutlich schlechtere Anlageerfolg – immerhin lag der durchschnittliche Ertrag der deutschen Auslandsanlagen 5 (3) Prozentpunkte unter dem vergleichbarer US (europäischer)-Anlagen (Hünnekes/Schularick/Trebesch, 2019, 3) – findet seine Ursachen in einer entsprechenden Erklärung: „The overwhelming share of German foreign investments is located in other industrial countries with similar demographic profiles. [...] the under-performance of German foreign investment is particularly pronounced for equity and foreign direct investments“ (Hünnekes/Schularick/Trebesch, 2019, 45). Risikoaversion und Sicherheitspräferenz drücken sich in der Wahl der Anlageländer aus, nicht aber in einem unterschiedlichen Risikoprofil bei der Auswahl der Einzelinvestments (ebd.). Das entspricht der Systematik der Asset Allocation, nach der die Einzeltitelauswahl in einem Korb in ihrer Bedeutung für das Rendite-Risiko-Profil hinter der Makroauswahl zurückfällt.

(6) Während in angelsächsischen Ländern Stockoptions seit langem ein Element der Vergütung von Personen mit Führungs-, Management- oder besonderer Ergebnisverantwortung sind, ist dies in Deutschland erst in den letzten zwei Jahrzehnten der Fall. Aktienoptionen sind Bezugsrechte auf Aktien, sie stellen eine besondere Form der Vergütung sowie auch eine attraktive Möglichkeit der Mitarbeiterbeteiligung dar. Der Schwerpunkt auf eine Vergütung durch Aktienoptionen und Bezugsrechten im angelsächsischen Raum kann als Reaktion auf das „principal-agent“ Problem verstanden werden. In den USA führte es zu einem Vergütungsmodell, welches



die Interessen der Manager mit denen der Eigentümer in Einklang bringen soll. Zugleich führte der starke Fokus auf den Shareholder Value verstärkt zu einem kurzfristigen Denkansatz, der aus deutscher Sicht oft kritisiert wird. „Die Vergangenheit hat gezeigt, dass Manager hohe langfristige Risiken eingegangen sind, um kurzfristig den Gewinn und ihr daran geknüpft variables Gehalt zu steigern“<sup>15</sup>. Das widerspricht dem Sicherheitsbedürfnis der deutschen Stakeholder, die eine langfristige Strategieausrichtung bevorzugen. Die OECD (2015) konstatiert, dass die Präsenz von Spitzenmanagern und Finanzexperten mit einem höheren Anteil der Vergütung von Aktienoptionen zur Ausweitung der Top 1-Prozent-Einkommen vor allem im angelsächsischen Raum beigetragen haben. Darüber hinaus gibt es unterschiedliche soziale Normen und Vorstellungen in Deutschland und den USA, was die Spreizung des Gehaltsgefüges zwischen Top Managern und Mitarbeitern betrifft.<sup>16</sup>

## 5 Chancen für mehr Wachstum

(1) Halten wir zunächst fest, was die Analyse zu den eingangs thematisierten Befunden einer doch sehr durchgängig erscheinenden Reserviertheit der Deutschen gegenüber Wachstum und Risiko ergeben hat:

- Die Neigung zur Sicherheit ist bei den Deutschen stark ausgeprägt. Dies äußert sich in den Erwartungen an die Finanzpolitik und an die Geldpolitik, es manifestiert sich in der entsprechenden Regulierung und Autonomisierung dieser Politikbereiche.
- Die Neigung zur Sicherheit der Deutschen zeigt sich ebenso im persönlichen Bereich, in dem das Anlageverhalten dem Ziel der Sicherheit sehr viel stärker verpflichtet ist als dem der Rendite. Die präferierten Anlagen und die dominanten Anlagestrategien tragen dem Rechnung.
- Die Renditeverluste werden nicht durch eine größere Nachhaltigkeit der privaten Investitionen in Form längerer Unternehmensgeschichten kompensiert. Sicherheit setzt auf stabile Zahlungsströme, wie sie bei dividendenstarken Aktien sowie Anleihen gegeben sind. Die Niedrigzinsphase ruft deshalb in Deutschland eine besonders harsche Kritik hervor.
- Unverändert ist Deutschland im Bereich der Risikokapitalbereitstellung eher schwach aufgestellt, im Vergleich zu den USA hat sich eine kaum zu vermindernende „Venture Capital Divide“ etabliert. In besonders risikoreiche, weil innovative Firmen in ihrer Gründungsphase zu investieren wird auch nicht durch die Hoffnung auf „high growth and high returns“ angeregt.
- Die Ursachen für diese Entwicklung greifen historisch weit zurück und sind sowohl in institutionellen Weichenstellungen als auch in kulturellen Prägungen zu finden. Zu den institutionellen Bedingungen gehören die frühe Etablierung einer Sozialversicherung,

<sup>15</sup> So Jörg Rocholl in <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/managergehaelter-gesetz-bundestag-1.4681874> (06.12.2019)

<sup>16</sup> Ebd.; <https://www.zeit.de/2018/29/managergehaelter-debatte-unternehmen-loesung> (06.12.2019)

vor allem einer Alterssicherung, und die fast zeitgleich stattgefundenene besondere Abkehr von der Aktienfinanzierung.

- Zu den kulturellen Prägungen zählen die Hyperinflationserfahrungen nach den beiden Weltkriegen. Die umstürzende Bedrohung des täglichen Lebens hat sich tief in das kollektive Gedächtnis der Deutschen eingepägt und ist als kulturelle Codierung nachhaltig wirksam. Die historische Phase vom Ersten bis zum Zweiten Weltkrieg hat darüber hinaus tiefgreifend die wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Strukturen beeinflusst.

(2) Die Frage, die sich anschließt, richtet sich auf die möglichen Ansatzpunkte für eine stärkere Mobilisierung der Kapitalbildung aufgrund von Wachstumserwartungen. Der Rückblick auf wichtige historische Ursachen der deutschen Risikoaversion hat der Robustheit entsprechender kultureller Codierung deutlich werden lassen. Auch wenn kaum noch Menschen aus eigenem Erleben über die Hyperinflation nach dem Ersten Weltkrieg und immer weniger über die nach dem Zweiten Weltkrieg berichten können, so hat doch der Generationenverbund die entsprechenden Erzählungen und deren Ikonographie beharrlich werden lassen. Wie in kaum einer anderen Gesellschaft wird in Deutschland die Verschuldung als Instrument der Staatsfinanzierung verpönt. Dabei vermengen sich mittlerweile zwei Mythen, die einer angemessenen sachlichen Unterlegung entbehren: der Mythos, dass ohne grundgesetzliche Schuldenbremse zuvor die Staatsverschuldung aus dem Ruder gelaufen sei; und der Mythos, dass die Schuldenbremse ganz wesentlich den Konsolidierungserfolg seit dem Jahr 2009 begründet. Beides kann so nicht bestätigt werden (Hüther, 2019).

Wenn aber dem Staat, der mit hoher Glaubwürdigkeit an den Kapitalmärkten bewertet wird, kein Zutrauen mehr entgegengebracht wird, die notwendigen Zukunftsinvestitionen zu tätigen, dann wird dies in allen anderen Kontexten – Risikofinanzierung, Startup-Finanzierung, Anlageverhalten – ebenso wenig zu erwarten sein. Anders gewendet: Erst wenn der Staat zu einer anderen Perspektive auf Risiko und Wachstum findet und das entsprechend umsetzt, wird dies in der Breite zu einer anderen Einschätzung beider Kategorien führen können. Eine Strategie gezielter Investitionen für mehr Wachstum ist beschrieben worden (Bardt/Dullien/Hüther/Rietzler, 2019).

(3) Mit welchem Narrativ aber lässt sich die hierzulande festsitzende Meinung aufbrechen, dass der Staat weder mit Geld umgehen noch als innovativer Treiber fungieren könne? Es geht um den Befund zu staatlichen Innovations- und Investitionsanstrengungen. Einerseits wissen wir seit längerem aufgrund vielfältiger empirischer Studien, dass staatliche Investitionen eine hinreichend positive Ertragsrate haben und deshalb eine Kreditfinanzierung besonders dann, wenn der Zinssatz unterhalb der BIP-Zuwachsrate liegt, gut begründet werden kann (Hüther, 2019).

Noch viel grundsätzlicher aber sind die Analysen, die dazu Mazzucato (2013) vorgelegt hat. Danach hat der Staat durch die Finanzierung jener Innovationen mit hohen, unternehmerisch kaum privat zu tragenden Risiken einen zentralen Einfluss auf das gesamtwirtschaftliche Innovationsgeschehen erlangt. Der Privatsektor ist also im Bereich der grundlegenden, disruptiven Innovationen erst dann in der Lage zu investieren, wenn der Staat dieses hohe Risiko durch finanzielle Beteiligung in eine tragfähige Größenordnung transferiert hat. An vielen Einzelbeispielen – Kernenergie, Internet, Mikroprozessoren, GPS, Touchscreen, Spracherkennungssystem Siri



– kann belegt werden, dass der Staat an der Finanzierung der großen Innovationen beteiligt war. Die Risikodimension solcher Neuerungen übersteigt die gewöhnliche Tragfähigkeit von Unternehmen und die Geduld der Investoren, denn die Ausreifungszeit ist in der Regel länger als sie Risikokapitalgebern hinnehmbar erscheint, jedenfalls bei den in diesen Fällen erforderlichen Beträgen, ganz abgesehen von den Erfolgsaussichten.

Damit verändert sich aber der Blick auf die Rolle des Staates in der Mobilisierung von Innovationspotenzialen. Er wird tatsächlich häufig zum Akteur der ersten Stunde und legt damit das Fundament für viele neue unternehmerische Handlungsmöglichkeiten. Das setzt aber voraus, dass der Staat bereit sein muss, Ziel, Sinn und gesellschaftlichen Zweck der Innovation (mit) zu prägen, wie seinerzeit mit der Mondfahrt („mission oriented research and innovation“). Was die Analysen von Mazzucato nicht erkennen lassen, ist die Versagensquote öffentlicher Innovationsfinanzierung. Zu einer Gesamtschau gehört dies freilich dazu. Deshalb wird es nicht reichen, auf die positiven Befunde zu verweisen, von denen wir erst ex post mit Sicherheit sagen können, dass diese einen beachtlichen volkswirtschaftlichen Ertrag haben.

(4) Sinnvoll erscheint eine systematische Bewertung von öffentlichen Projekten ex ante, um mit der jedenfalls möglichen Gewissheit eine bessere, überzeugendere Entscheidungsgrundlage zu gewinnen. Im Vereinigten Königreich besteht im Bereich der Infrastruktur seit dem Jahr 2016 die „Infrastructure and Projects Authority (IPA)“ als Kompetenzzentrum der britischen Regierung für Infrastrukturvorhaben und Großprojekte<sup>17</sup>. Die IPA berichtet an das Kabinettsbüro und das Finanzministerium. Zu den Kernteams gehören Experten für Infrastruktur, Projektabwicklung und Projektfinanzierung, die entsprechende Nutzen-Kosten-Analysen für Infrastruktur und Großprojekte, Eisenbahnbau, Schulen, Krankenhäuser und Wohnungen bis hin zu Verteidigungs-, IT- und großen Transformationsprogrammen.

Das kann freilich nicht jene Projekte erfassen, für die wegen ihres disruptiv-innovativen Charakters eine Nutzen-Kosten-Abwägung gar nicht möglich ist. Hier wird es vielmehr darauf ankommen, durch ein insgesamt innovationsfreundliches Umfeld aus Forschungseinrichtungen, industrieller Verbundforschung und vielfältigen Finanzierungsmöglichkeiten dafür die grundsätzlichen Voraussetzungen zu schaffen. Offenkundig ist in den USA durch solche Einrichtungen wie DARPA („Defense Advanced Research Projects Agency“) im Zusammenspiel mit nationalen Forschungsfonds eine Förderinfrastruktur entstanden, der es grundsätzlich gelingt, neue Basistechnologien und disruptive Durchbrüche zu ermöglichen<sup>18</sup>. In Deutschland ist dem durchaus entsprechend im Jahr 2019 die „Agentur für Sprunginnovation“ gegründet worden, die „themenoffen und in einer Kultur geprägt von Risikobereitschaft, Flexibilität und Fehlertoleranz“ wirken soll<sup>19</sup>. Spät folgt Deutschland damit die Erfahrungen der USA und verbindet diese mit den hierzulande etablierten Strukturen (Max Planck-, Fraunhofer-, Helmholtz-, Leibniz-Gesellschaft ...).

(5) Doch all dies schafft nur Gelegenheiten. Ergriffen werden müssen die Gelegenheiten von Unternehmerinnen und Unternehmern. Das Unternehmerbild hat aber in der deutschen

---

<sup>17</sup> <https://www.gov.uk/government/organisations/infrastructure-and-projects-authority> (29.11.2019)

<sup>18</sup> <https://www.darpa.mil/about-us/about-darpa> (29.11.2019)

<sup>19</sup> <https://www.bmbf.de/de/agentur-fuer-sprunginnovationen-9677.html> (29.11.2019)

Öffentlichkeit seit der Finanzkrise ganz besonders gelitten. Im Zuge dessen ist die Erwartung an den Staat gestiegen und dieser wird nicht nur als Regulator, sondern zunehmend – freilich aus unterschiedlichen Gründen – als unternehmerischer Akteur gefordert. So bedeutsam aber eine neue Sicht auf die Voraussetzungsqualität staatlichen Engagements gesehen wird (Mazzucato, 2013), so sehr bleibt richtig, dass dies unternehmerischen Spirit, Innovationsleistung und Gründergeist erfordert. Dazu gehören freilich auch all die bekannten Maßnahmen zu Erleichterung von Unternehmensgründungen, der regulatorischen Verbesserung für Start up-Finanzierung, die sonstigen Themen einer mittelstandsorientierten Politik<sup>20</sup>.

Wie können wir das Unternehmerbild in der Öffentlichkeit verbessern? Es geht um die Frage der angemessenen Zuschreibung von Verantwortung. In einer ordnungspolitischen Perspektive wird in der marktwirtschaftlichen Ordnung nicht nach den Motiven der Akteure gefragt, da es im Wettbewerb – als Austauschprozess und als Parallelprozess – zu einer ethischen Neutralisierung des Eigennutzes als Handlungsantrieb kommt. Die Moral, so die Idee, findet sich in der Rahmenordnung und den Regelwerken verankert. Doch das reicht heute nicht mehr. Unternehmen, auch international tätige Konzerne, müssen neben der Ergebnisverantwortung ebenso Reputationsverantwortung und Ordnungsverantwortung gerecht werden. Die Ergebnisverantwortung bringt das einzelwirtschaftliche Kalkül zum Ausdruck, die Reputationsverantwortung (Wahrnehmung im öffentlichen Raum) sowie die Ordnungsverantwortung (Mitgestaltung der relevanten Regelwerke und Institutionen) greifen weit darüber hinaus und lassen sich als gesellschaftliche Verantwortung kategorisieren (Hüther, 2019b).

Unternehmen werden damit als soziale Errungenschaft moderner Gesellschaften verstanden, mit der durch Kooperationsleistungen effizient und wirksam individuelle, kollektive und gesellschaftliche Probleme gelöst werden. Die gesellschaftliche Verantwortung von Unternehmen erweist sich als eine sehr komplexe Struktur, die sich nicht nur in der Werteorientierung des Unternehmens, seiner definierten Mission und gelebten Kultur spiegelt, sondern ebenso in der Aufbau- und der Ablauforganisation – der inneren Verfasstheit (Hüther 2019b, 446): „Denn mit zunehmender betriebswirtschaftlicher Integrationstiefe an ausländischen Standorten durch Direktinvestition nimmt das Interesse der dortigen Zivilgesellschaft an dem Unternehmen zu und entwickelt sich zu einer veritablen Anspruchsgruppe. Gleichzeitig aber muss der Heimatstandort aufgrund seiner historischen Wurzeln mit zunehmender transnationaler Unternehmensaufstellung die Ankerfunktion für die Unternehmenskultur ausprägen. Daraus folgt, dass die gesellschaftliche Verantwortung – Reputationsverantwortung und Ordnungsverantwortung – des Unternehmens im Heimatstandort definiert wird und damit zugleich Orientierung für die Reputation auf den ausländischen Märkten schafft, während die Ergebnisverantwortung auf allen Märkten gleichermaßen greift.“ Eine in diesem Sinne interessante Option für die Corporate Governance ist das „Verantwortungseigentum“, in das Eigentum tatsächlich an das Unternehmen gebunden wird. Unternehmen müssen sich selbst gehören können, damit sie sich glaubhaft nur noch auf den Unternehmenszweck konzentrieren können.<sup>21</sup>

---

<sup>20</sup> Vgl. BMWi, 2019: Wertschätzung – Stärkung – Entlastung. Mittelstandsstrategie <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Mittelstand/mittelstandsstrategie.html> (03.12.2019)

<sup>21</sup> <https://www.stiftung-verantwortungseigentum.de/> (29.11.2019)

## Literatur

- Albach, Horst / Köster, Dieter**, 1997, Risikokapital in Deutschland, in: WZB Discussion Paper FS IV 97 – 17 <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/51175/1/241109213.pdf> (15.09.2019)
- Albach, Horst**, 1983, Zur Versorgung der Wirtschaft mit Risikokapital, Bonn
- Bardt, Hubertus/ Dullien, Sebastian/ Hüther, Michael/ Rietzler, Katja**, 2019, Für eine solide Finanzpolitik: Investitionen ermöglichen! IW-Policy Paper Nr. 10 / IMK Report 152 <https://www.iwkoeln.de/studien/iw-policy-papers/beitrag/hubertus-bardt-michael-hue-ther-investitionen-ermoeglichen.html> (30.12.2019)
- Barro, Robert**, 1974, Are Government Bonds Net Wealth? In: Journal of Political Economy, Bd. 82/6, S. 1095-1117
- Bendel, Daniel/ Demary, Markus/ Voigtländer, Michael**, 2016, Entwicklung der Unternehmensfinanzierung in Deutschland, in: IW-Trends Bd. 43, S. 37-54, [https://www.iwkoeln.de/fileadmin/publikationen/2016/264487/IW-Trends\\_2016-01-03\\_Bendel-Demary-Voigtlaender.pdf](https://www.iwkoeln.de/fileadmin/publikationen/2016/264487/IW-Trends_2016-01-03_Bendel-Demary-Voigtlaender.pdf) (20.12.2019)
- Breitfeld, Bernd**, 1985, Von der Privat- zur Staatsbahn – Zur Finanzierung der deutschen Eisenbahnen, in: Zug der Zeit – Zeit der Züge. Deutsche Eisenbahn 1835–1985 (Band 1), 2. Aufl., S. 185–192, Berlin
- Buchanan, James**, 1984, Politics without romance: a sketch of positive public choice theory and its normative implications, in: Buchanan, J., Tollison, R. (Hrsg.), The Theory of Public Choice – II. Ann Arbor: Michigan University Press, S. 11–22
- Bundesministerium für Bildung und Forschung**, 2019, Agentur für Sprunginnovationen, <https://www.bmbf.de/de/agentur-fuer-sprunginnovationen-9677.html> (17.12.2019)
- Bundesministerium für Wirtschaft und Energie**, 2019, Wertschätzung – Stärkung – Entlastung: Mittelstandsstrategie, <https://www.bmwi.de/Redaktion/DE/Publikationen/Mittelstand/mittelstandsstrategie.html> (17.12.2019)
- DARPA**, <https://www.darpa.mil/about-us/about-darpa>, (17.12.2019)
- Das Investment**, 2017, Risikoaversion in deutscher Gesellschaft tief verwurzelt. Umfrage unter deutschen Anlegern, <https://www.dasinvestment.com/umfrage-unter-deutschen-anlegern-risikoaversion-in-deutscher-gesellschaft-tief-verwurzelt/> (17.12.2019)
- Demary, Markus/ Röhl, Klaus-Heiner**, 2017, Unternehmensfinanzierung: Was sind die Gründe für die rückläufigen Börsengänge?, in: IW-Trends Bd. 44, S. 81-97, <https://www.iwkoeln.de/studien/iw-trends/beitrag/markus-demary-klaus-heiner-roehl-was-sind-die-gruende-fuer-die-ruecklaeufigen-boersengaenge-363282.html> (20.12.2019)

- Deutsches Aktieninstitut**, 2019, Aktionärszahlen des Deutschen Aktieninstituts 2018, [https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/studien/2019-03-06%20Aktieninstitut%20Aktionaerszahlen%202018.pdf](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2019-03-06%20Aktieninstitut%20Aktionaerszahlen%202018.pdf) (17.12.2019)
- Deutsche Bundesbank**, 2018, Tendenzen in den Finanzierungsstrukturen deutscher nichtfinanzieller Unternehmen im Spiegel der Unternehmensabschlussstatistik, in: Monatsbericht Juli 2018, S. 61-73 <https://www.bundesbank.de/resource/blob/752106/7318d7b2967c2644eb7ca43f2dc4ec8a/mL/2018-07-finanzierungsstrukturen-data.pdf> (24.11.2019)
- Deutsche Welle**, 2013, Draghi kritisiert die "perverse Angst" der Deutschen, <https://www.dw.com/de/draghi-kritisiert-die-perverse-angst-der-deutschen/a-17328787-0> (17.12.2019)
- Dobbin, Frank/ Dowd, Timothy**, 2000, The Market that Antitrust Built: Public Policy, Private Coercion and Railroad Acquisitions 1825 to 1922, in: American Sociological Review Bd. 65/5, S. 631-657
- FAZ**, 2005, Die Risikoscheu der Deutschen ist fast sprichwörtlich, <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/fonds-mehr/investmentfonds-die-risikoscheu-der-deutschen-ist-fast-sprichwoertlich-1280032.html>
- Feldman, Gerald D.**, 1997, The Great Disorder: Politics, Economics, and Society in the German Inflation 1919-1924. Oxford University Press, Oxford
- Fohlin, Caroline**, 2016, The Venture Capital Divide: Germany and the United States in the Post-War Era, Department of Economics, Emory University, [https://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract\\_id=2849237](https://papers.ssrn.com/Sol3/papers.cfm?abstract_id=2849237) (15.09.2019)
- Government UK**, 2019, Infrastructure and Projects Authority annual report 2019, <https://www.gov.uk/government/publications/infrastructure-and-projects-authority-annual-report-2019> (17.12.2019)
- Haffert, Lukas**, 2016, Die schwarze Null: Über die Schattenseiten ausgeglichener Haushalte. Suhrkamp Verlag, Berlin
- Haffner, Sebastian**, 2000, Geschichte eines Deutschen: Die Erinnerungen 1914-1933. Deutsche Verlagsanstalt, Stuttgart/München
- Handelsblatt**, 2019, Die Dividende ist sicher – obwohl der Welthandel schwächelt, <https://www.handelsblatt.com/unternehmen/management/ausschuetzungen-an-aktionaere-die-dividende-ist-sicher-obwohl-der-welthandel-schwaechelt/25263150.html?ticket=ST-41909224-mHhSbyJ2DvO4HbJAnX6c-ap4> (17.12.2019)
- Hayo, Bernd/ Neumeier, Florian**, 2016, The Social Content for German Economists: Public Attitudes towards Macroeconomic Policy in Germany, in: George Bratsiotis, David Cobham

(Hrsg.), German Macro. How It's Different and Why That Matters, European Policy Center, S. 64-72

**Hofstede**, Gert Jan/ Smith, Douglas M./ Hofstede, Geert, 2002, Exploring Culture. Exercises, Stories and Synthetic Cultures. Intercultural Press, London

**Hofstede Insights**, Country Comparison, <https://www.hofstede-insights.com/country-comparison/germany/> (17.12.2019)

**Hofstede Insights**, The 6 dimensions of national culture, <https://www.hofstede-insights.com/models/national-culture/> (17.12.2019)

**Hünnekes**, Franziska/ **Schularick**, Moritz/ **Trebesch**, Christoph, 2019, Exportweltmeister: The Low Returns on Germany's Capital Exports, Kieler Arbeitspapiere, 2133, <https://www.ifw-kiel.de/de/publikationen/kieler-arbeitspapiere/exportweltmeister-the-low-returns-on-germanys-capital-exports-12841/> (15.09.2019)

**Hünnekes**, Franziska/ **Schularick**, Moritz/ **Trebesch**, Christoph, 2019a, Kapitalexport ist ein Milliardengrab, in: FAZ 06. Sept. 2019, <https://www.faz.net/aktuell/finanzen/gastbeitrag-kapitalexport-ist-ein-milliardengrab-16370027.html> (15.09.2019)

**Hüther**, Michael, 2019, 10 Jahre Schuldenbremse – ein Konzept mit Zukunft? IW Policy Paper 3/2019 <https://www.iwkoeln.de/studien/iw-policy-papers/beitrag/michael-huether-10-jahre-schuldenbremse-ein-konzept-mit-zukunft.html> (15.09.2019)

**Hüther**, Michael, 2019a, Looking Back to the Future: Time Strata and Economic Analysis, in: Journal of Contextual Economics Bd. 139, S. 1-28 (erscheint demächst)

**Hüther**, Michael, 2019b, Öffentliche Räume im Konflikt. Oder: Warum multinationale Konzerne gesellschaftliche Verantwortung tragen, in: Zeitschrift für Politikwissenschaft Bd. 29/3, S. 439-447

**James**, Harold, 2006, Familienunter in Europa. Haniel, Wendel und Falck. C.H. Beck, München

**Krebs**, Tom, 2019, Was ist progressive Wirtschaftspolitik? Makronom, 24.09.2019 <https://makronom.de/schuldenbremse-schwarze-null-erbschaftssteuer-vermoegenssteuer-was-ist-progressive-wirtschaftspolitik-33256> (12.11.2019)

**Mazzucato**, Mariana, 2013, The Entrepreneurial State: debunking public vs. private sector myths. Anthem Press, London

**McKinsey Global Institute**, 2017, Making it in America: Revitalizing US Manufacturing, <https://www.mckinsey.com/~media/mckinsey/featured%20insights/Americas/Making%20it%20in%20America%20Revitalizing%20US%20manufacturing/Making-it-in-America-Revitalizing-US-manufacturing-Full-report.ashx> (24.11.2019)

**Merkel**, Angela, 2008, Rede auf dem CDU-Parteitag in Stuttgart am 1. Dezember 2008, <https://www.handelsblatt.com/politik/deutschland/dokumentation-merkels->

[parietagsrede-in-auszuegen/3064086.html?ticket=ST-2308556-Lks1BSAUxp6agt1FSO5u-ap2](https://www.iw-berlin.de/parietagsrede-in-auszuegen/3064086.html?ticket=ST-2308556-Lks1BSAUxp6agt1FSO5u-ap2) (18.09.2019)

**Modigliani, Franco/ Miller, Merton H.**, 1958, The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment, in: American Economic Review Bd. 48/3, S. 261–297

**Münkler, Herfried**, 2009, Die Deutschen und ihre Mythen. Rowohlt, Berlin

**Münkler, Herfried**, 2010, Maß und Mitte: Der Kampf um die richtige Ordnung. Rowohlt, Berlin

**Niehues, Judith**, 2018, Die Einkommens- und Vermögensungleichheit Deutschlands im internationalen Vergleich. IW-Kurzbericht Nr. 29

**Nordhaus, William D.**, 1975, The Political Business Cycle, in: Review of Economic Studies Bd.42/2, S. 169-190

**Pellens, Bernhard/ Ahlich, Katrin/ Schmidt, André**, 2019, Studien des deutschen Aktieninstituts, [https://www.dai.de/files/dai\\_usercontent/dokumente/studien/2019-07-10%20Stu-die%20Aktionaersverhalten%202018.pdf](https://www.dai.de/files/dai_usercontent/dokumente/studien/2019-07-10%20Stu-die%20Aktionaersverhalten%202018.pdf) (17.12.2019)

**Persson, Thorsten/ Svensson, Lars**, 1989, Why a Stubborn Conservative would Run a Deficit, in: The Quarterly Journal of Economics, S. 325-345

**Plessner, Helmuth**, 1924, Die Grenzen der Gemeinschaft. Eine Kritik des sozialen Radikalismus, Suhrkamp Wissenschaft 2002, Frankfurt am Main

**Rawls, John**, 2006, Gerechtigkeit als Fairness. Ein Neuentwurf. Suhrkamp taschenbuch wissenschaft, Frankfurt am Main

**Redeker, Nils/ Haffert, Lukas/ Rommel, Tobias**, 2019, Die Deutschen und die Hyperinflation: Ein historisches Missverständnis, Jacques Delors Institute Berlin, Policy Paper 15. Nov. 2019 [https://www.delorsinstitut.de/2015/wp-content/uploads/2019/11/PoPa1\\_November19\\_final.pdf](https://www.delorsinstitut.de/2015/wp-content/uploads/2019/11/PoPa1_November19_final.pdf) (21.11.2019)

**Richter, Rudolf/ Furubotn, Eirik G.**, 2010, Neue Institutionenökonomik, 4., überarbeitete und erweiterte Auflage. Mohr Siebeck, Tübingen

**Ritschl, Albrecht**, 2005, Der späte Fluch des Dritten Reichs: Pfadabhängigkeiten in der Entstehung der bundesdeutschen Wirtschaftsordnung, in: Perspektiven der Wirtschaftspolitik, Bd. 6/2, S. 151-170

**Stiftung Verantwortungseigentum**, <https://www.stiftung-verantwortungseigentum.de/> (17.12.2019)

**Süddeutsche Zeitung**, 2019, Managergehälter werden gesetzlich gedeckelt, <https://www.sueddeutsche.de/wirtschaft/managergehaelter-gesetz-bundestag-1.4681874> (17.12.2019)



**Taylor**, Frederick, 2013, *The Downfall of Money: Germany's Hyperinflation and the Destruction of the Middle Class*, Bloomsbury, London.

**Thöne**, Michael, 2005, *Wachstums- und nachhaltigkeitswirksame öffentliche Ausgaben (WNA)*, FiFo-Berichte Nr. 2, Köln.

**Union Investment**, 2016, Studie: In Europa haben deutsche Investoren die höchste Risikoaversion, <https://e-fundresearch.com/newscenter/171-union-investment/artikel/30715-studie-in-europa-haben-deutsche-investoren-die-hoechste-risikoaversion> (17.12.2019)

**Zeit Online**, 2018, Wie viel ist zu viel?, <https://www.zeit.de/2018/29/managergehaelter-debatte-unternehmen-loesung> (17.12.2019)



## Abstract

Deutschland weist im Umgang mit finanziellen Fragen einige Besonderheiten auf. Dazu gehören die geringen Erträge der umfangreichen internationalen Anlagen dieser exportorientierten Volkswirtschaft, die auch Jahrzehnte nach dem ersten Befund unzureichende Bereitstellung von Risikokapital und die im Vergleich mit vielen vergleichbar entwickelten Volkswirtschaften sehr restriktive Regulierung öffentlicher Kreditaufnahme. Die drei Aspekte haben insofern ein gemeinsames Muster, als sie auf eine mangelnde Bereitschaft, auf künftiges Wachstum zu setzen und damit auch eine Risikoakzeptanz deutlich zu machen. Wie kann diese hohe Präferenz für Sicherheit erklärt werden? Dafür wird in der Tradition von Geert Hofstede nach den prägenden kulturellen Haltungen gefragt und als historischer Hintergrund für Deutschland die zweifache Hyperinflationserfahrungen im 20. Jahrhundert identifiziert. Welche wirtschaftspolitischen Handlungsmöglichkeiten es trotz habitueller Fixierungen gibt, wird abschließend erörtert.

### **Are Germans short of growth fantasies?**

Germany exhibits some peculiarities when it comes to the treatment of financial matters. This includes low returns of this export-oriented nation on their extensive international holdings of assets, the since decades ongoing inadequate provision of venture capital as well as quite restrictive regulations on public debt issuance in comparison to similar advanced economies. All three aspects have a common pattern, insofar as they reveal a lack of willingness to bet on future growth and accept the associated risks. How can this pronounced preference for high certainty be explained? In the tradition of Geert Hofstede this article asks about influential cultural attitudes in Germany and identifies the historical context-specific background including two hyperinflations in the 20<sup>th</sup> century. Conclusively, the article elaborates which economic policy opportunities are feasible despite habitual fixations.