

# Ujemne stopy procentowe a inwestycje w nieruchomości w świetle teorii Silvio Gesella

*Piotr Mirowski\**

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

**Kody JEL:** A11, B00, E00, E21, E22, E32, E43, G11, R39

## Negative Interest Rates and Real Estate Investments in relations with Silvio Gesell's Theory

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

**JEL Codes:** A11, B00, E00, E21, E22, E32, E43, G11, R39

### Wstęp

Obecnie zagadnienie ujemnych stóp procentowych stało się nie tylko przedmiotem rozważań teoretycznych, ale też praktycznym, stosowanym instrumentem polityki pieniężnej. Występowanie nominalnych, czy też częściej realnych, ujemnych stóp procentowych stało się faktem w wielu gospodarkach, a ich skutkiem jest spadek wartości oszczędności utrzymywanych w gotówce na lokatach i rachunkach bankowych, z czym trudno się pogodzić posiadającym oszczędności w tej formie. Założeniem oszczędzających jest przyrost 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”, natomiast okazało się, iż ujemne stopy procentowe w pewnych warunkach stają się również stosowanym elementem polityki pieniężnej i ma to uzasadnienie.

Mimo, iż jest to sytuacja (zastosowanie ujemnych stóp procentowych) stosunkowo nowa, to jednak historycznie miała już miejsce, choć w bardzo ograniczonym zakresie praktycznym, natomiast dość ciekawie przedstawionym teoretycznie, przez ekonomistę, finansistę praktyka Silvio Gesella. Opracował on teorię wolnego pieniądza (wolnego od odsetek), czyli pieniądza, którego utrzymywanie nie wiąże się z zyskiem w postaci odsetek, a wręcz z opłatami za brak jego udostępniania innym lub wykorzystywania w celu dokonywania wydatków. Wolny pieniądz to zgromadzona gotówka, nie dość, że pozbawiona możliwości otrzymywania przychodu w postaci odsetek, to wręcz gotówka

---

\* mgr, Uniwersytet Ekonomiczny w Krakowie, Katedra Procesu Zarządzania, <https://orcid.org/0000-0002-6866-3439>, [p.mirowski@mapcash.pl](mailto:p.mirowski@mapcash.pl)

obarczona opłatą za jej posiadanie, czyli tak zwanym podatkiem Gesella. Teoria Silvio Gesella została nieco zapomniana, jak i sam jej twórca, 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, czy to współczesnym jego wymiarem, czyli ujemnymi stopami procentowymi.

Poszukiwanie przez ludzi lub organizacje sposobów na zabezpieczenie wartości majątku jest naturalnym działaniem, gdyż z perspektywy psychologicznej i socjologicznej dążenie do osiągnięcia korzyści, a nie strat, a minimum do brak utraty wartości, jest czymś naturalnym. Jednym z pytań, jakie w tym wymiarze można sobie zadać, jest to, czy ucieczka od pieniądza z powodu ujemnych stóp procentowych (podatku Gesella) jest możliwa, na przykład poprzez inwestycje wolnych środków pieniężnych w nieruchomości. Celem niniejszego artykułu jest próba przypomnienia teorii Silvio Gesella i wniosków do jakich doszedł, przedstawienie związku ujemnych stóp procentowych z tą teorią, a także wskazanie inwestycji w nieruchomości, jako jednej z potencjalnych możliwości ucieczki od pieniądza obciążonego ujemnymi stopami procentowymi (podatkiem Gesella). Artykuł próbuje też udzielić na pytanie, czy ucieczka w ten sposób jest realna i może zrealizować założony cel.

## **1. Teoria Silvio Gesella**

Silvio Gesell, który był w XIX wieku niemieckim importerem działającym z sukcesem głównie w Argentynie (Blanc 2021, s. 3), odkrył poprzez analizę swoich doświadczeń handlowych, iż okresy koniunktury i dekonunktury na oferowane towary w niewielkim stopniu zależą od zapotrzebowania na nie i od ich jakości, a zależą od ceny pieniądza na rynku pieniężnym. 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 więc wielkość produkcji i poziom cen są stałe, a więc popyt zależy od zmienności prędkości obiegu pieniądza, a ta zależy od skłonności ludzi do jego udostępniania na rynku, a skłonności ta zależy od stóp procentowych. W ten sposób Gesell zakwestionował prawo rynków Saya mówiące o tym, iż każda podaż tworzy swój własny popyt (Dillard i Roemheld 1997, s. 161). Gesell odkrył, że gdy stopy procentowe były niskie popyt wzrastał, a kiedy wysokie malał. Zauważył, że progiem, który decydował o większej lub mniejszej gotowości do oszczędzania, czyli

udostępniania innym kapitału za odsetki, jest stopa oprocentowania wynosząca 2,5% rocznie (gdy była niższa skłonność do zatrzymywania pieniądza dla siebie rosła, a gdy wyższa malała i był on udostępniany innym). Z obserwacji Gesella wynikało, iż 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 go znowu udostępniać i tak rozpoczynał się nowy cykl gospodarczy, który w początkowym okresie charakteryzował się wysokimi stopami procentowymi, ale też wysokimi cenami dóbr i usług, co znowu powodowało po pewnym czasie spadek stóp procentowych, a co za tym idzie spadek dostępności pieniądza na rynku (Kennedy 2004, s. 35). Do takich wniosków doprowadziła go między innymi analiza kryzysu finansowego w Argentynie w latach 80-tych XIX wieku (Blanc 2021, s. 3).

W powyższy sposób Gesell wyjaśniał istnienie cykli koniunkturalnych w gospodarce. To, że od skłonności do udostępniania pieniądza innym zależą cykle koniunkturalne wynika z tego, że koszt przetrzymywania pieniądza wynosi zero lub jest pomijalny (co jest jedną z cech odróżniających go od innego rodzaju aktywów (Sheila 2017, s. 78)). Łatwo więc właścicielom pieniądza podejmować decyzje, co do jego przetrzymywania lub nie, w zależności od obowiązujących w danym czasie stóp procentowych. Według tej teorii, gdyby obciążyć przetrzymywanie pieniądza opłatami, to jedna z przyczyn występowania cykli koniunkturalnych (spekulacja kapitałem) by zniknęła, jak też gospodarka zbliżałaby się do stanu pełnego zatrudnienia. Koszt przetrzymywanie pieniądza, aby osiągnąć efekt, powinien wynosić 5% w skali roku (Sheila 2017, s. 78). Skłonność do przetrzymywania pieniądza, w tym poprzez brak wydatków, powoduje również wzrost ilości niesprzedanych produktów, co skutkuje spadkiem cen (deflacją), a więc krańcowa produktywność kapitału maleje. Deflacja powoduje, iż realne odsetki od przetrzymwanego kapitału rosną, a to z kolei powoduje wycofywanie kapitału z inwestycji rzeczowych (produkcyjnych) i tym samym spadek wielkości produkcji, który w skali makro powoduje kryzys ekonomiczny. Jest to w inny sposób przedstawienie spirali deflacyjnej Irvinga Fishera (kryzysu wywołanego deflacją) (Ilgmann, Menner, 2011, s. 7).

Gesell sformułował swoją teorię pieniądza i jak to określił „naturalnego porządku ekonomicznego” w swoim dziele *Die Natürliche Wirtschaftsordnung (Naturalne porządek ekonomiczny)* opublikowanym po raz pierwszy w 1904 roku. W związku z tym, iż nieustanne krążenie pieniądza jest remedium na cykliczność koniunktury,

podstawą teorii pieniądza Gesella, jest, jak to określił pieniądz wolny od procentu. Pieniądz taki charakteryzuje się tym, iż osoby go posiadające nie powinny w zamian za to otrzymywać kuponu odsetkowego, a wręcz powinni uiszczać opłaty za jego utrzymywanie (Kennedy 2004, s. 38). Dzięki temu przyśpieszeniu ulegnie obieg pieniądza w gospodarce (Blanc 2021, s. 1). Według Gesella w obiegu winna być taka ilość gotówki, która jest niezbędna do obsługi niezbędnych transakcji, a nadwyżka winna być zdeponowana w bankach, przy czym bank powinien odstąpić od wypłacania odsetek właścicielom lokat, a wręcz pobierać za to opłaty od tychże właścicieli, od których mógłby odstąpić w przypadku lokowania środków długoterminowo (Kennedy 2004, s. 95). Według tej teorii gotówka nie powinna być narzędziem gromadzenia oszczędności (Sheila 2017, s. 86).

Wolny pieniądz, chcąc wprowadzić teorię w życie, próbowano zastosować w latach trzydziestych XX wieku w miastach Austrii, Francji, Niemczech, Hiszpanii, Szwajcarii i Stanach Zjednoczonych (Sheila 2017, s. 86). Żaden z co najmniej 15 eksperymentów nie zakończył się sukcesem (Blanc 2021, s.9), czego powodem była po pierwsze utrata społeczna zaufania do pieniądza, którego wartość spada w wyniku obciążenia go opłatą za jego posiadanie (Blanc 2021, s. 9), a psychologiczna bariera nie pozwala wydawać go na cokolwiek, aby tylko uniknąć opłat od jego posiadania. Po drugie skłonność do fałszerstw potwierdzenia poniesienia kosztów pieniądza lub podrabiania samego pieniądza, a także emisja kolejnych „konkurencyjnych” walut funkcjonujących w coraz mniejszej skali, np. przez izby handlowe, organizacje gospodarcze, itp.. Wszystko to prowadziło do deprecjacji wartości pieniądza obciążonego opłatą „postojową” (Blanc 2021, s. 9-10).

Mimo wartości teoretycznych zastosowanie wprost teorii Gesella w praktyce gospodarczej jest niemożliwe z przyczyn, które wskazał Keynes analizując teorię wolnego pieniądza (niemniej jednak efekty jego prac i dociekań stanowią inspirację do nowego spojrzenia na narzędzia współczesnej polityki ekonomicznej i możliwość ich zastosowania oraz potencjalne ich efekty).

Keynes wskazał dwie takie podstawowe przyczyny:

- system wprowadzający taki pieniądz musiałby mieć wbudowane bardzo restrykcyjne i bezwzględnie egzekwowane normy prawne zabraniające stosowania substytutów „nowego” pieniądza, a stworzenie takiego systemu jest niemożliwe z uwagi na to, że w gospodarce już funkcjonują płynne substytuty pieniądza, które mogą go zastępować w transakcjach handlowych, a nagłe ich

unieważnienie zagroziłoby stabilności całego systemu finansowego. Nie da też się w czasie wygasić funkcjonowania tych substytutów, choćby dla tego, że postęp w dziedzinie funkcjonowania coraz nowszych i licznych płynnych aktywów (np. instrumentów finansowych) jest coraz bardziej dynamiczny i to właśnie on przyśpiesza przebieg transakcji, a więc dynamizuje wymianę handlową i tym samym cyrkulację pieniądza. Zatrzymanie tego rozwoju płynnych aktywów niosłoby większe negatywne konsekwencje dla gospodarki niż nowy system miałby zalet (Keynes 2003, s. 358). Keynes zwrócił na ten problem uwagę już w latach 30-tych XX wieku, a dynamika rozwoju płynnych aktywów tylko się zwiększała od tamtego czasu do dnia dzisiejszego, a więc aktualność tej przeszkody w implementacji wprost teorii Gesella występuje nadal (stanowi obecnie jeszcze większą przeszkodę),

- w poprzedni części wskazano, że ze względu choćby na czynniki psychologiczne i socjologiczne system Gesella jest podatny na nadużycia, a to powoduje szybką utratę zaufania do niego, co jest również efektem braku zaufania ludzi do siebie, jak i do społeczeństwa, a społeczeństwa do jednostek. Ten zamknięty krąg braku zaufania powoduje, iż wprowadzenie systemu ekonomicznego Gesella jest praktycznie niemożliwe (przynajmniej na dużą skalę) (Keynes 2003, s. 358).

Mimo, że analizowana teoria w życiu gospodarczym nie ma wprost zastosowana to jej analiza teoretyczna wraz z jej krytyką prowadzi do ważnego kluczowego dla wszystkich teorii ekonomicznych, w tym teorii systemów finansowych wniosku, iż każdy z tych systemów opiera się na zaufaniu właśnie 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 należący do kategorii utopijnych, czyli takich, których immanentną cechą jest założenie istnienia zaufania ludzi do siebie, ludzi do społeczeństwa i społeczeństwa do ludzi, o co szczególnie w skali ponad lokalnej trudno, a wręcz jest to 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.

Kolejnym aspektem teorii Gesella jest rola państwa w gospodarce, która wg niego powinna przede wszystkim sprowadzać się do umożliwienia funkcjonowania pieniądza wolnego od odsetek i jego dystrybucji do podmiotów, które nie będą go przetrzymywać,

a wykorzystywać do tworzenia wartości dodanej oraz rolę państwa winno być zarządzanie ziemią w taki sposób, aby korzystać z niej (za czynsz) mogły te podmioty, które dzięki niej będą tworzyć wartość dodaną w gospodarce (Darity 1995, s. 27-41).

Według Gesella reforma monetarna („wolny pieniądz”) i reforma zasobów ziemi („wolna ziemia”) są podstawami istnienia i funkcjonowania idealnie wolnego społeczeństwa (Sheila 2017, s. 83).

## **2. Ujemne stopy procentowe jako współczesny wymiar teorii Silvio Gesella**

Jak pokazuje teoria Gesella uwzględnienie ujemnych stóp procentowych (swoistego opodatkowania pieniądza) w konstrukcjach ekonomicznych ma długą tradycję intelektualną i nie jest to czysta abstrakcja, ale zjawisko wymagające poważnej analizy w ramach polityki ekonomicznej, monetarnej.

Do niedawna jednym ze sztywnych założeń niemal wszystkich polityk ekonomicznych i monetarnych był brak możliwości spadku stóp procentowych poniżej zera. Jednak współczesne wyzwania stojące przed kształtującymi politykę gospodarczą (jak rządy, banki centralne, międzynarodowe instytucje finansowe) doprowadziły do tego, że utrzymywanie tego założenia stanęło pod znakiem zapytania, a to dlatego, że obniżanie stóp procentowych było i jest instrumentem służącym pobudzeniu gospodarki. Prowadzi 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 już bliskie zeru, a poziom inwestycji jest nadal nie wystarczający, a opisane wyżej założenie powoduje, że nie ma już miejsca na ich obniżkę. W związku z tym niektóre rządy i banki centralne nie mając już możliwości, w związku z powyższym założeniem, dalszego obniżania stóp procentowych, próbowały za pomocą innych instrumentów zwiększać ilość pieniądza w obiegu. Okazało się jednak, że wywołane tym pobudzenie 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, iż zaczęto zastanawiać się, czy jednak powyższego założenia o niedopuszczalności ujemnych stóp procentowych nie złamać, a to z kolei doprowadziło do odszukiwania historycznych analiz dotyczących ujemnych stóp procentowych, takich jak analizy i wnioski Gesella (ale również Keynsa, czy Fishera). Rozważania te doprowadziły na przykład do tego, że aby zrealizować cele związane z pobudzeniem gospodarki, czy wyjściem z kryzysu, już w 2009 roku *Federal*

*Reserve Bank* (FED) określił idealną stopę procentową na minus 5% (-5%) (Guha 2009). Okazało się, że badania w zakresie ujemnych stóp procentowych nie są tylko konstruktem teoretycznym w zakresie badań podstawowych, ale są elementem badań stosowanych, co również jest powrotem do źródeł analizy stóp procentowych niższych od 0, gdyż teoria Gesella powstała w celu rozwiązania konkretnych problemów gospodarczych (co przedstawiono w poprzedniej części niniejszego artykułu). Środowisko naukowe oraz środowisko odpowiedzialne za kształtowanie polityki finansowej państw, uznając, że przełamanie założenia o nieprzekraczalności zera przy ustalaniu stóp procentowych może być uzasadnione, podjęło prace mające na celu opracowanie sposobu wprowadzenia łamiących założenie ujemnych stóp procentowych (opodatkowania pieniądza). W związku z tym, iż wprost metoda zaproponowana przez Gesella na szeroką skalę nie jest możliwa do zastosowania (co wykazano powyżej), pojawiły się inne pomysły, jak w praktyce złamać zasadę niestosowania ujemnych stóp procentowych. Jedną z propozycji wysunął amerykański ekonomista Willem Buiter. Według niego należy całkowicie wyeliminować z obiegu banknoty i monety, gdyż i tak większość z nich (szczególnie to dotyczy waluty Euro i Dolara Amerykańskiego) jest przechowywana za granicą z przyczyn legalnych (utrzymywanie rezerw i oszczędności, a nierzadko jako waluty wymiany) przez kraje o wysokiej inflacji, jak i nielegalnych (obsługa czarnego rynku, szarej strefy, pranie brudnych pieniędzy), i zastąpić je tylko i wyłącznie płatnościami za pośrednictwem rachunków bankowych. Umożliwi to łatwość pobierania podatku od pieniądza (cel podstawowy), a efektem ubocznym tego będzie uderzenie w czarny rynek i szarą strefę oraz skuteczniejsza walka z praniem brudnych pieniędzy. Warunkiem jest istnienie tylko i wyłącznie imiennych rachunków bankowych (Buiter 2010, s. 213-238) (przypisanych konkretnym osobom lub organizacjom), a więc wyeliminowanie, np. numerycznych rachunków bankowych (np. możliwych do założenia w Szwajcarii i Austrii).

Pytanie tylko, czy jest możliwe zupełne wyeliminowanie pieniądza w obiegu pozabankowym? Wydaje się, że nawet ze względów praktycznych nie jest to uzasadnione, choćby ze względu na możliwe awarie systemów komputerowych, ale także braki mniej lub bardziej trwałe dostaw energii elektrycznej, stosowanie sposobów walki elektronicznej, ale także występowanie kryzysów ekonomicznych, kiedy to pieniądz fizyczny ze względów psychologicznych posiada niewspółmiernie wyższe zaufanie, niż pieniądz elektroniczny (Ilgmann i Menner 2011, s. 13). W związku z powyższym, aby w pełni doprowadzić do opodatkowania pieniądza w obiegu, gotówkę

poza systemem bankowym również należałoby objąć opodatkowaniem, ale to technicznie jest niezwykle trudne. Mimo ograniczonego zastosowania ujemnych stóp procentowych w dotychczasowej praktyce gospodarczej trudno uznać ujemne stopy procentowe za sprawdzone rozwiązanie jako instrument polityki pieniężnej. W związku z tym trudno oszacować jego skutki dla gospodarki (Ilgmann i Menner 2011, s. 13), choć w rozważaniach teoretycznych mogą być niezwykle użyteczne, czego przykładem jest na przykład analiza scenariuszy wyjścia z recesji z użyciem ujemnych stóp procentowych (podatku od pieniądza Gesella). W modelach tych recesja jest modelowana jako sekwencja negatywnych wstrząsów gospodarczych w postaci obniżenia wielkości i efektywności inwestycji, co przekłada się na znaczne obniżenie zagregowanego popytu, co powoduje kolejne spadki produkcji i zatrudnienia. Scenariusz kryzysu zamodelowany bez interwencji politycznej jest porównywany z trzema scenariuszami z interwencją polityczną:

- w pierwszym interwencja polega na zastosowaniu ujemnych stóp procentowych (podatku Gesella) w wysokości 6% w skali roku od zakumulowanych zasobów pieniężnych,
- w drugim oprócz uwolnienia w wyniku podatku Gesella rezerw pieniężnych zgromadzonych przez sektor prywatny dodatkowo zwiększa się ekspansja kredytowa ze względu na zniesione oprocentowania kredytów,
- w trzecim brak zastosowania podatku Gesella (ujemnych stóp procentowych), natomiast pobudzenie gospodarki ma nastąpić poprzez wzrost wydatków rządowych.

Analiza powyższych scenariuszy prowadzi do wniosku, że zastosowanie podatku Gesella szybciej stabilizuje gospodarkę poprzez szybsze przywrócenie produkcji i zatrudnienia do stabilnego poziomu, gdyż sprzyja konsumpcji prywatnej i inwestycjom. Wadą interwencji w postaci ekspansji wydatków rządowych (scenariusz trzeci) jest wypychanie konsumpcji i inwestycji sektora prywatnego. Jest to efektem szybszego krążenia pieniądza (skłonność do szybszego wydawania, jako efekt ujemnych stóp procentowych, a więc jest to jedna z podstawowych obserwacji Gesella związanych z podniesionym przez niego pozytywnym efektem jego teorii dla gospodarki (Menner 2015, s. 1-25), co oznacza, że współczesne modele doceniają korzenie teorii ujemnych stóp procentowych opracowanej przez Gesella.

Powodem więc zastosowania ujemnych stóp procentowych jest walka z recesją, w zasadzie niezależnie od jej przyczyn. Przed odkryciem na nowo teorii Gesella, podobny



efekt jak obecnie coraz częściej rozważane jako instrument polityki pieniężnej – ujemne stopy procentowe, miał mieć stosowany jako instrument polityki gospodarczej – wyższy cel inflacyjny (wyższy, akceptowalny poziom inflacji). Jeden i drugi instrument mają za zadanie doprowadzić do zwiększenia ilości przeprowadzanych transakcji, czyli przyspieszeniu obiegu pieniądza w gospodarce, gdyż posiadacze gotówki będą uciekali od wysokich jej sald ze względu na koszt ich utrzymywania. Zastosowanie instrumentu w postaci ujemnych stóp procentowych ma ten inny efekt w stosunku do wyższego celu inflacyjnego, iż może być stosowany do walki z deflacją, której efekty dla gospodarki są równie niekorzystne, jak nadmiernej inflacji, do której może doprowadzić wyższy cel inflacyjny. Ustalenie bowiem wyższego dopuszczalnego poziomu inflacji może doprowadzić do spirali inflacyjnej, a ujemne stopy tego efektu nie wywołują (Ilgmann i Menner 2011, s. 22).

Ujemne stopy procentowe nie są więc narzędziem uniwersalnym, ale kolejnym na nowo, w celach praktycznych odkrytym, narzędziem polityki gospodarczej (pieniężnej), który daje dodatkowe możliwości. Podatek Gesella nie może być wygórowany, co przewidział już Gesell (maksymalnie 5% w skali roku), a to z tego względu, iż jego zbyt wygórowana wysokość doprowadziłaby do tego, że obowiązująca waluta przestałaby być akceptowalnym środkiem wymiany i byłaby zastępowana innymi instrumentami (co ma miejsce w okresach wysokiej inflacji). Ujemna stopa procentowa powinna sprawiać, aby koszt przetrzymywania pieniądza nie był zerowy i powinna być na takim poziomie, aby równoważyć koszt przechowywania innych dóbr (towarów, produktów) i to jest jej cel (takie były postulaty Gesella, z którymi również dzisiaj można się zgodzić). Zbyt wysoki poziom ujemnych stóp procentowych prawdopodobnie powodował fiasko eksperymentów z pobieraniem podatku Gesella w postaci kuponów w innych, niż Wögl miejscach (np. w Stanach Zjednoczonych w latach 30-tych XX wieku) (Ilgmann i Menner 2011, s. 23). Obecnie fiasko tego instrumentu może wynikać z chęci ucieczki od ujemnych stóp procentowych poprzez inwestycje nieprodukcyjne, jak obce waluty, biżuteria, metale szlachetne (Ilgmann i Menner 2011, s. 23), dzieła sztuki, czy nieruchomości.

Zastosowanie w polityce monetarnej i szerzej gospodarczej ujemnych stóp procentowych osiągnie założone cele, zgodnie z teorią Gesella, gdy pobudzi inwestycje (wystąpi znaczne przesunięcie zasobów pieniężnych z oszczędności do inwestycji rzeczowych (Kinoshita 2016, s. 5)). Taki skutek tego instrumentu nie jest jednak pewny. Mimo to, na przykład Europejski Bank Centralny kształtując politykę

monetarną zakłada, iż wzrost wydatków inwestycyjnych jest wprost proporcjonalny do spadku stóp procentowych. Jest to jednak uproszczenie, gdyż na aktywność inwestycyjną w rozumieniu nie spekulacyjnym, a jako inwestycje rzeczowe budujące potencjał tworzenia PKB wpływa jeszcze wiele innych czynników (np. sytuacja polityczna, prawna, polityka podatkowa, prawo ochrony środowiska, potencjalna stopa zwrotu), a stopa procentowa jest tylko jednym z nich. Poza tym posiadacze wolnych zasobów finansowych mogą nie chcieć ich udostępnić pod inwestycje rzeczowe z przyczyn psychologicznych, takich jak choćby subiektywna percepcja ryzyka

### **3. Ujemne stopy procentowe jako motywacja ucieczki od pieniądza**

Jednym z głównych celów stawianych przed bankami centralnymi państw lub związków państw jest zapewnienie stabilizacji gospodarce, do czego jednym z podstawowych narzędzi jest podejmowanie środków ostrożnościowych w celu utrzymywania poziomu inflacji w założonym przedziale i przeciwdziałanie deflacji, nawet kosztem krótkoterminowego braku stabilności finansowej. Narzędziem z kolei do realizacji tego celu są stopy procentowe, które służą również regulowaniu akcji kredytowej. Obecnie w celu pobudzenia gospodarczego następuje dość powszechne obniżanie stóp procentowych przez banki centralne (Ylmaz i Sarkaya Icelliglu 2016, s. 191). Do niedawno za granicę obniżek stóp procentowych uważano zero, natomiast obecnie występują już na rynkach ujemne stopy procentowe, gdyż dla skuteczności polityki pieniężnej granica „0” była nie wystarczająca (Krugman i Wells 2021). We współczesnej rzeczywistości gospodarczej (tj. po II wojnie światowej) jako pierwsze ujemne stopy procentowe dla depozytów wprowadziły banki centralne w Szwecji (*Riksbank*), Danii (*Nationalbank*) i Szwajcarii (*Swiss National Bank*), co stało się po globalnym kryzysie finansowym, którego szczyt nastąpił w 2008 roku (Anderson i Liu 2013, s. 13). Były to nominalnie ujemne stopy procentowe, które w swojej polityce wykorzystuje również od 2014 rok Europejski Bank Centralny (EBC) (Ylmaz i Sarkaya Icelliglu 2016, s. 195). Z kolei ujemne realne stopy procentowe są już wszechobecne, a występują wtedy, gdy długoterminowe stopy procentowe są niższe, niż stopa inflacji. Sytuacja taka ma miejsce w Niemczech od 2012 roku, co wcześniej w tej gospodarce nie występowało (Dor 2016, s. 3-6).

Coraz powszechniejsze występowanie ujemnych stóp procentowych w oczywisty sposób 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 ich przetrzymywanie na rachunkach, choć część inwestorów zaakceptowało ujemne stopy procentowe jako opłatę za bezpieczeństwo przechowywania wolnych środków na rachunkach (za niebezpieczeństwa związane z fizycznym przechowywaniem gotówki uznaje się przede wszystkim kradzież, fizyczne zużycie, zniszczenie w wyniku zdarzeń losowych, trudność w przechowywaniu i przenoszeniu, z kolei banknoty o dużych nominałach generują podwyższone ryzyko korupcyjne i prania brudnych pieniędzy).

#### **4. Inwestycje w nieruchomości jako sposób ucieczki od pieniądza w warunkach ujemnych stóp procentowych a teoria Silvio Gesella**

W przypadku wprowadzenia opłat za posiadanie gotówki zgodnie z teorią Gesella lub w wyniku wystąpienia z innych przyczyn w gospodarce ujemnego oprocentowania depozytów jednym z naturalnych sposobów ucieczki od pieniądza, aby nie ponosić opłat za jego użytkowanie, a wręcz w celu multiplikacji wartości swojego majątku są inwestycje w nieruchomości. Jednak ten sposób lokaty kapitału w teorii Gesella jest sprzeczny z celami polityki pieniężnej, a wynika to z tego, iż wg niego spekulacja ziemią (zakup w celu jej bezproduktywnego utrzymywania dla wzrostu wartości) nie przynosi wartości dodanej, a wręcz ogranicza aktywność gospodarczą. W celu wykluczenia spekulacji ziemią, czyli usunięcia przeszkody dla realizacji teorii, Gesell uważa, iż własność ziemi nie powinna być prywatna, lecz społeczna, państwowa i to społeczność lub państwo winno ją udostępniać za czynsz tym, którzy będą ją produktywnie wykorzystywać (Kennedy 2004, s. 42). Należy jednak zauważyć, iż Gesell za bezproduktywny uważał obrót nieruchomościami bez dokonywania nakładów, które miałyby podnieść jej wartość.

Inwestycje w nieruchomości mogłyby być sposobem ucieczki od ujemnych stóp procentowych, gdyby cykle koniunkturalne nie dotyczyły rynku nieruchomości, a jednak go dotyczą. W związku z tym inwestycja w nieruchomości (na rynku nieruchomości) nie jest pozbawiona ryzyka straty (utruty wartości). Inwestycje tego typu mogą być remedium na ujemne stopy procentowe, ale nie jest to sposób idealny w każdym czasie i miejscu i bezwzględnie bezpieczny z punktu widzenia utraty wartości aktywów nieruchomościowych.

Szeroko pojęta branża nieruchomościowa wykazuje wysoką korelację z cyklami gospodarczymi i znaczącymi zdarzeniami gospodarczymi, co powoduje, że fazy cykliw gospodarczych wpływają na stopę zwrotu z inwestycji w nieruchomości, ryzyko inwestycji na rynku nieruchomości, a więc i wartość przedmiotu inwestycji. Badania wskazują jednak, iż cykl na rynku nieruchomości jest bardzo podobny do ogólnego cyklu koniunkturalnego, jednak zwykle następuje w stosunku do niego z rocznym opóźnieniem. Opóźnienie wynika z tego, iż inwestycje w nieruchomości mają charakter długoterminowy, a więc reakcja rynku nieruchomości na ogólną koniunkturę gospodarczą jest wolniejsza, czego efektem jest to, że okres koniunktury na tym rynku trwa dłużej, ale też recesja cofa go bardziej, niż czyni to z innymi sektorami gospodarki (Mueller 2006, s. 24). Dodatkowo różne rodzaje nieruchomości mogą mieć różną cykliczność (Kurucz, 2010, s. 41). Cykliczność na rynku nieruchomości wpływa na wyniki finansowe inwestycji w nieruchomości, które zależą od poziomu stawek czynszów, poziomu pustostanów (nieruchomości nie przynoszących w danym momencie przychodów, niepracujących), poziomu kosztów utrzymania i finansowania, a więc cykliczność na rynku nieruchomości wpływa na stopę kapitalizacji (Pyhrr, Roulac i Born 1999, s. 9). Według Roya 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 rynek nieruchomości najlepiej świadczy wskaźnik pustostanów (Kurucz, 2010, s. 46). Na przykład badania rynku nieruchomości komercyjnych w Stanach Zjednoczonych i Kanadzie doprowadziły do wniosków, iż ceny nieruchomości komercyjnych mogą być przewidywalne i fazy ich cykliw mogą być przewidywane z wyprzedzeniem (Pyhrr, Roulac i Born 1999, s. 7-68), co powoduje, że mogą być sposobem na podatek od pieniądza Gesella. Badania wskazały, iż to, co kształtuje przepływy pieniężne z inwestycji w nieruchomości, czyli wysokość czynszów, stopa pustostanów, stopa kapitalizacji, jest cykliczne, a więc i stopa zwrotu z inwestycji w nieruchomości jest cykliczna (Kurucz, 2010, s. 47). Podejmując jednak decyzje inwestycyjne niestety inwestorzy bardzo często nie zdają sobie sprawy z istnienia cykliw na rynku nieruchomości, a to powoduje, że decyzje odnośnie inwestycji podejmują w nieadekwatnych momentach, kierując się instynktem „stadnym”, 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 celu na rynku nieruchomości, jakim jest na przykład ucieczka od

pieniądza, a zdawanie sobie sprawy z istnienia cykli na rynku nieruchomości i możliwości ich przewidywania może chronić przed błędnymi decyzjami inwestycyjnymi i pozwolić osiągnąć cel w postaci skutecznej ucieczki od pieniądza. Badania doprowadziły do wniosku, iż skuteczne inwestowanie na rynku nieruchomości jest skorelowane z świadomości inwestorów istnienia cykli na tym rynku i wyciąganiem wniosków z ich analizy (Pyhrr, Roulac i Born 1999, 1999, s. 7-68).

### **Wnioski**

Ujemne stopy procentowe (podatek Gesella) stały się obecne we współczesnej gospodarce i można je uznać za współczesny wymiar nieco zapomnianej teorii Silvio Gesella. Obecny wyraz podatku Gesella wywołuje naturalny opór posiadaczy oszczędności w postaci gotówki i szukanie przez nich sposobu ucieczki od nich. Dzieje się tak dlatego, że mimo uzasadnienia dla zastosowania ujemnych 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), a więc próbują troszczyć się o maksymalizację swojego stanu posiadania, a co najmniej ochronę wartości swojego majątku. Z powodu ujemnych stóp procentowych ucieczka od pieniądza to szukanie sposobu na zamianę aktywu w postaci zgromadzonej gotówki na inne aktywo, które nie będzie obciążone podatkiem Gesella, a więc ochroni wartość, a najlepiej, jak będzie ją zwiększać. Jedną z możliwości, która może zrealizować ten cel, są inwestycje w nieruchomości. Ucieczka od pieniądza w ten sposób ma swoje ograniczenia w aspekcie zakładanych celów, gdyż inwestycje w nieruchomości nie są pozbawione ryzyka (mimo dość powszechnej opinii o ich pewności w ochronie wartości), co związane jest na przykład z występowaniem cykli koniunkturalnych na rynku nieruchomości. Ten rodzaj inwestycji nie jest też dla każdego i ma swoje ograniczenia, choćby kapitałowe, czy wynikające z cech nieruchomości jako aktywa. Z punktu widzenia teorii Gesella istotne jest natomiast to, iż on sam widział zagrożenie w ucieczce od opodatkowanego jego podatkiem pieniądza w nieruchomości, gdyż za zgodne ze swoją teorią uważał tylko wydatki na nieruchomości produkcyjnej, służące produkcji, a spekulację (w tym na rynku nieruchomości) uważał za szkodzącą wzrostowi gospodarczemu. Rozwinięciem zagadnień poruszonych w niniejszym artykule może być na przykład analiza istoty kryptowalut i ich rynku, zarówno w aspekcie ucieczki od pieniądza, ale też możliwości

uznania go za „wolny pieniądz” zgodnie z teorią Gesella. Propozycją kolejnych kierunków badań w aspekcie poruszonych zagadnień może być pogłębiona analiza zasadności stosowania ujemnych stóp procentowych i ich wpływu na gospodarkę, analiza innych sposobów ucieczki od pieniądza, czy analiza 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*, „The Regional Economists”, Styczeń 01, <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).
- Blanc J. (2021), *Silvio Gesell's Theory and Accelerated Money Experiments*, [www.researchgate.net](http://www.researchgate.net), data dostępu: (28-06-2021).
- Buiter W. H. (2010), *Negative Nominal Interest Rates: Three Ways to Overcome the Zero Lower Bond*, „North American Journal of Economics and Finance”, No 20, <https://doi.org/10.1016/j.najef.2009.10.001>.
- Darity W. Jr. (1995), *Keynes' Political Philosophy: The Gesell Connection*, „Eastern Economic Journal”, 21 (1).
- Dillard D. D., Roemheld L. (1997), *Proudhon, Gesell and Keynes: An investigation of some „Anti-Marxian socialist” antecedents of Keynes' general theory of employment, interest and money*, St. Georgen Hackbarth, St Georgen.
- Dor E. (2016), *Are extremely low interest rates really caused by insufficient growth and inflation rather than by ECB policy?*, IESEG.
- Guha K. (2009), *Fed study puts ideal US interest rate at -5%*, „The Financial Times” <https://www.ft.com/>, data dostępu: (28-06-2021).
- Ilgmann C., Menner M. (2011), *Negative nominal interest rates: History and current proposals*, Leibniz-Informationszentrum Wirtschaft, <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*, PWN, Warszawa.
- Kinoshita Y. (2016), *The current in the Japanese economy and its financial market-what is the effect of negative interest rate?*, Columbia Business School Occasional Paper Series, No 75.
- Krugman P., Wells R. (2021), *Makroekonomia*, PWN, Warszawa.
- Menner M. (2015), *„Gesell” tax and efficiency of monetary exchange*, University of Alicante, Alicante.
- Mueller G. R. (2006), *Real Estate Space Market Cycles*, Izba Reprezentantów Stanów Zjednoczonych, Waszyngton.
- Sheila D. (2017), *Keynes and Gesell: Political and Social Philosophy, Epistemology and Monetary Reform*, Annals of the Fondazione Luigi Einaudi No 1 (1).

Yılmaz S., Sarkaya İcellioğlu C. (2016), *The Negative Interest Rate Policy: The Eventualities and Implications*, Uniwersytet w İstambule, İstambul.