

Zesz. Nauk. UEK, 2021, 4(994): 105–119
ISSN 1898-6447
e-ISSN 2545-3238
<https://doi.org/10.15678/ZNUEK.2021.0994.0406>

Ujemne stopy procentowe a inwestycje w nieruchomości w świetle teorii

Silvia Gesella

Silvio Gesell's Theory, Negative Interest Rates and Real Estate Investment

Piotr Mirowski

MAP CASH Sp. z o.o., ul. Wrzosowa 50, 32-005 Niepołomice, e-mail: p.mirowski@mapcash.pl,
ORCID: <https://orcid.org/0000-0002-6866-3439>

Artykuł udostępniany na licencji Creative Commons Uznanie autorstwa-Użycie niekomercyjne-Bez utworów zależnych 4.0 (CC BY-NC-ND 4.0); <https://creativecommons.org/licenses/by-nc-nd/4.0>

Sugerowane cytowanie: Mirowski P. (2021), *Ujemne stopy procentowe a inwestycje w nieruchomości w świetle teorii Silvia Gesella*, „Zeszyty Naukowe Uniwersytetu Ekonomicznego w Krakowie”, nr 4(994), 105–119, <https://doi.org/10.15678/ZNUEK.2021.0994.0406>.

STRESZCZENIE

Cel: W artykule omówiono teorię niemieckiego ekonomisty Silvia Gesella dotyczącą pieniądza wolnego od odsetek, obciążonego opłatą za jego posiadanie, czyli podatkiem Gesella. Celem artykułu jest również przybliżenie zjawiska ucieczki od pieniądza poprzez inwestycje w nieruchomości i analiza, czy ten kierunek inwestycji może mieć uzasadnienie w omawianym zakresie oraz jakie są jego ograniczenia.

Metodyka badań: Wykorzystano analizę literatury. Zagadnienia teoretyczne przedstawione w pracach źródłowych S. Gesella zostały zinterpretowane w świetle współczesnych procesów gospodarczych oraz opracowań teoretycznych poświęconych jego twórczości.

Wyniki badań: Jednym ze współczesnych wymiarów teorii Gesella są ujemne nominalne stopy procentowe, które są coraz powszechniej stosowanym narzędziem polityki pieniężnej. Do niedawna nawet teoretycznie rzadko rozważano zastosowanie takiego narzędzia, jednak obecnie jest ono wykorzystywane w wielu gospodarkach. Naturalną obroną posiadających wolne środki pieniężne (oszczędności) jest ucieczka od pieniądza obciążonego opłatami (niebędącego

źródłem zysku). Zgodnie z teorią Gesella jednym ze sposobów takiej ucieczki od pieniądza mogą być inwestycje w nieruchomości.

Wnioski: Ujemne nominalne stopy procentowe są wykorzystywanym obecnie narzędziem polityki pieniężnej i istnieją uwarunkowania, które powodują, że jest to uzasadnione. Naturalnym zachowaniem posiadających wolne środki pieniężne jest ucieczka od „opodatkowanych” ujemnymi stopami środków pieniężnych w inwestycje, które pozwolą utrzymać wartość kapitału. Jedną z tego typu inwestycji jest lokowanie wolnych środków w nieruchomości, co jednak ma swoje ograniczenia.

Wkład w rozwój dyscypliny: Omówienie zapomnianej i rzadko obecnie analizowanej teorii, która ma swój współczesny praktyczny wymiar, oraz zaprezentowanie jej powiązania z szeroko obecnie dyskutowanym przedmiotem inwestycji, jakim są nieruchomości.

Typ artykułu: artykuł przeglądowy.

Słowa kluczowe: Silvio Gesell, ujemne nominalne stopy procentowe, ucieczka od pieniądza, inwestycje w nieruchomości, podatek Gesella, teoria wolnego pieniądza.

Klasyfikacja JEL: A11, B00, E00, E21, E22, E32, E43, G11, R39.

ABSTRACT

Objective: The article discusses a somewhat forgotten theory of the German economist Silvio Gesell concerning money free from interest, and even charged for its possession, i.e. the Gesell tax. The article presents the escape from money and whether investment in real estate is justified, as well as the limitations of such investment.

Research Design & Methods: The author analyses the subject literature. The theoretical issues presented in S. Gesell's source works were interpreted in the light of contemporary economic processes and theoretical studies on his work.

Findings: One of the modern expressions of Gesell's theory is negative nominal interest rates, which have become a contemporary policy tool. While until recently even the theoretical application of such a tool was rarely considered, it has now become an important consideration in the economic reality of many economies. The natural defence of those with savings is to flee money that is burdened with fees. Real estate investment is an alternative vehicle to cash, though it is not without its limitations.

Implications/Recommendations: Negative nominal interest rates have become a monetary policy tool, and there are indeed conditions that justify their use. However, it is natural for those with free cash to run away from “taxed” negative cash flows into investments that will maintain the value of their capital. One such investment is investing in real estate, though it is not without its limitations.

Contribution: The author discusses the Gesell tax, a rarely analysed theory that has a contemporary, practical expression. He links it with real estate, a subject that is widely discussed today.

Article type: review article.

Keywords: Silvio Gesell, negative nominal interest rates, escape from money, real estate investments, the Gesell tax, the theory of free money.

1. Wprowadzenie

Zagadnienie ujemnych stóp procentowych jest obecnie nie tylko przedmiotem rozważań teoretycznych, ale także stosowanym w praktyce instrumentem polityki pieniężnej. Nominalne – czy też częściej – realne ujemne stopy procentowe znalazły zastosowanie w wielu gospodarkach, czego skutkiem jest spadek wartości oszczędności utrzymywanych na lokatach i rachunkach bankowych, co trudno jest zaakceptować osobom, które posiadają oszczędności w tej formie. Celem oszczędzających jest osiągnięcie przyrostu wartości zgromadzonych przez nich zasobów gotówki co najmniej nominalnie, a najlepiej realnie, a nie spadek tej wartości. Do niedawna uważano, że granicą obniżania stóp procentowych jest zero, jednak okazało się, że ujemne nominalne stopy procentowe w pewnych warunkach mogą być również elementem polityki pieniężnej i jest to uzasadnione.

Mimo że sytuacja ta (zastosowanie ujemnych nominalnych stóp procentowych) jest stosunkowo nowa, to jednak historycznie miała już miejsce, choć w bardzo ograniczonym zakresie praktycznym. Została ona ciekawie przedstawiona teoretycznie przez ekonomistę i finansistę praktyka Silvia Gesella. Opracował on teorię wolnego pieniądza (wolnego od odsetek), czyli pieniądza, którego utrzymywanie nie wiąże się z zyskiem w postaci odsetek, lecz z opłatami za brak jego udostępniania innym lub brak wykorzystywania w celu dokonywania wydatków. Wolny pieniądź to nie tyle zgromadzona gotówka pozbawiona możliwości generowania przychodu w postaci odsetek, ile gotówka obciążona opłatą za jej posiadanie, czyli tzw. podatkiem Gesella. Teoria Silvia Gesella została nieco zapomniana, ale wraz z pojawieniem się współcześnie ujemnych stóp procentowych zasługuje na ponowne odkrycie i analizę, w szczególności w aspekcie zjawiska ucieczki od pieniądza w sytuacji, gdy jego posiadanie jest „opodatkowane” podatkiem Gesella lub jego współczesnym wymiarem, czyli ujemnymi nominalnymi stopami procentowymi.

Poszukiwanie przez ludzi lub organizacje sposobów na zabezpieczenie wartości majątku jest działaniem naturalnym, gdyż z perspektywy psychologicznej i socjologicznej dążenie do korzyści, a nie strat, a przynajmniej dążenie do braku utraty wartości jest naturalne. Jednym z pytań, jakie można zadać, jest to, czy ucieczka od pieniądza z powodu ujemnych nominalnych stóp procentowych (podatku Gesella) jest możliwa, np. poprzez inwestycje wolnych środków pieniężnych w nieruchomości.

Celem niniejszego artykułu jest próba przypomnienia teorii Silvia Gesella i jego wniosków, przedstawienie związku ujemnych nominalnych stóp procentowych z tą teorią, a także zaprezentowanie inwestycji w nieruchomości jako jednej z potencjalnych możliwości ucieczki od pieniądza obciążonego ujemnymi nominalnymi stopami procentowymi. Podjęto także próbę odpowiedzi na pytanie, czy ucieczka w ten sposób jest realna i czy można dzięki niej osiągnąć założony cel.

W artykule autor posłużył się analizą literatury (wykorzystano źródła tradycyjne i internetowe). Zagadnienia teoretyczne prezentowane w pracach źródłowych Gesella zostały zinterpretowane w świetle współczesnych procesów gospodarczych oraz opracowań teoretycznych poświęconych jego twórczości.

2. Teoria Silvia Gesella

Silvio Gesell – niemiecki importer działający z sukcesem głównie w Argentynie w XIX w. (Blanc 1998, s. 3) – poprzez analizę swoich doświadczeń handlowych odkrył, że okresy koniunktury i dekoniunktury na oferowane towary zależą głównie od ceny pieniądza na rynku pieniężnym, a w niewielkim stopniu od zapotrzebowania na nie i ich jakości.

Według Gesella wielkość produkcji, która w krótkim okresie jest stała, determinuje zagregowaną podaż, a ilość pieniądza podzielona przez poziom cen i prędkość jego obiegu stanowi zagregowany popyt (Ilgmann i Menner 2011, s. 6). W krótkim okresie wielkość produkcji i poziom cen są stałe, a więc popyt zależy od zmienności prędkości obiegu pieniądza, która z kolei zależy od skłonności do jego udostępniania na rynku. Skłonność ta zależy natomiast od stóp procentowych. W ten sposób Gesell zakwestionował prawo rynków Saya mówiące o tym, że każda podaż tworzy swój własny popyt (Dillard 1997, s. 161).

Gesell odkrył, że gdy stopy procentowe były niskie, popyt wzrastał, a kiedy wysokie – malał. Zauważył, że progim, który decydował o większej lub mniejszej gotowości do oszczędzania, czyli udostępniania innym kapitału za odsetki, jest stopa oprocentowania wynosząca 2,5% rocznie (gdy stopa była niższa, skłonność do zatrzymywania pieniądza dla siebie rosła, a gdy wyższa – malała i był on wówczas udostępniany innym). Z obserwacji Gesella wynikało, że brak udostępniania pieniądza w zamian za odsetki powodował zastój w inwestycjach, a co za tym idzie, wzrost bankructw i spadek zatrudnienia. W związku z tym po pewnym czasie koszt pieniądza znowu wzrastał, a więc jego posiadacze byli skłonni ponownie go udostępniać. Tak rozpoczynał się nowy cykl gospodarczy, który w początkowym okresie charakteryzował się nie tylko wysokimi stopami procentowymi, ale także wysokimi cenami dóbr i usług, co po pewnym czasie znów powodowało spadek stóp procentowych, a co za tym idzie, spadek dostępności pieniądza na rynku (Kennedy 2004, s. 35).

W ten sposób Gesell wyjaśniał istnienie cykli koniunkturalnych w gospodarce. Ich zależność od skłonności do udostępniania pieniądza innym wynika z tego, że koszt przetrzymywania pieniądza wynosi zero lub jest pomijalny (co jest jedną z cech odróżniających go od innego rodzaju aktywów – zob. Dow 2017, s. 78). Właściciele pieniądza mogą z łatwością podejmować decyzje co do jego przetrzymywania na podstawie obowiązujących w danym czasie stóp procentowych. Według teorii Gesella gdyby przetrzymywanie pieniądza zostało obciążone

opłatami, to jedna z przyczyn występowania cykli koniunkturalnych (spekulacja kapitałem) by zniknęła, a gospodarka zbliżałaby się do stanu pełnego zatrudnienia.

W pracy *Die natürliche Wirtschaftsordnung (Naturalny porządek ekonomiczny)* opublikowanej po raz pierwszy w 1916 r. Gesell sformułował własną teorię pieniądza i „naturalnego porządku ekonomicznego” (Gesell 1958). W związku z tym, że nieustanne krążenie pieniądza jest sposobem na ograniczenie negatywnych efektów cykliczności koniunktury, podstawą teorii pieniądza Gesella jest, jak to określił, pieniądz wolny od procentu. Pieniądz taki charakteryzuje się tym, że osoby, które go posiadają, nie powinny w zamian za to otrzymywać kuponu odsetkowego, lecz powinny uiszczać opłaty za jego utrzymywanie (Kennedy 2004, s. 38). Dzięki temu obieg pieniądza w gospodarce ulegnie przyspieszeniu (Blanc 1998, s. 1). Według Gesella w obiegu powinna być taka ilość gotówki, która jest konieczna do obsługi niezbędnych transakcji, a nadwyżka powinna być zdeponowana w bankach. Bank powinien odstąpić od wypłacania odsetek właścicielom lokat, a nawet pobierać od nich za to opłaty, od których mógłby odstąpić w przypadku lokowania środków długoterminowo (Kennedy 2004, s. 95). Według tej teorii gotówka (w szerokim rozumieniu, czyli fizyczna oraz na rachunkach bankowych) nie powinna być narzędziem gromadzenia oszczędności (Dow 2017, s. 86).

Chcąc wprowadzić teorię w życie, wolny pieniądz próbowano zastosować w latach trzydziestych XX w. Żaden z co najmniej 15 eksperymentów nie zakończył się jednak sukcesem (Blanc 1998, s. 9). Pierwszym powodem niepowodzenia była społeczna utrata zaufania do pieniądza, którego wartość spada w wyniku obciążenia go opłatą za jego posiadanie (Blanc 1998, s. 9), a psychologiczna bariera nie pozwala wydawać go na cokolwiek, aby tylko uniknąć opłat od jego posiadania. Drugim powodem była skłonność do fałszowania potwierdzenia poniesienia kosztów posiadania pieniądza lub do podrabiania samego pieniądza. Trzecim powodem była natomiast emisja kolejnych „konkurencyjnych” walut, które funkcjonowały na coraz mniejszą skalę, np. przez izby handlowe czy organizacje gospodarcze. Wszystko to prowadziło do deprecjacji wartości pieniądza obciążonego opłatą „postojową” (Blanc 1998, s. 9–10).

Zastosowanie wprost teorii Gesella w praktyce gospodarczej jest niemożliwe z przyczyn, które wskazał J.M. Keynes, analizując teorię wolnego pieniądza (niemniej jednak efekty prac i dociekań Gesella są inspiracją do nowego spojrzenia na narzędzia współczesnej polityki ekonomicznej i możliwość ich zastosowania, a także na ich potencjalne efekty). Keynes wskazał dwie podstawowe przyczyny:

1. W systemie wprowadzającym taki pieniądz musiałyby obowiązywać bardzo restrykcyjne i bezwzględnie egzekwowane normy prawne zabraniające stosowania substytutów „nowego” pieniądza. Stworzenie takiego systemu jest niemożliwe ze względu na to, że w gospodarce funkcjonują już płynne substytuty pieniądza, które mogą zastępować go w transakcjach handlowych, a nagłe ich unieważnienie

zagroziłoby stabilności całego systemu finansowego. Nie można również zaprzestać stosowania tych substytutów w czasie, choćby dlatego, że postęp w zakresie funkcjonowania coraz nowszych i coraz liczniejszych płynnych aktywów (np. instrumentów finansowych) jest bardzo dynamiczny. To właśnie on przyspiesza przebieg transakcji, a więc dynamizuje wymianę handlową, a tym samym cyrkulację pieniądza. Zatrzymanie rozwoju płynnych aktywów niosłoby więcej negatywnych konsekwencji dla gospodarki niż nowy system miałby zalet (Keynes 2003, s. 358). Keynes zwrócił uwagę na ten problem już w latach trzydziestych XX w. Od tamtego czasu dynamika rozwoju płynnych aktywów tylko się zwiększyła, a więc stanowi obecnie jeszcze większą przeszkodę w implementacji wprost teorii Gesella.

2. Ze względu choćby na czynniki psychologiczne i socjologiczne system Gesella jest podatny na nadużycia, co powoduje szybką utratę zaufania do niego. Jest to również efektem braku zaufania ludzi zarówno do siebie, jak i do społeczeństwa, a także społeczeństwa do jednostek. Ten brak zaufania powoduje, że wprowadzenie systemu ekonomicznego Gesella jest praktycznie niemożliwe (przynajmniej na dużą skalę) (Keynes 2003, s. 358).

Mimo że analizowana teoria nie jest wprost stosowana w życiu gospodarczym, to jej analiza teoretyczna i krytyka prowadzą do ważnego wniosku – kluczowego dla wszystkich teorii ekonomicznych, w tym teorii systemów finansowych – że każdy z tych systemów opiera się na zaufaniu do systemu jako całości. Brak zaufania do wprowadzanego lub zastanego systemu prowadzi do jego załamania lub upadku, a więc kryzysów ekonomicznych (finansowych).

Keynes uważał system Gesella za utopijny, czyli taki, którego immanentną cechą jest założenie istnienia zaufania ludzi do siebie, ludzi do społeczeństwa i społeczeństwa do ludzi, co szczególnie w skali ponadlokalnej jest niemożliwe. Możliwe jest tylko zaufanie do mechanistycznego systemu (stworzonego przez ludzi, ale jednak działającego w oderwaniu od decyzji jednostek). Każdy system ekonomiczny (finansowy) istnieje, dopóki jego uczestnicy mu ufają.

Badający teorię Gesella doszli do wniosku, że próbował on stworzyć trzecią drogę (Flik 2004) – wolnościowa, anarchistyczna teoria ekonomiczna (Bartsch 1989) – obok dominujących ówczesnie teorii ekonomicznych i społecznych, tj. liberalizmu gospodarczego i marksizmu. Teoria Gesella miała być trzecią, w pewnym sensie łączącą wolność gospodarczą i wolność jednostki (liberalizm) z własnością wspólną (marksizm). Miała ona jednak swoje własne zasady, gdyż część czynników produkcji miała być własnością ogółu społeczeństwa (ziemia), ale pozostałe nie (element odmienny w stosunku do teorii liberalnej, ale zbieżny z marksizmem). Efekt pracy jednostki nie miał być wspólny – cały wypracowany przez jednostkę dochód miał być jej własnością (Gesell 1958), co było nowością zarówno w stosunku do teorii liberalnej, jak i marksistowskiej. O nowej teorii pisał

sam Gesell w pracach *Die neue Lehre vom Geld und Zins* (1911) oraz *Die natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld* (1916).

3. Ujemne stopy procentowe jako współczesny wymiar teorii Silvia Gesella

Jednym ze sztywnych założeń niemal wszystkich polityk ekonomicznych i monetarnych był do niedawna brak możliwości spadku stóp procentowych poniżej zera. Wyzwania stojące obecnie przed instytucjami kształtującymi politykę gospodarczą (takimi jak rządy, banki centralne, międzynarodowe instytucje finansowe) doprowadziły do tego, że założenie to stanęło pod znakiem zapytania, ponieważ obniżanie stóp procentowych było i jest instrumentem służącym pobudzeniu gospodarki. Prowadzi ono bowiem do szerszej akcji kredytowej, która z kolei przekłada się na większą skłonność inwestycyjną podmiotów gospodarczych.

W praktyce okazało się jednak, że stopy procentowe mogą być bliskie zeru, a poziom inwestycji nadal nie jest wystarczający. Opisane wyżej założenie powoduje natomiast, że nie ma już miejsca na ich obniżkę. W związku z tym niektóre rządy i banki centralne, nie mając już możliwości dalszego obniżania stóp procentowych, próbowały zwiększać ilość pieniądza w obiegu za pomocą innych instrumentów. Okazało się jednak, że ożywienie inwestycyjne nie występowało lub było na zbyt niskim poziomie, aby pobudzić gospodarkę lub np. wydobyć ją z kryzysu (Illgman i Menner 2011, s. 2). Sytuacja ta spowodowała, że zaczęto zastanawiać się, czy zasady o niedopuszczalności ujemnych nominalnych stóp procentowych nie należy jednak złamać, co z kolei przyczyniło się do poszukiwań historycznych analiz dotyczących ujemnych stóp procentowych, takich jak analizy i wnioski Gesella (ale również J.M. Keynesa czy I. Fishera). Rozważania te doprowadziły np. do tego, że aby osiągnąć cele związane z pobudzeniem gospodarki czy wyjściem z kryzysu, Federal Reserve Bank (Fed) już w 2009 r. określił idealną stopę procentową wynoszącą -5% (Guha 2009). Okazało się, że badania w zakresie ujemnych nominalnych stóp procentowych nie są tylko konstruktem teoretycznym, ale elementem badań praktycznych, co jest powrotem do źródeł analizy stóp procentowych niższych od zera, gdyż teoria Gesella powstała w celu rozwiązania konkretnych problemów gospodarczych. Środowisko naukowe, a także środowisko odpowiedzialne za kształtowanie polityki finansowej państw, uznając, że zakwestionowanie założenia o nieprzekraczalności zera przy ustalaniu stóp procentowych może być uzasadnione, podjęły prace mające na celu opracowanie sposobu wprowadzenia ujemnych nominalnych stóp procentowych (opodatkowania pieniądza) łamiących tę zasadę. W związku z tym, że zastosowanie wprost metody zaproponowanej przez Gesella na dużą skalę jest niemożliwe, pojawiły się inne pomysły, jak w praktyce złamać zasadę niestosowania ujemnych nominalnych stóp procentowych.

Jedną z propozycji wysunął amerykański ekonomista Willem Buiter, według którego należy całkowicie wyeliminować z obiegu banknoty i monety, gdyż większość z nich (dotyczy to szczególnie euro i dolara amerykańskiego) i tak jest przechowywana za granicą z przyczyn zarówno legalnych (utrzymywanie rezerw i oszczędności, nierzadko także jako waluty wymiany) przez kraje o wysokiej inflacji, jak i nielegalnych (obsługa czarnego rynku i szarej strefy, pranie brudnych pieniędzy), oraz zastąpić je tylko i wyłącznie płatnościami za pośrednictwem rachunków bankowych. Umożliwi to łatwe pobieranie podatku od pieniądza (cel podstawowy), czego efektem ubocznym będzie uderzenie w czarny rynek i szarą strefę oraz skuteczniejsza walka z praniem brudnych pieniędzy. Warunkiem jest istnienie tylko imiennych rachunków bankowych (Buiter 2010, s. 213–238) (przypisanych konkretnym osobom lub organizacjom), a więc wyeliminowanie np. numerycznych rachunków bankowych (możliwych do założenia przykładowo w Szwajcarii i w Austrii).

Ze względu na ograniczone zastosowanie ujemnych nominalnych stóp procentowych w dotychczasowej praktyce gospodarczej trudno uznać ten instrument polityki pieniężnej za sprawdzone rozwiązanie. W związku z tym oszacowanie jego skutków dla gospodarki (Ilgmann i Menner 2011, s. 13) nie jest łatwe, choć w rozważaniach teoretycznych mogą one być niezwykle użyteczne, czego przykładem jest analiza scenariuszy wyjścia z recesji z użyciem ujemnych nominalnych stóp procentowych (podatku od pieniądza Gesella). W scenariuszach tych recesja jest modelowana jako sekwencja negatywnych wstrząsów gospodarczych w postaci obniżenia wielkości i efektywności inwestycji, co przekłada się na znaczne obniżenie zagregowanego popytu. To z kolei powoduje kolejne spadki produkcji i zatrudnienia. Scenariusz kryzysu zamodelowany bez interwencji politycznej jest porównywany z trzema scenariuszami, w których występuje interwencja polityczna:

– w pierwszym scenariuszu interwencja polega na zastosowaniu ujemnych nominalnych stóp procentowych (podatku Gesella) w wysokości 6% w skali roku od zakumulowanych zasobów pieniężnych,

– w drugim oprócz uwolnienia rezerw pieniężnych zgromadzonych przez sektor prywatny w wyniku zastosowania podatku Gesella dodatkowo zwiększa się ekspansja kredytowa ze względu na zniesione oprocentowania kredytów,

– w trzecim nie stosuje się podatku Gesella (ujemnych nominalnych stóp procentowych), a pobudzenie gospodarki ma nastąpić poprzez wzrost wydatków rządowych.

Analiza powyższych scenariuszy prowadzi do wniosku, że zastosowanie podatku Gesella w krótszym czasie stabilizuje gospodarkę poprzez szybszy powrót produkcji i zatrudnienia do stabilnego poziomu, gdyż sprzyja konsumpcji prywatnej i inwestycjom. Wadą interwencji polegającej na ekspansji wydatków rządowych (scenariusz trzeci) jest wypieranie konsumpcji i inwestycji sektora prywatnego, co

jest efektem szybszego krążenia pieniądza (skłonność do szybszego wydawania jako rezultat zastosowania ujemnych nominalnych stóp procentowych). Jest to jedna z podstawowych obserwacji Gesella związanych ze wskazanym przez niego pozytywnym wpływem jego teorii na gospodarkę (Menner 2015), co oznacza, że współczesne modele czerpią z teorii ujemnych nominalnych stóp procentowych opracowanej przez Gesella.

Powodem zastosowania ujemnych nominalnych stóp procentowych jest zatem walka z recesją, w zasadzie niezależnie od jej przyczyn. Przed odkryciem na nowo teorii Gesella efekt podobny do uzyskiwanego przez zastosowanie ujemnych nominalnych stóp procentowych – obecnie coraz częściej rozważanych jako instrument polityki pieniężnej – miał mieć stosowany jako instrument polityki gospodarczej wyższy cel inflacyjny (wyższy akceptowalny poziom inflacji). Oba instrumenty mają za zadanie doprowadzić do zwiększenia ilości przeprowadzanych transakcji, czyli przyspieszenia obiegu pieniądza w gospodarce, gdyż posiadacze gotówki będą uciekali od jej wysokich sald ze względu na koszt jej utrzymywania. Zastosowanie ujemnych nominalnych stóp procentowych ma inny efekt w stosunku do wyższego celu inflacyjnego, gdyż mogą one być stosowane do walki z deflacją, której efekty dla gospodarki są równie niekorzystne jak nadmierna inflacja, którą może spowodować zastosowanie wyższego celu inflacyjnego. Ustalenie wyższego dopuszczalnego poziomu inflacji może bowiem doprowadzić do spirali inflacyjnej, podczas gdy zastosowanie ujemnych stóp procentowych nie wywołuje tego efektu (Ilgmann i Menner 2011, s. 22).

Ujemne nominalne stopy procentowe nie są więc narzędziem uniwersalnym, ale kolejnym na nowo odkrytym narzędziem polityki gospodarczej (pieniężnej), które można wykorzystać do celów praktycznych i które daje dodatkowe możliwości. Podatek Gesella nie może być wygórowany, co przewidział już autor tej teorii (maksymalnie 5% w skali roku – zob. Gesell 1958, s. 11), ponieważ doprowadziłoby to do tego, że obowiązująca waluta przestałaby być akceptowalnym środkiem wymiany i byłaby zastępowana innymi instrumentami (co ma miejsce w okresach wysokiej inflacji). Zastosowanie ujemnej nominalnej stopy procentowej powinno sprawiać, że koszt przetrzymywania pieniądza nie jest zerowy, a stopa ta powinna być na takim poziomie, aby równoważyć koszt przechowywania innych dóbr (towarów, produktów), co jest jej celem (takie były postulaty Gesella, z którymi można się zgodzić również obecnie). Zbyt wysoki poziom ujemnych nominalnych stóp procentowych prawdopodobnie przyczynił się do niepowodzenia eksperymentów związanych z pobieraniem podatku Gesella w postaci kuponów (np. w Stanach Zjednoczonych w latach trzydziestych XX w.) (Ilgmann i Menner 2011, s. 23). Obecnie brak powodzenia w stosowaniu tego instrumentu może wynikać z chęci ucieczki od ujemnych nominalnych stóp procentowych poprzez

inwestycje nieprodukcyjne, takie jak obce waluty, biżuteria, metale szlachetne (Ilgmann i Menner 2011, s. 23), dzieła sztuki czy nieruchomości.

Zgodnie z teorią Gesella zastosowanie w polityce monetarnej i – szerzej – gospodarce ujemnych nominalnych stóp procentowych przyczyni się do osiągnięcia założonych celów, gdy pobudzi inwestycje (gdy wystąpi znaczne przesunięcie zasobów pieniężnych z oszczędności do inwestycji rzeczowych – zob. Kinoshita 2016, s. 5). Taki skutek zastosowania tego instrumentu nie jest jednak pewny. Mimo to np. Europejski Bank Centralny, kształtując politykę monetarną, zakłada, że wzrost wydatków inwestycyjnych jest wprost proporcjonalny do spadku stóp procentowych. Jest to jednak uproszczenie, gdyż na aktywność inwestycyjną w rozumieniu nie spekulacyjnym, lecz jako inwestycje rzeczowe mające potencjał tworzenia PKB, wpływa jeszcze wiele innych czynników (np. sytuacja polityczna i prawna, polityka podatkowa, prawo ochrony środowiska, potencjalna stopa zwrotu), a nominalna stopa procentowa jest tylko jednym z nich. Poza tym posiadacze wolnych zasobów finansowych mogą nie chcieć ich udostępniać pod inwestycje rzeczowe z przyczyn psychologicznych, takich jak np. subiektywna percepcja ryzyka. Obserwowanym skutkiem zastosowania ujemnych stóp procentowych jest natomiast wzrost konsumpcji, a tym samym wzrost inflacji konsumenckiej. Jak jednak wskazano powyżej, zastosowanie tego instrumentu polityki pieniężnej nie prowadzi do spirali inflacyjnej.

4. Ujemne stopy procentowe jako motywacja ucieczki od pieniądza

Jednym z głównych wyzwań stawianych przed bankami centralnymi państw lub związków państw jest zapewnienie stabilizacji gospodarce. W tym celu podejmuje się środki ostrożnościowe, aby utrzymać poziom inflacji w założonym przedziale i przeciwdziałać deflacji. Narzędziem stosowanym do realizacji tego zadania są stopy procentowe, które służą również regulowaniu akcji kredytowej. Obecnie aby pobudzić gospodarkę, banki centralne powszechnie obniżają stopy procentowe (Yılmaz i Sarkaya Icelliglu 2016, s. 191). Do niedawna za granicę obniżek stóp procentowych uważano zero, natomiast obecnie na rynkach występują już ujemne nominalne stopy procentowe, gdyż dla skuteczności polityki pieniężnej granica zera była niewystarczająca (Krugman i Wells 2021). We współczesnej rzeczywistości gospodarczej (tj. po II wojnie światowej) ujemne stopy procentowe dla depozytów jako pierwsze wprowadziły banki centralne w Szwecji (Riksbank), Danii (Nationalbank) i Szwajcarii (Swiss National Bank) po globalnym kryzysie finansowym, którego szczyt nastąpił w 2008 r. (Anderson i Liu 2013, s. 13). Były to nominalne ujemne stopy procentowe, które w swojej polityce od 2014 r. wykorzystuje również Europejski Bank Centralny (EBC) (Yılmaz i Sarkaya Icelliglu 2016, s. 195). Ujemne realne stopy procentowe są już z kolei powszechnie stosowane. Występują one wtedy, gdy długoterminowe stopy procentowe są niższe niż stopa inflacji.

Sytuacja taka ma miejsce w Niemczech od 2012 r., co wcześniej nie występowało w gospodarce tego kraju (Dor 2016, s. 3–6).

Coraz powszechniejsze występowanie ujemnych nominalnych stóp procentowych spowodowało poszukiwanie przez inwestorów i oszczędzających sposobów ucieczki od nich, czyli takiego lokowania wolnych środków, aby połączyć ich bezpieczeństwo ze wzrostem wartości aktywów, a nie spadkiem w wyniku ponoszenia opłat za przetrzymywanie ich na rachunkach. Choć część inwestorów zaakceptowała ujemne nominalne stopy procentowe jako opłatę za bezpieczeństwo przechowywania wolnych środków na rachunkach (jako niebezpieczeństwa związane z fizycznym przechowywaniem gotówki wskazuje się przede wszystkim kradzież, fizyczne zużycie, zniszczenie w wyniku zdarzeń losowych, trudność w przechowywaniu i przenoszeniu; banknoty o dużych nominałach generują podwyższone ryzyko korupcyjne i prania brudnych pieniędzy).

5. Inwestycje w nieruchomości jako sposób ucieczki od pieniądza w warunkach ujemnych stóp procentowych a teoria Silvia Gesella

Zgodnie z teorią Gesella w przypadku wprowadzenia opłat za posiadanie gotówki lub w wyniku wystąpienia w gospodarce z innych przyczyn ujemnego oprocentowania depozytów inwestycje w nieruchomości są jednym z naturalnych sposobów ucieczki od pieniądza, aby nie ponosić opłat za jego użytkowanie, a wręcz w celu multiplikacji wartości majątku. Niemniej jednak ten sposób lokaty kapitału w teorii Gesella jest sprzeczny z celami polityki pieniężnej, co wynika z tego, że według autora tej teorii spekulacja ziemią (zakup w celu jej bezproduktywnego utrzymywania dla wzrostu wartości) nie przynosi wartości dodanej, lecz ogranicza aktywność gospodarczą. Gesell uważał, że w celu wykluczenia spekulacji ziemią, czyli usunięcia przeszkody w realizacji założeń teorii, własność ziemi nie powinna być prywatna, lecz społeczna lub państwowa. To społeczność lub państwo powinno ją udostępniać za czynsz tym, którzy będą ją produktywnie wykorzystywać (Kennedy 2004, s. 42). Należy jednak zauważyć, że za bezproduktywny Gesell uważał obrót nieruchomościami bez dokonywania nakładów, które miałyby podnieść ich wartość. Swoje przemyślenia i wnioski dotyczące nieruchomości (w tym ich inwestycyjnego wykorzystania) zawarł on – poza wskazanymi już pracami – również w *Das Problem der Grundrente* (Gesell, Roth i Bernoulli 1925) oraz *Die allgemeine Enteignung im Lichte physiokratischer Ziele* (Gesell 1926).

Inwestycje w nieruchomości mogłyby być sposobem ucieczki nie tylko od ujemnych nominalnych, ale także realnych stóp procentowych, gdyby cykle koniunkturalne nie dotyczyły rynku nieruchomości. W związku z tym inwestycja w nieruchomości (na rynku nieruchomości) nie jest pozbawiona ryzyka straty (utraty wartości). Inwestycje tego typu mogą być sposobem ucieczki od ujemnych nominalnych, a także realnych stóp procentowych. Sposób ten nie jest dobry w każdym czasie

i miejscu, ani też bezpieczny, biorąc pod uwagę utratę wartości aktywów nieruchomościowych.

Szeroko pojęta branża nieruchomości wykazuje wysoką korelację z cyklami gospodarczymi i znaczącymi zdarzeniami gospodarczymi, co powoduje, że fazy cykli gospodarczych wpływają na stopę zwrotu z inwestycji w nieruchomości oraz ryzyko inwestycji na rynku nieruchomości, a więc także na wartość przedmiotu inwestycji. Badania wskazują jednak, że cykl na rynku nieruchomości jest bardzo podobny do ogólnego cyklu koniunkturalnego, jednak zwykle następuje w stosunku do niego z rocznym opóźnieniem. Wynika to z tego, że inwestycje w nieruchomości mają charakter długoterminowy, a więc reakcja rynku nieruchomości na ogólną koniunkturę gospodarczą jest wolniejsza, czego efektem jest to, że okres koniunktury trwa na nim dłużej, ale także recesja dotyczy go bardziej niż innych sektorów gospodarki (Mueller 2006, s. 24).

Cykliczność na rynku nieruchomości wpływa na wyniki finansowe inwestycji w nieruchomości, które zależą od poziomu stawek czynszów, poziomu pustostanów (nieruchomości nieprzynoszących w danym momencie przychodów, niepracujących) oraz poziomu kosztów utrzymania i finansowania. Cykliczność na rynku nieruchomości wpływa zatem na stopę kapitalizacji (Pyhrr, Roulac i Born 1999, s. 9). Według R. Wenzlicka, który analizował dane o rynku nieruchomości mieszkalnych w Stanach Zjednoczonych w długim okresie, tj. w latach 1795–1973, średnia długość cyklu na rynku nieruchomości wynosi nieco ponad 18 lat (Kurucz 2010, s. 45), a o tym, w jakiej fazie cyklu jest ten rynek, najlepiej świadczy wskaźnik pustostanów (Kurucz 2010, s. 46). Przykładowo badania rynku nieruchomości komercyjnych w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie doprowadziły do wniosków, że ceny nieruchomości komercyjnych mogą być przewidywalne, a fazy cykli na tym rynku mogą być przewidywane z wyprzedzeniem (Pyhrr, Roulac i Born 1999), co powoduje, że inwestycje na rynku nieruchomości mogą być sposobem ucieczki od podatku Gesella. Badania wykazały, że to, co kształtuje przepływy pieniężne z inwestycji w nieruchomości, czyli wysokość czynszów, stopa pustostanów i stopa kapitalizacji, jest cykliczne, a więc również stopa zwrotu z inwestycji w nieruchomości jest cykliczna. Inwestorzy bardzo często nie zdają sobie sprawy z istnienia cykli na rynku nieruchomości, przez co decyzje o inwestycji podejmują w nieodpowiednich momentach, kierując się bezrefleksyjnie zachowaniem innych uczestników rynku, co pogłębia fazy cyklu: kupują drogo w czasie najwyższego poziomu cen, a sprzedają podczas kryzysu, czyli tanio (Kurucz 2010, s. 47). Działania takie prowadzą do nieosiągnięcia na rynku nieruchomości celu, jakim jest np. ucieczka od pieniądza. Świadomość istnienia cykli na rynku nieruchomości i możliwości ich przewidywania może chronić przed błędnymi decyzjami inwestycyjnymi, a także pozwolić osiągnąć cel, jakim jest skuteczna ucieczka od pieniądza. Badania

doprowadziły do wniosku, że skuteczne inwestowanie na rynku nieruchomości jest powiązane ze świadomością inwestorów istnienia cykli na tym rynku i wyciągnięciem wniosków z ich analizy (Pyhrr, Roulac i Born 1999).

6. Wnioski

Ujemne nominalne stopy procentowe (podatek Gesella) występują obecnie w gospodarce i można je uznać za współczesny wymiar teorii Silvia Gesella. Wywołują one naturalny opór posiadaczy oszczędności w postaci gotówki, którzy szukają sposobu ucieczki od nich. Dzieje się tak dlatego, że mimo uzasadnienia dla zastosowania ujemnych nominalnych stóp procentowych w gospodarce, to jednostki – co jest naturalne z psychologicznego punktu widzenia – dbają o to, co w ich pojęciu jest dla nich korzystne i chroni je przed bezpośrednią stratą (lub brakiem dochodu). Próbują one zatem dbać o maksymalizację swojego stanu posiadania, a co najmniej o ochronę wartości majątku.

Z powodu ujemnych nominalnych stóp procentowych ucieczka od pieniądza jest szukaniem sposobu na zamianę aktywu w postaci zgromadzonej gotówki na inne aktywo, które nie będzie obciążone podatkiem Gesella, a więc ochroni wartość, a najlepiej, jeśli będzie ją zwiększać. Cel ten można osiągnąć poprzez inwestycje w nieruchomości. Ucieczka od pieniądza w ten sposób ma jednak swoje ograniczenia, jeśli chodzi o zakładane cele, gdyż inwestycje w nieruchomości nie są pozbawione ryzyka (mimo dość powszechnej opinii o ich skuteczności w ochronie wartości), co związane jest np. z występowaniem cykli koniunkturalnych na rynku nieruchomości. Ten rodzaj inwestycji wiąże się z ograniczeniami, np. kapitałowymi czy wynikającymi z cech nieruchomości jako aktywa. Z punktu widzenia teorii Gesella istotne jest to, że sam jej autor dostrzegał zagrożenie związane z ucieczką od pieniądza opodatkowanego jego podatkiem w nieruchomości, gdyż za zgodne ze swoją teorią uważał tylko wydatki na nieruchomości produkcyjne, służące produkcji. Spekulację natomiast (w tym na rynku nieruchomości) postrzegał jako szkodzącą wzrostowi gospodarczemu. Rozwinięciem zagadnień poruszonych w niniejszym artykule może być np. analiza istoty kryptowalut i ich rynku w aspekcie zarówno ucieczki od pieniądza, jak i możliwości uznania go za „wolny pieniądz” zgodnie z teorią Gesella. Jako propozycje kolejnych kierunków badań można wskazać pogłębioną analizę zasadności stosowania ujemnych nominalnych stóp procentowych i ich wpływu na gospodarkę, analizę innych sposobów ucieczki od pieniądza czy analizę różnych rodzajów nieruchomości jako przedmiotu inwestycji.

Literatura

Anderson R.G., Liu Y. (2013), *How Low Can You Go? Negative Interest Rates and Investors Flight to Safety*, Regional Economist, January 1, <https://www.stlouisfed.org/publications/regional-economist/january-2013/how-low-can-you-go-negative-interest-rates-and-investors-flight-to-safety> (data dostępu: 28.06.2021).

Bartsch G. (1989), Silvio Gesell, *Die Physiokraten und die Anarchisten* (w:) Silvio Gesell. „Marx” der Anarchisten? *Texte zur Befreiung der Marktwirtschaft vom Kapitalismus und der Kinder und Mütter vom patriarchalischen Bodenunrecht*, Karin Kramer Verlag, Berlin.

Blanc J. (1998), *Silvio Gesell's Theory and Accelerated Money Experiments*, https://www.researchgate.net/publication/5088112_Silvio_Gesell's_Theory_and_Accelerated_Money_Experiments (data dostępu: 28.06.2021).

Buiter W.H. (2010), *Negative Nominal Interest Rates: Three Ways to Overcome the Zero Lower Bound*, „The North American Journal of Economics and Finance”, vol. 20(3), <https://doi.org/10.1016/j.najef.2009.10.001>.

Dillard D.D. (1997), Proudhon, Gesell and Keynes: *An investigation of Some „Anti-Marxian Socialist” Antecedents of Keynes' General Theory of Employment, Interest and Money*, red. L. Roemheld, Angela Hackbarth Verlag, St Georgen.

Dor E. (2016), *Are Extremely Low Interest Rates Really Caused by Insufficient Growth and Inflation Rather Than by ECB Policy? An Examination of ECB's Defense against German Critiques*, SSRN, available at <https://ssrn.com/abstract=2783964> (data dostępu: 28.06.2021).

Dow S. (2017), *Keynes and Gesell: Political and Social Philosophy, Epistemology and Monetary Reform*, „Annals of the Fondazione Luigi Einaudi: An Interdisciplinary Journal of Economics, History and Political Science”, vol. 51, nr 1, <https://doi.org/10.26331/1004>.

Gesell S. (1911), *Die neue Lehre vom Geld und Zins*, Physiokratischer Verlag, Berlin.

Gesell S. (1916), *Die natürliche Wirtschaftsordnung durch Freiland und Freigeld*, Physiokratischer Verlag, Berlin.

Gesell S. (1926), *Die allgemeine Enteignung im Lichte physiokratischer Ziele*, Stirn-Verlag Hans Timm, Erfurt.

Gesell S. (1958), *The Natural Economic Order*, Peter Owen Ltd., London.

Gesell S., Roth F., Bernoulli H. (1925), *Das Problem der Grundrente*, Selbstverlag degeses Schweizer Freiwirtschaftsbundes, Bern.

Guha K. (2009), *Fed Study Puts Ideal US Interest Rate at -5%*, The Financial Times, <https://www.ft.com/content/37877644-32c9-11de-8116-00144feabdc0> (data dostępu: 28.06.2021).

Flik R. (2004), *Marktwirtschaft ohne Kapitalismus? Silvio Gesells schöne neue Freiland-Freigeld-Welt* (w:) *Utopien und utopisches Denken – von der Bibel bis zur Globalisierung. Ausführungen zu unterschiedlichen Denkansätzen*, red. R.A. Müller, G. Lux, Universitätsverlag Kastner, Wolnzach.

- Ilgmann C., Menner M. (2011), *Negative Nominal Interest Rates: History and Current Proposals*, „International Economics and Economic Policy”, vol. 8(4), <https://doi.org/10.1007/s10368-011-0186-z>.
- Kennedy M. (2004), *Pieniądz wolny od inflacji i odsetek. Jak stworzyć środek wymiany służący nam wszystkim i chroniący Ziemię?*, Wydawnictwo „Zielone Brygady”, Kraków.
- Keynes J.M. (2003), *Ogólna teoria zatrudnienia, procentu i pieniądza*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kinoshita Y. (2016), *The Current in the Japanese Economy and Its Financial Markets – What Is the Effect of Negative Interest Rate?*, „Center on Japanese Economy and Business Occasional Papers”, nr 75, <https://doi.org/10.7916/D8CR5TFP>.
- Krugman P., Wells R. (2021), *Makroekonomia*, Wydawnictwo Naukowe PWN, Warszawa.
- Kurucz A. (2010), *The Relationship between General Economic Cycle and the Real Estate Cycle*, „Regional and Business Studies”, vol. 2, nr 1.
- Menner M. (2015), *“Gesell” Tax and Efficiency of Monetary Exchange*, Ivie Working Papers, WP-AD 2011-26, <https://doi.org/10.13140/RG.2.1.3683.0160>.
- Mueller G.R. (2006), *Real Estate Space Market Cycles*, Testimony of Glenn R. Mueller, Ph.D. before the Subcommittee on Financial Institutions and Consumer Credit, September 16, Washington.
- Pyhrr S.A., Roulac S., Born W. (1999), *Real Estate Cycles and Their Strategic Implications for Investors and Portfolio Managers in the Global Economy*, „Journal of Real Estate Research”, vol. 18, nr 1, <https://doi.org/10.1080/10835547.1999.12090986>.
- Ylmaz S., Sarkaya Icelliglu C. (2016), *The Negative Interest Rate Policy: The Eventualities and Implications*, „Journal of Emerging Economies and Policy”, vol. 1.