

Nora Horn • Christoph Scherrer*

Die politische Ökonomie der Inflation von Vermögens- und Verbraucherpreisen

Zusammenfassung: Verbraucher- und Vermögenspreisinflation werden wirtschaftspolitisch sehr unterschiedlich behandelt. Während steigende Aktienkurse zumeist begrüßt werden, werden steigende Preise für Konsumartikel mit einschneidenden geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen beantwortet. Wir erklären diese unterschiedliche Behandlung mit einer klassenanalytischen Perspektive, die jedoch durch den Vergleich USA und Deutschland für kulturpolitische Erklärungen sensibel ist. Wir behandeln die Triebkräfte von Inflation, den Einfluss der Finanzialisierung auf Vermögenspreisinflation, die Differenzierung sozialer Klassen entlang des Vermögensbesitzes und die jeweiligen Verteilungseffekte beider Typen von Inflation.

Schlagwörter: Deutschland, Immobilien, Inflation, Klassen, USA, Wertpapiere

The Political Economy of Asset and Consumer Price Inflation

Abstract: Consumer and asset price inflation are treated very differently in terms of economic policy. While rising stock prices are usually welcomed, rising prices for consumer goods are responded to with drastic monetary and fiscal policy measures. We explain this different treatment with a class-analytical perspective, which is, however, sensitive to cultural policy explanations due to the comparison between the USA and Germany. We discuss the drivers of inflation, the influence of financialization on asset price inflation, the differentiation of social classes along asset ownership and the respective distributional effects of both types of inflation.

Keywords: Classes, Germany, Inflation, Real Estate, Securities, USA

* Nora Horn studiert den Masterstudiengang Global Political Economy and Development an der Universität Kassel. | Christoph Scherrer lehrte Internationale Politische Ökonomie an der Universität Kassel.

Verbraucherpreisinflation und Vermögenspreisinflation (siehe Abb. 1) werden medial und wirtschaftspolitisch sehr unterschiedlich behandelt. Während steigende Aktienkurse zumeist begrüßt und höhere Preise für Immobilien häufig nicht einmal für Kaufinteressent*innen problematisiert werden, erhalten steigende Preise für Konsumartikel ein breites skandalierendes Medienecho und werden mit einschneidenden geld- und fiskalpolitischen Maßnahmen beantwortet. Diese unterschiedlichen Reaktionen auf beide Preisteigerungstypen zeigten sich im letzten Jahrzehnt deutlich. In den Medien überwog die positive Berichterstattung über die bis Ende 2021 anhaltende Vermögenspreisinflation. Die steigenden Aktienkurse und Immobilienpreise schreckten nicht ab, sondern lockten mehr Käufer*innen an. Abgesehen von einigen Bedenken, dass die Preissteigerungen bei Vermögensgegenständen zu einer platzenden Preisblase führen könnten (Dombret 2015), blieben geld- und fiskalpolitische Gegenmaßnahmen aus. Ganz anders fielen die Reaktionen auf den Anstieg der Verbraucherpreise ab 2021 aus (siehe Abb. 2). Die Medien berichteten ausgiebig und einige bekannte Volkswirte, wie Lawrence Summers (2021) in den USA und Jens Weidmann (2021) in Deutschland, warnten vor einer sich verselbstständigenden Lohn-Preis-Spirale. Mit einem interessanterweise zeitlichen Abstand zu diesen Warnrufen reagierten die Zentralbanken dieser Länder mit rasch aufeinanderfolgenden Zinserhöhungen.

Wie lässt sich diese unterschiedliche Behandlung von Verbraucher- und Vermögenspreisteigerungen erklären? Unsere Antwort auf diese Frage basiert auf einer klassenanalytischen Perspektive, die die unterschiedlichen Verteilungseffekte von Vermögens- und Verbraucherpreisinflation je nach Klasse hervorhebt. Wenig überraschend ist die Präferenz von Kapitaleignern für Vermögenswertsteigerungen. Doch auch Lohnabhängige besitzen Vermögen, insbesondere in Form von Wohneigentum und in manchen Ländern auch im größeren Umfang Aktien durch kapitalgedeckte Rentenansprüche. Deshalb ist Klasse für uns eine mehrdimensionale Kategorie. Anschließend an Lisa Adkins, Melinda Cooper und Martijn Konings (2021) gehen wir davon aus, dass die Klassenzugehörigkeit sich im finanzialisierten Vermögenskapitalismus des 21. Jahrhunderts nicht mehr nur am Kriterium der abhängigen Beschäftigung, sondern als Folge der »Demokratisierung« des Zugangs zu Vermögenswerten auch am Kriterium des Besitzes von Vermögenswerten fest macht (ausführlicher von uns unten im Abschnitt »Eine Klassenperspektive auf die Inflation« diskutiert). Unsere These ist, dass der Besitz von Vermögenswerten die Klasseninteressen von Lohnabhängigen verändern, und damit auch ihre Haltung zu Inflation und von den Faktoren, die für inflationäre Tendenzen verantwortlich gemacht werden.

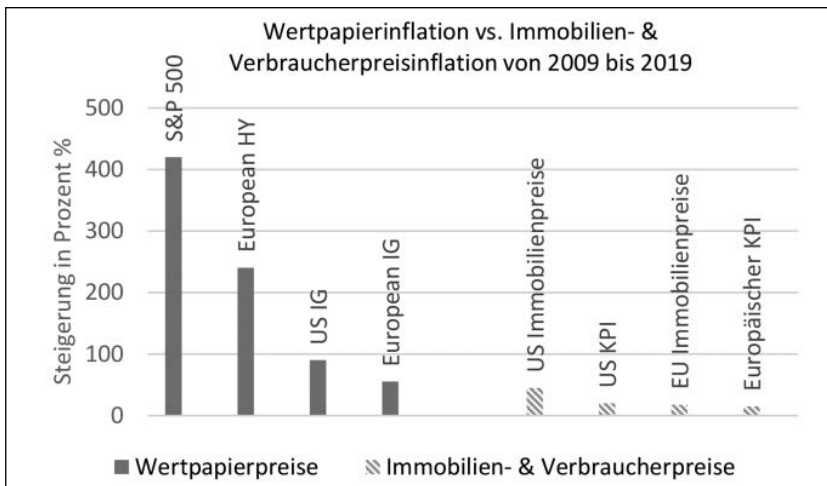
Während eine höhere Verbraucherpreisinflation erhebliche Teile der Bevölkerung betrifft, unabhängig davon, ob sie Vermögenswerte besitzen

oder nicht, kommt die Vermögenspreis-inflation denjenigen zugute, die bereits Vermögenswerte besitzen und/oder Zugang zu billigen Finanzierungsmöglichkeiten haben, die es ihnen ermöglichen, Vermögenswerte auf Kredit zu kaufen. Daher gehen wir davon aus, dass diejenigen, die im Verhältnis zu ihrem Haushaltseinkommen signifikantes Vermögen besitzen, im Allgemeinen Staatsausgaben, Staatsverschuldung und eine diese expandierende Fiskalpolitik akkommodierende Geldpolitik unterstützen werden, wenn sie die Hauptnutznießer sind und die Inflation hauptsächlich auf Vermögenswerte beschränkt ist. Wenn eine oder beide Bedingungen nicht erfüllt sind, ist zumindest von diesen »Vermögenden« Widerstand zu erwarten.

Dies macht die Analyse der Klasseninteressen zu einem unverzichtbaren Bestandteil der Erklärung der Einstellungen gegenüber den beiden Typen von Inflation. Allerdings ist »Klasse an sich« nicht gleich »Klasse für sich« (MEW 4: 181). Ideologische, kulturelle und individuelle Unterschiede beeinflussen die Klassenlage. Daher schließen wir andere Faktoren wie tief verwurzelte Systeme der Bedeutungsgebung hinsichtlich inflationärer Tendenzen nicht aus. In unserem Beitrag wird daher die Plausibilität der Hypothese von den klassenspezifischen Einstellungen zu den Inflationstypen am Beispiel der USA und Deutschland untersucht. Angesichts der in der Nachkriegszeit weit verbreiteten Angst vor Inflation und der jüngsten politischen Mobilisierung gegen die Niedrigzinspolitik der Europäischen Zentralbank könnte der deutsche Fall der Hypothese widersprechen und eine kulturpolitische Erklärung unterstützen, die die tief verwurzelte Sorge vor Inflation unabhängig von ihrem tatsächlichen Auftreten betont.

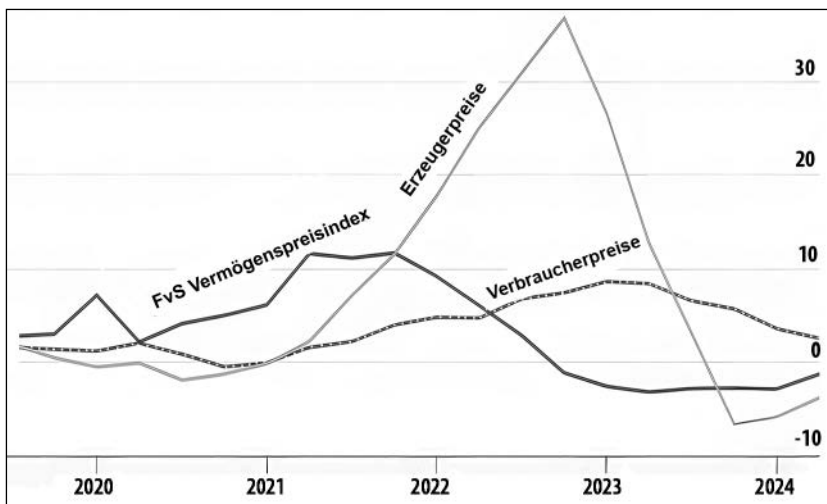
Wir beginnen den Beitrag mit einem kurzen Abriss des Diskurses um Inflation und ihre Triebkräfte und fahren mit Überlegungen zum Zusammenhang von Finanzialisierung und Vermögenspreis-inflation fort. Nachdem wir die Unterschiede im Vermögenseigentum zwischen Deutschland und den Vereinigten Staaten knapp beschrieben haben, erläutern wir die Differenzierung sozialer Klassen entlang der Linie des Vermögensbesitzes und diskutieren entsprechend die jeweiligen Verteilungseffekte von Inflation, wobei wir zwischen Verbraucherpreis- und Vermögenspreis-inflation unterscheiden. Es folgt eine, durch die Datenlage bedingt, sehr knappe Analyse der gesellschaftlichen Einstellungen zur Verbraucherpreis-inflation. Der empirische Teil endet mit einer Darstellung der Haltung von Unternehmen und Zentralbanken zur Inflation. Den Abschluss bilden Überlegungen zu den Unterschieden zwischen Deutschland und den Vereinigten Staaten in ihrer Einstellung zu den verschiedenen Formen der Inflation und der Bedeutung der mehrdimensionalen Klassenanalyse für das Verständnis von Finanz-, Geld- und Zentralbankpolitik.

Abbildung 1: Entwicklung der Vermögens- und Verbraucherpreise, USA und EU, 2009–2019



Quelle: <https://www.investing.com/> (16.4.2019, aktualisiert am 9.7.2023).

Abbildung 2: Entwicklung der Vermögens- und Verbraucherpreise, Deutschland, 2016–2021



Quelle: Flossbach von Storch Research Institute.

Der Diskurs um Inflation und ihre Triebkräfte

Was die Inflation antreibt, ist umstritten (Minsky 2008: 2; Boissay u.a. 2022: 3f.). Herkömmliche neoklassische und (neo-)monetaristische Inflationstheorien, die auf die Quantitätstheorie des Geldes zurückgehen (vgl. z.B. Friedman 1976; zur Kritik siehe Heine/Herr 2023: 9. Kapitel), erklären Inflation zum Ergebnis einer überschüssigen Gesamtnachfrage und einer lockeren Geld- und zentralbankfinanzierten Fiskalpolitik (Taylor/Barbosa-Filho, 2021). Zur Bekämpfung der Inflation wird dementsprechend eine Straffung der Geldpolitik mit einer Erhöhung der Zinsen gefordert. Die sogenannte Phillips-Kurve, weiterentwickelt durch Paul Samuelson und Robert Solow, ist ein heute im ökonomischen Mainstream weit verbreitetes und akzeptiertes Modell, das Inflation als Folge einer zu geringen Arbeitslosigkeit fasst und deshalb zur Inflationsbekämpfung Maßnahmen zur Erhöhung der Arbeitslosenquote nahelegt. Eine gewisse Arbeitslosigkeit wird als Notwendigkeit für Preisstabilität vorausgesetzt, die sogenannte NAIRU (*Non-Accelerating Inflation Rate of Unemployment*).

Auch die jüngste Phase einer Verbraucherpreisinflation wird aus dieser Sicht mit der angespannten Arbeitsmarktlage erklärt (Domash/Summers 2022). Obwohl der ehemalige Vorsitzende der US-amerikanischen Zentralbank (Fed), Ben Bernanke, in einem Working Paper mit Olivier Blanchard einräumt, dass der drastische Anstieg der Rohstoffpreise und sektorale Angebotsengpässe vornehmlich den Inflationsschub ausgelöst hätten, halten die beiden auf der Basis ihres neukeynesianischen¹ makroökonomischen Modells der Lohn-Preis Bestimmung daran fest, »dass die Auswirkungen überhitzter Arbeitsmärkte auf das nominale Lohnwachstum und die Inflation nachhaltiger sind als die Auswirkungen von Schocks auf den Produktmärkten« (Bernanke/Blanchard 2023: 1; Übersetzung Ch.S.). Mit anderen Worten: Die übersteigerten Forderungen der Lohnabhängigen treiben die Konsumenteninflation an, wenn sie eine Strategie der Reallohnsicherung betreiben.

Der Ökonom Servaas Storm (2024) widerlegte empirisch einige Annahmen im Bernanke-Blanchard-Modell: Erstens führte die angespannte Lage am Arbeitsmarkt (gemessen an der Quote freier Stellen) nicht zu einem stärkeren Anstieg der Nominallöhne gegenüber Vorperioden. Zweitens trifft die Modellannahme nicht zu, dass die Reallohnentwicklung mit dem Produktivi-

1 Vom lange vorherrschenden Neokeynesianismus, der neoklassisch-keynesianischen Synthese, unterscheidet sich der Neukeynesianismus insbesondere durch die Annahme eines unvollkommenen Wettbewerbs, der die Anpassung von Preisen und Löhnen an veränderte wirtschaftliche Bedingungen verzögert. Er ist derzeit die Hauptströmung der makroökonomischen Theorie.

tätswachstum einhergeht. Seit langem seien die Reallöhne in den USA deutlich hinter dem Produktivitätswachstum zurückgeblieben. Eine umfangreiche Studie des Internationalen Währungsfonds belegt ebenfalls, dass die expansive Finanz- und Geldpolitik in der Erholungsphase nach dem Corona-Schock, der die Lieferketten erschütterte, nur wenig inflationär wirkte (Chau u.a. 2024: 27).

Statt auf die Lohnabhängigen als Inflationstreiber verweist die Ökonomin Isabella Weber auf die Unternehmen. Unter dem Schlagwort *sellers' inflation* (Weber/Wasner 2023) problematisierte sie, dass viele Unternehmen im Laufe der Coronapandemie die gestiegenen Kosten weit überproportional an die Konsument*innen weitergaben. Wir sind ebenfalls der Ansicht, dass die Verbraucherpreisinflation in erster Linie durch Angebotsengpässe und/oder monopolistische Marktstrukturen bedingt ist. Wenn die Nachfrage das Angebot übersteigt, ist es für die Verkäufer von Waren und Dienstleistungen ein Leichtes, die Preise zu erhöhen. Marktbeherrschende Unternehmen können die Preise auch dann erhöhen, wenn die Nachfrage nicht größer als das Angebot ist (Boissay u.a. 2022: 3). Die Nachfrage kann das Angebot übersteigen, wenn die Löhne bei Vollbeschäftigung schneller steigen als die Produktivität und/oder die Kaufkraft durch höhere Verschuldung schneller wächst als das Angebot.

Durch ihre Zinspolitik, ihre Refinanzierungsbedingungen und ihre Kreditvergabepraktiken können die Zentralbanken die Verfügbarkeit von Krediten, und damit die Inflation, indirekt beeinflussen. Wenn die Geldbasis schneller wächst als die Produktion, muss sich dies nicht unbedingt in einer Verbraucherpreisinflation niederschlagen. Das zusätzliche Geld kann in Vermögenswerte fließen, die nicht Teil des Warenkorbs der Verbraucher*innen sind, oder in Luxusgüter, die im Warenkorb der Verbraucher*innen unterrepräsentiert sind (Schnabl 2015: 255).

Darüber hinaus kann auch die Wechselkurspolitik der Zentralbanken die Höhe der Inflation beeinflussen. Bei starker Importabhängigkeit folgen Preiserhöhungen auf eine Währungsabwertung. Inflationäre Tendenzen können auch gedämpft werden durch staatliches Einwirken auf gewerkschaftliche Lohnpolitik, fiskalische Zurückhaltung, rigorose Durchsetzung des Kartellrechts und verstärkte Konkurrenz mittels Öffnung der Grenzen für Waren und Wanderarbeiter*innen. Mit anderen Worten: Bei jeder Analyse der Entwicklung der Verbraucherpreise müssen viele Faktoren berücksichtigt werden.

Die Inflation von Vermögenswerten wird durch einige dieser Faktoren angetrieben, aber nicht durch alle. Vermögenswerte unterscheiden sich von Konsumgütern dadurch, dass sie weniger reproduzierbar sind, entweder durch ihre natürlichen Eigenschaften (wie bei Häusern) oder durch die Entscheidung der entsprechenden Akteure, sie künstlich knapp zu halten. Fi-

nanzielle Vermögenswerte wie Aktien, Anleihen und Derivatkontrakte lassen sich nicht nur leicht reproduzieren und vermehren, sondern auch knapphalten. Ihre Attraktivität hängt von den zu erwartenden Erträgen und/oder der Erwartung ab, dass sie an Wert gewinnen, weil viele andere Personen diese von ihren Emittenten begrenzten Vermögenswerte ebenfalls kaufen werden. Angesichts des jüngsten Booms der Kryptowährungen kann alles zu einem Vermögenswert werden, solange eine ausreichende Zahl von Menschen daran glaubt, dass es als Vermögensspeicher oder Spekulationsobjekt dienen könnte.

Auch hier beeinflussen institutionelle Faktoren den Preis dieser Vermögenswerte. Bei den Eigenheimen wirken sich politische Maßnahmen wie Flächennutzungspläne (die die Anzahl der Einheiten begrenzen, die in einem bestimmten Gebiet gebaut werden können), Bauvorschriften und Infrastrukturinvestitionen auf das Angebot aus. Auf der Nachfrageseite wirken sich unter anderem die Einwanderungs- und Geburtenpolitik, steuerliche Anreize sowie die Bedingungen für den Zugang zu Krediten auf die Nachfrage nach Wohneigentum aus.

Daneben beeinflusst auch die Geldpolitik die Preise für Vermögenswerte. Eine lockere Geldpolitik, die die produktive Wirtschaft ankurbeln soll, kann Investitionen in Immobilien und Finanzprodukte beschleunigen. Dies war im Anschluss an das Platzen der Dotcom-Blase im Jahre 2000 und die Finanzkrise ab 2007 der Fall (Jayadev u.a. 2018). Vermögenspreise und Verbraucherpreise sind nicht völlig unabhängig voneinander. Steigende Vermögenspreise können die Verbrauchernachfrage durch einen Vermögens effekt anregen (Bluestone 1999). Eine Inflation der Verbraucherpreise kann Anreize für die Flucht in Immobilien und andere Vermögenswerte schaffen, von denen angenommen wird, dass sie im Laufe der Zeit an Wert gewinnen. Umgekehrt kann eine höhere Nachfrage nach Vermögenswerten wie Immobilien das Wohnen verteuern und damit die Lebenshaltungskosten steigern.

Zusammenhang von Finanzialisierung und Vermögenspreisinflation

Den Erwerb von Vermögensgegenständen erfolgt aus Ersparnissen oder Krediten. Folglich bedarf es für eine Vermögenspreisinflation der Mobilisierung von Ersparnissen und des erleichterten Zugangs zu Krediten. Verschiedene Aspekte der Finanzialisierung in kapitalistischen Ökonomien ermöglichen eine solche Mobilisierung über die der kapitalistischen Wirtschaftsweise immanenten Mehrwertgenerierung hinaus. Unter Finanzialisierung versteht man die stark ausgeweitete Rolle von Finanzmotiven, Finanzmärkten, Finanzakteuren und Finanzinstitutionen für das Funktionieren der nationalen und internationalen Volkswirtschaften (Epstein 2005).

Den ersten Beitrag der Finanzialisierung zur Vermögenspreisinflation bildet die kapitalgedeckte Alterssicherung. Das von Pensionsfonds verwaltete Kapital ist in den letzten Jahrzehnten stark gestiegen. Betrug das Vermögen der US-amerikanischen Pensionsfonds im Jahre 2002 60 Prozent des Bruttonationalproduktes (BSP), so stieg es bis 2019 auf über 150 Prozent des BSP an.² Die für spätere Pensionsauszahlungen eingezahlten Beiträge der Lohnabhängigen müssen angelegt werden. Gerade in Niedrigzinsperioden steigt der Druck auf das Management (bzw. die jeweiligen Aufsichtsbehörden), gegenüber festverzinslichen langfristigen Anleihen den Anteil an Aktien und Alternativen Anlagen (Hedgefonds, Private Equity, Immobilien etc.) zu erhöhen (van der Zwan 2020). Seit 1978 sind in den USA individuelle Rentenspar- und Investitionspläne, genannt 401(k)-Pläne, steuerbefreit. Zum Jahresende 2020 war das Vermögen der 401(k)-Pläne auf 6,8 Billionen Dollar angewachsen, was etwa einem Fünftel des gesamten Altersvorsorgevermögens entspricht, davon waren 68,5 Prozent in Aktien investiert (Holden u.a. 2022: 3, 31).

Sogenannte Indexfonds, die einen bestimmten Index (zum Beispiel den Dow-Jones) in ihrem Portfolio nachbilden (in Deutschland seit 1998 möglich), haben durch geringere Gebühren und geringeres Risiko durch Portfoliostreuung die Hürden für den Einstieg von Privatpersonen in den Aktienmarkt gesenkt. Mittlerweile ist das Volumen der Indexfonds größer als das der traditionell aktiv gemanagten Investmentfonds.³ Die weltweite Liberalisierung des Kapitalverkehrs trägt zudem dazu bei, dass an zentralen Börsenplätzen über das jeweilige heimische Finanzvolumen hinaus ausländisches Kapital angelegt wird. Dieses zusätzliche Kapital führt zu Preiserhöhungen von den knapp gehaltenen Wertpapieren.

Für die Entwicklung der Aktienkurse ist zudem die Hinwendung zum *Shareholder-Value*-Konzept von besonderer Bedeutung. Dieses besagt, dass die jeweilige Unternehmensleitung vornehmlich den Börsenwert des Unternehmens zugunsten der Aktionäre steigern soll. Das Konzept wird institutionell abgesichert durch zum einen die Kopplung der Managementvergütung an die Entwicklung des Aktienkurses mittels der Vergabe von Aktienoptionen und zum anderen durch die gesetzliche Ermöglichung von Aktienrückkäufen. Durch Aktienrückkäufe wird der Bestand an Aktien verknappt und somit der Aktienkurs stabilisiert beziehungsweise in die Höhe getrieben. Die Aktienbörse dient vornehmlich als ein Markt für Unternehmenskontrolle (Sablowski 2003). Selbst Großunternehmen sind nicht davor geschützt, dass

2 » Pension Fund Assets to GDP for United States«, <https://fred.stlouisfed.org/> (2020, aktualisiert am 7.5.2024).

3 »Index Funds Have Officially Won«, <https://www.morningstar.com/> (14.2.2024).

Finanzakteure genügend Kapitalmittel aufbringen, um an der Börse gegen den Willen des Managements das Unternehmen zu übernehmen. Dies ist ein weiterer Grund für das Management, den Aktienkurs ihres jeweiligen Unternehmens möglichst hochzuhalten.

Das Vermögen breiterer Kreise der Bevölkerung ist jedoch in Immobilien gebunden. Die Finanzialisierung beeinflusst die Preisentwicklung dieses Vermögenstyps durch die Verbriefung der Hypothekenkredite. Während solche Kredite traditionell in Banken gehalten wurden, bis sie zurückgezahlt waren, werden sie jetzt als Bündel an Investoren in aller Welt verkauft. Der Grad der Finanzialisierung variiert von Land zu Land (Becker u.a. 2016; Kaltenbrunner/Painceira 2018).

Die Verbriefung der für den Hauskauf aufgenommenen Hypotheken trägt nicht nur dazu bei, dass mehr Mittel zur Finanzierung des Erwerbs von Immobilien bereitstehen, sondern hat nicht zuletzt aufgrund des gestiegenen Zuflusses an Mittel in diesem Sektor die Zinsen auf Hypotheken gesenkt (Herwartz/Xu 2018).

Ausmaß der Finanzialisierung in den USA und Deutschland

In Deutschland ist die Stellung des Finanzkapitals etwas weniger ausgeprägt als in den USA. Dies lässt sich durch das Vorhandensein eines bedeutenden öffentlichen und genossenschaftlichen Bankensektors, die vergleichsweise höhere Anzahl von Familienunternehmen (Lehrer/Celo 2016), das umlagefinanzierte öffentliche Rentensystem, die umfassende öffentliche Krankenversicherung und die gebührenfreie Hochschulbildung erklären (Beck u.a. 2005). Auch die Verbreitung des Vermögensbesitzes unterscheidet sich. 55 Prozent der erwachsenen Amerikaner*innen besitzen Aktien (2020), wobei die meisten von ihnen diese über ihre Rentenkonten halten; nur 15 Prozent besitzen Aktien direkt. In Deutschland besitzen nur 9,9 Prozent der Haushalte Aktien (2020; Suhr 2020). Dies liegt vor allem daran, dass die steuerbefreiten Altersvorsorgekonten keine Investitionen in Aktien, sondern nur in Fonds zulassen. Dementsprechend ist der Besitz von Investmentfondsanteilen mehr verbreitet: 28 Prozent (2021).⁴ Ein weiterer Grund ist, dass zwei Drittel der Generation mit dem höchsten Nettovermögen in Deutschland, die Personen zwischen 51 und 64 Jahren umfasst, Aktien für zu riskant halten.⁵ Nach wie

4 »Welche der folgenden Geldanlagen besitzen Sie zur Zeit?«, [https://de.statista.com/\(2.1.2024\)](https://de.statista.com/(2.1.2024)).

5 »Warum die Deutschen Angst vor Aktien haben«, [https://www.handelsblatt.com/\(29.1.2019\)](https://www.handelsblatt.com/(29.1.2019)).

vor vertrauen die Deutschen einen großen Teil ihrer Ersparnisse den niedrig verzinsten Sparkonten an (Suhr 2020).

Der Aktienbesitz wird zudem durch institutionelle Faktoren eingeschränkt. Anders als in den USA wird das deutsche umlagefinanzierte Rentensystem nicht durch steuerbefreite 401(k)-Rentenspar- und Investitionspläne ergänzt, die Investitionen in Aktien ermöglichen. Diese 401(k)-Pläne haben die Gruppe der Aktienbesitzenden in den Vereinigten Staaten stark erweitert. Ein winziges deutsches Pendant ist die sogenannte Riester-Rente. Ihre Regeln schließen direkte Investitionen in Aktien aus, sie erlaubt nur Beiträge zu Investmentfonds (16 Prozent der gesamten Riester-Mittel im Jahr 2018).⁶

In den USA liegt die Wohneigentumsquote bei 65,4 Prozent (2021);⁷ in Deutschland bei 46,5 Prozent (2018; Statistisches Bundesamt 2021: 262). Auch das deutsche umlagefinanzierte Rentensystem vermindert den Immobilienbesitz. Statt während der Erwerbstätigkeit eine Hypothek abzuzahlen, um im Alter keine Miete zahlen zu müssen, ist der Beitrag der Erwerbstätigen zum staatlichen Rentensystem in Deutschland mit 9,3 Prozent⁸ des Bruttolohns höher als in den Vereinigten Staaten mit 6,2 Prozent im Jahr 2022.⁹ Ein weiterer Faktor, der den Erwerb von Wohneigentum einschränkt, sind die relativ hohen Transaktionskosten für den Erwerb von Wohneigentum (4,5 Prozent in Deutschland gegenüber 1,9 Prozent in den USA für den Erwerb von Immobilien an den Gesamtkosten; Schwartz 2009: 271) und die vorsichtigeren Kreditvergabestandards, die bei deutschen Banken üblich sind.

Eine Klassenperspektive auf die Inflation: Verteilungseffekte der Verbraucher- und Vermögenspreisinflation

In ihrer Arbeit über die Vermögensökonomie unterscheiden Adkins u.a. (2021) soziale Klassen entlang der Linie des Vermögensbesitzes. Sie argumentieren, »dass beschäftigungs- und lohnbasierte Klassentaxonomien nicht mehr ausreichen, um einen Schichtungsprozess zu verstehen, in dem Kapitalgewinne, Kapitaleinkommen und intergenerationale Transfers im Vordergrund ste-

6 »Beiträge zur Riester-Rente in Deutschland im Jahr 2020 nach Anbietertypen (in Millionen Euro)«, <https://de.statista.com/> (2.1.2024).

7 Vierteljährliche Wohnungsleerstände und Wohneigentum, zweites Quartal 2021, U.S. Census Bureau.

8 »Neue Werte der Rentenversicherung ab 2022«, <https://www.deutsche-rentenversicherung.de/> (8.12.2021).

9 »Summary: Actuarial Status of the Social Security Trust Funds«, <https://www.ssa.gov/> (Mai 2024).

hen« (ebd. u.a. 2021: 548; Übersetzung Ch.S.). Bei der Bestimmung der Lebenschancen scheint der Besitz von Vermögenswerten wichtiger zu sein als die Beschäftigung. Über die Dichotomie von Eigentum und Nichteigentum hinaus unterscheiden sie bei den Hausbesitzenden zwischen denen, die in Immobilien investieren, denen, die das Haus vollständig besitzen, und denen, die eine Hypothek aufgenommen haben, um ein Haus zu besitzen. Die Gruppe jener, die kein Wohneigentum besitzen, wird unterteilt in die Gruppen der Menschen, die zur Miete wohnen oder gar obdachlos sind. Diese klassenanalytische Perspektive auf die »Klasse an sich« ist ein guter Ausgangspunkt für theoretische Überlegungen zu den jeweiligen Klasseninteressen. Vorsicht ist jedoch geboten bei Behauptungen über die tatsächlichen Einstellungen der Mitglieder dieser Klassen. Ob sich eine solche »Klasse an sich« in eine »Klasse für sich« verwandelt, bleibt eine offene Frage, die empirisch noch zu belegen wäre. Sprich, die folgenden deduktiven Überlegungen zu den Interessen dieser Klassen hinsichtlich der unterschiedlichen Inflationstypen müssen durch eine Analyse der Positionen ergänzt werden, die von organisierten Interessengruppen und in stichprobenartigen Umfragen vertreten werden.

Während eine galoppierende Inflation in allen Wirtschaftsparadigmen als schädlich für das Wirtschaftswachstum angesehen wird, betrachtet die keynesianische Schule eine moderate Verbraucherpreisinflation als wachstumsfördernd (Herr 2009). Ein Argument ist hier, dass Deflationen den nominalen Schuldenbetrag real ansteigen lässt und somit die Schuldenlast erhöht. Zugleich steigen die realen Zinssätze, sodass Investitionen weniger rentierbar werden. Eine leichte Inflation ist ein Schutz gegen deflationäre Schocks. Die EZB, die Fed und die Bank of England haben deshalb Inflationsziele von zwei Prozent und kein Ziel der Preisniveaustabilität. Dennoch kann selbst eine moderate Inflation für das wirtschaftliche Wohlergehen einiger Teile der Bevölkerung schädlich sein. Dies hängt davon ab, inwieweit sich Einkommen und Vermögen der Haushalte an die Inflation anpassen. Diejenigen, die von unveränderlichen Nominallöhnen, Renten, Transferzahlungen oder Anleihezinsen leben, werden einen Kaufkraftverlust hinnehmen müssen. Unternehmen, die höhere Inputkosten nicht an die Verbraucher weitergeben können, werden ebenfalls real verlieren (Jayadev u.a. 2018).

Die Auswirkungen der Verbraucherpreisinflation auf die Besitzenden von Vermögenswerten hängen von der Art des Vermögens ab. Bei Sparkonten mit niedrigen Zinssätzen mindert die Inflation den Wert dieser Vermögenswerte. Eine übliche Reaktion ist die Umschichtung in weniger liquide Vermögenswerte wie Gold, Aktien und Immobilien. Wenn eine solche Umschichtung in großem Umfang erfolgt, führt sie zu einer Inflation der Vermögenspreise.

Für die Haushalte, die eine Hypothek bedienen, birgt die Verbraucherinflation das Risiko von Zinserhöhungen. Das Ausmaß dieses Risikos hängt von den Bedingungen der Hypothek ab. Haushalte, die eine langfristige Hypothek mit festem Zinssatz aufgenommen haben, sind für die Dauer der Zinsbindung vor nominalen Zinserhöhungen geschützt. Passt sich ihr Einkommen der Inflation an oder übersteigt es sogar die Inflation, können sie sogar von der Konsuminflation profitieren, da sich ihre nominalen Schulden real verringern. Im Gegensatz zu Deutschland sind in den Vereinigten Staaten jedoch anpassbare Zinssätze üblich, auch wenn ihr Anteil an den Hypotheken stark schwankt (Kish 2022: 8). Für Haushalte, deren Hypothekenzinsen flexibel sind, werden sich ihre Zinszahlungen schnell erhöhen. Es ist anzunehmen, dass diese Hauseigentümer*innen am ehesten Verbraucherinflation fürchten.

Bei steigenden Vermögenspreisen sind die »investierenden« Haushalte besser in der Lage, von den Preissteigerungen zu profitieren, da sie die Papiergewinne durch den Verkauf ihrer Vermögenswerte leichter realisieren können. Sie sind allerdings eine Minderheit unter den Immobilienbesitzer*innen. In Deutschland beschränkt sich der Besitz nennenswerter nicht selbst genutzter Immobilien auf das neunte und zehnte Dezil des Nettovermögensbesitzes (Statistisches Bundesamt 2021: 251, 249). Die wesentlich zahlreicheren Eigenheimbesitzenden sind weniger geneigt, das Haus, in dem sie leben, zu verkaufen. Selbst wenn sie verkaufen wollen, werden sie nur dann einen Gewinn verbuchen, wenn sie nicht vorhaben, ein anderes Haus zu kaufen, das natürlich auch teurer geworden wäre. Da Häuser und Wohnungen instandgehalten werden müssen, kann der Gewinn auf dem Papier aufgrund steigender Instandhaltungskosten, die der allgemeinen Inflation entsprechen oder darüber liegen, geschmälert werden. Wenn die Grundsteuer auf der Grundlage des periodisch ermittelten Marktwerts berechnet wird, wie es in den Vereinigten Staaten üblich ist (Bell/Kirschner 2009: 112), wird die Immobilieninflation die aktuelle Kaufkraft schmälern.

Dennoch gibt es einen klaren Vorteil der Immobilieninflation für Hausbesitzende, nämlich den leichteren Zugang zu einer zweiten Hypothek, da die Sicherheit für die Hypothek – ihr Haus – an Wert gewinnt. Sie können es für Konsumzwecke oder für den Kauf eines zweiten Hauses als Investition oder für ihre Kinder verwenden. Auf diese Weise wird die Übertragung von Vermögen zwischen den Generationen erleichtert. Gleichzeitig wird der Zugang der Nachkommen von Familien, die kein Wohneigentum besitzen, zu Immobilien eingeschränkt. Das Ergebnis ist eine zunehmende Ungleichheit des Vermögens. Für Hypothekenschuldner*innen bringt die Immobilieninflation einen weiteren Vorteil mit sich. Wenn sie ihre Hypothek nicht mehr bedienen können, werden sie von der Angst befreit, ihr Haus zu verlieren und gleichzeitig

mit Schulden belastet zu sein, weil sie die ausstehende Summe mit dem Erlös aus dem Verkauf ihres Hauses zurückzahlen können.

Auf der Grundlage der Erhebung über die Finanzlage und den Konsum der privaten Haushalte (*Household Finance and Consumption Survey*, HFCS) im Euroraum aus dem Jahr 2010 kam eine Studie über die Verteilungseffekte der Inflation der Vermögenspreise zu dem Schluss, dass »die Kapitalgewinne aus dem Anstieg der Anleihe- und Aktienkurse sich auf relativ wenige Haushalte konzentrieren, während der Medianhaushalt stark vom Anstieg der Immobilienpreise profitiert« (Adam/Tzamourani 2016; Übersetzung Ch.S.).

Zusammenfassend zeigt sich, dass die Vermögensinflation für alle Haushalte, die bereits Vermögen besitzen, und ihre Nachkommen von Vorteil ist, mit Ausnahme derer, die bei einem nominal fixierten Einkommen mit einer höheren Vermögenssteuer konfrontiert sind.

Auch die Banken bevorzugen die Inflation von Vermögenswerten. Sie profitieren davon in mehrfacher Hinsicht: höheres Kreditvolumen, verstärkte Handelsaktivitäten, mehr Sicherheiten für kreditfinanzierte Spekulationen. All dies führt dazu, dass ihre Führungskräfte mehr Boni verdienen, während die Verluste von den Anteilseigner*innen ihrer Institute oder den Steuerzahler*innen getragen werden (Schnabl 2015: 257) oder von der Zentralbank aufgefangen werden.

Ein durch Vermögensblasen angetriebenes Wirtschaftswachstum erhöht auch die Steuereinnahmen. Entsprechend besteht ein geringer Anreiz für Regierungen, Blasen einzudämmen (Schnabl 2015: 258). Auch die Lohnabhängigen und ihre Organisationen werden sich einer Vermögensinflation nicht widersetzen, solange sie zu mehr Beschäftigung führt. Das Platzen einer Vermögensblase führt jedoch zu einer restriktiven Fiskalpolitik mit negativen Auswirkungen insbesondere auf die Löhne im öffentlichen Dienst (ebd.: 264). Beim Platzen großer Vermögenspreisblasen, wie zum Beispiel in den 1930er-Jahren oder der Weltfinanzkrise ab 2007, kann es sogar zu Finanzmarktkrisen und in der Folge zu Einbrüchen der Realwirtschaft, Arbeitslosigkeit und Verelendung kommen (Minsky 2011).

Diese Schlussfolgerung lässt auf eine recht breite Koalition gegen die Verbraucherinflation und eine nicht ganz so breite Koalition zur Tolerierung der Vermögensinflation in den USA und Deutschland schließen.

Gesellschaftliche Einstellungen zur Verbraucherpreisinflation

Mehrere Faktoren beeinflussen die Einstellung der Menschen zur Inflation. Ihre objektive Klassenzugehörigkeit, sei es nach der marxistischen oder der oben erläuterten vermögensbezogenen Definition von Klasse (also »Klasse

an sich«), ist vielleicht nur einer von vielen Faktoren. Eine wichtige Determinante scheint die eigene Erfahrung zu sein. Da ältere Menschen bereits Phasen höherer Inflation erlebt haben, ist die Wahrscheinlichkeit größer, dass sie Inflationsängste haben (Ehrmann/Tzamourani 2012). In den meisten Ländern weicht interessanterweise die Wahrnehmung der Inflation deutlich von der offiziell registrierten Inflation ab. In einer internationalen Umfrage schätzten die Befragten die Inflationsrate bis zu dreimal höher ein als die von den statistischen Ämtern gemeldete. Ausnahmen bilden die Hochschulabsolvent*innen und die Personen in Führungspositionen (Europäische Kommission 2009). Je nach Warenkorb, der wiederum klassenabhängig ist, können Menschen mit verschiedenen Lebensrealitäten allerdings auch sehr unterschiedlich von Inflation betroffen sein.

Verzerrte Erinnerungen an die Auswirkungen einer hohen Inflation (Haffert u.a. 2021) und die Unfähigkeit, die Inflationsrate richtig einzuschätzen, deuten auf diskursive Einflüsse auf die Einstellung der Menschen zur Inflation hin. Die Art und Weise, wie die Medien Inflation darstellen, scheint eine wichtige Rolle zu spielen (Barnes/Hicks 2018). Ein Elitenkonsens über die Inflation kann zu weit verbreiteten Deutungsmustern über Inflation in den Medien beitragen. Während in den USA eine größere Vielfalt an Ansichten zur Inflation besteht, vertreten in Deutschland die Parteien im Parlament mehr oder weniger eine antiinflationäre Haltung, die mit der Bundesbank übereinstimmt (Howarth/Rommerskirchen 2013). Die Unterstützung für eine niedrige Inflation geht quer durch das politische Spektrum (ebd.: 10). Die »Stabilitätskultur« hat sich tief in der deutschen politischen Kultur verankert. Das sogenannte »Wirtschaftswunder« der 1950er- und 1960er-Jahre in Westdeutschland, das auf die wirtschaftlichen Nöte und Leiden während der Hyperinflationen 1921–1923 und der aufgestauten Inflation 1936–1948 folgte, wurde weithin auf die damalige ordoliberalen Politik zurückgeführt, deren Kernelement die niedrige Inflation war (Kolinsky 1991). Diese Kontinuität im Diskurs der Stabilitätskultur wurde im Zuge der europäischen Schuldenkrise ab 2009 wieder präsent (Howarth/Rommerskirchen 2013).

Über die Einstellung zur Inflation liegen nur wenige Daten vor, die nach dem sozioökonomischen Status einer Person unterscheiden. Für unsere Argumentation auf der Basis des Immobilienbesitzes im Sinne von Adkins u.a. (2021) fehlen Daten gänzlich, was leider die Aussagekraft unserer Argumentation einschränkt.

In einer früheren Studie wurde bei US-Bürger*innen über fast vier Jahrzehnte hinweg nur ein geringer Zusammenhang zwischen Inflationsaversion und Einkommens- oder Bildungsniveau festgestellt (Fischer/Huizinga 1982;

bestätigt von Aklin u.a. 2022). Auf der Grundlage von Umfragedaten des Eurobarometers aus den Jahren 2002 bis 2009 stellten Michael Berlemann und Sören Enkelmann (2013: 5) fest, dass Personen mit hohem Einkommen und Bildungsniveau weniger Angst vor Inflation haben als Personen mit niedrigem Einkommen.

Die lange Periode niedriger Inflation in beiden Ländern (siehe Abb. 2) scheint sich auf die Angst der Bevölkerung vor Inflation ausgewirkt zu haben. In Deutschland blieb die Inflation in 23 der letzten 30 Jahre unter der Zwei-Prozent-Marke (Statistisches Bundesamt 2021: 5). Dementsprechend wurde in Umfragen zwischen 2017 und 2021 die Bedeutung der Inflationsbekämpfung im Vergleich zu anderen politischen Zielen an vierter Stelle genannt (ALL-BUS 2018; Europäische Kommission 2021: 27). In den USA war die Inflation bis 2021 nur für eine unbedeutende Zahl der Befragten das wichtigste Problem.¹⁰ Im März 2022 änderte sich dies jedoch drastisch. Im Zusammenhang mit der Covid-19-Pandemie und den ersten spürbaren Auswirkungen des russischen Angriffskrieges gegen die Ukraine rangierten hohe Lebenshaltungskosten/Inflation an erster Stelle innerhalb der Kategorie der wirtschaftlichen Probleme (17 Prozent der Befragten). Etwa ein Fünftel der Amerikaner*innen betrachtete die steigenden Preise als das größte Problem der Nation (Saad 2022). Noch ausgeprägter waren die Inflationssorgen der Befragten in einer deutschen Umfrage. Von Januar 2022 bis März 2022 stieg der Anteil der erwachsenen Befragten, die sehr besorgt sind, von 44 Prozent auf 53 Prozent. Im März sahen sich über 20 Prozent der Befragten mit einem monatlichen Haushaltsnettoeinkommen von weniger als 2.500 Euro durch die Inflation in ihrer Existenz bedroht.¹¹

Diese Daten lassen darauf schließen, dass Personen mit niedrigeren Einkommen stärker von der Verbraucherpreisinflation betroffen sind und sich entsprechend über Inflationstendenzen besorgt zeigen, vor allem in Deutschland.

Unternehmen und Zentralbanken: Vermögenspreisinflation kein Grund zur Besorgnis

Wir stellen einen deutlichen Kontrast zwischen der Haltung der Unternehmen zur Konsum- und zur Vermögensinflation fest. Der jüngste Anstieg der Verbraucherpreisinflation löste seitens der Unternehmen einen Sturm von Warnungen aus (Krugman 2022; Kröner 2022).

¹⁰ »Most Important Problem«, <https://news.gallup.com/>.

¹¹ Postbank/YouGov zitiert in »Postbank-Umfrage: Die Inflation kommt in der Mittelschicht an« <https://www.business-on.de/> (6.4.2022).

Es gibt rationale Gründe, die aus Sicht mancher Unternehmen für eine antiinflationäre Politik sprechen. Unternehmen, die höhere Inputpreise nicht weitergeben können, werden einen Gewinnrückgang erleiden, der noch verstärkt wird, wenn die Lohnabhängigen ihre Reallöhne verteidigen können. Geldbesitzer*innen oder Inhaber*innen von Anleihen mit längerer Laufzeit werden ebenfalls Verluste erleiden (vgl. Tooze 2022). Diese Argumente erklären jedoch nicht das breite Spektrum der Unterstützung für eine solche Politik. Paul Krugman (2022; Übersetzung Ch.S.) argumentiert, dass die »monetären »Dauerfalken« (*permahawks*) politisch motiviert sind – durch die Angst, dass ein flexibler Einsatz der Druckerpresse zu viel Raum für eine übergreifige Regierung schafft«.

Im Gegensatz zu früheren Schüben der Verbraucherpreisinflation (Lubik/Schorfheide 2004; Arestis/Chortareas 2006) erkannte die Leitung der Fed und der EZB nur sehr zögerlich inflationäre Tendenzen und die Notwendigkeit ihrer Eindämmung an (Dabrowski 2022). Sie waren sich über die Ursachen der inflationären Tendenzen nicht ganz sicher. Einige argumentierten, dass der Inflationsdruck auf Angebotsengpässe zurückzuführen, und daher ein vorübergehendes Phänomen sei. Als die Fed jedoch mit lauten Warnungen über die Möglichkeit einer verfestigten Inflation konfrontiert wurde, reagierte sie mit deutlichen Erhöhungen des Leitzinses (Smialek 2022). Die EZB reagierte vorsichtiger, weil sie um die wirtschaftliche Gesundheit einiger Mitgliedsländer der Eurozone fürchtete. Sie wollte eine Wiederholung der Eurokrise vermeiden (Schnabel 2022) und hielt im Unterschied zu den 1970er-Jahren die Gefahr einer Preis-Lohn-Spirale für gering (Heine/Herr 2023).

Die Kritik an der Inflation von Vermögenswerten war viel gedämpfter, wenn überhaupt vorhanden. Berühmt ist ein Diktum des langjährigen Fed-Vorsitzenden Alan Greenspan (1987-2006), dass es besser sei, nach dem Platzen von Blasen »aufzuräumen«, als Vermögenspreisblasen zu verhindern (Greenspan 1999). Ein ehemaliger Forschungsdirektor der Fed of New York, Stephen G. Cecchetti, hatte sich bereits im Jahr 2000 zusammen mit einem Mitglied der Bank of England, Sushil Wadhvani, für eine Anpassung der politischen Instrumente einer Zentralbank an die Vermögenspreise ausgesprochen (Cecchetti u.a. 2000: xix). Ben Bernanke verteidigte in einem viel zitierten Artikel die Politik, nicht auf Vermögenspreise zu reagieren (Bernanke/Gertler 2001: 256). Fünf Jahre später, im Jahr 2006, übernahm Bernanke den Vorsitz der Fed, wo er einige Jahre später nach dem Platzen der Immobilienpreisblase in den USA »aufräumen« musste.

Mit Ausnahme einiger *Contrarians* (Leerverkäufer, die auf fallende Preise setzten, und einiger Ökonom*innen, unter den Letzteren vor allem Karl Case und Robert Shiller (2003)) waren also weder Finanzakteure noch Unterneh-

menseliten und Zentralbankleitungen vor der großen Finanzkrise 2007/2008 über die steigenden Immobilienpreise und Börsenwertsteigerungen alarmiert (Remmel 2011: 205-206; Brunnermeier/Schnabel 2016: 496).

Nach dieser Krise wurden die Zentralbanken auf das Auftreten von Vermögenspreisblasen aufmerksam. Es entwickelte sich ein Konsens, dass die Zentralbanken Vermögenspreisblasen im Rahmen einer makroprudenziellen Politik mit Instrumenten wie Margen, Reserven und Kreditlimits begegnen müssen (Blinder u.a. 2017). In ihrem Bemühen, die Finanzmärkte zu stabilisieren und deflationäre Tendenzen zu vermeiden, versorgten die Fed und die EZB die Märkte jedoch massiv mit Liquidität. Es war kein Geheimnis, dass ein Großteil dieser Liquidität in verschiedene Anlageklassen geflossen ist. Während zwischen 2009 und 2019 der S&P 500, der Aktienindex, der die Wertentwicklung von 500 großen börsennotierten US-Unternehmen abbildet, um fast 400 Prozent und die US-Immobilienpreise um etwa 40 Prozent stiegen, stieg der Verbraucherpreisindex nur um 19 Prozent.¹²

Fazit: Die Haltung zur Inflation ist eine Klassenfrage

Es gibt keine großen Unterschiede in der Einstellung zu den beiden Varianten der Inflation in Deutschland und den USA, sie sind eher graduell. Die Vermögenspreisinflation wird kaum negativ wahrgenommen – am wenigsten von den Vermögenden. Was die Verbraucherinflation betrifft, sind die deutsche Öffentlichkeit und die wirtschaftspolitischen Kreise weniger tolerant, obwohl die negativen Erfahrungen mit der Inflation in den USA Ende der 1970er-Jahre ausgeprägter waren, das heißt in einer Zeit, die von der Generation, die die Politik und die öffentliche Meinung weiterhin beeinflusst, persönlich erlebt wurde. Der spezifische deutsche Nachkriegsdiskurs über die Wirtschaftskrise in der Zwischenkriegszeit mag einen langen Schatten werfen. Die Inflationsgegnerschaft scheint jedoch durch eine höhere Sparquote sowie eine höhere Neigung zum Sparen in verzinslichen Finanzprodukten, die real eher durch Inflation verlieren, verstärkt zu werden.

In ähnlicher Weise unterstützen die deutsche Bevölkerung, die Wirtschaft und die politischen Entscheidungsträger*innen weniger eine Politik, die der Vermögensinflation förderlich ist. Sowohl Eigenheim- als auch Aktienbesitz sind in den USA deutlich mehr verbreitet. Institutionelle Faktoren begrenzen die Vermögensinflation in Deutschland, vor allem das umlagefi-

12 Die Unterschiede zwischen den Preisbewegungen von Vermögenswerten und der »Realwirtschaft« lassen sich gut veranschaulichen durch: »Where Is Inflation Hiding? Look In Asset Prices«, <https://www.investing.com/> (16.4.2019).

nanzierte staatliche Rentensystem. Einerseits führt es zu deutlich geringeren Finanzströmen von Haushalten zu Pensionsfonds, die in Finanzprodukte investieren, andererseits senkt es die Neigung, Immobilien zu besitzen. Die Einstellung zur Inflation ist in den USA entspannter, da die Vermögensinflation für die meisten Haushalte, die bereits Vermögen besitzen, und ihre Nachkommen von Vorteil ist, wenngleich es innerhalb der US-Gesellschaft große Klassenunterschiede gibt.

Die politische Kultur ist nach wie vor ein wichtiger Faktor zur Erklärung der Unterschiede zwischen den beiden Ländern in Bezug auf die Inflationseinstellung. Er ist jedoch schwer zu messen und scheint auch durch institutionelle Faktoren verstärkt zu werden, die zu beträchtlichen Unterschieden im Vermögenseigentum führen. Diese Unterschiede müssen berücksichtigt werden, um Positionen in Bezug auf Inflationsbekämpfung zu erklären.

Auf der Grundlage der Unterscheidung zwischen Vermögens- und Verbraucherpreisinflation haben wir die Bedeutung der unterschiedlichen Verteilungseffekte von Vermögens- und Verbraucherpreisinflation in Abhängigkeit von der jeweiligen Klassenposition hervorgehoben. Dies macht die Erweiterung der Analyse von Klasseninteressen um das Kriterium des (Nicht-)Besitzes von Vermögenswerten zu einem unverzichtbaren Bestandteil der Erklärung divergierender (Anti-)Inflationspolitiken. Für das mehrdimensionale Verständnis von Klasse, wie es in diesem Papier vorgestellt wird, ist es jedoch nicht weniger wichtig, dass »Klasse an sich« nicht gleich »Klasse für sich« ist. Ideologische, kulturelle und individuelle Unterschiede beeinflussen die Interessenartikulationen, die sich aus der jeweiligen Klassenposition ergeben.

Nichtsdestoweniger unterstreicht die fortbestehende und schließlich zunehmende Ungleichheit die wesentliche Rolle der Zentralbanken und ihrer einseitigen Parteinahme innerhalb des Klassenkonflikts, der mit den unterschiedlichen Einstellungen und Reaktionen der politischen Entscheidungsträger und der Öffentlichkeit auf die Verbraucher- und Vermögensinflation zusammenhängt. Die Rolle der Zentralbank- beziehungsweise Geldpolitik ist wesentlich, weil sie im finanzierten Kapitalismus durch den Strom der Investitionen die Vermögenspreisinflation antreibt, wodurch bestehende Ungleichheiten verstärkt werden. Unsere Analyse zeigt, dass die Klassenzugehörigkeit für das Verständnis des Zentralbankwesens und der politischen Ökonomie im Allgemeinen von wesentlicher Bedeutung ist. Die Rückkopplung der Geld- und Fiskalpolitik mit dem gesellschaftlichen Kontext beziehungsweise der spezifischen politischen Ökonomie und Klassenstruktur macht einen »doppelten« Blick auf Klasse notwendig. Lohnabhängige Beschäftigung als Kriterium reicht nicht mehr aus. Im finanzierten Vermögenskapitalismus ist der Besitz von Vermögenswerten ausschlaggebend für Wirkung

von Ideologie und den Diskurs um Inflation. Klasse ist eine Frage von beidem: Eigentum an Vermögenswerten und an Produktionsmitteln.

Literatur

- Adam, Klaus / Tzamourani, Panagiota (2016): Distributional consequences of asset price inflation in the Euro. In: *European Economic Review* 89: 172-192. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.euroecorev.2016.07.005>.
- Adkins, Lisa / Cooper, Melinda / Konings, Martijn (2021): Class in the 21st century: Asset inflation and the new logic of inequality. In: *Environment and Planning A: Economy and Space* 53(3): 548-572. DOI: <https://doi.org/10.1177/0308518X19873673>.
- Aklin, Michaël / Arias, Eric / Gray, Julia (2022): Inflation concerns and mass preferences over exchange-rate policy. In: *Economics & Politics* 34(1): 5-40. DOI: <https://doi.org/10.1111/ecpo.12176>.
- ALLBUS (2018): Variabler Bericht. In: *GESIS Studien*, Nr. 5270 (v2.0.0).
- Arestis, Philip / Chortareas, Georgios (2006): Monetary policy in the euro area. In: *Journal of Post Keynesian Economics* 28(3): 371-394. DOI: <https://doi.org/10.2753/PKE0160-3477280301>.
- Barnes, Lucy / Hicks, Timothy (2018): Making Austerity Popular. In: *American Journal of Political Science* 62(2): 340-354. DOI: <https://doi.org/10.1111/ajps.12346>
- Beck, Stefan / Klobes, Frank / Scherrer, Christoph (Hg.) (2005) *Globalisierung überleben? Perspektiven für das deutsche Wirtschaftsmodell*. Berlin.
- Becker, Joachim / Četković, Predrag / Weissenbacher, Rudy (2016): Financialization, Dependent Export Industrialization, and Deindustrialization in Eastern Europe. In: Cozzi, Giovanni / Newman, Susan / Toporowski, Jan (Hg.): *Finance and Industrial Policy*. Oxford: 41-64. DOI: <https://doi.org/10.1093/acprof:oso/9780198744504.003.0004>.
- Bell, Michael E. / Kirschner, Charlotte (2009): A Reconnaissance of Alternative Measures of Effective Property Tax Rates. In: *Public Budgeting & Finance* 29(2): 111-136. DOI: <https://doi.org/10.1111/j.1540-5850.2009.00931.x>.
- Berlemann, Michael / Enkelmann, Sören (2013): Die »German Angst« – Inflationsaversion in Ost- und Westdeutschland. In: *ifo Dresden berichtet* 20(2): 3-9.
- Bernanke, Ben / Blanchard, Olivier (2023): What Caused the U.S. Pandemic-Era Inflation? NBER Working Paper 31417. National Bureau of Economic Research. Cambridge. DOI: <https://doi.org/10.3386/w31417>.
- Bernanke, Ben / Gertler, Mark (2001): Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? In: *The American Economic Review* 91(2): 253-257. DOI: <https://doi.org/10.1257/aer.91.2.253>.
- Blinder, Alan u.a. (2017): Necessity as the mother of invention: monetary policy after the crisis. In: *Economic Policy* 32(92): 707-755. DOI: <https://doi.org/10.1093/epolic/eix013>.
- Bluestone, Barry (1999): Wall Street contra Main Street. In: Lang, Sabine / Mayer, Margit / Scherrer, Christoph (Hg.) *Jobwunder USA*. Münster: 22-43.
- Boissay, Frederic u.a. (2022) Are major advanced economies on the margin of a wage-price spiral? In: *BIS Bulletin* 53(4. Mai). URL: <https://www.bis.org/>, Zugriff: 7.7.2024.
- Brunnermeier, Markus K. / Schnabel, Isabel (2016): Bubbles and Central Banks: Historical Perspectives. In: Bordo, Michael D. u.a. (Hg.) *Central Banks at a Crossroads: What Can We Learn from History?* Cambridge: 493-562.
- Case, Karl E. / Shiller, Robert J. (2003): Is There a Bubble in the Housing Market? In: *Brookings Papers on Economic Activity* 2/2003: 299-342. DOI: <https://doi.org/10.1353/eca.2004.0004>.
- Cecchetti, Stephen G. u.a. (2000): *Asset Prices and Central Bank Policy*. Geneva Reports on the World Economy, Bd. 2. CEPR.
- Chau, Vu u.a. (2024): Global Value Chains and Inflation Dynamics. IMF Working Papers: 62/2024. DOI: <https://doi.org/10.5089/9798400268847.001>.

- Dabrowski, Marek (2022) Central banks have been too slow in response to higher inflation. In: Bruegel (6.7.2022). URL: <https://www.bruegel.org/>, Zugriff: 7.7.2024.
- Domash, Alex / Summers, Lawrence H. (2022): How tight are U.S. labor markets? NBER Working Paper 29739. National Bureau of Economic Research. Cambridge. DOI: <https://doi.org/10.3386/w29739>.
- Dombret, Andreas (2015): Der deutsche Immobilienmarkt – ein Grund zur Sorge? Rede bei Haus & Grund Deutschland, 28.1.2015. Berlin.
- Ehrmann, Michael / Tzamourani, Panagiota (2012): Memories of high inflation. In: *European Journal of Political Economy* 28(2): 174-191. DOI: <https://doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2011.11.005>.
- Epstein, Gerald A. (Hg.) (2005): *Financialization and the world economy*. Cheltenham, U.K. Europäische Kommission (2009): Eurobarometer 2009, Bd. 72, Nr. 1, ZA Nr. 4975.
- (2021): Standard Eurobarometer 94. Winter 2020-2021 - Die öffentliche Meinung in der Europäischen Union. DOI: <https://doi.org/10.2775/841401>.
- Fischer, Stanley / Huizinga, John (1982): Inflation, Unemployment, and Public Opinion Polls. In: *Journal of Money, Credit and Banking* 14(1): 1-19. DOI: <https://doi.org/10.2307/1991488>.
- Friedman, Milton (1976): *Die optimale Geldmenge und andere Essays*. München.
- Greenspan, Alan (1999): Aussage des Vorsitzenden Alan Greenspan vor dem Ausschuss für Banken und Finanzdienstleistungen, US-Repräsentantenhaus (22.7.1999).
- Haffert, Lukas u.a. (2021): Misremembering Weimar: Hyperinflation, the Great Depression, and German collective economic memory. In: *Economics and Politics* 33(3): 664-686. DOI: <https://doi.org/10.1111/ecpo.12182>.
- Heine, Michael / Herr, Hansjörg (2023): *Inflation. Lehren für heute aus Krisen von gestern*. Marburg.
- Herr, Hansjörg (2009): The labour market in a Keynesian economic regime: theoretical debate and empirical findings. In: *Cambridge Journal of Economics* 33(5): 949-965. DOI: <https://doi.org/10.1093/cje/ben044>.
- Herwartz, Helmut / Xu, Fang (2020): Low Mortgage Rates and Securitization: A Distinct Perspective on the US Housing Boom. In: *The Scandinavian Journal of Economics* 122(1): 164-190. DOI: <https://doi.org/10.1111/sjoe.12320>.
- Holden, Sarah / Bass, Steven / Copeland, Craig (2022): 401(k) Plan Asset Allocation, Account Balances, and Loan Activity in 2020. ICI Research Perspective. DOI: <https://doi.org/10.2139/ssrn.4152938>.
- Howarth, David / Rommerskirchen, Charlotte (2013): A Panacea for all Times? The German Stability Culture as Strategic Political Resource. In: *West European Politics* 36(4): 750-770. DOI: <https://doi.org/10.1080/01402382.2013.783355>.
- Jayadev, Arjun u.a. (2018): The Political Economy of Financialization in the United States, Europe and India. In: *Development and Change* 49(2): 353-374. DOI: <https://doi.org/10.1111/dech.12382>.
- Kaltenbrunner, Annina / Painceira, Juan Pablo (2018): Subordinated Financial Integration and Financialisation in Emerging Capitalist Economies: The Brazilian Experience. In: *New Political Economy* 23(3): 290-313. DOI: <https://doi.org/10.1080/13563467.2017.1349089>.
- Kish, R. J. (2022): The Dominance of the U.S. 30-Year Fixed Rate Residential Mortgage. *Journal of Real Estate Practice and Education* 24(1): 1-16. DOI: <https://doi.org/10.1080/15214842.2020.1757357>.
- Kolinsky, Eva (1991): *Socio-Economic Change and Political Culture in West Germany*. In: Gaffney, John / Kolinsky, Eva (Hg.): *Political culture in France and Germany. A contemporary perspective*. Oxfordshire/New York.
- Krugman, Paul (2022): The Coming Rage of the Money Hawks. In: *New York Times* (27.5.2022). URL: <https://www.nytimes.com/>, Zugriff: 7.7.2024.

- Lehrer, Mark / Celso, Sokol (2016): German family capitalism in the 21st century: patient capital between bifurcation and symbiosis. In: *Socio-Economic Review* 14(4): 729-750. DOI: <https://doi.org/10.1093/ser/mww023>.
- Lubik, Thomas A. / Schorfheide, Frank (2004): Testing for Indeterminacy: An Application to U.S. Monetary Policy. In: *American Economic Review* 94(1): 190-217. DOI: <https://doi.org/10.1257/000282804322970760>.
- MEW – Marx, Karl / Engels, Friedrich: Marx-Engels-Werke. Berlin 1956ff.
- Minsky, Hyman P. (2008): John Maynard Keynes. New York/London.
- (2011): Instabilität und Kapitalismus. Zürich.
- Rommel, Nils (2011): Zwischen Selbstregulierung, Staat und Markt Eine systemische Perspektive auf Governance Strukturen des Finanzsektors im Lichte der Finanzkrise 2007-2009. In: *Die Internationale Politische Ökonomie der Weltfinanzkrise*. Wiesbaden: 199-226. DOI: https://doi.org/10.1007/978-3-531-92083-2_11.
- Saad, Lydia (2022): Inflation Dominates Americans' Economic Concerns in March. In: *GALLUP* (29.3.2022). URL: <https://news.gallup.com/>, Zugriff: 7.7.2024.
- Sablowski, Thomas (2003): Bilanz(en) des Wertpapierkapitalismus. In: *PROKLA* 131 33(2): 210-234. DOI: <https://doi.org/10.32387/prokla.v33i131.666>.
- Schnabel, Isabel (2022): United in diversity – Challenges for monetary policy in a currency union, 14.6.2022. URL: <https://www.ecb.europa.eu/>, Zugriff: 7.7.2024.
- Schnabl, Gunther (2015): Die gefährliche Missachtung der Vermögenspreisinflation: Zur Wirkungslosigkeit von Inflationszielen als geldpolitische Regelmechanismen. In: *Leviathan* 43(2): 246-269. DOI: <https://doi.org/10.5771/0340-0425-2015-2-246>.
- Schwartz, Herman M. (2009): Housing, Global Finance, and American Hegemony: Building Conservative Politics One Brick at a Time. In: Schwartz, Herman M. / Seabrooke, Leonard (Hg.): *The politics of housing booms and busts*. Basingstoke/New York: 28-51. DOI: https://doi.org/10.1057/9780230280441_2.
- Smialek, Jeanna (2022): The Fed Raises Interest Rates by 0.75 Percentage Points to Tackle Inflation. In: *New York Times* (15.6.2022). URL: <https://www.nytimes.com/>, Zugriff: 7.7.2024.
- Statistisches Bundesamt (2021): *Datenreport 2021. Ein Sozialbericht für die Bundesrepublik Deutschland*. Bonn.
- Storm, Servaas (2024): Tilting at Windmills: Bernanke and Blanchard's Obsession with the Wage-Price Spiral. In: *Institute for New Economic Thinking* (7.7.2024). DOI: <https://doi.org/10.36687/inetwp220>.
- Summer, Lawrence H. (2021): The Biden stimulus is admirably ambitious. But it brings some big risks, too. In: *Washington Post* (4.2.2021). URL: <https://www.washingtonpost.com/>, Zugriff: 7.7.2024.
- Taylor, Lance / Barbosa-Filho, Nelson H. (2021): Inflation? It's Import Prices and the Labor Share! In: *International Journal of Political Economy* 50(2): 116-142. DOI: <https://doi.org/10.1080/08911916.2021.1920242>.
- Tooze, Adam (2022): Why inflation and the cost-of-living crisis won't take us back to the 1970s. URL: <https://www.newstatesman.com/>, Zugriff: 7.7.2024.
- van der Zwan, Natascha (2020): Modelos de financiarización de las pensiones en cuatro estados de bienestar europeos. In: *Revista Internacional de Sociología* 78(4): e175. DOI: <https://doi.org/10.3989/ris.2020.78.4.m20.007>.
- Weber, Isabella M. / Wasner, Evan (2023): Sellers' inflation, profits and conflict: why can large firms hike prices in an emergency? In: *Review of Keynesian Economics* 11(2): 183-213. DOI: <https://doi.org/10.4337/roke.2023.02.05>.
- Weidmann, Jens (2021): Geldpolitik und die Rolle der Notenbanken – ein Ausblick. Rede vor dem Freundeskreis der Ludwig-Erhard-Stiftung (7.7.2024). URL: <https://www.bundesbank.de/>, Zugriff: 7.7.2024.

Zeit für Themen



Heft 3/2024
104 Seiten, Fadenheftung
Print 14 € | E-Journal 9 €

Den Mittelweg 36 kennenlernen und regelmäßig lesen:

- Mini-Abo (3 fortlaufende Ausgaben) 28 € (Print) | 21 € (Digital)
- Nachwuchs-Abo (6 fortlaufende Ausgaben) 45 € (Print) | 35 € (Digital)
- Jahres-Abo (6 fortlaufende Ausgaben) 60 € (Print) | 45 € (Digital)



www.mittelweg36.de

Mittelweg 36

Zeitschrift des Hamburger
Instituts für Sozialforschung