

Zur Nullzinspolitik der Europäischen Zentralbank – lag Gesell daneben?

Gesells „Urzins“. Ein theoretischer Irrtum?

Die Marktwirtschaft arbeitet grundsätzlich zugunsten der knappen Produktionsfaktoren. Nicht das Kapital, sondern die Faktoren Boden und Arbeit sind dabei grundsätzlich begrenzt (was schon in der Zweifaktoren-Lehre der Physiokraten zum Ausdruck kam). Sieht man vom Boden ab, wirkt damit die Marktwirtschaft langfristig zugunsten des Faktors Arbeit: Im Zuge wirtschaftlicher Prosperität wird Kapital akkumuliert; in der Folge sinkt die relative Knappheit des Faktors Kapital und die relative Knappheit des Faktors Arbeit nimmt zu. Aufgrund der Verschiebung der Knappheiten ist ein Absinken der Kapitalrenditen und eine Erhöhung der Arbeitnehmerinkommen zu erwarten. Dies war sowohl die Sicht von Silvio Gesell¹, Zinskritiker und Begründer der Freiwirtschaftslehre, sowie des großen britischen Ökonomen John M. Keynes², dessen Analyse starke Parallelen zu Gesell aufweist.

Tatsächlich waren die Zinssätze in der Eurozone schon seit vielen Jahren, ja Jahrzehnten tendenziell im Sinkflug begriffen. Dennoch lagen sie zu Beginn der letzten Dekade noch deutlich über Null. Nach Gesell wie Keynes findet die Kapitalakkumulation aber dann ein Ende, wenn die Kapitalrenditen (Keynes: „Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals“) eine bestimmte Mindestforderung der Geldbesitzer, die eben deutlich über Null liegt, nicht mehr decken können. Dann, so Gesell, „streikt“ das Geld.

Dieser Mindestzinssatz ist nach Gesell zu beobachten, seitdem es die Geldwirtschaft gibt. Gesell sprach hier vom „Urzins“. Keynes sah dies ähnlich, wenngleich er die Mindesthöhe des Zinssatzes in einem Bereich von zwei bis zweieinhalb Prozent und damit geringer als Gesell einschätzte, der sie auf vier bis fünf Prozent taxierte.³ Bei ihren Analysen hatten im Übrigen sowohl Gesell wie Keynes nur den knappheitsbezogenen Basiszinssatz im Visier; die im Zins enthaltene Risikoprämie wurde – entgegen der Behauptung oberflächlicher Kritiker – hingegen nicht infrage gestellt. Diese ist für eine effiziente Kapitalallokation unabdingbar; sie stellt eine „Selbstversicherungsprämie“ der Kapitalgeber und damit auch ein gerechtfertigtes Leistungseinkommen dar.⁴

Gesell markierte an der so verstandenen Mindestrendite auch den Unterschied zwischen Marktwirtschaft und Kapitalismus. Marktwirtschaft und Kapitalismus sind zwar historisch gemeinsam gewachsen, als Idealtypen jedoch scharf zu trennen. Gesell verstand Kapitalismus als ein System institutionalisierter Verknappung.⁵ Ähnlich Keynes: Er hielt es für potenziell machbar, innerhalb einer Generation das Kapital soweit zu vermehren, bis die „Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals“ bis gegen Null heruntergedrückt ist.⁶ Weil ein höheres Angebot an Kapitalgütern zugleich auch eine höhere Nachfrage nach Arbeit bedeutet, würde dann Gesell zufolge dem Faktor Arbeit als dem am Ende einzig knappem Produktionsfaktor der „gemeinsame volle Arbeitsertrag“ zufallen – wenn man vom Faktor Boden abstrahiert.⁷

¹ S. Gesell (1949): Die Natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld, 9. Aufl., Lauf bei Nürnberg.

² J. M. Keynes (1983): Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, 6. Aufl., Übersetzung des von F. Waeger des Originals von 1936), Berlin, S. 317.

³ J. M. Keynes, Fn. 2, S. 183; S. Gesell, Fn.1, S. 356-359.

⁴ S. Gesell, Fn. 1, S. 353.

⁵ S. Gesell, Fn. 1, S. 201, Anm. 1.

⁶ J. M. Keynes, Fn. 2, S. 185.

⁷ Für eine Relativierung, z.B. durch das Henry George-Theorem, fehlt vorliegend der Raum.

Tatsächlich verhindert jedoch der positive Mindestzinssatz die Vermehrung des Kapitals bis hin zum „sanften Tod des Rentiers“ (Keynes).⁸ Wird das Angebot an Kapital nämlich so stark ausgeweitet, dass die Grenzleistungsfähigkeit den Mindestzins nicht mehr erwirtschaften kann, unterbleiben weitere Investitionen. Durch den dann einsetzenden „Streik“ des Geldes wird die Knappheit des Kapitals perpetuiert. Gesell wollte über eine „Geldumlaufsicherungsgebühr“ künstliche Durchhaltekosten erzeugen, um dem Geld seine Streikfähigkeit zu nehmen und es auch bei Unterschreiten des Mindestzinssatzes in den Umlauf zu zwingen; auf diese Weise wollte er ebenfalls die Geldumlaufgeschwindigkeit stabilisieren.

Nun drückte die Europäische Zentralbank (EZB) in der letzten Dekade den Geldmarktzinssatz bis unterhalb der Nullmarke, was auch auf den Kapitalmarkt durchschlug. Hier stellen sich Fragen: Wie ist es möglich, dass der sowohl von Gesell wie von Keynes behauptete Mindestzinssatz unterschritten wurde? Waren die von ihnen behaupteten positiven Wirkungen auf Kapitalbildung, Arbeitsmarkt und Arbeitsentgelten während der Niedrigzinsphase zu beobachten? Konnte die Geldumlaufgeschwindigkeit stabilisiert werden? Sofern dies nicht der Fall war: Was sind die Gründe?

Warum ein positiver Mindestzins?

In seinem Hauptwerk, der „Natürlichen Wirtschaftsordnung“, setzte Gesell sich schon mit den neoklassischen Erklärungen des Zinses (namentlich durch von Böhm-Bawerk) auseinander.⁹ Hiernach „muss Zins sein“ – aufgrund der positiven Zeitpräferenz der Menschen; denn ohne Zins keine Ersparnisse. Gesell kritisierte hieran u.a., dass der Mensch in seiner modernen Ausprägung schon in Zeiten lebte, in denen Geld noch gar nicht existent war. Dennoch haben die damaligen Menschen nicht ihre gesamten Vorräte verprasst und sind dann im Winter verhungert – dies bezeugt allein die Existenz ihrer Nachfahren. Es gibt also offenbar unabhängig vom Zins ein starkes Vorsorgemotiv für das Sparen, das der Neigung zum sofortigen Konsum aufgrund der Zeitpräferenz entgegensteht.

Gesell, der zu Unrecht in Vergessenheit geratene N.A.L.J. Johannsen (der viele Aspekte der Keyneschen Theorie vorwegnahm und ähnliche Ideen wie Gesell verfolgte)¹⁰, der französische Sozialist P.-J. Proudhon, mit dem sich Gesell eingehend auseinandersetzte¹¹, hatten wie auch Keynes eine ganz andere Zinserklärung: Die Ursache des Zinses liegt bei Gesell in einer Überlegenheit des Geldes über die Ware und Arbeit im Tausch. Die Aneignung von „Mehrwert“ findet daher im Austausch statt, und nicht in der Produktion oder gar durch „Prellerei“, wie Marx meinte (der – wie auch die Neoklassiker – Geld und Ware als „Äquivalente“ ansah).

Gesell führte die Überlegenheit des Geldes darauf zurück, dass dieses (damals) entweder Gold oder doch dem Gold „nachgeäfft“ sei. Es sei unvergänglich, wohingegen die Waren aufgrund von Rost, Moten, Modewechseln etc. im Laufe der Zeit an Wert verlieren. Im Tauschprozess vermittele dies eine entsprechend starke Verhandlungsposition.

Keynes erklärte das Phänomen ein wenig anders: Dem Geld hafte die höchste Differenz zwischen „Liquiditätsprämie“ und „Durchhaltekosten“ von allen Gütern an.¹² Die hohe Liquiditätsprämie besteht

⁸ J. M. Keynes, Fn. 2, S. 317.

⁹ S. Gesell, Fn. 1, u.a. S. 337.

¹⁰ N.A.L.J. Johannsen (1913): Die Steuer der Zukunft, 2. Teil: Depressionen, Berlin.

¹¹ S. Gesell, Fn. 1, u.a. S. 33 und 127.

¹² J. M. Keynes, Fn. 2, S. 198.

nach Keynes wegen der geringen Produktions- und Substitutionselastizität des Geldes, die eine hohe Exklusivität bedingt. Der hohe Unterschied zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten beim Geld ist denn auch für Keynes der Hauptgrund dafür, dass die Knappheit an Kapital bislang nicht beseitigt werden konnte: „Daß (sic!) die Welt nach verschiedenen Jahrtausenden beständigen Sparens der Einzelnen so arm an angehäuften Kapitalwerten ist, ist nach meiner Ansicht weder durch die unvorsorglichen Neigungen der Menschheit, sogar nicht einmal durch die Zerstörungen von Kriegen, sondern durch die hohen Liquiditätsprämien zu erklären, die ... an dem Besitz von Geld hängen.“¹³

Vor dem Hintergrund der wirtschaftstheoretischen Erkenntnisse der letzten Jahrzehnte ließe sich die Liquiditätsprämie analytisch allerdings noch besser im Rahmen des sog. Realloptionsansatzes fassen:¹⁴ Geld ist DIE ultimative Call-Option. Der Inhaber des Geldes kann kaufen, muss es aber nicht. Er kann auch warten. Die Option Geld ist universell – anders als der Inhaber einer herkömmlichen Option hat der Inhaber des Geldes potenziellen Zugriff auf sämtliche Güter und Dienstleistungen. Dieter Suhr und Hugo Godschalk sprechen daher in Analogie zu einem Kartenspiel vom „Jokervorteil“ des Geldes.¹⁵ Dieses „Warten können“ mit einem „Joker“ in der Hand hat aber einen Wert. Gibt man den Joker aus der Hand, dann nur gegen eine Kompensation für den aufgegebenen Vorteil. Der mögliche Einwand, dass die Marktteilnehmer ja die betreffenden Theorien nicht kennen, sticht nicht: Die Marktfrau muss nicht VWL studiert haben, um sich nach den Gesetzen von Angebot und Nachfrage zu verhalten.

Die Überlegenheit des Geldes wird zwar durch Inflation und Geldaufbewahrungskosten geschmälert, die sich bei Keynes als „Durchhaltekosten“ analytisch fassen lassen (im Rahmen des Realloptionsansatzes würde man von einer „Dividende“ sprechen). Inflation als Mittel zur Brechung der Überlegenheit des Geldes kam für Gesell aber nicht infrage – im Gegensatz zu manchem Anhänger von Keynes (so Helmut Schmidt, getreu der sog. Phillips-Kurve: „Lieber fünf Prozent Inflation als fünf Prozent Arbeitslosigkeit“). Inflation stellt die Wertmesserfunktion des Geldes infrage – zudem drohen Fehlallokationen und intransparente Umverteilungswirkungen. Gesell strebte daher Preisstabilität an, und trachtete danach, die Überlegenheit des Geldes durch „künstliche Durchhaltekosten“ in Gestalt einer „Geldhaltungsgebühr“ zu beseitigen. Diese dürfen aber nur so hoch sein wie der „Urzins“ bzw. die „Liquiditätsprämie“ bei Keynes.

„Druckbetankung“ der Geldmärkte durch die EZB

Dass die Zinssätze unter das von Keynes und Gesell markierte Mindestniveau fallen konnten, ist v.a. auf die jahrelange „Druckbetankung“ durch die EZB zurückzuführen. Nicht lange nach dem berühmten „whatever it takes“ von EZB-Chef Mario Draghi wurden die Geldschleusen geöffnet.

Seit 2014 wurde der Einlagenzinssatz für Banken bei der EZB unter Null festgesetzt. 2019 erreichte er mit minus 0,5 Prozent seinen tiefsten Wert. Banken, die ihre überschüssige Liquidität aus Kundeneinlagen bei der EZB parkten, mussten draufzahlen. Die Belastung gaben sie an die Kunden zunächst nur bei den größeren Guthaben weiter, später auch bei kleineren. Der Leitzins, zudem sich Banken bei der Zentralbank Geld leihen konnten, lag bei Null. Seit 2012 kaufte die Zentralbank zudem vermehrt Staats- und Unternehmensanleihen auf; während der Corona-Pandemie wurden die Käufe sogar ausgeweitet. Erst 2022 wurden Einlagen- und Refinanzierungssatz der EZB wieder in den positiven Bereich gebracht.

¹³ J. M. Keynes, Fn. 2, S. 202.

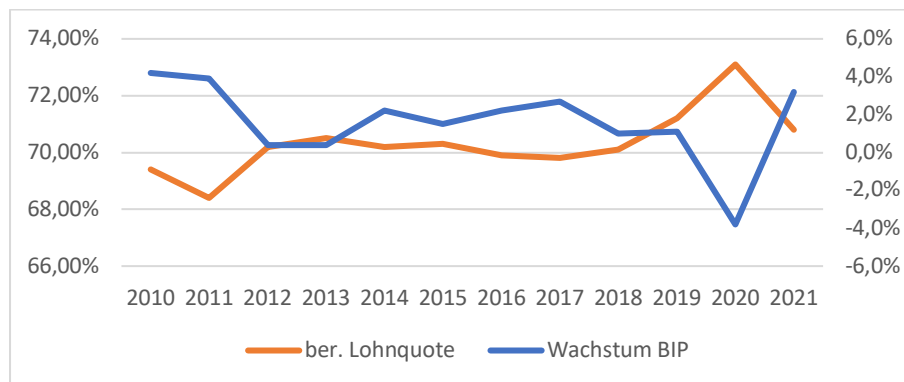
¹⁴ Z.B. M. Kisser (2013): The Real Option Value of Cash. Review of Finance 17 (5), S. 1649-1697.

¹⁵ D. Suhr, H. Godschalk (1986): Optimale Liquidität. Fritz Knapp Verlag, Frankfurt am Main.

Bei ihrer „Nullzinspolitik“ ging es der EZB v.a. darum, Bankkredite wieder für die Realwirtschaft verfügbar zu machen und ein Auseinanderbrechen des Euro infolge der sehr unterschiedlichen realwirtschaftlichen Entwicklung der süd- und nordeuropäischen Länder sowie schon die Spekulation hierauf zu verhindern. Die letztgenannten Ziele konnten erreicht werden. Aus deutscher Perspektive war die Geldpolitik der EZB auch mit Blick auf die Wachstumsraten der Wirtschaft zwischen 2014 und 2019 teilweise erfolgreich. Allerdings nur teilweise, denn die niedrigen Zinssätze hatten bei Weitem nicht die positiven Auswirkungen, die sich manch ein Zinskritiker ausgemalt hatte.

Folgt man der Logik Gesells, hätten eigentlich die Arbeitnehmer die klaren Profiteure der Niedrigzinspolitik sein müssen. Tatsächlich erhöhte sich zwischen 2011 und 2022 die Anzahl der abhängig Beschäftigten um ca. 12 Prozent.¹⁶ Auch die bereinigte Lohnquote (also der Anteil der Löhne am Volkseinkommen, bereinigt um den Beschäftigungszuwachs) stieg, wenngleich mäßig (Abb. 1). Davon, dass der „gemeinsame volle Arbeitsertrag“ den Arbeitseinkommen zuwuchs, konnte aber keine Rede sein. In 2020 erreichte die bereinigte Lohnquote nur deswegen ihr Maximum, weil die zumeist residual bestimmten Unternehmens- und Vermögenseinkommen in diesem Corona-Krisenjahr einknickten und die Arbeitnehmer mit ihren festen Kontrakteinkommen relativ entsprechend hinzugewannen.

Abbildung 1: Veränderung des BIP und Entwicklung der bereinigten Lohnquote¹⁷



Dass der Anteil der Arbeitnehmereinkommen auch während der Niedrigzinsphase nicht wesentlich über das langjährig übliche Niveau von ca. 70 Prozent hinauswuchs, hatte letztlich mehrere Gründe:

- a) Es wurde gar keine Nullzinspolitik i.S. Gesells verwirklicht. Zwar hatten sich Mitglieder des EZB Executive Board ebenso mit Gesell beschäftigt¹⁸ wie namhafte Vertreter der Akademia.¹⁹ Dennoch kann nicht die Rede davon sein, dass die EZB der Theorie von Gesell gefolgt wäre. Infolge der Politik der EZB fiel zwar der Zins am kurzen Ende der Laufzeitskala deutlich unter die Nullmarke und

¹⁶ Statista (2023a): Arbeitnehmer und Selbstständige mit Wohnort in Deutschland. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/979999/umfrage/anzahl-der-erwerbstaetigen-mit-arbeitsort-in-deutschland/#:~:text=Im%20Jahr%202022%20gab%20es,3%2C91%20Millionen%20Personen%20Selbstst%C3%A4ndige.>

¹⁷ BMF (2022): Kennzahlen zur gesamtwirtschaftlichen Entwicklung. <https://www.bundesfinanzministerium.de/Monatsberichte/2022/01/Inhalte/Kapitel-6-Statistiken/6-4-04-einkommensverteilung.html>; Statista (2023b): Bruttoinlandsprodukt (BIP) in Deutschland bis 2022. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/1251/umfrage/entwicklung-des-bruttoinlandsprodukts-seit-dem-jahr-1991/>; eigene Berechnungen.

¹⁸ Benoît Cœuré (2014): Life below zero: Learning about negative interest rates (Presentation at the annual dinner of the ECB's Money Market Contact Group, Frankfurt am Main, 9. September). Online: <http://bit.ly/1qQhsnM>.

¹⁹ Z.B. G. Mankiw (2009): It may be time for the fed to go negative. New York Times, 19. 4.; W. Buiter (2005): Overcoming the Zero Bound: Gesell vs. Eisler - Discussion of Mitsuhiro Fukao's 'The Effects of Gesell (Currency) Taxes in Promoting Japan's Economic Recovery' (International Economics and Economic Policy, Vol. 2, Nr. 2–3, S. 189–200.

bewegte sich zeitweise sogar bei zehnjährigen Bundesanleihen unter Null²⁰; bei den sehr langfristigen Anlagen (z.B. 30 jährige Bundesanleihen) war dies jedoch nicht der Fall. Wenn Gesell aber von einem landesüblichen Zinsfuß von Null sprach, war eben das lange Ende der Laufzeiten gemeint. Unterstellt man eine normale Zinsstrukturkurve, so hätte eine Politik im Sinne Gesells einen negativen Leit- und Einlagenzinssatz der EZB in Höhe der Keyneschen Liquiditätsprämie vorausgesetzt.

- b) Das „Ricardo-Phänomen“. Der große britische Ökonom David Ricardo (1772-1823) prognostizierte, dass der große Nutznießer der wirtschaftlichen Entwicklung auf lange Sicht weder der Produktionsfaktor Kapital noch der Produktionsfaktor Arbeit sein wird, sondern der kaum reproduzierbare Produktionsfaktor Boden.²¹ Ricardo hatte zwar eine agrarisch geprägte Wirtschaft vor Augen, doch können seine Prognosen durchaus auf eine moderne, von Industrie und Dienstleistungen geprägte Volkswirtschaft übertragen werden. Die Nullzinspolitik der EZB beschleunigte lediglich einen sich schon länger vollziehenden Trend sinkender Zinssätze. In der Folge verlor der Faktor Kapital immer mehr, wohingegen der Faktor Arbeit nur moderat hinzugewann. Der große Profiteur war der dritte Produktionsfaktor; die Bodenerträge überstiegen zeitweise die Kapitalerträge deutlich. Verwunderlich ist allein, dass dies in der ökonomischen Literatur keine stärkere Diskussion ausgelöst hat: Volkswirtschaftlich gesehen sind die Entgelte für Kapital und Arbeit Kostengrößen, die Bodenerträge sind hingegen ein Residualeinkommen. Steigen die Einkommen und sinken zugleich die Kapitaleinkünfte, während die Löhne nur mäßig steigen, muss der Gewinner eben der Produktionsfaktor Boden sein. Ähnlich wie Boden profitieren allerdings auch eigentlich dem Faktor Kapital zuzuschlagende Vermögenswerte, die aufgrund ihrer rechtlichen Ausgestaltung aber ähnliche Eigenschaften wie der Boden haben (z.B. Patente). Eine ausführliche Darstellung der Vorgänge findet sich bei Löhr et al. (2021).²²
- c) Darüber hinaus wird die Mindestrendite einer Volkswirtschaft nicht allein durch Geld bestimmt. Keynes betonte, dass in dem Maße, wie es gelingt, die Liquiditätsprämie des Geldes durch Durchhaltekosten zu neutralisieren, andere Vermögenswerte mit einer hohen Differenz zwischen der Liquiditätsprämie und den Durchhaltekosten in dessen Fußstapfen treten und dann den Mindestrenditestandard für die Volkswirtschaft setzen. Die Knappheit des Kapitals, und damit auch eine Obergrenze für die Beschäftigung und die Lohnquote wird so aufrechterhalten.²³

Nachfolgend wird der letzte Punkt eingehender beleuchtet.

Landesüblicher Zinssatz: Untergrenze für die Mindestrendite von Investitionen?

Draghi hoffte, dass das Geld, das die EZB in die Wirtschaft pumpte, über die Kreditaufnahme der Unternehmen am Ende auch bei den Konsumenten landet.²⁴ Tatsächlich war die Kreditaufnahme der

²⁰ Statista (2023c): Entwicklung des Kapitalmarktzinses in Deutschland in den Jahren 1975 bis 2022. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/201419/umfrage/entwicklung-des-kapitalmarktzinssatzes-in-deutschland/>

²¹ D. Ricardo (1821): On the Principles of Political Economy and Taxation, 3. Aufl. (von 1817), Kitchener.

²² D. Löhr, N. Olah, T. Huth (2021): Boden, der vergessene Produktionsfaktor. Wirtschaftsdienst 101 (3), S. 221-226.

²³ J. M. Keynes, Fn. 2, S. 186.

²⁴ SRF (2015): Draghi öffnet die Geldschleusen der EZB. Tagesschau vom 22.01. Online: [https://www.srf.ch/news/international/international-draghi-oeffnet-die-geldschleusen-der-ezb#:~:text=Die%20Europ%C3%A4ische%20Zentralbank%20\(EZB\)%20bl%C3%A4st,Staatsanleihen%20wirklich%20zum%20Erfolg%20f%C3%BChren.](https://www.srf.ch/news/international/international-draghi-oeffnet-die-geldschleusen-der-ezb#:~:text=Die%20Europ%C3%A4ische%20Zentralbank%20(EZB)%20bl%C3%A4st,Staatsanleihen%20wirklich%20zum%20Erfolg%20f%C3%BChren.)

Unternehmen – und mit dieser auch die Investitionstätigkeit – auch und gerade in den Niedrigzinsjahren aber eher zurückhaltend, wie Abb. 2 und 3 illustrieren.

Abbildung 2: Fremdkapitalaufnahme der mittelständischen deutschen Unternehmen (in Mrd. Euro)²⁵

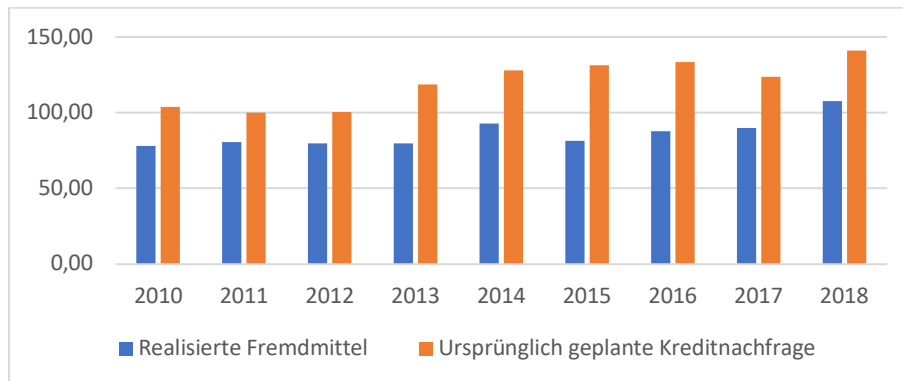
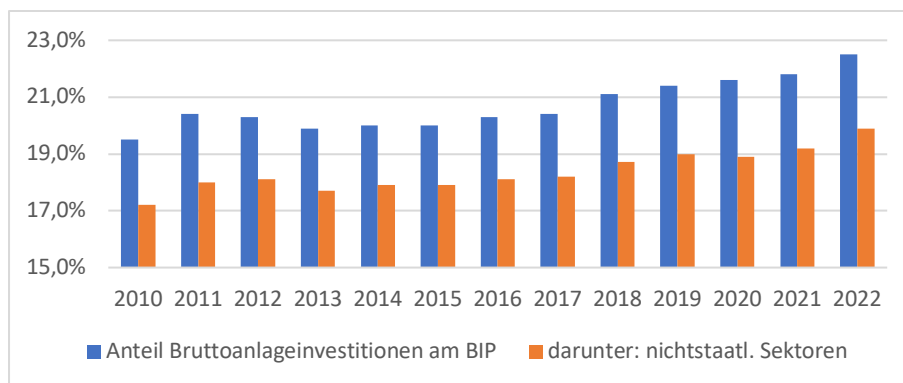


Abbildung 3: Anteil der Bruttoinvestitionen am BIP, Deutschland²⁶



Damit landete ein erheblicher Teil des von der EZB in den Umlauf gegebenen Geldes auch nicht im Realsektor (s. unten mehr). Es erscheint unstimmig: Obwohl mit dem landesüblichen Zinssatz die Investitionshürde für Investitionen durch die Politik der EZB erheblich abgesenkt wurde, blieb der Erfolg offenbar überschaubar.

Hier kommt der Verweis von Keynes darauf ins Spiel, dass die Hürde einer Mindestrendite von deutlich über Null nicht nur durch das Geld, sondern allgemein durch den Vermögenswert mit der höchsten Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten gesetzt wird. Zwar ist dies im Normalfall das Geld. Die „Druckbetankung“ der Geldmärkte durch die EZB dürfte jedoch zu einem Anstieg der Durchhaltekosten geführt haben. Dies gilt unabhängig davon, dass die Inflationsraten in den hier interessierenden Jahren gering ausfielen. Erhellend ist hier wieder der Realoptionsansatz: Übersetzt man die Durchhaltekosten mit „Dividenden“, so ist hierunter all das zu fassen, was den „Monopolcharakter des Geldes“ (Gesell) abschwächt: Neben der Ausgabe privaten Geldes (z.B. Miles and More der Lufthansa, Regionalgelder etc.) zählt hierzu auch einfach eine Erhöhung der Menge des „offiziellen“ Geldes. Wird die Anzahl der Ansprüche auf die gegebenen Güter, Dienstleistungen und Vermögenswerte erhöht, entwertet man aber real jeden einzelnen schon bestehenden Anspruch.

²⁵ Statista (2023d): Realisiertes Finanzierungsvolumen und ursprünglich geplante Kreditnachfrage von mittelständischen Unternehmen in Deutschland von 2006 bis 2018. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/193135/umfrage/kreditbedarf-und-finanzierungsvolumen-mittelstaendischer-unternehmen/>

²⁶ Destatis (2023a): VGR Monitor Deutschland. <https://service.destatis.de/DE/vgr-monitor-deutschland/investitionen.html>

Keynes zufolge hat auch der Boden eine sehr hohe Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten inne.²⁷ Boden ist ebenfalls eine exklusive Realloption. Zwar ist Boden weniger universell als das Geld, sichert aber die Möglichkeit einer i.d.R. wesentlich kapitalintensiveren Folgeinvestition (Bebauung) auf einem bestimmten Standort. Und diese Folgeinvestitionen (Immobilien) sind eben die bedeutsamsten Vermögenswerte in der Volkswirtschaft. Zudem kann Boden genauso wenig wie funktionierendes, knapp gehaltenes Geld beliebig reproduziert werden. Der Inhaber der Option Boden kann (wie beim Geld) auch von der Folgeinvestition absehen, wenn die Umstände nicht passend sind – ohne dass er große Wertrisiken eingeht (tendenziell steigt auch der Wert des unbebauten Bodens). Wie beim Geld hat die Möglichkeit des „Warten Könnens“ einen eigenständigen Wert. Bei der Bebauung eines Grundstücks geht dieser Wert zwar vorübergehend verloren, lebt aber Wert umso stärker auf, je näher der Tag der Freilegung rückt. Der Inhaber der Realloption Boden wird sich wie der Inhaber des Geldes nur dann von dem Vermögenswert trennen, wenn er entsprechend entschädigt wird. Über den inneren Wert der Option (beim Geld: Nennwert, beim Boden: Ertragswert) wird in beiden Fällen bei Veräußerung also ein Aufpreis bezahlt – dieser entspricht der Keynesschen Liquiditätsprämie.

Wird die Liquiditätsprämie des Geldes mittels der Druckbetankung der EZB entwertet, setzt eben die Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten des Bodens den Renditestandard für die Volkswirtschaft. Die Ursache hierfür sind die bei Keynes beschriebenen Arbitragevorgänge.²⁸

Der durch den Boden gesetzte Renditestandard ist zwar geringer als bei einem „normal funktionierenden“ Geld, aber immer noch hoch genug, um die von Gesell und Keynes erhoffte Kapitalvermehrung zu verhindern. Ähnlich wie beim Boden verhält es sich auch bei einer Reihe weiterer „kritischer“ Vermögensgegenstände, die dem Boden bezüglich ihrer Eigenschaften ähneln. Von großer Relevanz sind hier Patente, die aufgrund ihrer wirtschaftlichen und rechtlichen Eigenschaften (Exklusivität, temporäres Monopol etc.) als „virtueller Boden“ interpretiert werden können.

Boden, Patente und weitere, dem Wettbewerb entzogene „kritische Vermögensgegenstände“ im Eigentum von Unternehmen werden durch deren Eigenkapital abgebildet, wie der Autor in früheren Arbeiten dargelegt hat („Spiegelbildhypothese“).²⁹ Beispielsweise werden auf den Boden keine Abschreibungen vorgenommen, aus dem ein Darlehen getilgt werden könnte. Eine solide betriebswirtschaftliche Finanzierung des Bodenanteils an einer Immobilie findet auch deswegen durch Eigenmittel statt. Nicht zufällig entspricht häufig der Eigenfinanzierungsanteil dem Bodenwertanteil an einer Immobilieninvestition (oft um die 30 Prozent). Ebenso wenig wird man eine Erfindung über eine Darlehensaufnahme zur Patentreife führen – zu unsicher ist das Ergebnis. Die Entwicklung eines Patents wird besser durch Eigenmittel finanziert. Nebenbei: Nicht nur der Boden, sondern auch Patente können als (exklusive) Realloptionen interpretiert und bewertet werden. Wenn Anleger in Unternehmensanteile (darunter Aktien) investieren, beteiligen sie sich – neben einem Risikopolster – mittelbar an „kritischen Vermögensgegenständen“, die dem Wettbewerb weitgehend entzogen sind.

Keynes zentrale und auch berechtigte Kritik an Gesell war, dass sich die Maßnahmen zur Absenkung der Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten nicht nur auf Geld beschränken dürfen. Ansonsten wird die Renditehürde, die Investitionen nehmen müssen, durch andere Vermögenswerte gesetzt – und Kapital bleibt auch ungeachtet einer „Nullzinspolitik“ knapp.

Keynes konzidierte zwar, dass Gesell bezüglich des Bodens über seinen Nationalisierungsplan die Problematik teilweise im Auge hatte, aber eben nicht umfassend genug. Einerseits lag Keynes hier

²⁷ J. M. Keynes, Fn. 2, S. 201-202.

²⁸ J. M. Keynes, Fn. 2, S. 189-190.

²⁹ D. Lohr (2013): Equity and the Hidden Factor Land. Society and Business Review 8 (2), S. 107-118.

richtig, weil es neben Geld und Boden eben noch andere „kritische Assets“ gibt. Andererseits schoss Keynes auch über das Ziel hinaus: Weil er die Liquiditätsprämie aber nicht aus dem Charakter bestimmter Vermögenswerte als exklusive Realoption, sondern allein mit der geringen Produktions- und Substitutionselastizität erklärte, maß er fälschlicherweise auch Vermögenswerten wie Gold oder Schmuck eine hohe Liquiditätsprämie zu.³⁰ Privat vorgehaltene Schmuckbestände beispielsweise behindern jedoch – anders als die „Hortung“ von Geld, Boden oder Patenten – nicht andere Akteure in ihren wirtschaftlichen Tätigkeiten und tragen hierdurch zu einer Verknappung von Produktionsmitteln bei.³¹ An dieser Stelle bog Keynes in eine andere Richtung als Gesell ab, nämlich zu staatlichen Verschuldungs- und Investitionsprogrammen.³²

Assetpreisinflation

Die Absenkung der Kapitalerträge über die geldpolitisch bewirkte Verminderung der Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten führte letztlich dazu, dass die Anleger verstärkt v.a. in Unternehmensanteile (Aktien) und Immobilien (bzw. Boden) investierten (der „Häuserpreis“ wird maßgeblich durch den Bodenpreis bestimmt³³). Das durch die EZB in Umlauf gegebene Geld landete nicht über eine erhöhte Kreditnachfrage für realwirtschaftliche Investitionen (s. Abb. 3 oben), sondern größtenteils in der „Finanzstratosphäre“. Realwirtschaftlich ging dies im Übrigen kaum mit Ersparnissen einher, wenn man darunter versteht, dass weitere Häuser und Maschinen neben schon bestehenden Häusern und Maschinen gesetzt werden. Stattdessen wurden grundsätzlich unvermehrte Vermögenswerte einfach nominal „aufgeblasen“. Es kam dementsprechend zu einer Vermögenspreis-inflation, die allerdings bei der Berücksichtigung der „normalen“ Inflationsrate (Verbraucherpreisindex) nicht berücksichtigt wird.

Mit der Umlenkung des Geldes in die „Finanzstratosphäre“ (v.a. Aktien und Immobilien) lässt sich partiell auch die absinkende Geldumlaufgeschwindigkeit erklären. Das Aufblasen der betr. Assets wirkt ebenfalls wie ein Hortungsvorgang, weil das betreffende Geld faktisch dem realwirtschaftlichen Kreislauf entzogen ist. Allerdings dürfte die absinkende Umlaufgeschwindigkeit auch teilweise durch eine erhöhte Liquiditätshaltung während der Niedrigzinsphase verursacht worden sein (wie Gesell sie im Visier hatte).

Abb. 4 zeigt den Verlauf der Geldumlaufgeschwindigkeit (M3; rechte Ordinate) sowie denjenigen der geglätteten Steigerungsrate des DAX (3-Jahres-Glättung) sowie des Baulandpreisindex an (linke Ordinate). Die Glättungen des DAX-Verlaufs waren notwendig, um eine Vergleichbarkeit mit dem Baulandpreisindex herzustellen.³⁴

³⁰ J. M. Keynes, Fn. 2, S. 302.

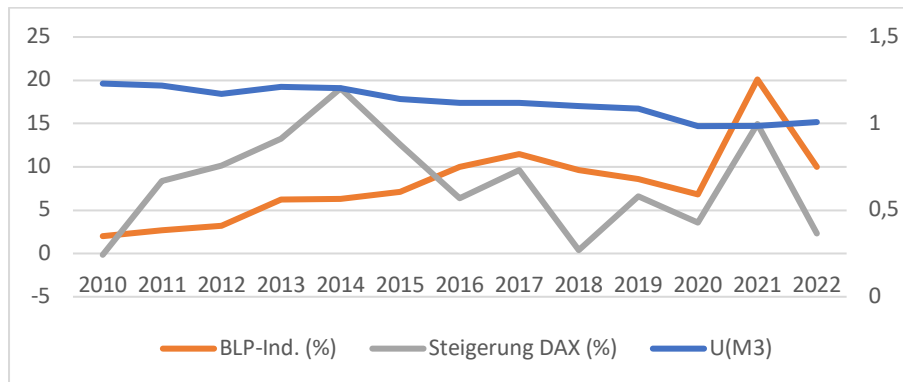
³¹ Eine ganz andere Frage ist, ob Kulturgüter sich in privatem Eigentum befinden sollten. Dies ist aber nicht Gegenstand der vorliegenden Abhandlung.

³² J. M. Keynes, Fn. 2, S. 191-192.

³³ K. Knoll, M. Schularick, T. Stegner (2017): No Price Like Home: Global House Prices 1870-2012. *American Economic Review* 2, S. 331-353.

³⁴ Vgl. J. Kierig, J. Gante (2008): Der neue Preisindex für Bauland – tauglich für die Wertermittlung? *Immobilien & bewerten* H. 1, S. 7-11, hier: S. 8.

Abbildung 4: Absinken der Geldumlaufgeschwindigkeit (M3) und Anstieg der Assetpreise in Deutschland (v.H.)³⁵



Baulandpreisindex und DAX vollziehen bezüglich der (positiven) Steigerungsraten ähnliche Bewegungen, wobei der DAX deutlich volatiler ist.

Was hat die Grundsteuerreform mit der Nullzinspolitik zu tun?

Man hätte die skizzierte Entwicklung teilweise verhindern können, wenn die Grundsteuerreform dazu genutzt worden wäre, auch die Liquiditätsprämie des Bodens durch entsprechend hohe Durchhaltungskosten zu neutralisieren. Das Mittel der Wahl wäre die Einführung einer Bodenwertsteuer gewesen, was im Rahmen der Länderöffnungsklausel (Art. 72 Abs. 3 Nr. 7 GG) jedoch nur in Baden-Württemberg geschah. Generell hat die Grundsteuer in Deutschland aber homöopathische Ausmaße. Während sie in den USA ca. 12 Prozent der gesamten Steuereinnahmen ausmacht, sind es hierzulande ca. 2 Prozent. Rechnet man die Sozialversicherungsbeiträge den Steuern hinzu, reduziert sich der Anteil auf 1 Prozent.

Die Einführung einer allgemeinen und ausreichend aufkommensstarken Bodenwertsteuer müsste durch einen Tax Shift begleitet werden, was wiederum eine umfassende Reform des Steuer- und Abgabensystems nötig machen würde: Im Gegenzug zu einer stärkeren Belastung des Faktors Boden wäre eine entsprechende Entlastung von Verbrauchern (Umsatzsteuer), Arbeitnehmern (Lohnsteuer) und produktiven Investitionen (Gewerbe-, Körperschaft- und Einkommensteuer) nötig – dies ist das Programm des amerikanischen Bodenreformers Henry George³⁶, der insoweit eine gute Ergänzung zu Gessel und Keynes darstellt. Allerdings war und ist die öffentliche Diskussion um die Grundsteuerreform hierzulande unterirdisch – und dies nicht nur aufgrund der politischen Intervention derjenigen, die ihr Geschäftskonzept auf der privaten Vereinnahmung von öffentlich geschaffenen Bodenerträgen gegründet haben.

³⁵ Kreditvergleich.net (o.J.): Zu viel Geld im Umlauf? Was es mit den Geldmengen auf sich hat. <https://www.kreditvergleich.net/statistiken/die-geldmengen-m1-m2-und-m3/>; Statista 2023b, Fn. 17; Statista (2023e): Entwicklung des DAX in den Jahren von 1987 bis 2022. <https://de.statista.com/statistik/daten/studie/199158/umfrage/jaehrliche-entwicklung-des-dax-seit-1987/>; Destatis (2023b): Häuserpreisindex, Preisindex für Bauland, Jahre. <https://www-genesis.destatis.de/genesis/online?operation=previous&levelindex=1&step=1&titel=Ergebnis&levelid=1690986685456&acceptscookies=false#breadcrumb>; eigene Berechnungen.

³⁶ H. George (2023): Fortschritt und Armut. Eine Untersuchung über die Ursache der industriellen Krisen und der Zunahme der Armut bei zunehmendem Reichtum. 2., überarbeitete Neuauflage der urspr. Fassung von 1880, Marburg.

Ausblick

Derzeit bereiten die Zentralbanken digitales Zentralbankgeld vor; die Spezifikation ist noch offen. Einerseits ist dies ein Risiko – vor dem Hintergrund erweiterter staatlicher Überwachungsmöglichkeiten. Andererseits ist es jedoch auch eine Chance, weil die Nullzinsschranke des Bargeldes immer mehr an Bedeutung verlieren und zudem auch ein Schritt hin zu einer besseren Kontrolle der Geldmenge getan werden könnte – wie dies von den Vollgeldbefürwortern angestrebt wird. Wenn dies die EZB auch nicht öffentlich kundgibt, spielen diese Motive sicherlich auch beim digitalen Euro eine Rolle.

Der Beitrag sollte jedoch darauf hingewiesen haben, dass es nicht ausreichend ist, wenn nur die EZB sich in kleinen Schritten in Richtung der Gesellschen Reformen hinbewegt. Gesell sah wie Keynes die Rolle des Bodens – radikal, wie er war, wollte er den Boden nationalisieren. Selbst dies, wie auch das minderschwere Mittel einer starken Bodenwertsteuer, wäre nicht ausreichend, wenn sonstige „kritische Vermögensgegenstände“ außer Betracht bleiben. Dies sah Keynes grundsätzlich richtig.³⁷ Die Geldpolitik muss vielmehr in weitere institutionelle Reformen v.a. der Eigentumsrechte eingebettet werden, was derzeit allerdings kaum Anwälte in Wissenschaft und Politik finden. Dies betrifft neben den geistigen Eigentumsrechten (als „virtuelles Land“) auch andere Vermögenswerte wie Netze in den verschiedensten Ausprägungen mit dem Charakter eines natürlichen Monopols (die heute durch die Bundesnetzagentur – unzulänglich – reguliert werden) als auch die Plattformökonomie im Internet. Nicht zuletzt bedarf es auch einer Reform der Unternehmensverfassung. Zur Diskussion all dieser Punkte fehlt hier allerdings der Raum.

Gesell war ein Pionier, der den Blick der Ökonomie in eine ganz neue Richtung gelenkt hat. Er war allerdings ein Kind seiner Zeit. Man kann ihm daher kaum die Unvollkommenheiten seiner Theorie vorhalten – dies wäre genauso verfehlt, wie beispielsweise der an Otto Lilienthal gerichtete Vorwurf, dass dieser keinen funktionstüchtigen Düsenjet konzipiert hat. Bemerkenswert ist die Einschätzung von Keynes bezüglich der Bedeutung von Gesells Hauptwerk: „Der Zweck des Buches als Ganzes kann als die Aufstellung eines anti-marxistischen Sozialismus beschrieben werden ... auf theoretischen Grundlagen aufbauend, die von Marx grundverschieden sind, indem sie sich auf eine Verwerfung, statt auf eine Annahme der klassischen Hypothesen stützen, und auf eine Entfesselung des Wettbewerbes, statt auf seine Abschaffung. Ich glaube, daß (sic!) die Zukunft mehr vom Geiste Gesells als von jedem von Marx lernen wird.“³⁸ Diese Hoffnung hat sich bislang leider nicht erfüllt.

³⁷ J. M. Keynes, Fn. 2, S. 302.

³⁸ J. M. Keynes, Fn. 2, S. 300.