

Der Zins hängt nicht am Geld allein

Dirk Lühr

Die Hoffnungen – gerade im zinskritischen (v. a. freiwirtschaftlichen) Spektrum – sind derzeit groß. Nicht nur bekannte Ökonomen wie Mankiw^[1], Buiter (zusammen mit Panigirtzoglou)^[2] und van Suntum^[3], sondern auch die Europäische Zentralbank (EZB) greifen den Gedanken eines „Negativzins“ auf^[4]. Das Szenario: Würde diese Politik am kurzen Ende des Geld- und Kapitalmarktes noch entschiedener fortgesetzt und würde vor allem Bargeld in die „Negativzinspolitik“ einbezogen, so könnte der Zinssatz am „kurzen Ende“ deutlich negativ werden und sich am „langen Ende“ auf die Nullmarke zubewegen. Die Vision von Silvio Gesell^[5] – so die Hoffnung – könnte Wirklichkeit werden.^[6]

Viele Probleme, die einem positiven Zins zugeschrieben werden (wie das Ausbremsen von Investitionen, die Abdiskontierung der Bedürfnisse künftiger Generationen, oder die zinsbedingte Umverteilung), könnten sich so auflösen.

Der Zins hängt nicht am Geld allein

Diejenigen, die sich auf Silvio Gesell berufen, machen freilich – im Gegensatz zu Silvio Gesell selbst – die Rechnung zu meist ohne den Faktor Boden. Hier ergeben sich gleich mehrere Probleme:

- Näherungsweise ergibt sich der Bodenwert aus den (mit dem Realzins-

satz) abdiskontierten Bodenerträgen („Bodenrenten“), also: Bodenwert \approx Bodenrente / Realzinssatz. Sinkt der Realzinssatz infolge der Niedrigzinspolitik der EZB immer weiter ab, steigen die Bodenwerte immer weiter an, damit auch die Preise für Immobilien. Es entsteht also eine Blase.

- Allerdings können die Bodenwerte nicht bis gegen Unendlich ansteigen, da – anders als manch ein Freiwirtschaftler argumentiert – der Realzinssatz gar nicht bis gegen Null gehen kann. Zumindest ist dies solange nicht möglich, wie am Eigentumsregime für Grund und Boden (wie auch für andere natürliche Ressourcen) nichts geändert wird. Denn der Zins hängt nicht am Geld allein. Bei Privateigentum an Grund und Boden haftet nicht zuletzt auch Grund und Boden ein positiver „Eigenzinssatz“^[7] an.
- Nach Keynes^[7] bestimmt die „Liquiditätsprämie“ des Geldes (zusammen mit den Durchhaltekosten, die gegen Null gehen) die Untergrenze des Zinssatzes am Kapitalmarkt (also am „langen Ende“). Auch wenn diese Liquiditätsprämie des Geldes durch eine „Liquiditätsgebühr“ auf Bargeld bzw. durch „Negativzinsen“ auf kurzfristige Einlagen neutralisiert würde, könnten daher der positive Eigenzinssatz des Landes und ähnlicher Assets weiterhin einen deutlich positiven Kapitalmarktzinssatz aufrechterhalten^{[7][8]}.

Was ist die „Liquiditätsprämie“?

Dieter Suhr^[9] bezeichnete sie in Bezug auf Geld auch treffend als „Joker-

vorteil“: Hat man diese Karte im volkswirtschaftlichen Kartenspiel inne, kann man alle anderen Karten ausstechen. Geld gewährt maximale Flexibilität. Der betreffende Vorteil (gegenüber anderen Gegenständen und Rechten) kann auch aus dem optionsartigen Charakter von Geld abgeleitet werden: Geld ist nämlich eine universelle Option – ihm haftet daher eine Optionsprämie an. Diesen Flexibilitätsvorteil, der vielleicht zwischen 1,5 und 2,0% liegt, gibt man nur auf, wenn man durch die Investition des Geldes (wir sprechen hier nicht über den Konsum) einen höheren Ertrag erzielen kann. Wenn man beispielsweise mit einem investierten Euro 1,03 Euro erwirtschaften kann, entspricht dieser Rückfluss 3% Rendite und liegt damit – um Risikozuschläge bereinigt – oberhalb der Liquiditätsprämie. Je mehr Kapital aber gebildet wird, umso schwieriger fällt das Erzielen einer „angemessenen“ Rendite.

Wie oben bereits angedeutet, wäre eine notwendige Bedingung für den Erfolg einer „Negativzinspolitik“, dass die EZB den „Jokervorteil“ am kurzen Ende des Geldes entwertet. Bargeld und Giralgeld müssten also in entsprechender Höhe (also mit 1,5 – 2,0%) belastet werden.

Zur positiven Liquiditätsprämie von Land

Diese Bedingung ist jedoch noch nicht hinreichend. Nach Keynes^[7] ist es nämlich der Vermögensgegenstand mit der höchsten Differenz zwischen Liquiditätsprämie und Durchhaltekosten, der den Standard für den landesüblichen Zinssatz setzt. Selbst wenn die Liquiditätsprämie des Geldes neutralisiert würde: Mit Grund und Boden verhält es sich grundsätzlich nicht anders als mit Geld. Auch Land hat eine positive Liquiditätsprämie. Warum dies? Nehmen wir vereinfachend an, ein Investor habe

- a) die Möglichkeit, ein bebautes Grundstück für den Preis von einer Million Euro zu erwerben;
- b) die Gelegenheit, ein unbebautes Grundstück für 200.000 € zu kaufen und zu einem späteren Zeitpunkt ein Betriebsgebäude für 800.000 € darauf zu errichten.

1 Mankiw, G. (2009): It May Be Time for the Fed to Go Negative, New York Times, 18. April. Online: http://www.nytimes.com/2009/04/19/business/economy/19view.html?_r=1

2 Buiter W. / Panigirtzoglou, N. (2003): Overcoming the Zero Bound on Nominal Interest Rates with Negative Interest on Currency – Gesell's Solution, Economic Journal, 113. Folge, S. 723 – 746.

3 van Suntum, U. (2009): Economic Confidence, Negative Interest Rates, and Liquidity: Towards Keynesianism 2.0, Discussion Paper No. 24. Online: [www.cawm.de, Feld "Forschen"](http://www.cawm.de/Feld/Forschen/).

4 Cœuré, B. (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 2014). Online: <http://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2014/html/sp140909.en.html>

5 Gesell, S. (1919 / 1949): Die Natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld, Lauf bei Nürnberg.

6 Seidel, M. (2014): Negativzinsen – Triumph des Silvio Gesell, in: Kapital vom 4. Dezember. Online: <http://www.capital.de/meinungen/negativzinsen-triumpht-des-silvio-gesell-3112.html>

7 Keynes, J. M. (1936 / 1983): Allgemeine Theorie der Beschäftigung, des Zinses und des Geldes, 6. Aufl., Berlin (unveränderter Nachdruck der 1936 erschienenen ersten Aufl.).

8 Lühr, D. (2009): Geldreform ohne Reform der Boden- und Ressourcenordnung? Ein blinder Fleck der Freiwirtschaftsbewegung – zugleich eine Hommage an Keynes, in: HUMANE WIRTSCHAFT 06/2009, S. 18-24. Online: http://www.humane-wirtschaft.de/06-2009/dirkl-oehr_geldreform-ohne-reform-der-boden-und-ressourcenordnung.pdf

9 Suhr, D. (1989): The Capitalistic Cost-Benefit Structure of Money – An Analysis of Money's Structural Nonneutrality and its Effects on the Economy, Berlin u. a. Online: http://www.sozialoekonomie.info/Info_Foreign_Languages/English_6/Suhr-Structure-of-Money.pdf

Wenn es nun unsicher ist, wie sich die wirtschaftliche Situation in der nahen Zukunft entwickelt: Welche Investitionsstrategie ist wohl für den Investor vorzugswürdig? Jeder einigermaßen ökonomisch denkende Mensch würde angesichts der Unsicherheiten Investitionsstrategie **b)** vorziehen, weil er hier das Schicksal seines Investments beeinflussen und ggf. durch ein Hinausschieben oder Unterlassen der Investition sein Verlustrisiko begrenzen kann. Die flexible Investitionsstrategie **b)** hat daher gegenüber Investitionsstrategie **a)** einen Mehrwert – bei Letzterer kann der Investor nichts mehr beeinflussen, sondern nur noch hoffen, dass alles gut geht. U. a. deshalb wird für die Flexibilität, die das unbebaute Grundstück dem Investor gewährt, ein Aufpreis bezahlt. Mit anderen Worten wird der Investor das unbebaute Grundstück, das ihm die flexible Investitionsstrategie sichert, nicht für 200.000 € bekommen, sondern für 200.000 € plus „X“ – also vielleicht für 300.000 €, jedenfalls aber mit einem erklecklichen Aufschlag^[10].

Und genauso, wie ein Geldbesitzer den Liquiditätsvorteil nur dann aufgibt, wenn der Zinsertrag aus einem Investment größer ist, agiert auch der Eigentümer eines Grundstücks: Dieser wird den Flexibilitätsvorteil nur dann aufgeben, wenn der Kapitalwert bei Investition (also Bebauung) ebenfalls deutlich größer als der aufgegebene Flexibilitätsvorteil ist. Es gibt Anhaltspunkte dafür, dass dieser Optionsvorteil sich in der Größenordnung von maximal rund 1% befindet, also deutlich geringer als die Liquiditätsprämie des Geldes ist (Geld ist eine viel universellere Option als Land). Allerdings dürfte der Flexibilitätsvorteil stark variieren: So zeigt die Strukturkurve der sog. Liegenschaftszinssätze (die vereinfacht Reinertrag und Kaufpreise ins Verhältnis setzt) an, dass Grundstücke mit alten Bauten relativ teurer sind als solche mit jungen Bauten. Naht der Abriss des Gebäudes, lebt eben der Flexibilitätsvorteil des Grundstücks wieder auf^[7].

Vor Inkrafttreten der neuen Immobilienwertverordnung (ImmoWertV) – die die geschilderten Zusammenhänge einfach ignoriert – wurde so von Bewertungssachverständigen oftmals eine Bodenwertdämpfung bei bebauten

Grundstücken vorgenommen – dies allerdings nach freier, „sachverständiger Schätzung“. Theoretisch lässt sich der Flexibilitätsvorteil aber u. a. aus dem Realoptionsansatz ableiten, der bei theoretischen und z. T. sogar bei praktischen Wertermittlung von Land, natürlichen Ressourcen oder auch Patenten tatsächlich verwendet wird (<http://www.realoptions.org>). So ist der Flexibilitätsvorteil umso höher, je länger die Restlaufzeit der Option (bei Privateigentum an Grund und Boden ist diese grundsätzlich unbegrenzt), je höher die Unsicherheit, je höher der Zinssatz (man kann z. B. das nicht in ein Gebäude investierte Geld zwischenzeitig auf dem Kapitalmarkt anlegen) und je geringer die potenzielle Konkurrenz (z. B. durch neu ausgewiesene Baugebiete).


Das Beschriebene trifft nicht nur für Grund und Boden zu, sondern kann darüber hinaus auch noch für andere Assets – mit ähnlichen Eigenschaften wie Land – angewendet werden, die dementsprechend in die zinspolitischen Betrachtung einbezogen werden müssten. Keynes kannte den Realoptionsansatz nicht. Wäre dies der Fall gewesen, hätte er mit Blick auf Land und ähnliche Vermögenswerte wohl nicht den Begriff „Liquiditätsprämie“, sondern vielleicht allgemeiner „Flexibilitätsprämie“ verwendet.

Konsequenzen für eine Negativzinspolitik

Was würde also passieren, wenn die EZB ihre Negativzinspolitik im freiwirtschaftlichen Sinne konsequent fortsetzt, ohne dass am derzeitigen „Landregime“ gerüttelt wird? Die „Grenzleistungsfähigkeit“ des Kapitals, also der Kapitalwert der (neuen) Sachkapitalinvestitionen, dürfte sinken. Diese sind in den meisten Fällen irgendwie an Flächen gebunden. Damit ist es eine Frage der Zeit, wann die Rendite von Maschinen und Fabrikgebäuden so niedrig ist, dass z. B. nach einem Gebäudeabriss nicht mehr reinvestiert wird, sondern die Aufrechterhaltung des Flexibilitätsvorteils des unbebauten Grundstücks attraktiver ist. Wenn aber kein weiteres Realkapital mehr gebildet wird, verfestigt sich die Knappheit, und ein Zins taucht wieder auf. Aufgrund von Arbitragemechanismen beschränkt sich dieser positi-

ve Zinssatz nicht nur auf die Gebäude, sondern pflanzt sich auf dem gesamten Kapitalmarkt fort.

Es reicht also nicht aus, beim „going negative“ ausschließlich auf die EZB zu setzen. Zumindest muss gleichzeitig auch der Flexibilitätsvorteil des (unbebauten) Bodens und ähnlicher Assets angegriffen werden. Dies kann bei Land z. B. über eine entsprechend hoch angesetzte Bodenwertsteuer (bei Reduzierung anderer Abgaben, also einem „Tax Shift“) oder durch die Verwendung von Erbbaurechten geschehen. Löhrr/Harrison^[11] schlagen auch aus diesem Grunde eine europaweite Bodenwertsteuer vor, die den Flexibilitätsvorteil des Bodens zumindest beschränken könnte (für Deutschland verfolgt die Initiative „Grundsteuer: Zeitgemäß!“ einen ähnlichen Ansatz).

Damit dürfte es jedoch noch nicht getan sein, da auch anderen Vermögenswerten (wie z. B. Patente) ebenfalls ein Flexibilitätsvorteil anhaftet. Die Zinsfrage ist also – anders als manch ein Zinskritiker glaubt – sehr wesentlich mit der Eigentumsfrage verbunden. Der Zins hängt eben nicht am Geld allein. Die Diskussion hierüber wurde allerdings leider noch gar nicht begonnen. 

Zum Autor
Prof. Dr. Dirk Löhrr, MBA



Jahrgang 1964, Professor für Steuerlehre und Ökologische Ökonomik an der Hochschule Trier, Umwelt-Campus Birkenfeld. Vorsitzender der Sozialwissenschaftlichen

Gesellschaft e. V., Sprecher des Zentrums für Bodenschutz und Flächenhaushaltspolitik, Steuerberater.



E-Mail: d.loehrr@umwelt-campus.de
Blog: <http://rent-grabbing.com>

¹¹ Löhrr, D./Harrison, F. (2013). Ricardo und die Troika – für die Einführung einer EU-Bodenwertabgabe, in: Wirtschaftsdienst 10, S. 702-709. Online: <https://rentgrabbing.files.wordpress.com/2013/06/ricardo-und-die-troika.pdf>

¹⁰ Löhrr, D. (2013): Prinzip Rentenökonomie: Wenn Eigentum zu Diebstahl wird, Marburg.