

zfsö

ZEITSCHRIFT FÜR SOZIALÖKONOMIE

- Ulrich Kriese **3** Grundsteuerreform:
2019, das Jahr der Entscheidung
- Daniel Mühlleitner **9** Flächenausweisungszertifikate –
Ökonomische Fallstricke und
Perspektiven
- Thomas Seltmann **15** Geld mit Ablaufdatum – Wie sich
eine Liquiditätsgebühr auf Bargeld
praktisch realisieren ließe
- Beate Bockting **23** Bargeld im Fokus der aktuellen
Geldpolitik
- Ferdinand Wenzlaff **44** Robert Eisler und die virtuelle
Parallelwährung
- Johann Walter **55** Zukunft des Bargelds: regionale
Komplementärwährung?
- Max Danzmann **65** Warum staatliche Währungen privaten
Kryptowährungen überlegen sind
- 75** Personalien - Bücher

Bargeld im Fokus der aktuellen Geldpolitik

Beate Bockting

„Trotz einer scheinbaren Stabilität befindet sich das globale Geldsystem in seinem Kern in einem intellektuellen Aufruhr, den man seit dem Zusammenbruch des Bretton-Woods-Systems in den frühen 1970er Jahren nicht mehr erlebt hat.“

(Kenneth S. Rogoff, 2017)

Von der Bevölkerung noch kaum bemerkt, stehen wir heute vor einem notwendigen historischen Entwicklungsschritt des Währungssystems, vergleichbar mit der endgültigen Abschaffung der Goldbindung 1971 und des Regimes der festen Wechselkurse 1973. Die Spitze der internationalen Monetärökonomie ist sich bewusst, dass, sollte es zu einem neuen weltwirtschaftlichen Abschwung kommen, sie mit ihren bisherigen Maßnahmen an eine Grenze stößt – und diese Grenze wird vom Bargeld gesetzt.

Einige Ökonomen erkannten bereits in den 1990er Jahren, dass sie alsbald vor große Herausforderungen gestellt werden würden, die mit den traditionellen Instrumenten nicht mehr zu bewältigen sein würden. Während sich die Diskussion rund ein Jahrzehnt lang auf einige Fachkonferenzen, wegweisende Aufsätze und interne Workshops in den Zentralbanken beschränkte, erforderte der Ausbruch der Finanzkrise 2007 praktisches und entschlossenes Handeln.

Der Auslöser waren Probleme im Interbankenmarkt, in dem Zentralbankgeld gehandelt wird. Seit August 2007 funktionierten die Interbankenmärkte weltweit nicht mehr wie früher, da sich Geschäftsbanken gegenseitig misstrauten. Mit der Verschärfung der Finanzkrise im September 2008 zogen sie es vor, Liquidität zu horten statt zu verleihen. Das Versagen des Interbanken-

marktes, Liquidität umzuverteilen, ist zu einem Kernelement der Krise geworden (vgl. Heider, Hoerova und Holthausen 2009: 5). Trotz scheinbarer Entspannung sind im Euroraum bis heute massive außergewöhnliche Liquiditätsspritzen der Europäischen Zentralbank (EZB) notwendig, um die ausreichende Versorgung aller Geschäftsbanken zu gewährleisten. Eine Folge hiervon ist eine nie gekannte Überschussliquidität seit 2012.

Es kann aber nicht nur Zentralbankgeld von den Geschäftsbanken gehortet werden. Auch dass massiv Bargeld von Unternehmen und Privaten gehortet werden kann, verursacht Probleme in unserem Finanz- und Wirtschaftssystem. Den Banken, deren Liquiditätsprobleme bekannt werden, drohen Bank Runs.¹ Durch diese Entwicklung rückt das Bargeld, das über Jahrzehnte in der Wirtschaftswissenschaft kaum beachtet wurde, seit 2007 langsam in den Fokus des Interesses. Das schwerwiegendste Problem besteht darin, dass die Zentralbanken wegen des Bargelds immer weniger Spielraum in ihrer Geldpolitik haben. In schweren Rezessionen war in der Vergangenheit eine Senkung der Leitzinsen um 3-6 Prozentpunkte erforderlich (vgl. u.a. Agarwal und Krogstrup 2019). Viele Zentralbanken senkten die Leitzinsen jedoch während der Finanzkrise auf null, um das Wachstum anzukurbeln, und konnten sie seither nicht oder nur geringfügig wieder erhöhen. Zwar hat sich die Weltwirtschaft in den letzten Jahren erholt, zukünftige Konjunkturrückgänge sind jedoch unvermeidlich und kündigen sich bereits wieder an. Sollte es zu einer weiteren Krise kommen, würden die zur Stabilisierung der Wirtschaft notwendigen Zinssenkungen massive Bargeldhortungen auslösen.

1 Die Rückkehr der Liquiditätsfalle

Was eine Reihe von Monetärökonomen in den 1990er Jahren zu beschäftigen begann, war die Frage, ob sich bei der damals erreichten Stabilisierung der Inflation und der Inflationserwartungen sowie den sinkenden Zinsen ihr geldpolitischer Spielraum gefährlich einengen würde. Könnte der kurzfristige Nominalzins als Hauptinstrument der Geldpolitik unwirksam werden?

Entsprechende Signale kamen aus Japan. Japan befand sich seit Anfang der 1990er Jahre in einer langwierigen Wirtschaftskrise, die mit John Maynard Keynes' „Liquiditätsfalle“ in Zusammenhang gebracht wurde. 1998 erschien Paul Krugmans aufsehenerregender Aufsatz „It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap“ (Krugman 1998). Kenneth Rogoff fasste dessen Hauptthese damals in seinem Kommentar so zusammen: „Ist der mittelfristige Gleichgewichts-Realzins (der Vollbeschäftigung gewährleistet) für Japan tatsächlich negativ, so dass, wenn sich die Bank of Japan (BoJ) nicht doch mit einer anhaltenden Inflation abfindet, die Untergrenze der nominalen Zinssätze ihr ernsthafte Probleme bereiten wird? Hat die BoJ die Öffentlichkeit so gründlich von ihrer Glaubwürdigkeit in der Inflationsbekämpfung überzeugt, dass sie die Macht verloren hat, die Inflation wieder anzukurbeln, jetzt wo Japan sie braucht?“ (Rogoff 1998b) Drohte den USA und Europa Ähnliches?

1.1 Die Liquiditätsfalle

John Maynard Keynes hatte in seiner „Allgemeinen Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes“ (Keynes 1936: Kap. 13) festgestellt, der Fehler in den anerkannten Zinstheorien bestehe darin, dass sie die psychologische Zeitpräferenz der Wirtschaftsteilnehmer unzureichend erklärten. Der Zins könne nicht allein aus der individuellen Konsumneigung abgeleitet werden. Die Theorien vernachlässigten den Grad der Liquiditätspräferenz und „es ist diese Vernachlässigung, die wir zu berichtigen versuchen müssen“, betonte Keynes. Die Liquiditätspräferenz wiederum hänge sowohl von dem Bedarf an

Bargeld für aktuelle Transaktionen als auch für Vorsorge- und Spekulationszwecke ab. Der andere Faktor, der in Verbindung mit der Liquiditätspräferenz den tatsächlichen Zinssatz bestimme, sei die Geldmenge. Dennoch könnten sich Umstände ergeben, unter denen auch ein starker Anstieg der Geldmenge nur noch einen geringen Einfluss auf den Zinssatz ausüben könne. Keynes' Fazit am Ende von Kapitel 13 unterstreicht den Einfluss der Geldhortung auf die Höhe der Marktzinsen: „Die gewohnheitsmäßige Außerachtlassung der Beziehung des Zinssatzes zum Horten mag teilweise erklären, warum der Zinssatz gewöhnlich als Belohnung für das Nichtausgeben betrachtet wurde, während er in Wahrheit die Belohnung für das Nichthorten ist.“

Diese Erkenntnis geht zurück auf Keynes' Befassung mit der Zinstheorie Silvio Gesells. Gesell hatte bereits vor ihm ausführlich dargelegt, dass das Geld aufgrund seiner Eigenschaften einen Zins verlangen kann und dadurch eine Untergrenze setzt, den die (in Keynes' Worten:) Grenzleistungsfähigkeit eines Kapitalgutes erreichen muss, wenn es überhaupt neu produziert werden soll. Dieser dem Geld eigene „Urzins“ liege bei rund drei Prozent (vgl. Gesell 1906: 243; Gesell 1916: 350). In Kapitel 17 („Die wesentlichen Eigenschaften von Zinsen und Geld“) gibt Keynes im Grunde die Gesellsche Analyse wieder, weshalb überhaupt gehortet werden kann und gehortet wird. Kromphardt und Schneider fassen seine Fragestellung so zusammen: „In Kapitel 17 greift Keynes eine grundsätzliche Frage wieder auf: Welches sind die besonderen Eigenschaften des Geldes, die dazu führen, dass eine Geldwirtschaft nicht wie eine Tauschwirtschaft funktioniert?“ (Kromphardt und Schneider o.D.) – allerdings ohne dabei auf die eigentlichen geistigen Urväter dieser Denktradition zu verweisen: Pierre-Joseph Proudhon und Silvio Gesell. Keynes untersucht hier, wie bereits Proudhon und Gesell vor ihm, ob nur Geld einen Zinssatz hat und was in einer nicht-monetären Wirtschaft passieren würde (vgl. Gesell 1906: 238-277). „Solange wir diese Fragen nicht beantwortet haben, wird die volle Bedeutung unserer Theorie nicht klar sein“, unterstreicht Keynes deren Relevanz.

Jedes Gut hat prinzipiell einen ihm eigenen „Zins“, wenn es für eine bestimmte Zeit „verliehen“ wird. Doch da der Preis solcher Terminkontrakte in Geldeinheiten ausgedrückt wird, mischt sich auch immer der Geldzins hinein (vgl. Gesell 1906: 249-251). „Warum sollte die Menge von Produktion und Beschäftigung enger an den Geldzinssatz als an den Weizenzinssatz oder den Häuserzinssatz gebunden sein?“, fragt Keynes. Wie Gesell kommt er zu dem Schluss, dass Kräfte, die darauf abzielen, die Eigenzinssätze anderer Vermögenswerte zu senken, im Falle von Geld nicht greifen. Der Eigenzins eines Vermögenswertes (seine erwartete Gesamrendite) entspricht seiner Rendite q abzüglich seiner Lagerhaltungskosten c zuzüglich seiner Liquiditätsprämie l ($q - c + l$). Während die meisten Vermögensgegenstände mit beträchtlichen Lagerhaltungs- bzw. Durchhaltekosten ($c = \text{carrying costs}$) verbunden sind, ist Geld dies nicht. Dagegen weist Geld im Vergleich zu anderen Vermögenswerten eine erhebliche Liquiditätsprämie ($l = \text{liquidity premium}$) auf, denn die Verfügungsgewalt über einen liquiden Geldbetrag bietet Bequemlichkeit, Sicherheit und Spekulationsmöglichkeiten. Keynes: „Es ist aber ein wesentlicher Unterschied zwischen Geld und allen (oder den meisten) anderen Vermögensgegenständen, dass im Fall des Geldes seine Liquiditätsprämie seine Lagerhaltungskosten stark übersteigt, während im Fall der anderen Vermögensgegenstände ihre Lagerhaltungskosten stark ihre Liquiditätsprämie übersteigen.“ Diese Überlegenheit des Geldes über andere Vermögenswerte nannte Dieter Suhr später den „Joker-Vorteil des Geldes“ (vgl. Suhr 1983: 59-65).

Für die Wirtschaft hat der stets positive Eigenzins des Geldes enorme negative Folgen. Gesell hatte ausführlich dargelegt, dass durch den immanenten Vorteil des Geldes über die Waren für Investitionen, deren Rendite unterhalb der „ehernen Größe“ (Gesell 1916: 415) von etwa drei Prozent liegt, kein Geld zur Verfügung gestellt wird. Privatwirtschaftlich unterbleiben solche Investitionen ganz einfach. Das gilt für Investitionen in Sachkapital ebenso wie für Anlagen am Kreditmarkt. Auch Keynes erkannte den Krisen auslösenden Effekt des zu hohen Eigenzinses

des Geldes: „Wenn es keinen Vermögensgegenstand gibt, dessen Grenzleistungsfähigkeit den Zinssatz erreicht, wird die weitere Erzeugung von Kapitalgütern zu einem Stillstand kommen.“ Das infolge vermehrter Sachkapitalbildung eintretende Absinken der Rendite von Sachkapital (Realkapitalzins) auf unter drei Prozent führt daher in die „Liquiditätsfalle“: Geld bleibt zunehmend liquide, es steht dem Wirtschaftskreislauf nicht oder nur noch kurzfristig zur Verfügung. Zunehmend fehlen dem Wirtschaftskreislauf die notwendigen langfristigen Finanzmittel, so dass es zu einer Kreditverknappung kommt. Die Folge davon sind ausbleibende Investitionen, Unterbeschäftigung und Arbeitslosigkeit, verbunden mit mangelnder Nachfrage und Deflation. Aus diesem Grunde bereitet den Ökonomen aktuell auch die erreichte niedrige Inflation Sorgen, da der Abstand zur Deflation nicht mehr groß ist.

Infolgedessen sah Keynes wie Gesell die Notwendigkeit weiterer Zinssenkungen: „Mit der Zunahme des Vorrates an Vermögensgegenständen, die am Anfang eine Grenzleistungsfähigkeit haben, die mindestens gleich hoch wie der Zinssatz ist, wird ihre Grenzleistungsfähigkeit (...) die Neigung haben zu fallen. Es wird daher ein Punkt kommen, an dem es sich nicht länger lohnt sie zu erzeugen, es sei denn, dass der Zinssatz im gleichen Schritt fällt.“

Dass der Zinssatz im Geldsystem, wie wir es kennen, nicht im Gleichschritt fällt, liegt an den besonderen Eigenschaften des Geldes, die seine „Substitutionselastizität von (nahezu) Null“ bewirken: Es besteht kaum eine Bereitschaft der Geldhalter, Geld durch einen anderen Vermögensbestand zu ersetzen (Kromphardt und Schneider: Erläuterungen zu Kap. 17, Abschnitt III). Keynes weist darauf hin, dass spürbare Durchhaltekosten die Liquiditätsvorteile des Geldes ausgleichen könnten: „Über einen gewissen Punkt hinaus wird der Ertrag des Geldes aus Liquidität auf eine Vermehrung seiner Menge hin nicht annähernd in dem Maße fallen, in dem der Ertrag aus anderen Arten von Vermögensanlagen bei einer vergleichbaren Vermehrung ihrer Menge fällt. In diesem Zusammenhang spielen die niedrigen (oder unbeachtlichen) Lagerhaltungskosten des Geldes eine wesentliche Rolle. Denn wenn seine

Lagerhaltungskosten bedeutend wären, würden sie die Wirkung von Erwartungen über den voraussichtlichen Wert des Geldes an zukünftigen Zeitpunkten aufheben.“ Und weiter: „Überdies ist, so wie wir es kennen, die Erhebung des Geldzinssatzes zum ausschlaggebenden Zinssatz ebenso sehr auf die niedrigen Lagerhaltungskosten des Geldes wie auf seine hohe Liquiditätsprämie zurückzuführen. Denn worauf es ankommt, ist die Differenz zwischen der Liquiditätsprämie und den Lagerhaltungskosten.“

Der Geldzins ist deshalb bestimmend für die gesamte wirtschaftliche Entwicklung, weil beim Geld die Liquiditätsprämie mehr als bei jedem anderen Gut über den Durchhaltekosten liegt. Damit Geld aber – wie in der Theorie angenommen – ein neutraler Tauschvermittler sein kann, ist es entscheidend, dass die Durchhaltekosten die Liquiditätsprämie ausgleichen bzw. übersteigen müssen (vgl. Olah und Löhr 2015). Daher schrieb Keynes 1936 nieder, was in der Finanzkrise wieder relevant geworden ist: „Jene Reformatoren, die in der Erzeugung künstlicher Lagerhaltungskosten des Geldes ein Heilmittel gesucht haben, zum Beispiel durch das Erfordernis periodischer Abstempelungen der gesetzlichen Zahlungsmittel oder auf analogen Wegen zu vorgeschriebenen Gebühren, sind somit auf der richtigen Spur gewesen; und der praktische Wert ihrer Vorschläge verdient, erwogen zu werden.“

Bemerkt werden soll auch, dass Keynes am Ende von Kapitel 17 den Bogen zu dem Konzept des „natürlichen Zinses“ (vgl. Wicksell 1898) schlägt, das er für eine vielversprechende Idee gehalten hatte (vgl. Keynes 1930), von dem er aber nunmehr nichts Nützliches oder Bedeutsames für die Analyse mehr erwartete. Knut Wicksell hatte in seinem Hauptwerk „Geldzins und Güterpreise“ (1898) den Zusammenhang zwischen Geldmenge, Zins und Preisniveau untersucht. Wie für Gesell waren auch für Wicksell Inflation und Deflation gleichermaßen schädlich, weshalb auch er Preisniveaustabilität anstrebte. Hierzu müsse der Darlehenszins den „natürlichen“ Kapitalzins abbilden: „Jene Rate des Darlehenszinses, bei welcher dieser sich gegenüber den Güterpreisen durchaus neutral verhält, sie weder zu erhöhen noch zu senken die Tendenz hat, kann nun eben

keine andere sein als eben diejenige, welche durch Angebot und Nachfrage festgestellt werden würde, falls man sich überhaupt keiner Geldtransaktionen bediente, sondern die Realkapitalien in natura dargeliehen würden – oder was etwa auf dasselbe hinauskommt, als der jeweilige Stand des natürlichen Kapitalzinses.“ (Wicksell 1998: 93)²

Stattdessen habe für ihn, Keynes, nur ein Zinssatz tatsächlich Relevanz, „den wir als den neutralen Zinssatz bezeichnen könnten, nämlich der natürliche Zinssatz (...), der mit Vollbeschäftigung vereinbar ist, wenn die anderen Parameter des Systems gegeben sind; obschon dieser Zinssatz vielleicht besser als der optimale Zinssatz bezeichnet werden könnte.“ Sowohl Wicksells natürlicher Zins, bei dem Investitionen und Ersparnisse übereinstimmen, als auch Keynes' neutraler Zins, der außerdem Vollbeschäftigung ermöglicht, spielen in den Erwägungen heutiger Monetärökonominnen eine herausragende Rolle. Hierzu stellte Gerald Braunberger im FAZ-Wirtschaftsblog die wichtige Frage, ob denn die Liquiditätspräferenztheorie von Keynes mit Wicksells Zinsspannentheorie vereinbar wäre (vgl. Braunberger 2017).

1.2 Die Nullzinsgrenze

In der ökonomischen Literatur wird allgemein von einer „Null“zinsgrenze (engl. Zero Lower Bound, kurz: Lower Bound, ZLB) ausgegangen, die existiert, weil sowohl Geschäftsbanken als auch Anleger und Anleihegläubiger Renditen unter null ablehnen können, indem sie ihre Überschussreserven bzw. Geldanlagen in Geldhorte umschichten, welche eine Nominalrendite von null einbringen. Auf diese Weise können sie die Guthabenzinsen und Anleiherenditen über null halten. Die Freiheit, in Bargeld zu flüchten, behindert so die Einführung nominaler Negativzinsen.³

Kimball und Agarwal (2015: 3) formulieren kurz und bündig, was diese Nullzinsgrenze begründet: Der Zero Lower Bound entsteht nur dadurch,

- Geldscheine oder Münzen herausgibt,
- die einen Zins von null garantieren und

- die in unbegrenzter Menge gegen Guthaben erworben werden können.

Die Zinsuntergrenze von null betrifft insbesondere den Einlagenzins der Zentralbanken, wobei die eigentliche Untergrenze etwas unter null liegt, weil auch das Halten von Bargeld in großen Mengen mit Kosten verbunden ist, wie z.B. Lagerungskosten oder auch Versicherungskosten. Überträfen negative Zinsen diese Durchhaltekosten, würden die Banken ihre Kassenhaltung erhöhen. Dies wird als Effective Lower Bound (ELB) bezeichnet. Um die effektive Zinsuntergrenze zu durchbrechen, muss die Bargeldhaltung mit Kosten verknüpft werden.

1.3 Die „eherne“ Zinsuntergrenze (Urzens)

Nach Silvio Gesell (und in seiner Nachfolge John Maynard Keynes) müssen wir jedoch – wie oben bereits beschrieben – davon ausgehen, dass die Probleme schon früher beginnen, denn die eigentlich relevante Zinsuntergrenze liegt deutlich über null. Die eigentlich relevante Grenze liegt auf der Höhe der Liquiditätsprämie des Geldes (abzüglich seiner Durchhaltekosten, die jedoch vernachlässigbar sind): an dem Punkt, ab dem Geld nicht mehr für Konsum, Investitionen oder längerfristige Anlagen zur Verfügung gestellt, sondern stattdessen gehortet wird. Es kommt nicht auf die Nominalrendite des Geldes (null) an, sondern auf seinen Eigenzins (vgl. Keynes: 192f). Gesell ging bis zu seinem Tode 1930 von der „ehernen Grenze“ von drei Prozent aus. Durch die Zunahme des bargeldlosen Zahlungsverkehrs und eine konsequente Zinssteuerung konnte der Urzens seither gedrückt werden.⁴ Dass die Grenze aber auch heute noch deutlich im positiven Bereich liegt, lässt sich an der abnehmenden Investitionsbereitschaft, der Auflösung längerfristiger Verbindlichkeiten und der zunehmenden Nachfrage nach Bargeld (für Hortungszwecke, insbesondere Spekulationskassen) deutlich ablesen.

2 Die Überwindung der Nullzinsgrenze

In den inflationären 1970/80er Jahren galten die Liquiditätsfalle und die Nullzinsgrenze bei kurzfristigen Nominalzinsen als theoretisches Kuriosum. Die Nullzinsgrenze war daher lange kein Thema mehr, bis man nach langen Jahren der Inflation zur Preisstabilität zurückkehrte und die Zinsen sanken (vgl. Buiter und Panigirtzoglou 2003: 1).

Nachfolgend sollen die wichtigsten Arbeiten derjenigen Ökonomen vorgestellt werden, die sich in den letzten Jahren besonders um die Negativzins-Forschung verdient gemacht haben. Auf ihrer Suche nach Möglichkeiten der Überwindung der bargeldbedingten Zinsuntergrenze haben sie die Idee einer Geldhaltesteuer wiederbelebt, die auf Silvio Gesell zurückgeht.

2.1 Willem Buiter und Nikolaos Panigirtzoglou: Liquidity Traps - How to Avoid Them and How to Escape Them (1999)

Dieser Aufsatz, der im Juli 1999 vom US-amerikanischen „National Bureau of Economic Research“ als Working Paper herausgegeben wurde, beruht auf einer Vorversion vom März 1999 und ist (soweit bekannt) die erste neuere akademische Arbeit zum Thema Liquiditätsfalle, in der Silvio Gesells Vorschlag einer Geldhaltegebühr als Lösung des Problems präsentiert wird. Eine aktualisierte Fassung erschien im Oktober 2003 unter dem Titel „Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates with Negative Interest on Currency: Gesell’s Solution“ in „The Economic Journal“.

Das wiederbelebte Interesse an der Liquiditätsfalle überrascht die Autoren nicht, da sich Japan 1999 seit Jahren in einem wirtschaftlichen Rückgang befand und die kurzfristigen Nominalzinsen dort nahe null lagen. Die japanische Geldpolitik schien sich nur noch sehr begrenzt auf die Gesamtnachfrage auszuwirken. Der Schlussfolgerung von u.a. Krugman (1998), dass Japan in einer Liquiditätsfalle stecke, sei „schwer zu widerstehen“, so Buiter und Panigirtzoglou. Eine

Volkswirtschaft befinde sich nach allgemeiner Auffassung in einer Liquiditätsfalle, wenn die Fähigkeit der Zentralbank, die Geldpolitik zur Stimulierung der Nachfrage zu nutzen, versage, weil der Nominalzins eine unüberwindbare Untergrenze erreicht habe.

Buiter und Panigirtzoglou sahen eine Gefahr für den Euroraum, wo die Inflation 1999 bei unter 1 Prozent lag, und der Leitzins bei 2,5 Prozent. Die Wirtschaftstätigkeit im Euroraum verlangsame sich. Dies führe zu der Frage, ob eine Marge von 250 Basispunkten einen ausreichenden Schutz gegen die Folgen einer Krise böte. Die Nachfrage könne sich so stark abschwächen, dass eine Senkung des kurzfristigen Nominalzinses um mehr als 250 Punkte erforderlich werden könnte, um die Gesamtnachfrage ausreichend zu steigern.

Für Großbritannien wird 1999 ein kurzfristiger Nominalzins von 4,5 - 5,5 Prozent angenommen; somit könne die Gefahr einer Liquiditätsfalle nur bei (nicht auszuschließenden) Ereignissen wie einem dramatischen spontanen Einbruch der Gesamtnachfrage eintreten. Allerdings können eine Deflation bzw. negative Inflationsraten die Wahrscheinlichkeit einer Liquiditätsfalle erhöhen, und die Autoren schätzen die Möglichkeit als durchaus groß ein, wenn auch Großbritannien seit Juni 1997 ein Inflationsziel von 2,5 Prozent anstrebte (Inflation Targeting). Zudem richteten sie ihr Augenmerk auf die Frage, ob sich niedrige durchschnittliche Nominalzinsen gleichzeitig als stabil erweisen, denn dann würde die Gefahr von Liquiditätsfallen durch ein geldpolitisch angestrebtes niedriges Inflationsziel nicht erhöht. Die untersuchten empirischen Zeitreihen für Großbritannien konnten diesen wünschenswerten Zusammenhang allerdings nicht belegen.

Für den Fall, dass es tatsächlich zu einer Liquiditätsfalle käme, benennen Buiter und Panigirtzoglou zwei Auswege: Zum einen könnten Instrumente einer expansiven Fiskalpolitik eingesetzt werden. Zum anderen könne die Nullzinsgrenze herabgesenkt werden. Die zweite Option beinhalte die Zahlung negativer Zinsen auf „staatliche Inhaberschuldverschreibungen“, als welche sie Banknoten und Münzen betrachten. Diese Maßnahme komme einer „Besteuerung“

von Geld gleich, wie Silvio Gesell sie vorgeschlagen habe. Sie würde auch von vornherein die Wahrscheinlichkeit verringern, überhaupt in eine Liquiditätsfalle zu geraten.

Die Besteuerung von Geld vergleichen Buiter und Panigirtzoglou mit periodischen „Währungsreformen“, d.h. wiederholtem Zwangsumtausch bzw. -umrechnung von alter Währung in neue Währung, z.B. durch Abstempeln. Sie betonen vor allem in der Version von 2003, es sei unzureichend, wenn die Zentralbank das Bargeld für ungültig erkläre, sofern es nicht abgestempelt oder mit einer Marke versehen werde. Eine „intrinsic wertlose Fiat-Währung“ sei das Wert, was die Nutzer glaubten – ganz gleich, was die Zentralbank sage. Ein Ablaufdatum allein reiche daher nicht aus. Wenn die Zentralbank ungestempelte Geldscheine als gesetzliches Zahlungsmittel für ungültig erkläre, werde der Druck zwar erhöht, sie plädieren jedoch für eine spürbare Strafe wie Konfiszierung oder effektive Gebühren.

Eine Geldsteuer könne sowohl konstant (immer gleich hoch) als auch variabel (veränderlich) sein. Prinzipiell könnten die Bedingungen so gestaltet werden, dass nicht nur negative, sondern auch positive Zinsen auf Bargeld möglich wären.

Im Zusammenhang mit der negativen Besteuerung der Geldeinheiten erwarten Buiter und Panigirtzoglou erhebliche „Schuhlederkosten“. Diese wären allerdings den mit dem Risiko verbundenen Kosten gegenüberzustellen, in eine Liquiditätsfalle zu geraten, wenn eine niedrige Inflationsrate ohne Besteuerung des Bargeldes angestrebt werde, oder den Kosten einer höheren Inflation (die ebenfalls einer Besteuerung gleichkomme): „Es könnte viel Schuhleder benötigt werden, um eine Produktionslücke zu schließen oder um die mit der Inflationssteuer verbundenen Verzerrungen zu beseitigen.“ 2003 gehen die beiden sogar von potenziell niedrigeren Schuhlederkosten und Preisänderungskosten („Speisekartenkosten“) durch die Einführung einer Geldhaltesteuer aus. Sie vermuten jedoch eine regressive Wirkung der Geldsteuer, da ärmere Haushalte einen vergleichsweise größeren Teil ihres Vermögens in bar halten. 2003 ergänzen

die Autoren ihre Bedenken noch um den Punkt, dass die USA durch eine Geldsteuer Seigniorage aus dem Ausland beziehen würden, da sich ein Großteil des Dollar-Bargelds im Ausland befinde und von Ausländern gehalten werde. Als positiv bewerten die Autoren den nachteiligen Effekt auf die bargeldbasierte Schattenwirtschaft und kriminelle Wirtschaftsbereiche.

Buiter und Panigirtzoglu resümieren, die nominale Nullzinsgrenze sei keineswegs eine gottgegebene, unüberwindliche Barriere: „Es ist das Ergebnis einer politischen Entscheidung von Regierungen oder Zentralbanken, den verwaltungstechnischen Nominalzins von Münzen und Banknoten auf null zu setzen, statt auf ein anderes (negatives) Niveau.“ Wenn auch solche Vorschläge „an den schrulligen Rändern der Wirtschaftspraxis“ gemacht worden seien, so stellten doch die Mechanismen der Besteuerung von Geld „reine Mainstream-Ökonomie“ dar. Gesell als bekanntester Vertreter sei von Keynes bewundert worden: „Ich glaube, dass die Zukunft mehr vom Geiste Gesells als von jenem von Marx lernen wird.“ (Keynes 1936: 300) Gesell habe den Geldverkehr anregen wollen, seine Motivation wäre – soweit sie es hätten feststellen können – nicht die Vermeidung oder Befreiung von Liquiditätsfallen gewesen, sondern die völlige Befreiung aller Kosten und Preise von der Zinskomponente, als permanentes Merkmal des Wirtschaftsystems. Ihre Lektüre hätte – für Gesell-Kenner nicht nachvollziehbar – darauf hingedeutet, dass Gesell „etwas vage bezüglich der Unterscheidung zwischen Real- und Nominalzinsen“ gewesen wäre.

Bezüglich der Zinsstruktur halten Buiter und Panigirtzoglu es für notwendig, dass der geldpolitisch festgelegte Nominalzinssatz (der Leitzins) niedriger als die nominalen Zinssätze der nicht-monetären Verbindlichkeiten des Staates (langlaufende Staatsanleihen) liegt, damit die Währung als Wertaufbewahrung „rendite-dominiert“ bleibe. Beide Zinssätze könnten – und müssten unter Umständen – jedoch negativ sein, wenn Liquiditätsfallen ausgeschlossen werden sollten. Sie pflichten Gesell zwar bei, dass durch das Stempeln des Bargeldes der Nominalzinssatz für nicht-monetäre Vermögenswerte tatsächlich auf null (oder auf ein anderes Niveau) gesenkt

werden kann. Zweifel äußern sie jedoch bezüglich der Beeinflussbarkeit der realen Zinsen. Ihnen zufolge bedeute die „Endogenität der Inflationsrate“, dass die Fähigkeit der Währungsbehörden, den langfristigen Realzinssatz zu beeinflussen, viel zweifelhafter sei.

2.2 Marvin Goodfriend: Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy (2000)

Das nun vorgestellte Arbeitspapier ging aus einem Vortrag Marvin Goodfriends bei der Fed-Konferenz „Monetary Policy in a Low-Inflation Environment“ im Oktober 1999 in Woodstock hervor. Die erste Arbeit von Buiter und Panigirtzoglu war ihm bekannt. Ähnliches hatte Goodfriend als Mitarbeiter der Fed in Richmond auch bei der EZB, der finnischen und portugiesischen Nationalbank sowie beim IWF präsentiert.

Goodfriend schlägt drei Optionen zur Überwindung der Nullzinsgrenze vor:

1. eine variable „Carry Tax“ auf Geld (elektronisches Geld und Bargeld), sowie als quantitative Maßnahmen;
2. Offenmarktoperationen mit langlaufenden Anleihen und
3. Geldtransfers an die Bürger, um deren Ausgaben anzuregen.

Goodfriends Ausgangspunkt ist, dass der Realzins fluktuieren können muss, um die Wirtschaft über den ganzen Konjunkturzyklus stabilisieren zu können. Wenn eine Zentralbank glaubhaft Preisstabilität vermittelt und die Inflationserwartungen fest verankert sind, „produziert“ sie die benötigten Realzinsen nur über den kurzfristigen Nominalzins. Liegen die Inflationserwartungen bei null, kann der kurzfristige Nominalzins wegen der Nullzinsgrenze nicht unter null sinken. Goodfriend beruft sich dabei auf Irving Fisher: „The Theory of Interest“ (1930), der gesagt hatte, dass wenn ein Gut kostenlos über die Zeit gehortet werden kann, der Zins ausgedrückt in Einheiten dieses Gutes niemals unter null sinken kann – was für Bargeld offensichtlich ist. Irving Fisher kannte wie Keynes die Zinstheorie Silvio Gesells.

Daher plädiert Goodfriend für eine „Durchhaltesteuer“ (Carry Tax, abgeleitet von Carry Costs,

Durchhaltekosten) auf Geld. Dadurch könnten die nominalen Zinsen negativ werden und Gläubiger würden lieber negative Zinsen akzeptieren, als die Carry Tax zu bezahlen. Nach diesem Vorschlag werde zukünftig die Untergrenze der kurzfristigen Nominalzinsen durch die Carry Tax auf elektronische Zentralbankreserven bestimmt. Die Carry Tax werde das kurze Ende der Zinskurve verankern, so wie es zuvor die angestrebte Federal Funds Rate, der US-Leitzins, getan habe. Sie wäre ein mächtiges Instrument, würde jedoch Druck auf die Gläubiger und diejenigen ausüben, die von Zinseinkommen abhängig wären. Goodfriend empfiehlt, die Carry Tax durch quantitative Maßnahmen zu ergänzen, da die Zentralbank am Cost-of-Carry-Floor ganz unabhängig in der Setzung von Geldmengenzielen sei. Gleichwohl warnt er davor, dass in der Folge nach einer Erholung Verkäufe langlaufender Staatsanleihen nötig sein könnten, um die Inflation in den Griff zu bekommen, wodurch dann mehr Staatsschulden in private Hände kämen.

Als einzigen Einwand gegen negative Zinsen äußert Goodfriend, dass sich das Publikum vielleicht nicht ausreichend dagegen abschirmt. Eine Abschirmung sei durch den Ankauf langlaufender Anleihen möglich, doch das Publikum befürchte dabei Inflationsverluste. Eine ökonomische Allgemeinbildung sei daher wichtig.

Goodfriend setzt mit der Carry Tax beim Interbankenzins an. Die Tatsache, dass Einlagen von Geschäftsbanken bei der Zentralbank kostenlos sind, setze dem Interbankenzins eine Nullzinsgrenze – unabhängig vom Bargeld. Eine Carry Tax auf Zentralbankreserven werde sich auf alle anderen Zinssätze auswirken (Geldmarkt-, Guthaben- und Kreditzinsen, Anleiherenditen). Doch um die Durchhaltesteuer auf Reserven ausreichend senken zu können, sei außerdem eine Carry Tax auf Bargeld nötig, die durch einen Magnetstreifen implementiert werden könne. Diese könne sich parallel zu dem negativen Einlagenzins variabel entwickeln oder zeitweilig ausreichend tief fixiert werden (z.B. bei -5 %).

Der Interbankenzins, der Refinanzierungskosten einer einzelnen Bank repräsentiert, könne auf null gesenkt werden, indem überschüssige Reserven ins System gegeben würden. Dann wür-

den die Geschäftsbanken auch die Zinsen für andere Refinanzierungsarten, wie Kundeneinlagen, senken. Wenn sogar ein negativer Zins auf die Reserven erhoben würde, würde der Wettbewerb unter den Geschäftsbanken noch weiter gehen und den Interbankenzins unter null treiben (aber nicht unterhalb der Carry Tax). Die Geschäftsbanken ihrerseits würden weiterhin Konto- oder Transaktionsgebühren verlangen, aber auch die Guthabenzinsen senken. Auch Langfristzinsen würden negativ werden, wenn die Zentralbank sehr lang andauernde kurzfristige Negativzinsen in Aussicht stellte. Kreditzinsen und Zinsen auf Risikokapital würden so im Wettbewerb gedrückt und könnten ebenfalls negativ werden, sofern der Negativzins negativ genug wäre.

Auch Goodfriend wägt die Durchhaltesteuer gegen andere Maßnahmen ab. Sowohl eine Carry Tax als auch eine Inflation Tax verursachten Kosten. Die verzerrenden Inflationskosten träten permanent auf. Die Carry Tax würde dagegen nur zeitweilig angewandt, wenn ein negativer Nominalzins benötigt würde. Die Carry Tax verursache keine Verzerrungskosten, wohl aber Verwaltungskosten. Die Systeme müssten geschaffen und gewartet werden. Die Bargeldherstellung würde sich durch die Magnetstreifen verteuern und die Geschäftsbanken bräuchten entsprechende Geldzählmaschinen. Eine Carry Tax garantiere, dass die Geldpolitik nie mehr durch die Nullzinsgrenze behindert würde. Inflation könne dies nicht gewährleisten. Eine Carry Tax sei zudem schneller (wenn die Technik steht: sofort) umsetzbar, falls eine Deflation drohe.

Goodfriend geht zudem auf Keynes' Bedenken ein, die er für nicht sehr gewichtig hält. Keynes habe 1936 wie Gesell die Vorstellung von einer permanenten Steuer auf Bargeld gehabt, jedoch damals geurteilt, sie wäre unpraktikabel, da nicht nur Geld Liquidität darstellen könne, sondern auch Buchgeld, Devisen, Schmuck etc. Bargeld und unverzinsten Einlagen unterlägen jedoch schon seit Jahrzehnten der Besteuerung in Form von Inflation und Reservepflicht, so Goodfriend. Die Banken reagierten mit der Einführung von Guthabenzinsen, Geldmarktfonds und Wegen, die Reservepflicht zu umgehen. Dennoch sei Bargeld das Tauschmittel geblieben. Allerdings befürch-

tet Goodfriend, dass die Öffentlichkeit eine Carry Tax ablehnen könnte.

2.3 Willem Buiter: Overcoming the Zero Bound – Gesell vs. Eisler (2004)

Seit 2004 ist ein weiterer, mit Gesells Idee stark verwandter Vorschlag zur Überwindung der Nullzinsgrenze im Gespräch. Eingebracht wurde dieser in einem Kommentar des an der Universität von Kobe, Japan, lehrenden Ökonomen Stephen Davies zu der Arbeit von Buiter und Panigirtzoglou. Bei einer Konferenz im Oktober 2004 in Ann Arbor stellte Willem Buiter diesen auf Robert Eisler (1932) zurückgehenden Vorschlag dem Gesellschen Ansatz gegenüber.⁵ Bei Eisler geht es um die Entflechtung der Zahlungsmittel- und der Recheneinheits-Funktion des Geldes durch die Schaffung einer „parallelen virtuellen Währung“ mit Wechselkurs zum Bargeld (vgl. F. Wenzlaff in diesem Heft). Für Buiter ist Gesells Vorschlag dabei der „robustere“. Die grundlegende Schwäche des Eisler-Vorschlags sieht er in den unsicheren Annahmen, dass die Regierung die Recheneinheit bestimmen könnte und dass Preisstabilität bezogen auf diese staatlich festgelegte Recheneinheit tatsächlich das Ziel der Geldpolitik sein sollte. Was in der Wirtschaft tatsächlich als Recheneinheit diene, werde durch die individuelle Wahl bestimmt, die durch soziale Konventionen und nicht durch Regierungsverordnungen bedingt sei. Die gedankliche Recheneinheit des einen müsse nicht einmal die gleiche sein wie die eines anderen. Zudem werde nicht der Wohlstand maximiert, indem Preisstabilität im Sinne der staatlichen Recheneinheit angestrebt werde.⁶

Sollte eine Negativzins-Politik jemals umgesetzt werden, solle sie nur für die Geldbasis und nicht – wie Mitsuhiro Fukao (2005) auf der gleichen Konferenz vorgeschlagen hatte – auch für andere staatliche Verbindlichkeiten gelten. Letztere sollten laut Buiter eher monetisiert als besteuert werden. Japan befinde sich streng genommen noch nicht in der Liquiditätsfalle, da die BoJ noch nicht alle ausstehenden Staatsschulden und alle gegenwärtigen und erwarteten

künftigen Staatsdefizite monetisiert habe. Den Ankauf von Unternehmensanleihen durch die Zentralbank lehnt Buiter allerdings aus Gründen der Wettbewerbsverzerrung ab.

Auch wenn Buiter 2004 den richtigen Zeitpunkt für einen so großen Schritt wie die verwaltungstechnisch aufwändige Einführung negativer Zinsen noch nicht für gekommen hält, so sieht er doch Handlungsbedarf: Man müsse bedenken, dass in einer Welt, die sich der Preisstabilität verschrieben habe, immer die Gefahr bestehe, dass die nominale Zinsuntergrenze von null zu einer bindenden Einschränkung expansiver Geldpolitik werde. „Der Krieg von morgen kann wieder der Krieg von gestern sein, so dass die Institutionalisierung des Gedächtnisses und die Fähigkeit, auf deflationäre Bedrohungen zu reagieren, als das Vernünftigste erscheinen, das man tun kann.“

2.4 Ruchir Agarwal und Miles Kimball: Breaking Through the Zero Lower Bound (2015)

Im Oktober 2015 veröffentlichten Miles Kimball und Ruchir Agarwal ihre erste gemeinsame Arbeit als „IMF Working Paper“. Die Geldpolitik werde durch die Nullzinsgrenze ernsthaft behindert, doch eine so radikale Lösung wie die Abschaffung des Bargelds sei nicht notwendig, meinen sie. Wie bei der Loslösung vom Goldstandard nach der Großen Depression könnten wir heute vom Papiergeld-Standard zum elektronischen Geld-Standard wechseln, um die Wirtschaft zu stimulieren. Dazu müssten wir nur bereit sein, das Bargeld vom Parikurs zu lösen.

In der Tradition von Eisler (1932) schlagen die Autoren als technische Maßnahme eine zeitlich variable Bargeld-Einzahlungsgebühr zwischen den Geschäftsbanken und der Zentralbank vor, die gleitende Wechselkursanpassungen (Crawling Peg) zwischen Bargeld und elektronischem Geld erlaubt. Der von der Zentralbank vorgegebene gleitende Wechselkurs soll sicherstellen, dass der Wert des Bargelds sich parallel zum Wert der Guthaben verändert. Dadurch könne das Bargeld im Umlauf bleiben, doch das elektronische Geld werde zur Recheneinheit. Kimball teilt nicht die

Bedenken von Buiter (2004), dass das Publikum nicht unbedingt das elektronische Geld als Recheneinheit akzeptieren würde. Er geht davon aus, dass dies aufgrund des unbaren Zahlungsverkehrs, der sich stark durchgesetzt hat, auch heute schon weitgehend der Fall ist und nur bei einer extrem hohen Inflationsrate fragwürdig wird (vgl. Kimball 2016: 28f). Alle nominalen Preisangaben bezögen sich zukünftig auf den elektronischen Dollar. Auch Agarwal und Kimball weisen darauf hin, dass der Bargeldzins sowohl unter als über null Prozent festgelegt werden kann.

Die Einzahlungsgebühr soll bei der Rückzahlung des Bargelds an die Zentralbank erhoben werden. Sobald die Zentralbankguthaben negativ verzinst würden, gäbe es parallel einen mit der Zeit ansteigenden Abschlag bei Bargeldeinzahlungen. Nicht nur die Guthaben, sondern auch das Bargeld verlöre so an Wert. Um auch dann den Wechselkurs bestimmen zu können, wenn die Geschäftsbanken kein Bargeld einzahlten, könne die Zentralbank auch bei Bargeldauszahlungen einen Abschlag verlangen. Bei jeder Zinssitzung der Zentralbank würde neben den anderen Zinssätzen auch ein Bargeldzinssatz festgelegt. Die Zentralbank müsse auch entscheiden, ob und wie das Bargeld wieder zum Parikurs zurückkomme.

Agarwal und Kimball erwähnen auch Gesells Vorschlag gestempelter Geldscheine. Dieser sei nie auf nationaler Ebene eingeführt worden, weil er zu bürokratisch wäre und zu sehr einer Steuer gleiche, die entsprechend von der Bevölkerung abgelehnt würde. Die variable Einzahlungsgebühr sehen die Autoren dagegen nur als zeitweilige Maßnahme zur Durchsetzung geldpolitisch notwendiger negativer Zinsen: „Wenn die Zinsen wieder positiv sind, kann die Einzahlungsgebühr abgesenkt werden.“

Ziel der Maßnahme sei es, Investitionen und Nettoexporte so zu stimulieren, dass sich die Wirtschaft erholt, auch in Zeiten niedriger Inflation und niedriger Zinsen. Sie ermögliche eine wirtschaftliche Stabilisierung ohne die Nebeneffekte, die andere Maßnahmen hätten. Wie Goodfriend sind sie der Meinung, die Bargeldgebühr ermögliche es, das langfristige Inflationsziel auf null zu setzen. Als weiteren Vorteil nennen die Autoren, dass der Vorschlag keine Ge-

setzesänderungen benötigt, sondern ausschließlich über den Preismechanismus wirkt. Er könne von jeder Zentralbank innerhalb weniger Wochen umgesetzt werden.

2.5 Marvin Goodfriend: The Case for Unencumbering Interest Rate Policy at the Zero Bound (2016)

Für die Negativzinsdebatte besonders bedeutend ist die Rede, die Marvin Goodfriend im August 2016 in Jackson Hole gehalten hat. Beim „Economic Policy Forum“, der wichtigsten Notenbanker-Konferenz der Welt, ging es 2016 um „widerstandsfähige monetärpolitische Rahmenkonzepte für die Zukunft“. Goodfriend erinnert eingangs an seinen ersten Vortrag zum Thema 1999 in Woodstock (vgl. Abschnitt 2.2). Seit damals habe sich die Negativzinspolitik von einer theoretischen Möglichkeit zur praktischen Realität in weiten Teilen der Welt entwickelt. Nunmehr gehe es darum, die Zinspolitik vollständig zu befreien, so dass Negativzinsen in einer kommenden Krise als realistische Option voll verfügbar sind und ihre volle Effektivität entfalten können.

Goodfriend hebt hervor, dass sich die Negativzinsen seit der Einführung durch die EZB im Juni 2014 auf die gesamte Zinskurve ausgewirkt haben: Im Mai 2016 wiesen weltweit Staatsanleihen im Wert von über 10 Billionen US-Dollar eine negative Rendite auf. Obwohl die Fed Zinsanhebungen gewagt habe, erwarteten viele Ökonomen, dass auch die Federal Funds Rate bald wieder an der Nullzinsgrenze sein werde.

Auch Goodfriend meint, der Zero Bound solle abgeschafft werden wie im 20. Jahrhundert der Goldstandard und das feste Wechselkursregime. Er proklamiert das Ziel, „das allgemeine Preisniveau von den Einflüssen relativer Preise zu befreien, auf die die Geldpolitik keinen Einfluss hat“. Die Einschränkung durch die Nullzinsgrenze solle überwunden werden, damit „Veränderungen in den intertemporalen Handelsbedingungen voll durch die Zinspolitik reflektiert werden können, um Preisstabilität und Vollbeschäftigung gewährleisten zu können“, und dies mit einem Minimum an „ineffizienten und kostspieligen alter-

nativen Maßnahmen“. Im Hinblick auf ein stabiles Preisniveau beruft Goodfriend sich auf Irving Fishers „The Purchasing Power of Money“ (1911) und Knut Wicksells „Interest and Prices“ (1898, 1936) und im Praktischen auf Keynes' „A Tract on Monetary Reform“ (1923). Intertemporale Handelsbedingungen sind für ihn das Gegenstück zum „natürlichen Zins“.

Die Goldbindung sei abgeschafft worden, so dass fluktuierende Goldpreise das Preisniveau nicht mehr destabilisieren können. Feste Wechselkurse seien abgeschafft worden, um das heimische Preisniveau von Veränderungen in den internationalen Handelsbedingungen zu isolieren. Heute gehe es um Veränderungen in den intertemporalen Handelsbeziehungen. Haushalte wollten ihren lebenslangen Nutzen optimieren, indem sie den marginalen Nutzen von Gegenwart und Zukunft angleichen. Je vorteilhafter die intertemporalen Handelsbedingungen seien, desto eher sei ein Haushalt bereit, Geld zu verleihen und Konsum zu verschieben. Um geringe Inflation und stabile Beschäftigung zu erreichen, müsse die Zinspolitik die „natürliche Zinsrate“ abbilden, d.h. den realen Zinssatz, der die Gesamtnachfrage mit der potenziellen Produktion in Übereinstimmung bringe. Wenn die Haushalte keine Produktivitätsveränderungen oder sonstigen Verzerrungen erwarteten, entspräche der natürliche Gleichgewichtszins der Rate der Zeitpräferenz und gleiche somit genau die Präferenz aus, heute zu konsumieren. Sowohl der „natürliche Zins“ als auch sein Gegenstück, die intertemporalen Handelsbedingungen, würden von den zukünftigen Einkommenserwartungen der Haushalte im Vergleich zu den aktuellen Einkommenserwartungen bestimmt. Beide würden heute tendenziell aus einer ganzen Reihe von Gründen, die allesamt die zukünftigen Einkommenserwartungen im Vergleich zu den heutigen negativ erscheinen ließen, gedrückt. Daraus resultiere der Wunsch, Vermögen und Konsum durch Sparen in die Zukunft zu transferieren.

Goodfriend hebt erneut die Bedeutung einer ausreichend steilen Zinsstruktur hervor: Eine zu flache Zinsstruktur aufgrund der gesunkenen Langfristzinsen sei problematisch. Wir würden mit der Nullzinsgrenze konfrontiert, da die nominalen

Langfristzinsen seit Mitte der 1990er Jahre in den Industrienationen stark gesunken seien. Es bleibe nur noch sehr wenig zinspolitischer Spielraum: In acht US-Rezessionen seit 1960 senkte die Fed den Leitzins um mindestens 2,5 % unter den nominalen 10-Jahres-Zins, fünfmal sogar um mehr als 3,5 %. Bei einem Zins von 1,5 % für 10-jährige US-Treasuries im Jahr 2016 müsste der Leitzins in nächsten zyklischen Abschwung auf mindestens -1 % oder sogar -2 % gesenkt werden.

Goodfriend ist sich sicher, dass aggressive Negativzinsen direkt bei Ausbruch der Krise die negative Dynamik der Großen Rezession weitgehend verhindert hätten. Nur die Bilanzverlängerung der Zentralbanken habe Schlimmeres vermieden. Er macht jedoch deutlich, Gegner des Quantitative Easing als Ersatz für die Zinspolitik zu sein. Zudem stellt er die Effektivität weiterer Stimuli über eine Bilanzausweitung infrage. Sie berge Risiken auf Kosten der Steuerzahler und treibe die Zentralbanken immer weiter in Richtung zerstörerischer inflationärer Finanzen. Zinspolitik sei für ihn das beste Mittel zur (antizyklischen) Stabilisierung von Beschäftigung und Inflation, dies indem der Leitzins den „natürlichen Zins“ widerspiegeln solle. Zinspolitik greife auch bei kurzen Zentralbank-Bilanzen und sei ohne Kredit- und Zins-Risiken möglich. Sie sei flexibler, interveniere weniger in die Märkte und stabilisiere glaubhaft die Inflation.

Drei Methoden zur Befreiung der Zinspolitik beschreibt Goodfriend:

1. die Abschaffung des Bargelds

Eine Bargeldabschaffung wäre leicht machbar, aber die Bürger wären dagegen, solange sie keinen guten und kostengünstigen mobilen Zugriff auf ihre Einlagen hätten oder elektronische Substitute verfügbar wären.

2. die Einführung eines flexiblen, am Markt sich bildenden Einlagenpreises für Bargeld

Wie schon im Jahr 2000 geht es Goodfriend dabei zunächst um die Absenkung des Interbankenzinses. Solange die Zentralbank nicht einen negativen Zins auf überschüssige Reserven verlange, gebe es eine Nullzinsgrenze für den Interbankenzins. Die Zentralbank zwinge den nominalen Interbankenzins unter null, indem sie eine zeitabhängige „Lagergebühr“ als Einlagen-

zins verlange. Um diese zu vermeiden, wollten die Banken ihre überschüssigen Reserven an andere Banken verleihen, wodurch der Interbankenzins sich dem negativen Einlagenzins angleiche. Diese Vergünstigung von Kreditmitteln übe in einem stark umkämpften Markt sofort Druck auf andere Arten der Kreditrefinanzierung aus, wie Großkundeneinlagen oder Einlagezertifikate. Außerdem würden die Staatsanleiherenditen und die Kreditzinsen sinken. Abhängig von der Tiefe und Dauer der Negativzinsen würden auch die Renditen langlaufender Staatsanleihen unter null sinken. Solange die Negativzinsen nur schwach und nicht von längerer Dauer wären, würden Banken jedoch zögern diese weiterzureichen, um z.B. nicht lukrative Kunden wie die Einleger großer Erbschaften zu vergraulen. Eine vollständig befreite Zinspolitik werde über den sinkenden Interbankenzins jedoch auch die Guthabenzinsen der Geschäftsbanken drücken.

Für die Bargeldabwertung schlägt Goodfriend nicht mehr wie noch 2000 einen Magnetstreifen in den Banknoten vor, sondern setzt nunmehr auch auf eine Wechselkurs-Lösung: Heutzutage erfüllten die Notenbanken jeden Wunsch nach Bargeldein- oder -auszahlungen pari zu den Einlagen. Wenn jedoch der Parikurs entfalle und die Zentralbank den Wechselkurs zwischen Bargeld und Einlagen freigäbe, würden negative Nominalzinsen einen Aufwärtsdruck auf den Einlagenpreis von Bargeld ausüben, die Einlagen würden im Vergleich zum Bargeld über pari liegen. Bargeld wäre dann nicht attraktiver als Einlagen oder andere negativ verzinsten Sicherheiten. Der Preis für Bargeldeinzahlungen würde sich genauso flexibel ergeben wie flexible Wechselkurse zu ausländischen Währungen.

Bislang wehrten die Zentralbanken steigende Bargeldkurse ab, indem sie die Nachfrage vollumfänglich zum Kurs 1:1 bedienen. Von nun an ließe die Zentralbank die umlaufende Bargeldmenge aber nicht mehr vollkommen elastisch, so dass der Wechselkurs nicht mehr bei 1:1 gehalten würde. Stattdessen erhöhte sie die umlaufende Bargeldmenge zukünftig nach einer festen Regel. Die Bargeldwachstumsregel solle Folgendes berücksichtigen: 1. historische Evidenz, die die Bargeldnachfrage zum BIP in Beziehung setzt,

2. die geschätzte Sensitivität des Zinses hinsichtlich der Opportunitätskosten der Nachfrage nach Bargeld im Verhältnis zum BIP und 3. die Wachstumsrate des BIP.

Die Freigabe des Kurses wäre in einer kommenden Krise relativ zügig durchführbar. Dazu müsste nur sichergestellt werden, dass die Steuerverwaltung und Vertragspartner zukünftig nicht Bargeld, sondern Buchgeld als Recheneinheit benutzen. Auch Goodfriend plädiert also nunmehr dafür, dass die Zentralbank den 1:1-Umtausch von Einlagen in Bargeld beendet, statt das Bargeld abzuschaffen. Anders als Agarwal und Kimball, die den Wechselkurs durch die Zentralbank vorgeben lassen wollen, will Goodfriend diesen frei floaten und stattdessen die Zentralbank die Bargeldmenge steuern lassen.

3. die Einführung von elektronischem Bargeld (das mit positiven oder negativen Zinsen belegt werden kann) pari zu den Bankeinlagen

Die Fortschritte in der Bezahltechnologie in Verbindung mit der Ausweitung der Internetverfügbarkeit bieten praktische und günstige Alternativen zum Bargeldgebrauch. Es sei daher vorstellbar, dass eine Zentralbank Bargeld durch elektronisches Geld substituieren. Als unmittelbare Verbindlichkeit der Zentralbank wäre dieses genauso sicher wie Bargeld. Eine Bargeldkarte (ähnlich einer Gutscheinkarte) könnte mit einem anonymen nummerierten Bargeldkartenkonto verknüpft sein. Dadurch würden alle Vorteile von Bargeld geboten, auch Anonymität und Wertaufbewahrung. Neu wäre jedoch, dass die Zentralbank genauso positive oder negative Zinsen auf dieses elektronische Bargeld erheben könnte wie auf die Zentralbankreserven.

Die Befreiung von der Nullzinsgrenze wäre eine sinnvolle Weiterentwicklung der Monetärökonomie, auf deren Weg die Zinspolitik immer mehr von Hindernissen befreit werde, um so Preisstabilität und Vollbeschäftigung gewährleisten zu können, resümiert Goodfriend. Wenn die Nullzinsgrenze komplett entfernt würde, könnte die Bevölkerung endlich in den Genuss der Vorteile einer vollkommen stabilen Kaufkraft des Geldes kommen. Die Idee der Negativzinsen sei gewöhnungsbedürftig, doch es sollte möglich sein, die Bevölkerung von den Vorteilen zu überzeugen.

Eine flexible Zinspolitik brächte mehr Arbeitsplatzsicherheit und mehr Sicherheit für die Altersersparnisse. Wenn es nötig werde, zur Abwendung einer deflationären Rezession zeitweise negative Nominalzinsen einzuführen, sei es Aufgabe der Regulatoren, dafür zu sorgen, dass nicht durch exzessives Leverage und Fristentransformation ein instabiler Kreditzyklus beschleunigt würde. Die Risiken der Fristentransformation würden dadurch entschärft, dass Sparer gewillt sein werden, ihr Geld auf lange Frist anzulegen, wenn die Inflation unter Kontrolle ist.

2.6 Kenneth S. Rogoff: Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound (2017)

Mit „The Curse of Cash“ hat der ehemalige IWF-Chefökonom Kenneth Rogoff 2016 ein ganzes Werk dem Bargeld gewidmet.⁷ Man kann Ben Bernanke nur zustimmen, der es „ein faszinierendes und wichtiges Buch“ nannte (Rogoff 2016b: Buchrücken). Rogoff hatte bereits 1998 in einem Aufsatz davor gewarnt, die neuen großen Euroscheine (100er, 200er, 500er) könnten den 100-Dollar-Schein als Hortungsmedium ablösen und Steuerhinterziehung und andere Kriminalität fördern. (Rogoff 1998a) Im Laufe der Zeit wurde ihm allerdings klar, dass es um weit mehr als Kriminalitätsbekämpfung geht. Im Folgenden soll Rogoffs Aufsatz aus dem „Journal of Economic Perspectives“ vom Sommer 2017 wiedergegeben werden, der seine Hauptaussagen zusammenfasst. Das diesem Beitrag vorangestellte Zitat entstammt diesem Aufsatz, in dem Rogoff von einer „policy angst“ unter Monetärökonomien spricht. Damit macht er die Brisanz der historischen Lage deutlich. Gleichzeitig erstaune es ihn, dass das Thema immer noch stiefmütterlich behandelt wird. Es gebe viel mehr Fachartikel, die sich einfach mit der Nullzinsgrenze abfänden und nach anderen Lösungen suchten (nach dem Motto: „Wir gehen davon aus, dass wir keinen Büchsenöffner haben.“)

Rogoff stellt heraus, dass sich die ZLB-Problematik nicht nur auf einzelne Volkswirtschaften auswirkt, sondern auch die internationale Geldpolitik erschwert. Staaten würden sich gegensei-

tig vor, die Wechselkurse zu manipulieren, weil sie nicht in der Lage seien, die sonst übliche Zinspolitik zu betreiben. Dabei sei die Überwindung der Nullzinsgrenze nicht mehr so schwierig wie zu Keynes' Zeiten. Obwohl Kenneth Rogoff vielen als der Ökonom gilt, der die völlige Abschaffung des Bargelds betreibt, stellt er hier klar: „Es ist nicht einmal nötig, das Bargeld abzuschaffen“ und räumt ein, dass die Erhaltung der Privatsphäre und eines Sicherheitsventils gegen Regulierungen gegen eine komplette Abschaffung spricht. Auch die Aufgabe einer Zahlungsmöglichkeit bei Internet- und Stromausfällen sei gefährlich. „Der Preis wäre zu hoch“, so Rogoff.

Er mahnt an, nicht erst bis zur nächsten Krise zu warten, sondern sofort geeignete Pläne zu entwickeln. Die Nähe der Nullzinsgrenze fordere das konventionelle ökonomische Denken heraus wie das Schwarze Loch die Physik und sie berge Gefahren:

- Als unverantwortlich geltende Haushaltspolitik könne verantwortungsvoll werden.
- Strukturreformen könnten nunmehr kontraproduktiv wirken.
- Es könne zu einem Mangel an sicheren Vermögenswerten kommen.
- Die erreichte Preisstabilität drohe zugunsten eines Inflationsziels von 4% aufgegeben zu werden.

Janet Yellen habe 2016 argumentiert, dass die nächste Rezession mit den erprobten Mitteln der Forward Guidance und des Quantitative Easing effektiv bekämpft werden könnte – überzeugende Beweise sieht Rogoff dafür jedoch nicht. Neben QE, Forward Guidance und höheren Inflationszielen könnten keynesianische fiskalische Konjunkturprogramme hilfreich sein. Überraschenderweise könnten dagegen Strukturreformen wie Wettbewerbsförderungs- und Monopolbekämpfungs-Maßnahmen auf Güter- oder Arbeitsmärkten am Zero Bound durch Preissenkungen gefährlich deflationsfördernd wirken. Rogoffs Fazit: „Alles, was die Inflationserwartungen steigert, ist hilfreich, da ein niedrigerer Realzins sich positiv auf die Gesamtnachfrage auswirkt.“ Wie Goodfriend – aber im Gegensatz zu Buiter – sieht Rogoff die quantitative lockere Geldpolitik

dennoch kritisch. Die Bank of Japan habe selbst mit Helicopter Money keine besonders starken Effekte mehr erzielt. In dieser Situation werde es zum Problem, dass Zentralbanken keine fiskalischen Maßnahmen ergreifen dürften. Den Ankauf von privaten Aktien und Anleihen, der als fiskalisches QE bezeichnet werden kann, sieht Rogoff wie Goodfriend und Buiter äußerst kritisch. Bei einer gezielten Kreditvergabe an Private würden Garantien durch Steuerzahler missbraucht, um private Firmen zu subventionieren.

Neben den bereits bekannten Lösungsvorschlägen zur Erreichung effektiver Negativzinsen führt Rogoff als vierten Weg an, man könne das Horten großer Bargeldmengen verteuern, z.B. durch die Abschaffung großer Scheine. Die komplette Abschaffung des Bargelds wie auch eine (positive oder negative) Verzinsung von Bargeld beurteilt Rogoff als „nicht wirklich umsetzbar“. Zwar habe Goodfriend 2000 die Idee des „Außen-seiter-Ökonomen“ Gesell durch den Vorschlag modernisiert, das Bargeld mit Magnetstreifen zu versehen. Abgesehen von den damit verbundenen Kosten und der nötigen Infrastruktur wäre es jedoch für die Bevölkerung schwer zu erkennen, wie lange ein Schein unterwegs war und welcher Abschlag erforderlich wäre. Rogoff ist mehr angetan von dem Wechselkurs zwischen Bargeld und Zentralbankgeld. Die Idee, ein Land habe zwei verschiedene Währungen mit einem internen Wechselkurs, erscheine zunächst unplausibel, sei aber nicht so schwer zu verstehen.

Die Menschen lehnen Negativzinsen ab, ist auch Rogoff überzeugt. Zwar hätten alle bereits reale negative Zinsen durch Inflation erlebt, aber nominale Negativzinsen seien psychologisch etwas anderes. Die Erfahrungen in Europa hätten gezeigt, dass die negativen Zinsen an Pensionsfonds und Versicherungen weitergegeben werden konnten, man sich an Privatkunden aber kaum herantraute. Um die Ablehnung zu reduzieren, ist auch Rogoff bereit, das Negativzins-Konzept aufzuweichen: Kleinkunden könnten ausgenommen werden. Die Geschäftsbanken könnten dafür von der Zentralbank oder dem Finanzministerium kompensiert werden (z.B. bis 1.000 Dollar pro Person). „Es geht um geldpolitische Stabilität, nicht um eine Einnahmequelle!“, so Rogoff.

Negativzinsen machten andere Maßnahmen unnötig und nähmen den Druck von den Zentralbanken, ihre Bilanzen stark verlängern, gezielte Kredite vergeben oder sogar fiskalische Maßnahmen ergreifen zu müssen. Sie würden somit ihre Unabhängigkeit stärken.

3 Anmerkungen aus geld-reformerischer Sicht

3.1 Anmerkungen zur Zinstheorie

Alle modernen Negativzins-Ökonomen teilen die Auffassung, dass die Zentralbanken nicht mit einer Anhebung der kurzfristigen Leitzinsen die wirtschaftlichen Probleme lösen und die langfristigen Renditen wieder erhöhen können. Die sinkenden Langfristrenditen haben jedoch zu einer flachen Zinsstruktur geführt, die es immer unattraktiver gemacht hat, überschüssige Gelder zu investieren oder langfristig festzulegen. Die weitere Realkapitalbildung und damit auch die Mehrung des gesamtgesellschaftlichen Wohlstands unterbleibt. Stattdessen lassen Konjunktur und Beschäftigung nach. Die krisenhafte Entwicklung hat zu einer neuen akademischen Beschäftigung mit Wicksells Theorie des „natürlichen“ Zinses wie auch mit Keynes' Theorie des „neutralen“ bzw. „optimalen“ Zinses geführt.

Keynes' Liquiditätspräferenztheorie, aus der der neutrale Zins als Gleichgewichtszins hervorgeht, basiert auf Silvio Gesells eigenständiger Zinstheorie, die sich letztlich auf die Schaffung einer konstanten und ausreichend steilen Zinsstruktur richtet, die durch die Absenkung des kurzfristigen Nominalzinses in den negativen Bereich erreicht werden kann. Ohne diese Maßnahme bleibt der Realkapitalzins abhängig vom Urzins, der nicht durch Angebot und Nachfrage bestimmt wird. Der Urzins wird im Tausch Geld gegen Waren von diesen erhoben, weil der Geldinhaber den Tausch gestatten oder untersagen kann.

„Beim Zins der Realkapitalien dagegen handelte es sich nicht um einen Tausch, sondern um ein Darlehen. Der Grundbesitzer verleiht den Boden an den Pächter, der Hausbesitzer verleiht das Haus an den Mieter; der Fabrikant verleiht die Fabrik an die Arbeiter; der Bankier verleiht das Geld an den Schuldner – aber der Kaufmann, der

den Zins von den Waren erhebt, verleiht nichts, er tauscht. Der Pächter, der Mieter, der Arbeiter, der Schuldner geben zurück, was sie erhalten haben; der Kaufmann erhält für sein Geld etwas von Geld ganz Verschiedenes. Darum hat auch der Tausch mit dem Darlehen nichts gemein, darum aber auch wird der Urzins von ganz anderen Umständen beeinflusst, als der Zins der Realkapitalien. Und eigentlich müsste man ganz davon abgehen, diese beiden so verschiedenen Dinge mit dem gleichen Worte Zins zu bezeichnen.“ (Gesell 1916: 394)

Keynes sprach daher von einer „Liquiditätsprämie“, die sich im Zins wiederfindet. Denn den Verzicht auf die Liquiditätsprämie lassen sich die Anleger im Zins vergüten. Wenn diese Vergütung unterbleibt, kann das Geld, unser von allen benötigtes Zahlungsmittel, in seiner heutigen Verfassung wie kein anderer Vermögensgegenstand⁸ kostenfrei zurückgehalten (gehortet) und so für Spekulationszwecke missbraucht werden. Die Kreditzinsen können nicht marktgerecht sinken, so dass Investoren, die Arbeitslosigkeit und Unterbeschäftigung beseitigen würden, nicht an die benötigten Nullzins- oder Negativzins-Kredite kommen.

Gesell ging es darum, die Vorteile des Geldes, die Liquiditätsprämie, dauerhaft durch – den Geldhaltern für Dauer und Volumen ihrer Geldhaltung auferlegte – Kosten zu neutralisieren. Der so geschaffene Impuls, das Geld zeitnah entweder auszugeben, zu investieren oder längerfristig anzulegen, würde das Geld aus den Horten treiben, damit den Umlauf des herausgegebenen Geldes zunächst erhöhen und danach verstetigen. Dadurch würde die Hürde des Urzinses, der die Renditeforderungen aller wirtschaftlichen Unternehmungen künstlich erhöht, überwunden. Die dann mögliche weitere Mehrung des Realkapitals würde mit der Zeit alle Zinsen und Renditen in der Wirtschaft senken und sehr viele Unternehmungen könnten zukünftig „wirtschaftlich“ durchgeführt werden, die heute als „unrentabel“ unterbleiben oder aufgrund der systemischen Benachteiligung zur (Selbst-)Ausbeutung führen und ständig von Insolvenz bedroht werden.

Keynes hatte diesen Kern der Gesellschen Idee in seiner Bedeutung tiefer erfasst als die heu-

tigen Ökonomen. Gesell habe seine Theorie weit genug entwickelt, „um zu einem praktischen Schluss zu kommen, der den Kern dessen in sich tragen mag, was notwendig ist (...). Er legt dar, dass die Vermehrung von Realkapital durch den Geldzinssatz aufgehalten wird, und dass, wenn dieses Hemmnis beseitigt würde, die Vermehrung von Realkapital in der modernen Welt so rasch sein würde, dass ein Geldzinssatz von Null wahrscheinlich zwar nicht sofort, aber doch innerhalb einer verhältnismäßig kurzen Zeit gerechtfertigt sein würde. Die Hauptnotwendigkeit ist somit eine Senkung des Zinssatzes, und dies, hebt er hervor, kann dadurch erreicht werden, dass man veranlasst, dass das Geld Lagerhaltungskosten bedingt, genau wie andere Vorräte unproduktiver Güter.“ (Keynes 1936: 301)

Zur Höhe des angestrebten Negativzinses – und dieser ist der neutrale bzw. optimale Zins, der Ersparnisse und Investitionen im Gleichgewicht hält und gleichzeitig Vollbeschäftigung gewährleistet (!) – macht Keynes folgende Aussage: „Nach meiner Theorie sollte er ungefähr gleich dem Überschuss des Geldzinssatzes ... über diejenige Grenzleistungsfähigkeit des Kapitals sein, die einem Volumen neuer Investitionen entspricht, das mit Vollbeschäftigung vereinbar ist. Die von Gesell tatsächlich vorgeschlagene Gebühr war 1 Promille pro Woche, gleich 5,2% im Jahr. Dies würde unter bestehenden Verhältnissen zu hoch sein, aber die richtige Zahl, die von Zeit zu Zeit geändert werden müsste, könnte nur durch Versuch und Irrtum erreicht werden.“ (Keynes 1936: 302)

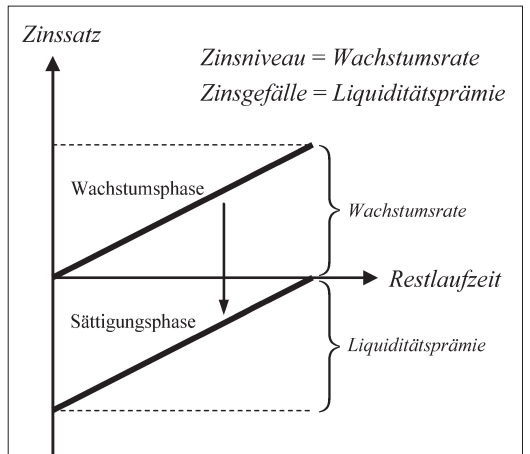
Keynes hielt Gesells Lösungsvorschlag in der vorgeschlagenen Form des umständlichen Beklebens von Geldscheinen mit Marken seinerzeit für „nicht durchführbar“. Daher setzte er zur notwendigen „Angleichung der Konsumneigung an die Anreize zur Investition“ stattdessen auf die Ausdehnung der Aufgaben der Regierung (Keynes 1936: 321f). D. h. die Staaten sollten in die Bresche springen.⁹ Dieser fiskalpolitische Keynesianismus durch Variation von Staatseinnahmen und Staatsausgaben ist unter Inkaufnahme der daraus resultierenden zunehmenden Staatsverschuldung und Inflation über Jahrzehnte hinweg praktiziert worden – bis um die Jahrtausend-

wende international anerkannte Ökonomen den geldpolitischen Keynesianismus wiederentdeckten (Buiter und Panigirtzoglou 1999; Goodfriend 2000; vgl. auch van Suntum 2009, der für einen „Keynesianismus 2.0“ plädiert). Es war ein Fehler, dass Keynes lange Zeit auf Fiskalpolitik reduziert wurde, während sein Hauptwerk sich doch mit Beschäftigung, Zins und Geld befasste. „Seit Keynes ist bekannt, dass die Nullgrenze die Argumente für einen fiskalischen Stimulus über das hinaus erhöhen kann, was gerechtfertigt wäre, wenn die Geldpolitik nicht gelähmt wäre“, meint Rogoff (2017: 55). Nun sollte endlich die geldpolitische Lähmung beseitigt werden. Auch Rogoff findet es an der Zeit, „dass Ökonomen aufhören, so zu tun, als ob die Umsetzung effektiver negativer Zinssätze heute so schwierig wäre, wie es zu Keynes’ Zeiten schien“ (2017: 48).

Ebenso kommt Goodfriend zu dem Schluss, dass die Zentralbanken heute noch nicht den negativen nominalen Zins durchsetzen, den sie brauchen, um das Preisniveau und die Beschäftigung zu stabilisieren; dies, obwohl er 2016 überwiegend eine irrelevante Zinstheorie des Konsumverzichts und Vorsorgesparens vertritt. Als Sparen im eigentlichen Sinne kann nur bezeichnet werden, wenn zugunsten langfristiger Geldanlagen auf Liquidität verzichtet wird. Eben dies ist heute nicht der Fall. Aufgrund der geldpolitisch tolerierten Liquiditätspräferenz der Geldhalter, die unsere gesamte finanzielle Infrastruktur blockiert, können die Kreditzinsen (ohne außergewöhnliche Eingriffe der Zentralbanken) nicht marktgerecht sinken. Die Liquiditätsprämie verhindert das Sich-Einstellen „natürlicher“ (besser: marktgerechter) Gleichgewichtszinsen.¹⁰ Mit dem Festhalten an Wicksells Konzept des „natürlichen Zinses“ fallen Goodfriend und andere Ökonomen hinter die Erkenntnis von Keynes in dessen „Allgemeiner Theorie“ zurück, wonach es nur um den einen, den optimalen Zins geht, der Vollbeschäftigung ermöglicht. Und dieser muss negativ sein, damit die langfristigen Kreditzinsen – ohne inflationäre Manipulation der Geldmenge – auf einem Niveau liegen, das Vollbeschäftigung erlaubt.

Hauptziel der heutigen Negativzins-Ökonomen ist es, ein Mittel zu haben, um die Wirtschaft in

einer beginnenden Rezession weiterhin durch Zinssenkungen stimulieren zu können. Sie sehen Negativzinsen auf Geld (noch) nicht wie Gesell und Keynes als Standardpolitik. Letzteren ging es nicht um Stimulierung, sondern darum, endlich eine Lücke in der klassischen Theorie zu füllen und permanent „die Natur der Umwelt [besser: die Bedingungen des Zinsumfelds, d. Verf.] zu bestimmen, die das freie Spiel der wirtschaftlichen Kräfte erfordert, wenn es die vollen Möglichkeiten der Produktion verwirklichen soll.“ (Keynes 1936: 320) Das freie Spiel der Kräfte erfordert ein neutrales Geld. Eine moderne Adaption von Gesell und Keynes (die auch eine Brücke zu den Monetaristen baut) besteht in der „Optimalen Liquidität“, die Norbert Olah, Thomas Huth und Dirk Löhr vorgeschlagen haben: „Eine neutralisierte Liquidität ist gleichbedeutend mit einer normalen Zinsstrukturkurve, welche die Liquiditätsprämie als Steigung hat.“ Demnach sind die Kosten der Liquidität in der Wachstumsphase reine Opportunitätskosten, die den entgangenen Zinserträgen entsprechen, in der Sättigungsphase jedoch zunehmend reale Kosten in Form von Negativzinsen. Mit der Aufrechterhaltung einer hinreichend steilen Zinsstruktur kann eine Liquiditätsfalle nicht mehr auftreten. (Vgl. Olah, Huth und Löhr 2010: 4)



Optimale Zinsstruktur nach Olah, Huth und Löhr

Buiter und Panigirtzoglou äußern Zweifel bezüglich der Beeinflussbarkeit der realen Zinsen

durch die Geldhaltesteuer. Aufgrund der „Endogenität der Inflationsrate“ wäre die Fähigkeit der Währungsbehörden, den langfristigen Realzinsatz zu beeinflussen, zweifelhaft. Dies weist darauf hin, dass der Einfluss von Gesells Vorschlag auf die Inflationsentwicklung noch nicht ausreichend verstanden und untersucht wird. Zwar ging Gesell – nach Verstetigung der Umlaufgeschwindigkeit des Geldes durch die Geldhaltegebühr – von einer reinen Geldmengensteuerung durch die Währungsbehörde aus; diese sollte jedoch lediglich dazu dienen, Preisniveaustabilität zu gewährleisten, und stünde durchaus im Einklang mit einem marktendogen bestimmten Geldangebot.¹¹ Gesell kann, muss aber nicht als Quantitätstheoretiker gelesen werden, seine eigenständige Zinstheorie weist deutlich darüber hinaus.

Gesells und Keynes' Erkenntnisse werden missachtet, wenn die Zentralbank – statt eines negativen – einen positiven nominalen Zins auf Zentralbankguthaben berechnet. Eine positive „Verzinsung“ von Zentralbankguthaben und Bargeld besteht bereits heute durch die Liquiditätsprämie. Vorschläge zur Zahlung einer positiven nominalen Geldrendite bauen auf früheren ökonomischen Diskussionen auf, die darauf abzielten, eine „optimale Geldmenge“ im Sinne des Konzepts von Milton Friedman zu erreichen. Eine kritische Synthese des Monetarismus mit der keynesianischen Liquiditätstheorie haben wiederum Olah, Huth und Löhr (2012) vorgenommen. Sowohl Milton Friedmans Idee, das Wohlfahrtsoptimum durch eine Deflation erreichen zu wollen, als auch der alternative Vorschlag eines positiven Zinses auf Bargeld müssen ihnen zufolge verworfen werden. Erst die Integration der Liquiditätsprämie ermögliche eine optimale Liquidität mit einer optimalen Geldnutzung.

Goodfriend ging im Jahr 2000 davon aus, die Geldhaltesteuer würde eher akzeptiert, wenn die technischen Einrichtungen im Vorfeld einer Krise, wenn die kurzfristigen Zinsen noch positiv sind, genutzt würden, um positive Zinsen auf Reserven und Bargeld zu zahlen. Die Fed, deren Reserven bis dahin immer unverzinst waren, hat dann tatsächlich 2006 die Zahlung von Zinsen auf Zentralbank-Einlagen in Aussicht gestellt,

was im Oktober 2008 durch den Emergency Economic Stabilization Act in Kraft trat. Seither versucht die Fed, ihren Leitzins durch die beiden Einlagenzinssätze IORR (auf Mindestreserven) und IOER (auf Überschussreserven) zu steuern, d.h. diese Zinssätze werden mit der Target Rate angehoben (aktuell +2,4 %). Die Fed hält so nicht nur die Geldmarktzinsen auf einem hohen Niveau, sondern drosselt auch die Inflation (indem sie Liquidität aus dem Markt nimmt) und stützt Banken.¹²

Die Äußerungen von US-Notenbankchef Jerome Powell nach der Fed-Sitzung Ende Januar 2019 sind auch in diesem Licht zu sehen. In einer Stellungnahme zur Steuerung der Bilanzsumme äußerte Powell, man habe nicht vor, die Überschussliquidität auf ein historisches Normalniveau abzusenken. Vielmehr sei die Überschussliquidität „für den Bankensektor stabilisierend“, sie sei ein „sicheres Asset“. Folgerichtig kritisieren mittlerweile (mit zehn Jahren Verspätung!) auch deutsche Bankenvertreter einen eklatanten Wettbewerbsnachteil europäischer Banken: Während Banken in der Eurozone 2018 aufgrund des negativen Einlagenzins von -0,4 % 7,5 Milliarden Euro an die EZB überweisen mussten, bekamen die Banken in den USA von der Fed Zinsen in Höhe von 43 Milliarden Dollar (rund 38 Milliarden Euro) für ihre Einlagen gutgeschrieben. „Das ergibt eine Differenz von rund 50 Milliarden zu Ungunsten europäischer Banken“, so Christian Ossig, Geschäftsführer des Bundesverbandes Deutscher Banken. Für die Zeit von 2014 bis Ende 2019 errechnet der Verband sogar einen Zinsvorteil für die US-Banken von rund 100 Milliarden Dollar. Ossig und andere fordern deswegen, die EZB müsse den Negativzins schleunigst zurücknehmen (vgl. Obertreis 2019).

Aus makroökonomischer Sicht ist diese Forderung jedoch völlig unsinnig, weil die Negativzinsen ökonomisch gebraucht werden. Statt einer Abschaffung sollte daher gefordert werden, dass die Fed ebenfalls einen negativen Einlagenzins einführt. Dadurch könnte nicht nur ein fairerer Wettbewerb ermöglicht, sondern auch die Stabilität des weltweiten Finanzsystems erhöht werden.

3.2 Anmerkungen zu den technischen Umsetzungsvorschlägen

Negativzinsen auf Zentralbankguthaben lassen sich problemlos technisch umsetzen, wie die Erfahrungen in Europa und Japan gezeigt haben. Technisch steht auch einer Weitergabe der Negativzinsen an die Einleger der Geschäftsbanken nichts im Wege. Etwas schwieriger gestaltet sich nur eine Lösung für die Einführung eines negativen Bargeldzinses, damit die Weitergabe an die Einleger nicht mehr durch drohende Bank Runs erschwert wird und die Negativzinsen ausreichend tief in den negativen Bereich gehen können. Bisher müssen sie an der effektiven Zinsuntergrenze Halt machen. In diesem Beitrag wurden verschiedene Ansätze zur notwendigen Einbeziehung des Bargelds in die Negativzinspolitik vorgestellt. Erreicht werden kann eine Steuer auf Bargeld durch

- kostenpflichtiges Markenkleben, Abstempeln oder periodischen Umtausch (Buiter und Panigirtzoglou 1999, 2003)
- Magnetstreifen in Geldscheinen, die den Negativzins berechnen (Goodfriend 1999, 2000)
- Schaffung einer parallelen virtuellen Währung mit Wechselkurs zum Bargeld (Davies 2004, Buiter 2004)
- einen variablen Bargeld-Wechselkurs zwischen Geschäftsbanken und Zentralbank (Agarwal und Kimball 2015)
- Freigabe des Bargeld-Buchgeld-Wechselkurses durch limitierte Bargeldmengenausweitung anhand einer festen Regel (Goodfriend 2016).

Agarwal und Kimball unterscheiden dabei zwei ideengeschichtliche Stränge: die direkte Besteuerung der Geldeinheiten (nach Gesell) und die Trennung der Recheneinheits- und Zahlungsmittelfunktion durch einen Wechselkurs zwischen „elektronischem Geld“ und Bargeld (nach Eisler). Die beiden Richtungen könnten auch dadurch klassifiziert werden, dass zwischen zwei Komponenten der nominalen Rendite von Bargeld unterschieden werde: die Dividendenrendite und die Kapitalzuwachsrate bzw. der Kursgewinn. Sie beschreiben die nominale Bargeldrendite wie folgt:

$$\text{Rendite} = \text{Dividendenrendite} + \text{Kapitalzuwachsrate bzw.}$$

$$\text{Rendite} = \text{Dividendenrendite} + \text{Kursgewinn}$$

Vorschläge im Sinne von Gesell (1906) und Goodfriend (2000) zielten auf die Dividendenrendite ab, um eine negative Rendite auf Bargeld zu generieren. Vorschläge im Sinne von Eisler (1932), Buiter (ab 2004) und ihre eigene Arbeit zielten auf die Kapitalzuwachsrate ab. Ein Vorteil von Mechanismen, die auf die Kapitalzuwachsrate (oder gleichbedeutend: den Kursgewinn) abzielten, bestehe darin, dass sie sich indirekt auf die gewöhnlichen Transaktionen von Haushalten auswirken. Dies erhöhe die politische Machbarkeit solcher Vorschläge im Vergleich zu denjenigen, die auf die Dividendenrenditen abzielten (Agarwal und Kimball 2015: 5).

Die Wechselkurs-Lösung birgt aus Gesellschaftlicher Sicht die Gefahr, je nach Ausgestaltung möglicherweise nicht dauerhaft die komplette Liquiditätsprämie zu neutralisieren.¹³ So wollen Agarwal und Kimball mit ihrem Vorschlag zwar bewirken, dass sich der Negativzins auf Bargeld über das ganze Finanzsystem ausweitet, halten aber einen Abschlag im Einzelhandel (bei den Endverbrauchern) für nicht zwingend. Im Einzelhandel, der auch heute schon Bargeld- und Kartenzahlungen parallel akzeptiert, würden oft beide Zahlungsarten 1:1 behandelt, obwohl für die Kartenzahlungen Gebühren anfallen. Diese Sicht blendet aus, dass auch diese Gebühren als Kosten an die Kunden weitergeben werden müssen, was sich in erhöhten Preisen niederschlägt. Müsste der Einzelhändler bei seiner Hausbank zudem Gebühren für die Bargeldeinzahlung bezahlen, würde er auch diese Kosten weitergeben müssen. Allgemeine, undifferenzierte Preiserhöhungen wären aber keinesfalls im Sinne Gesells.

Auch Rogoff ist bereit, das Negativzins-Konzept aufzuweichen, um die befürchtete Ablehnung zu reduzieren: Kleinkunden könnten ausgenommen werden. „Es geht um geldpolitische Stabilität, nicht um eine Einnahmequelle!“, so Rogoff. Damit hat er zwar Recht, aber aus Gesellschaftlicher Sicht geht es in letzter Konsequenz darum, jeden Geldhalter volumen- und zeitabhängig mit Kosten zu belasten, damit er sein Geld ausgibt, investiert oder längerfristig anlegt (= spart). Nur so kann die Konjunktur stabilisiert werden. Die von den vorgestellten Ökonomen

vermutete regressive Wirkung einer Geldsteuer kehrt sich bei genauerer Betrachtung ins Gegenteil: Zwar halten ärmere Haushalte einen vergleichsweise größeren Teil ihres Vermögens in bar, dieser scheinbare Nachteil wird aber durch die mit der Geldhaltegebühr erreichten vielfältigen wirtschaftlichen Verbesserungen mehr als ausgeglichen.¹⁴

Starke Widerstände werden (berechtigterweise) insbesondere gegen eine völlige Abschaffung des Bargelds erwartet. Tatsächlich erscheint die Abschaffung der großen Scheine zunächst als der pragmatischste Weg in einer Übergangszeit.¹⁵ Für Normalbürger/innen ist dadurch keine Einschränkung ihrer Freiheit zu befürchten, massive Bargeldhortung würde jedoch spürbar erschwert. Um eine völlige Bargeldabschaffung zu vermeiden und dennoch eine positive wirtschaftliche Entwicklung zu fördern, sollte jedoch mittelfristig eine Bargeldhortungsgebühr eingeführt werden. Bargeld kann dann weiterhin beliebig genutzt, aber nicht kostenfrei für längere Zeit dem Wirtschaftskreislauf entzogen werden. Bei einem ohnehin rückläufigen Bargeldgebrauch könnten bei der verbleibenden Menge zu Gunsten des Erhalts der anonymen Zahlungsmöglichkeit durchaus kleine Unannehmlichkeiten wie das Kleben von Marken (wie bei Regionalgeldern üblich, vgl. Gelleri 2006), der Blick auf eine aufgedruckte Abwertungstabelle (vgl. Gesell 2016: 98-105) oder aber einfachere Lösungen mit Ablaufdatum (vgl. T. Seltmann in diesem Heft) hinnehmbar und praktikabel erscheinen. Auch eine anonyme Geldkarte statt Papiergeld wäre eine gute Lösung.

3.3 Schlussbemerkungen

Abschließend sei angemerkt, dass Gesell und Keynes sich von der Negativzinspolitik insbesondere auch positive Auswirkungen für den Weltfrieden versprochen.¹⁶ Die Nationen sollten lernen, „sich durch ihre inländische Politik Vollbeschäftigung zu verschaffen“: „Internationaler Handel würde aufhören das zu sein, was er ist, nämlich ein verzweifelttes Mittel, um die Beschäftigung im Inland durch das Aufzwingen von Verkäufen in fremden Märkten und die Einschränkung von Käufen aufrechtzuerhalten, der,

wenn er erfolgreich ist, lediglich das Problem der Arbeitslosigkeit auf den Nachbarn schiebt, der im Kampf unterliegt“. (Keynes 1936: 323)

Nach Gesell ist die „eherne Forderung des Friedens“, dass alle aus Geldbesitz und Bodeneigentum entstehenden Vorrechte – Geldzins und Bodenrente – fallen müssen. Sonst treten die üblichen Mechanismen immer wieder auf: „Um neue Reibungsflächen zu schaffen, werden Grenzzölle erhoben. Die nationalen Grenzen werden möglichst scharf betont. Von jenseits der Grenze wird der Angriff mit Abwehrzöllen beantwortet. Zollkrieg. Die Kaufleute und Unternehmer haben kein Interesse mehr an der Erhaltung des Friedens. Die beste Vorbereitung für den Kriegsgeist.“ (Gesell 1924: 268)

Silvio Gesell hatte die drei monetären Entwicklungsschritte – Aufgabe der Goldbindung, freie Wechselkurse und die Ermöglichung von Negativzinsen durch eine Geldhaltegebühr – bereits vor über 100 Jahren gedanklich vorweggenommen und eingefordert. Die Goldbindung und die festen Wechselkurse wurden bereits abgeschafft. Auch seine wichtigste Forderung: den Umlauf des Geldes zu verstetigen, indem die Geldhaltung mit Kosten verbunden wird, sollte nun umgesetzt werden. Die Neutralisierung der Liquiditätsprämie des Geldes ist die Voraussetzung für die geldpolitische Durchsetzung des Keynes'schen neutralen Gleichgewichtszinses, der Vollbeschäftigung und wirtschaftliche Stabilität ermöglicht und dadurch den Frieden sichern hilft.

Literatur

- Agarwal, Ruchir und Miles Kimball (2015): Breaking Through the Zero Lower Bound. IMF Working Paper 15/224. Washington, DC: International Monetary Fund.
- Agarwal, Ruchir und Signe Krogstrup (2019): Cashing In: How to Make Negative Interest Rates Work, IMF-Blog Eintrag vom 05. 02.2019. Eingesehen am 21.03.19. <https://blogs.imf.org/2019/02/05/cashing-in-how-to-make-negative-interest-rates-work/>
- Braunberger, Gerald (2017): Geld oder Zins? – Eintrag im Wirtschaftsblog der Frankfurter Allgemeinen Zeitung am 21. August 2017. Eingesehen am 10.04.2019. <https://blogs.faz.net/fazit/2017/08/21/geld-oder-zins-9007/>
- Buiter, Willem H. und Nikolaos Panigirtzoglou (1999): Liquidity Traps – How to Avoid Them and How to Escape Them. NBER Working Paper Series 7245, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
- Buiter, Willem H. und Nikolaos Panigirtzoglou (2003): Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates with Negative Interest

- on Currency: Gesell's Solution, in: *The Economic Journal* 113 (490): 723-746.
- Buiter, Willem H. (2004): Overcoming the Zero Bound: Gesell vs. Eisler. Discussion of Mitsuhiro Fukao's: 'The Effects of 'Gesell' (Currency) Taxes in Promoting Japan's Economic Recovery', 1. Fassung anlässlich der Konferenz Macro/Financial Issues and International Economic Relations: Policy Options for Japan and the United States, Ann Arbor, MI (22.-23. Oktober 2004). Bearbeitete Fassung vom 9. April 2005. Eingesehen am 15.03.2019. - <https://willembuiter.com/fukao.pdf>
 - Fuders, Felix (2016): Warum die Wirtschaftswissenschaft umdenken muss – Ein Plädoyer für Negativzinsen. Unveröffentlichter Vortrag gehalten am 12. September bei der INWO in Dortmund.
 - Fukao, Mitsuhiro (2005): The effects of 'Gesell' (currency) taxes in promoting Japan's economic recovery, in: *International Economics and Economic Policy* 2(2-3): 173-188.
 - Gelleri, Christian (2006): Regionalentwicklung mit Regiogeld. Vorlesung an der Technischen Universität München im Rahmen des Kolloquiums 'Technik und Ethik' (23. Mai). Eingesehen am 22.4.2019 - https://www.chiemgauer.info/fileadmin/user_upload/Theorie/GelleriTUMuenchen2006.pdf
 - Gesell, Silvio (1906): Die Verwirklichung des Rechts auf den vollen Arbeitsertrag, Les Hautes Geneveys und Leipzig: Selbstverlag. Nachgedruckt in: *Gesammelte Werke Band 4*. Lütjensburg: Verlag für Sozialökonomie (1989).
 - Gesell, Silvio (1916): Die Natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld, 2. Aufl., Les Hautes Geneveys: Selbstverlag. Nachgedruckt in: *Gesammelte Werke Band 9*. Lütjensburg: Verlag für Sozialökonomie (1994).
 - Gesell, Silvio (1924): Aufbau und Abbau des Staates, in: *Frei-Deutschland 1924(2)*. Nachgedruckt in: *Gesammelte Werke Band 15*. Lütjensburg: Verlag für Sozialökonomie (1991).
 - Goodfriend, Marvin (2000): Overcoming the Zero Bound on Interest Rate Policy, Vortrag bei der Fed-Konferenz "Monetary Policy in a Low-Inflation Environment" vom 18.-20. Oktober 1999 in Woodstock. Federal Reserve Bank of Richmond Working Paper Series 00-03. Richmond: Federal Reserve Bank of Richmond.
 - Goodfriend, Marvin (2016): The Case for Unencumbering Interest Rate Policy at the Zero Bound, Rede beim Jackson Hole Economic Policy Symposium der Federal Reserve Bank of Kansas City in Jackson Hole, Wyoming (26. August 2016).
 - Heider, Florian, Marie Hoerova und Cornelia Holthausen (2009): Liquidity Hoarding and Interbank Market Spreads – the Role of Counterparty Risk. ECB Working Paper Series 1126. Frankfurt: European Central Bank.
 - Keynes, John Maynard (1930): *A Treatise on Money*, London: Macmillan.
 - Keynes, John Maynard (1936): *Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes*. 10., verbesserte Auflage. Berlin: Duncker & Humblot (2006).
 - Kimball, Miles (2016): Negativzinspolitik als konventionelle Geldpolitik, in: *Zeitschrift für Sozialökonomie* 188./189. Folge, 25-37.
 - Kromphardt, Jürgen und Stephanie Schneider (o.D.): Erläuterungen zum Aufbau der „Allgemeinen Theorie“, auf der Website der Keynes-Gesellschaft. Eingesehen am 4.4.2019. <https://keynes-gesellschaft.de/the-general-theory-1936/erlaeuterungen-zum-aufbau-der-allgemeinen-theorie/>
 - Krugman, Paul (1998): It's Baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap, in: *Brookings Papers on Economic Activity* 29(2): 137-206.
 - Obertreis, Rolf (2019): Deutsche Banken leiden unter Strafzinsen, in: *Tagesspiegel* 24.01.2019. Eingesehen am 02.04.2019. - <https://www.tagesspiegel.de/wirtschaft/ezb-deutsche-banken-leiden-unter-strafzinsen/23905498.html>
 - Olah, Norbert, Thomas Huth und Dirk Löhr (2010): Geldpolitik mit optimaler Zinsstruktur. University of Lüneburg Working Paper Series in Economics 160, Lüneburg: Leuphana Universität.
 - Olah, Norbert, Thomas Huth und Dirk Löhr (2012): Monetarismus mit Liquiditätsprämie – Von Friedmans optimaler Inflationsrate zur optimalen Liquidität. University of Lüneburg Working Paper Series in Economics 238, Lüneburg: Leuphana Universität.
 - Olah, Norbert und Dirk Löhr (2015): Update des monetären Betriebssystems, in: *Fairconomy* 2015(2): 12-15.
 - Riese, Hajo (1999): Stabilitätspolitik in einem dollar-euro-zentrierten Weltwährungssystem, in: Wilhelm Nölling, Karl A. Schacht-schneider und Joachim Starbatty (Hg.): *Währungsunion und Weltwirtschaft*. Festschrift für Wilhelm Hankel zum 70. Geburtstag, 361-374. Stuttgart: Lucius & Lucius.
 - Rogoff, Kenneth S. (1998a): Foreign and Underground Demand for Euro Notes: Blessing or Curse?, in: *Economic Policy* 26: 263-303.
 - Rogoff, Kenneth S. (1998b): Comment on Paul Krugman, "It's baaack: Japan's Slump and the Return of the Liquidity Trap". *Brookings Papers on Economic Activity* 2: 194-199.
 - Rogoff, Kenneth S. (2016a): *The Curse of Cash*, Princeton: University Press.
 - Rogoff, Kenneth S. (2017): Dealing with Monetary Paralysis at the Zero Bound, in: *Journal of Economic Perspective* 31(3): 47-66.
 - Seltmann, Thomas (2019): Geld mit Ablaufdatum – Wie sich eine Liquiditätsgebühr auf Bargeld praktisch realisieren ließe, in: *Zeitschrift für Sozialökonomie* 200. Folge: 15-22.
 - Suhr, Dieter (1983): Geld ohne Mehrwert – Entlastung der Marktwirtschaft von monetären Transaktionskosten. Frankfurt am Main: Fritz Knapp Verlag. Auf der Website https://www.dieter-suhr.info/files/luxe/Downloads/Suhr_Geld%20ohne%20Mehrwert.pdf
 - Suntum, Ulrich van (2009): Mit Negativzinsen aus der Rezession, *Ökonomenblog* 28.07.2009. Eingesehen am 29.03.2019. - <https://www.insm-oekonomenblog.de/1487-konjunkturzins-statt-nutzlose-projekte/>
 - Wenzlaff, Ferdinand (2019): Robert Eisler und die virtuelle Parallelwährung, in: *Zeitschrift für Sozialökonomie* 200. Folge: 44-54.
 - Wicksell, Knut (1898): Geldzins und Güterpreise: eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen. Jena: G. Fischer. Eingesehen am 29.03.2019. - <https://digi.ub.uni-heidelberg.de/diglit/wicksell1898>

Anmerkungen

- 1 So sah sich selbst Bundeskanzlerin Angela Merkel in der auch vor Deutschland nicht Halt machenden Bankenkrise veranlasst, gemeinsam mit Finanzminister Peer Steinbrück vor die Presse zu treten: „Wir sagen den Sparerinnen und Sparern, dass ihre Einlagen sicher sind. Auch dafür steht die Bundesregierung ein.“ (*Spiegel Online* 05.10.2008) Zuvor hatte die Bundesbank sie informiert, dass große Summen Bargeld abgehoben würden, und vor einem weiteren Ansturm auf Banken gewarnt.
- 2 „Wenn nun aber von den Banken und sonstigen Geldverleihern, Geld zu einer verschiedenen, sei es niedrigeren, sei es höheren Zinsrate als derjenigen gabeliehen wird, welche dem jedesmaligen Stande des natürlichen Kapitalzinses entspricht, so ist das ökonomische Gleichgewicht des betreffenden Wirtschaftsverbandes schon ipso facto gestört.“ (Wicksell 1998: 97) Inflation oder Deflation wären die Folge.
- 3 Durch Bargeldhortung können also die Guthabenzinsen und Anleihenrenditen künstlich (!) hochgehalten werden, so dass der niedrigere „natürliche“ Zins sich nicht im Wettbewerb einstellt.
- 4 Durch die Zunahme des bargeldlosen Zahlungsverkehrs konnte der Anteil der täglich fälligen Einlagen, die für die Finanzierung längerfristiger Kredite verlässlich zur Verfügung stehen, in den

- letzten Jahrzehnten kontinuierlich gesteigert werden. Zugleich konnte die konsequente Zinspolitik der westlichen Zentralbanken niedrigere Zinssätze durchsetzen, als dies mit einer an der Gold- oder Devisendeckung orientierten Geldpolitik möglich war.
- 5 2007 und 2009 hat Buiter weitere Beiträge hierzu veröffentlicht, die aus Platzgründen hier nicht mehr behandelt werden: „Is numéraireology the future of monetary economics? Unbundling numéraire and medium of exchange through a virtual currency with a shadow exchange rate“, in: *Open Economies Review* 18 (2), 2007: 127-156; und: *Negative nominal interest rates; three ways to overcome the zero lower bound*. NBER Working Paper Series 15118, Juni 2009, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
 - 6 Für Buiter besteht eine optimale Geldpolitik darin, Milton Friedmans optimale Geldmengenregel umzusetzen, indem die finanziellen Opportunitätskosten für das Halten von Geld auf null festgesetzt werden und die Kerninflation validiert und ggf. angepasst wird. In der Eisler-Wirtschaft werde Friedmans optimale Geldmenge erreicht, wenn der Nominalzins des Zahlungsmittels dem Nominalzins von Anleihen in der Zahlungsmittel-Einheit entspreche. Vgl. Buiter, W. H. (2004): *The elusive welfare economics of price stability as a monetary policy objective: should new Keynesian central bankers pursue price stability?* NBER Working Paper Series 110848, Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research.
 - 7 Leider gibt die deutsche Übersetzung des Titels „Der Fluch des Geldes“ dies nicht wieder.
 - 8 Tatsächlich handelt es sich beim Geld lediglich um den Repräsentanten von Vermögensgegenständen, wie Felix Fuders immer wieder betont (vgl. z.B. Fuders 2016).
 - 9 Gegen ein solches staatliches Deficit Spending hatte Gesell Bedenken geäußert; vgl. Gesell 1916: 328-332.
 - 10 ... die nach Gesell gegen null tendieren würden, sobald der Urzins neutralisiert würde.
 - 11 Die Umsetzung von Gesells Idee könnte den ungelösten Widerspruch zwischen der normativ von manchen Ökonomen immer noch nicht aufgegebenen Quantitätstheorie und der seit 1866 herrschenden Zentralbank-Praxis eines stets geöffneten Diskontfensters (vgl. Riese 1999: 367ff) in Wohlgefallen auflösen.
 - 12 Auch die Bank of England hat parallel zur Einführung der quantitativen Lockerung im Jahr 2009 eine Verzinsung der Überschussreserven eingeführt und entschädigt seither die Clearingbanken dafür, dass sie Reserven halten (die Bank of England verwendet nun den gleichen Zinssatz für ihren Banksatz, ihren Einlagensatz und ihr Zinsziel, aktuell +0,75 %).
 - 13 Hier drängt sich eine interessante Parallele zur Abschöpfung der Bodenrenten ab: Während eine Bodenwertzuwachssteuer nur die Wertzuwächse wegsteuern will, zielt eine Bodenwertsteuer letztlich auf die Wegsteuerung der gesamten Bodenrente (leistungslose Einkommen der Bodeneigentümer) ab. Eine Bodenwertzuwachssteuer wäre zwar politisch leichter durchsetzbar, lässt aber Bodenwertsteigerungen zunächst entstehen, um sie erst später abzuschöpfen, wodurch schwächere Marktteilnehmer benachteiligt werden. Außerdem erzeugt sie keinen Nutzungsdruck.
 - 14 In der geldreformerischen Literatur wurde wiederholt vorgerechnet, dass es für Normalverdiener selbst bei einer Geldhaltegebühr von 5 % nur um wöchentliche Kosten von ca. 2 Euro für die Bargeldnutzung geht.
 - 15 Geldreformer forderten schon vor Jahren die Abschaffung der schweizerischen 1000-Franken-Note oder des 500-Euro-Scheins. Leider hat die EZB bislang nur die Ausgabe des 500-Euro-Scheins eingestellt, die Scheine behalten jedoch ihre Gültigkeit.
 - 16 Keynes hat ergänzend auch Gesells 1918 skizzierten Plan einer Internationalen Valuta-Assoziation zum „Bancor-Plan“ einer neu zu schaffenden International Clearing Union ausgearbeitet (1943, gemeinsam mit E. F. Schumacher).

Die im vorstehenden Aufsatz von Beate Bockting dargestellte Diskussion unter angelsächsischen Geldtheoretikern und Notenbankern über eine Geldhaltegebühr und negative Zinsen wird in den nachfolgenden neuen Publikationen fortgesetzt:

Ruchir Agarwal & Signe Krogstrup (2019)

Cashing In - How to Make Negative Interest Rates Work

IMF-Blog Eintrag vom 05.02.2019 – auch in französischen, spanischen, portugiesischen und chinesischen Übersetzungen | <https://blogs.imf.org/2019/02/05/cashing-in-how-to-make-negative-interest-rates-work/>

Ruchir Agarwal & Miles S. Kimball

Enabling Deep Negative Rates to Fight Recessions – A Guide

IMF Working Paper WP/19/84 vom April 2019.

<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2019/04/29/Enabling-Deep-Negative-Rates-A-Guide-46598>

Die **Review of Keynesian Economics** beschäftigt sich in ihrer Nr. 2 vom April 2019 in mehreren Beiträgen sehr ausführlich und überwiegend kritisch mit den „economics of negative interest rates“.

Nähere Informationen über dieses Themenheft gibt es auf der Internetseite:

<https://www.elgaronline.com/view/journals/roke/7-2/roke.2019.7.issue-2.xml>

Für einige Aufsätze wurde die Möglichkeit zum kostenlosen Download eingerichtet; andere Aufsätze müssen käuflich erworben werden