



MARKTVERHALTEN 09/05/2016

## Wenn Negativzinsen und Helikoptergeld die deutschen Sparer erreichen

von AGNIESZKA GEHRINGER und TOBIAS SCHAFFÖNER

- Begründet mit der Erreichung ihres Inflationsziels hat die Europäische Zentralbank negative Einlagezinsen für Geschäftsbanken eingeführt. Wenn die Geschäftsbanken sich gezwungen sähen, diese Negativzinsen weiterzugeben, könnten auch private Bankkunden mit einer negativen Verzinsung ihrer Ersparnisse konfrontiert werden.
- Sollte die inflationäre Wirkung der Negativzinsen neben weiteren unkonventionellen geldpolitischen Maßnahmen auch zukünftig ausbleiben, kann es nicht ausgeschlossen werden, dass die EZB selbst Maßnahmen wie Helikoptergeld einsetzt.
- Die Ergebnisse unserer Befragung zeigen, dass Negativzinsen zwar relativ ineffizient hinsichtlich der Erzeugung von Konsumentenpreis-inflation sind, aber für relevante Vermögensverteilungseffekte sorgen.

In kürzester Zeit wurden Negativzinsen von einem abstrakten Konzept der volkswirtschaftlichen Theorie zum Mainstream der Geldpolitik. Mitte 2014 hat die Europäische Zentralbank (EZB) negative Zinsen auf Zentralbankdepositen der Geschäftsbanken eingeführt. Anfang März 2016 hat sie den Strafzins erneut gesenkt – auf zuletzt -0,4 %. Die EZB will dadurch die Kreditvergabe der Geschäftsbanken an den realen Sektor beschleunigen, das schwache Wirtschaftswachstum in der Eurozone ankurbeln, um schlussendlich ihr Inflationsziel von „unter, aber nahe zwei Prozent“ zu erreichen.

Die Einführung von Negativzinsen stellt für die theoretischen Ansätze zur Erklärung des Zinses eine nahezu unlösbare Herausforderung dar: Der Zins als Ausdruck der Gegenwartspräferenz

hätte ausgedient – weil Zukunftskonsum höher bewertet würde als Konsum in der Gegenwart („Möchten Sie 100 Euro lieber nächste Woche oder heute erhalten?“). Aus Opportunitätskosten werden sinnwidrige Opportunitätserrträge. Obwohl negative Zinsen der Logik des ökonomischen Handelns zu widersprechen scheinen, werden sie von der EZB als derzeit notwendig erachtet.

Trotz aller Bemühungen seitens der EZB bleiben die Geschäftsbanken zögerlich in der Kreditvergabe. Auch viele Unternehmen sind zurückhaltend bei der Aufnahme weiterer Kredite, weil sie durch die Politik des billigen Geldes nach der Finanzkrise nicht zur Bereinigung ihrer schuldenbelasteten Bilanzen gezwungen wurden. Außerdem ist das Niveau der rechnerischen



Kapitalkosten („weighted average cost of capital“), die bei Investitionsentscheidungen eine direkte Rolle spielen, nicht gleichermaßen mit den Bankkreditkosten gefallen.<sup>1</sup>

Die gewünschte inflationäre Wirkung bleibt weiterhin aus, weshalb immer neue geldpolitische Innovationen wie zuletzt das Konzept des „Helikoptergeldes“ diskutiert werden. Zurückgehend auf ein Gedankenexperiment von Milton Friedman aus dem Jahr 1969 wird so Geld bezeichnet, das direkt von der Notenbank – unter Umgehung der Geschäftsbanken – in Umlauf gebracht wird.

Doch bleiben beide Maßnahmen umstritten. Im Zusammenhang mit der Einführung von Negativzinsen werden die Sorgen um potentielle Auswirkungen auf Sparer und die Ertragskraft der Geschäftsbanken intensiv diskutiert. Noch zögern die Banken, die Negativzinsen an ihre Privatkunden weiterzugeben, da sie befürchten, dass ihre Kunden entweder die Bank wechseln oder in großem Stil Bargeld abheben könnten. Angesichts des absehbar sinkenden Zinsüberschusses geben allerdings immer mehr Geldinstitute zu, an neuen Preismodellen, also an zusätzlichen Gebühren für ihre Dienstleistungen, zu arbeiten.

Insbesondere in Deutschland mehren sich die kritischen Stimmen zur lockeren Geldpolitik der Europäischen Zentralbank. Viele Skeptiker äußern Bedenken über die ungewollten Konsequenzen bzw. langfristigen Fehlallokationen, deren Ausmaß zunimmt, je länger die Null- und Negativzinsphase andauert. Bei der Diskussion um Helikoptergeld ist, neben der von Mario Draghi angeführten „rechtlichen und buchhalter-

rischen Komplexität“, die Unsicherheit über mögliche Auswirkungen besonders hoch, da die tatsächliche Umsetzung dieses akademischen Konzepts bisher noch nicht gewagt wurde. Es besteht das Risiko, die Wirkungen falsch einzuschätzen und einem Vertrauensverlust ins Geldsystem Vorschub zu leisten. Doch obwohl „die Option noch nicht auf dem Tisch war, nicht einmal informell“<sup>2</sup>, wurde der Einsatz von Helikoptergeld von den Notenbankern nicht kategorisch ausgeschlossen.

Diese Studie versucht anhand einer repräsentativen Umfrage, die potentiellen Auswirkungen von Negativzinsen und Helikoptergeld zu skizzieren und damit die Unsicherheit über Wirkungszusammenhänge zu reduzieren. Die Online-Befragung „Negativzinsen, Konsum- und Sparverhalten“ wurde von der GfK (Gesellschaft für Konsumforschung) im Auftrag von Flossbach von Storch im Zeitraum vom 18. bis zum 28. März 2016 durchgeführt. Es wurden 600 Personen befragt, von denen 500 repräsentativ für die Bevölkerung in Deutschland sind. Zusätzliche 100 Personen repräsentieren die Top 5 %-Einkommensbezieher. Analysiert wurden unterschiedliche Reaktionen in der Bevölkerung sowohl auf Negativzinsen als auch auf Helikoptergeld. Neben einer kurzen Darstellung der allgemeinen Effekte konzentrieren wir uns in unserer Studie auf die Reaktionen in verschiedenen Bevölkerungsgruppen.

Wir zeigen, dass die Bereitschaft zur Zahlung von Negativzinsen in der Bevölkerung sehr gering ist: Lediglich sieben bis zehn Prozent der Befragten würden ihr Spar- und Anlageverhalten nicht ändern, wenn sie sich mit Negativzinsen konfrontiert sähen. Es ist auch zu erwarten, dass Negativzinsen auf private Einlagen – im Gegensatz zur Einführung von Helikoptergeld – weitgehend ineffizient bei der Erzeugung von

---

<sup>1</sup> Siehe Kai Lehmann (2015) „Investitionsschwäche trotz Niedrigzinsen – Kalkulatorische Kapitalkosten als Hemmschuh?“ Unternehmensanalyse 20/11/2015, Flossbach von Storch Research Institute und Julia Knolle, Kai Lehmann (2016) „An empirical assessment of global capital productivity“, Economic Policy Note 26/4/2016, Flossbach von Storch Research Institute.

---

<sup>2</sup> Aussage von Peter Praet, Chefvolkswirt der EZB, in einem Interview für die spanische *Expansión* vom 29. April 2016.



Konsumentenpreisinflation blieben, da nur ein minimaler Teil der Bevölkerung von Negativzinsen zu erhöhten Konsumausgaben angeregt würde. Insbesondere die Vermögenspreisinflation würde sich durch Negativzinsen und Helikoptergeld aber vermutlich weiter beschleunigen. Hinter den durchschnittlichen Reaktionen verbergen sich darüber hinaus zahlreiche bevölkerungsspezifische Unterschiede, die wichtige Vermögensverteilungseffekte nach sich ziehen.

### **Negativzinsen versus Helikoptergeld**

Seit Einführung der negativen Depositenzinsen müssen Geschäftsbanken die EZB dafür bezahlen, Überschussreserven bei der Zentralbank halten zu dürfen. Das soll die Banken dazu bewegen, ihre Kreditvergabe an den realen Sektor zu erhöhen. Doch die Banken bleiben zögerlich. Zum einen sind die Bilanzen vieler europäischer Geldinstitute mit notleidenden Krediten belastet. Zum anderen haben die seit der Finanzkrise verschärften Eigenkapitalanforderungen dazu beigetragen, dass die Banken, um höhere Eigenkapitalquoten zu erreichen, gezwungen werden, ihre Bilanzen durch die Kürzung der Kreditvergabe aufzubessern.<sup>3</sup> Sollten die sinkenden Zinsüberschüsse eine exzessive Belastung der Bankbilanzen darstellen, wird die Weitergabe der Strafzinsen an die privaten Anleger immer wahrscheinlicher.

In Anbetracht der bisherigen Auswirkungen ist es realistisch, dass Negativzinsen die von der EZB gewünschte Wirkung nicht erzielen. Helikoptergeld könnte dann zum Notnagel der Geldpolitik erklärt werden.

Im Folgenden analysieren wir die Reaktionen privater Anleger auf beide Maßnahmen. Wir befassen uns zuerst mit dem (für die deutsche Bevölkerung repräsentativen) Durchschnittser-

gebnis, um uns dann auf die Unterschiede innerhalb verschiedener Bevölkerungsgruppen – je nach Geschlecht, Alter, Einkommen und Vermögen – zu fokussieren.

Im Falle der Erhebung von Negativzinsen von privaten Bankkunden wurden die Befragten mit zwei Szenarien konfrontiert: Im ersten Schritt wurde von der Annahme ausgegangen, dass nur die eigene Bank Negativzinsen einführt. Im zweiten Schritt würden Negativzinsen flächendeckend eingeführt. Wie in Abbildung 1 dargestellt, zeigt sich deutlich, dass die Einführung von Negativzinsen lediglich bei einem marginalen Teil der Befragten (7,6 % bei Negativzinsen eigener Bank bzw. 10,2 % bei generellen Negativzinsen) keinerlei Reaktionen hervorrufen würde.

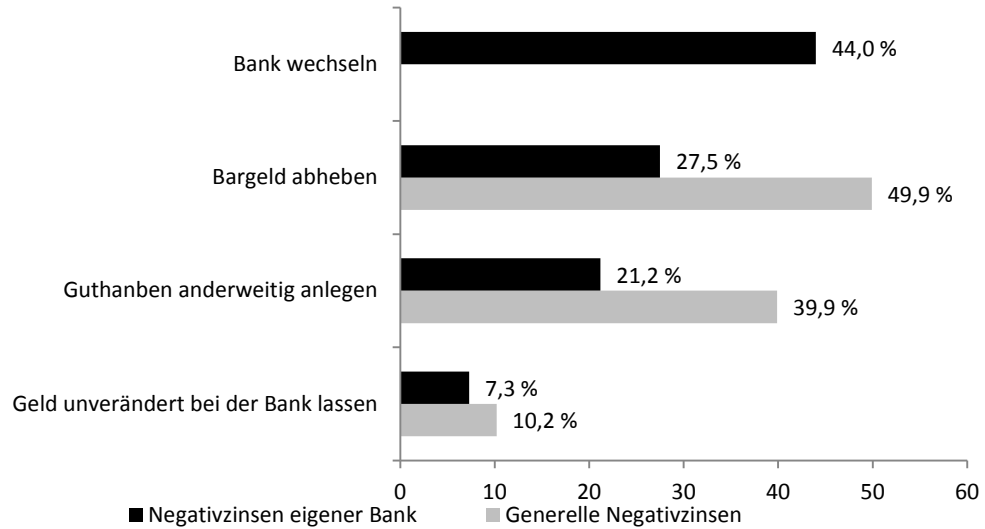
Bei der großen Mehrheit der Befragten würden Negativzinsen dagegen für Veränderungen im Spar- oder Anlageverhalten sorgen. Bei Negativzinsen der eigenen Bank geben 44 % der Bankkunden an, die Bank wechseln zu wollen, rund 28 % wollen Bargeld abheben und 21 % ihr Guthaben anderweitig anlegen. Wenn die Möglichkeit, die Bank zu wechseln entfällt, weil Negativzinsen flächendeckend gelten, würden sogar knapp 50 % der Befragten Bargeld abheben und immerhin fast 40 % der Bankkunden ihr Kontoguthaben anderweitig anlegen.

Dabei geht es im Wesentlichen nicht um die genaue Höhe der Zinsen, sondern vielmehr ums Prinzip. Eine Zweidrittelmehrheit lehnt es ab, bereits bei minimalen Negativzinsen von bis zu -0,5 % p.a., die Banken fürs Überlassen der eigenen Ersparnisse zu bezahlen und würde „sehr wahrscheinlich“ oder „wahrscheinlich“ ihr Anlageverhalten ändern (Abb. 2). Dieser Anteil würde bei zunehmend ausgeprägteren Negativzinsen zwar steigen, der wesentliche Effekt wäre aber schon beim ersten Schritt in negatives Territorium erreicht.

<sup>3</sup> Siehe Thomas Mayer (2016) „Bankenkrise 2.0“, Makroanalyse 24/2/2016, Flossbach von Storch Research Institute.

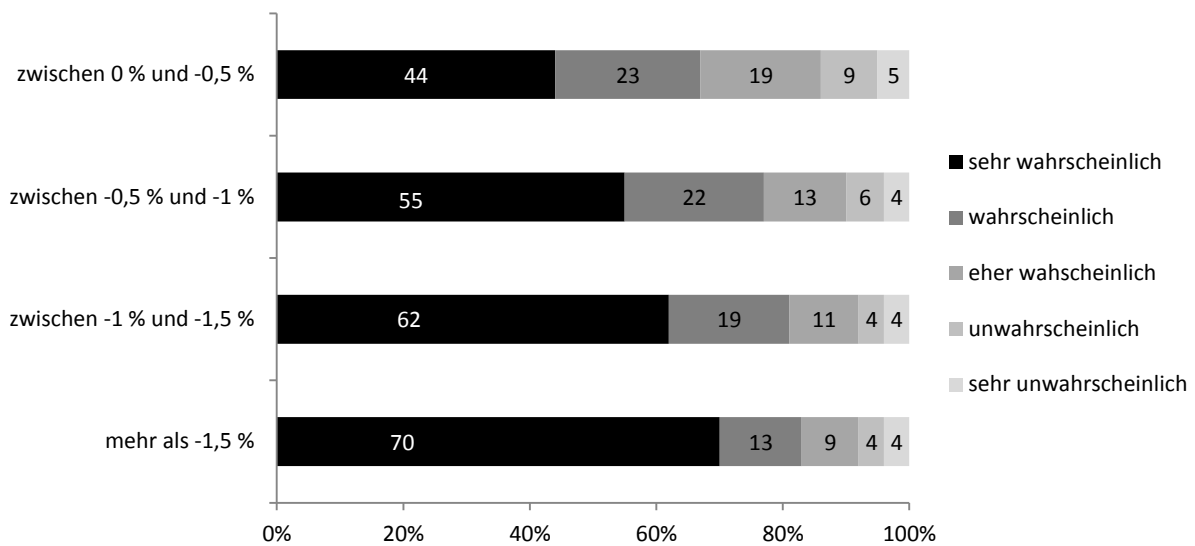


**Abbildung 1.** Wie würden Sie Ihr Spar- oder Anlageverhalten verändern, wenn Ihre Bank/alle Banken Negativzinsen verlangen würde/n?



Quelle: FvS Research Institute, GfK. Stand per 5. April 2016

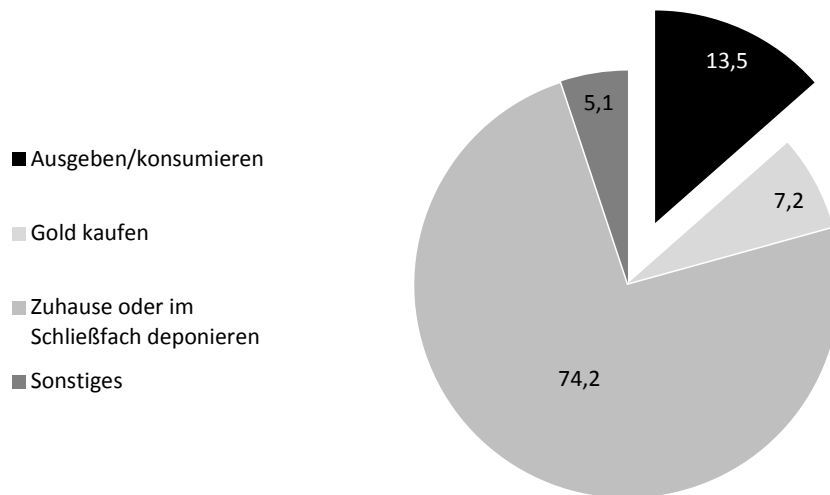
**Abbildung 2.** Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie Ihr Spar- und Anlageverhalten ändern würden, wenn sich der Negativzins im folgenden Bereich bewegt?



Quelle: FvS Research Institute, GfK. Stand per 5. April 2016



**Abbildung 3.** Was würden Sie mit dem abgehobenen Bargeld machen?



Quelle: FvS Research Institute, GfK. Stand per 5. April 2016

Doch selbst wenn Negativzinsen bei einer großen Mehrheit der Befragten Reaktionen hervorriefen, bedeutet dies noch nicht, dass damit die von der EZB gewünschte inflationäre Wirkung erzeugt wäre. Dies wäre der Fall, wenn die große Mehrheit das Geld vom Konto abheben und konsumtiv verwenden würde. Im Gegensatz dazu zeigt Abbildung 3, dass lediglich 13,5 % derjenigen, die Bargeld abheben würden, bzw. 6,7 % aller Befragten bei generellen Negativzinsen und 4,3 % bei Negativzinsen der eigenen Bank, tatsächlich mehr konsumieren würden. Die EZB müsste sich also mit einem – wenn überhaupt – nur leicht positiven Effekt auf die Konsumentenpreis-inflation zufrieden geben.

In einem weiteren Szenario wurde den Befragten eine Überweisung von Helikoptergeld in Aussicht gestellt. Diese Maßnahme hätte potenziell eine stärker inflationäre Wirkung: 46,5 % einer einmaligen Helikoptergeldzahlung in Höhe von 2.000 Euro pro Haushaltsmitglied würden im Durchschnitt ausgegeben werden. Wenn die

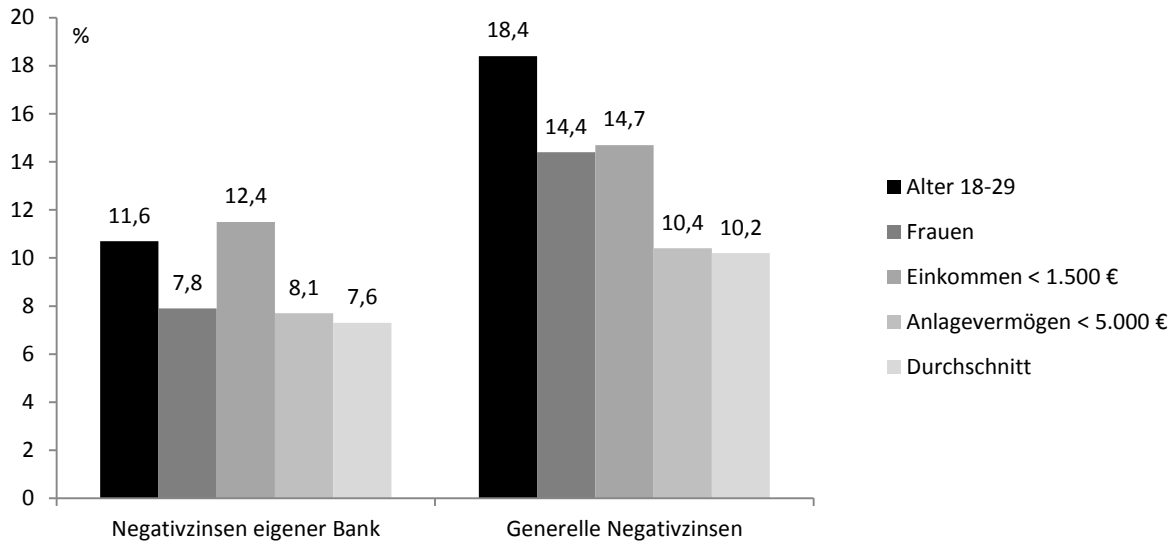
Auszahlung regelmäßig durchgeführt würde, könnten die Konsumausgaben weiter steigen: 30,5 % aller Befragten gaben an, bei einer mehrfachen Zahlung des Helikoptergeldes ihre Konsumausgaben zu erhöhen (wobei auch 20,3 % der Befragten ihre Sparquote erhöhen würden). In Summe bleibt ungewiss, inwiefern der durch das Helikoptergeld erzeugte Wertverlust des Geldes zu einem Vertrauensverlust in das Geldsystem führen könnte.

### Reaktionen in unterschiedlichen Bevölkerungsgruppen

Die angedeuteten Reaktionsmuster unterscheiden sich deutlich innerhalb unterschiedlicher Bevölkerungsgruppen. So reagieren Männer anders als Frauen, jüngere Befragte anders als ältere, Kleinverdiener anders als Großverdiener und weniger Vermögende anders als diejenigen mit einem höheren Anlagevermögen.



**Abbildung 4.** Anteile der unterschiedlichen Bevölkerungsgruppen, die bei Negativzinsen ihr Geld unverändert auf dem Konto lassen würden.



Quelle: FvS Research Institute, GfK. Stand per 5. April 2016

Abbildung 4 zeigt, dass 12,4 % der Befragten mit einem Nettoeinkommen von weniger als 1.500 Euro monatlich bei Einführung von Negativzinsen ihrer Bank ihr Anlageverhalten unverändert beibehalten würden. Auch bei der jüngsten Bevölkerungsgruppe (im Alter zwischen 18 und 29 Jahren) würden rund 11,6 % ihr Geld auf dem Konto belassen. Bei den Befragten mit einem Anlagevermögen von weniger als 5.000 Euro und den weiblichen Befragten lag dieser Anteil dagegen nur leicht über dem Durchschnitt und betrug 8,1 % bzw. 7,8 %.

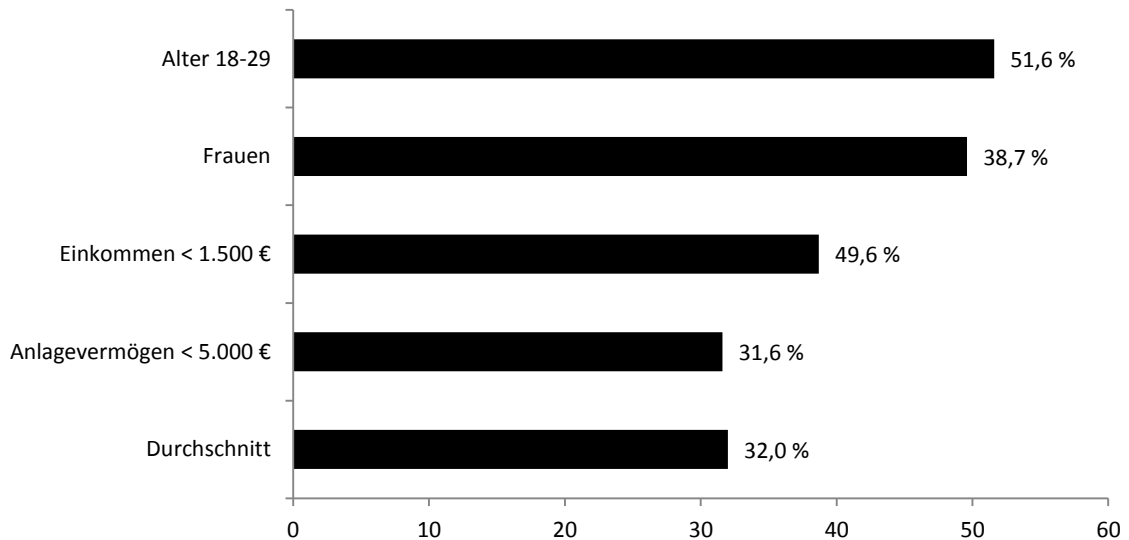
Die Situation für die weiblichen Befragten ändert sich jedoch signifikant, wenn Negativzinsen flächendeckend eingeführt würden. In diesem Fall würde ein deutlich höherer Frauenanteil, durchschnittlich 14,4 %, ihr Geld bei der Bank lassen. Der Anteil der „passiven“ Befragten würde bei den am wenigsten Verdienenden und vor allem bei der jüngsten Bevölkerungsgruppe noch höher ausfallen. Erklären ließe sich dies einerseits mit dem unterschiedlichen Nutzungsverhalten von Bankkonten als Transaktions-

oder Sparkonten, andererseits aber auch mit einer je nach Bevölkerungsgruppe unterschiedlich ausgeprägten Unsicherheit bezüglich Handlungs- und Anlagealternativen.

Es zeigt sich, dass die Bevölkerungsgruppen, die tendenziell einkommensschwächer bzw. weniger vermögend sind, ihr Geld bei Negativzinsen eher auf dem Konto belassen würden. Durch diese Verhaltensweisen müssten diese Bankkunden mit erhöhten Zinskosten im Verhältnis zu ihrem verfügbaren Einkommen bzw. Vermögen rechnen, was bedeuten würde, dass es ceteris paribus zu Einkommens- bzw. Vermögensumverteilungseffekten von den ärmeren zu den reicheren Schichten der Bevölkerung käme. Dieser Effekt würde sich zu den bereits in der Niedrigzinsphase beobachteten Umverteilungseffekten der Geldpolitik der EZB addieren, die aus unterschiedlichem Anlageverhalten resultieren.



**Abbildung 5.** Welchen Anteil des angesparten Helikoptergeldes würden Sie auf Ihrem Konto anlegen?



Quelle: FvS Research Institute, GfK. Stand per 5. April 2016

Die Umverteilung fände auch statt, wenn Helikoptergeld eingeführt würde (ohne gleichzeitige Negativzinsen). Da wahrscheinlich damit zu rechnen ist, dass die Geschäftsbanken nach einer langen Phase der Niedrig- und Negativzinsen auf erhöhte Kontogebühren nicht vollständig verzichten würden, wären bei Pauschalgebühren (unabhängig vom Kontostand) diejenigen Bevölkerungsgruppen mit einer höheren Affinität zur Geldhortung auf dem Spar- oder Girokonto besonders betroffen. Damit würden jüngere Kunden, Frauen und Haushalte in der Niedrigeinkommensgruppe im Verhältnis stärker belastet als andere, einkommensrobustere Bevölkerungsgruppen (Abb. 5).

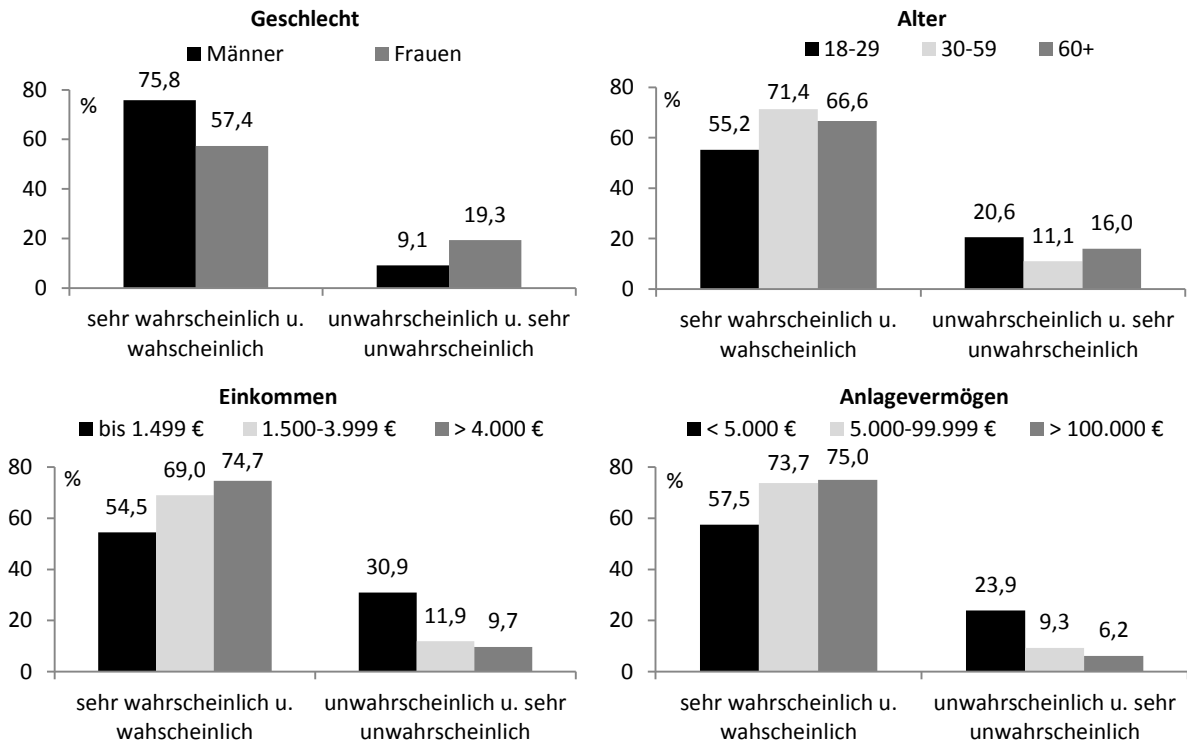
Im Negativzinsszenario lassen sich die Verhaltensunterschiede zum Teil durch eine unterschiedliche Sensibilität auf die Zinsbelastung erklären. Auf die Frage, ob sich das Spar- und Anlageverhalten bei der Einführung der Negativzinsen von bis zu -0,5 % verändern würde, haben wesentlich mehr Männer (75,8 %) als

Frauen (57,4 %) mit „sehr wahrscheinlich“ und „wahrscheinlich“ geantwortet. Ähnlich zurückhaltend wie Frauen sind jüngere und weniger verdienende bzw. weniger vermögende Bevölkerungsgruppen. Lediglich 55,2 % der Befragten in der jüngsten Altersgruppe, sowie 54,5 % und 57,5 % der Kleinverdiener bzw. weniger Vermögenden haben angegeben, ihre Spar- und Anlagestrategien verändern zu wollen (Abb. 6). Diese Zurückhaltung spiegelt sich sowohl in den Ausweichreaktionen auf die Negativzinsen als auch in der konkreten Wahl zwischen den verschiedenen Anlagestrategien wider.

Bei den in Abbildung 7 dargestellten Ausweichreaktionen zeigen Frauen, Jüngere, weniger Verdienende und Befragte mit geringem Anlagevermögen eine überdurchschnittliche Tendenz bei Negativzinsen – sei es bei der eigenen Bank oder flächendeckend – Bargeld abzuheben. Gleichzeitig sind dieselben Gruppen weniger bereit ihr Kontoguthaben anderweitig anzulegen.

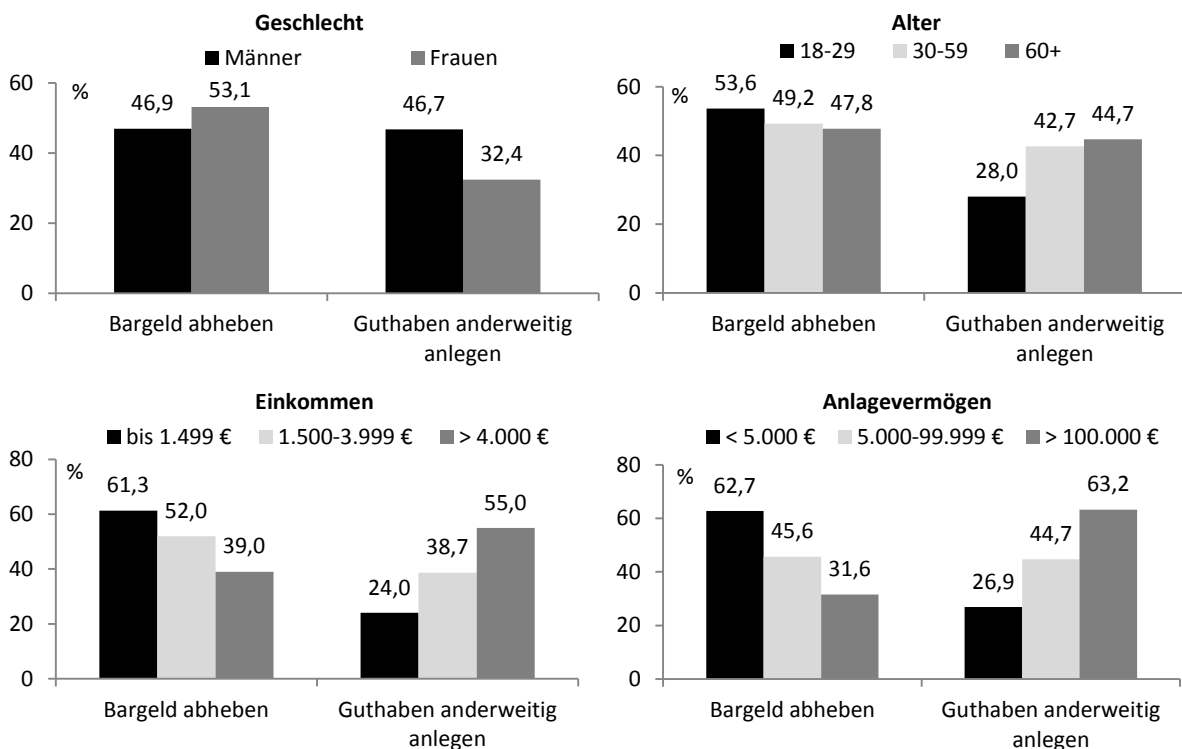


**Abbildung 6.** Wie wahrscheinlich ist es, dass Sie Ihr Spar- und Anlageverhalten ändern würden, wenn Negativzinsen zwischen 0 % und 0,5 % erhoben würden?



Quelle: FvS Research Institute, GfK. Stand per 5. April 2016

**Abbildung 7.** Anteile der verschiedenen Bevölkerungsgruppen, die bei generellen Negativzinsen Bargeld abheben oder ihr Kontoguthaben anderweitig anlegen würden.

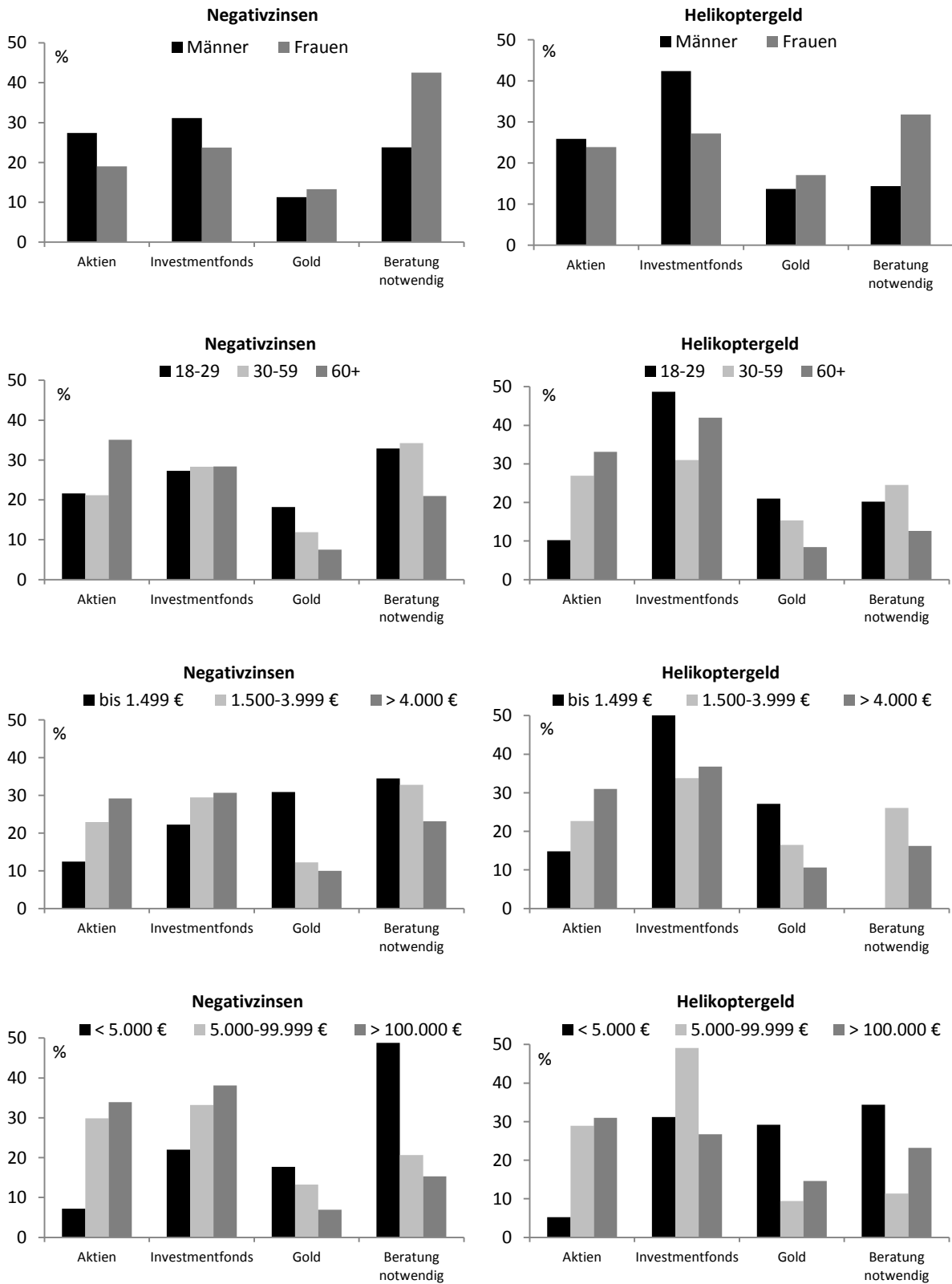


Quelle: FvS Research Institute, GfK. Stand per 5. April 2016





**Abbildung 8.** Teilgruppe „Guthaben anlegen“: Wie würden Sie Ihr zu investierendes Geld überwiegend anlegen?



Quelle: FvS Research Institute, GfK. Stand per 5. April 2016



Sowohl bei Negativzinsen als auch bei Helikoptergeld würden Frauen viel zurückhaltender als Männer in Aktien oder Investmentfonds investieren. Ähnlich würden jüngere Leute, Befragte in der niedrigsten Einkommensgruppe und einem geringen Vermögen auf Negativzinsen und Helikoptergeld eher zu Passivität neigen und vor allem bei Aktien zurückhaltend vorgehen. Lediglich 7,2 % bzw. 5,2 % der Befragten mit einem Anlagevermögen unterhalb von 5.000 Euro würden bei Negativzinsen bzw. Überweisungen von Helikoptergeld in Aktien investieren. Für Investmentfonds, die sich generell einer hohen Beliebtheit unter den unterschiedlichen Anlagestrategien erfreuen würden, ergibt sich keine klare Tendenz in den verschiedenen Bevölkerungsgruppen.

Für Gold, das insgesamt das am wenigsten bevorzugte Anlagevehikel wäre, zeigt sich dagegen eine interessante Verteilung in den verschiedenen Bevölkerungsgruppen: Im Verhältnis würden sich mehr Frauen als Männer, mehr junge als ältere Befragte, mehr Geringverdienener und mehr Personen mit einem geringeren Anlagevermögen als diejenigen mit höheren Einkommen und Vermögen für Gold als bevorzugte Anlagestrategie entscheiden. Gold wird von diesen Bevölkerungsgruppen mit vermutlich hohem Sicherheitsbedürfnis anscheinend als besonders geeignetes Anlagevehikel empfunden.

Schließlich steigt tendenziell die Zahl derjenigen Befragten, die angibt, dass weitere Beratung zur Entscheidungsfindung bei der Anlage notwendig wäre, mit abnehmendem Vermögen und Einkommen sowie mit abnehmendem Alter der Befragten. Darüber hinaus ist der Bedarf nach weiteren Informationen bei den weiblichen Befragten deutlich höher als bei den männlichen. Diese Unsicherheit lässt einen

wichtigen Schluss zu: Die Verteilungseffekte, die durch die Auswirkungen der unkonventionellen Geldpolitik ausgelöst werden, sind nur teilweise exogen gegeben. Vielmehr lassen sie sich durch eine bessere Aufklärung über Geldanlage und eine Verbesserung der Finanzbildung aller Bevölkerungsgruppen verringern.

### Fazit

Die Umfrageergebnisse müssen ihrer Natur gemäß als Absichtserklärungen interpretiert werden. Aus der in unterschiedlichen Zusammenhängen beobachtbaren Differenz zwischen diesen Erklärungen und Handlungen sollte man konservativ ableiten, dass zum Beispiel nicht alle Umfrageteilnehmer, die angegeben haben, auf Negativzinsen mit dem Wechsel ihrer Bank zu reagieren, diesen Wechsel auch tatsächlich umsetzen würden.<sup>4</sup>

Aus Sicht der Privatanleger muss darüber hinaus berücksichtigt werden, dass aus einer Veränderung des Spar- und Anlageverhaltens Informations- und Wechselkosten resultieren. Der Wechsel einer Bankverbindung ist mit erheblichem Aufwand verbunden, der vielfach größer ist als der Kostenaufschlag durch (niedrige) Negativzinsen.<sup>5</sup>

Trotz dieser Einschränkungen bleiben die Ergebnisse von erheblicher Relevanz, indem sie Aussagen darüber ermöglichen, welche Auswirkungen die Erhebung von Negativzinsen von

---

<sup>4</sup> Dagegen sprechen zunächst spieltheoretische Überlegungen: Diejenigen Banken, die von der Einführung von Negativzinsen absehen würden, dürften sich einem großen Zufluss von Kundengeldern gegenübersehen, wobei sie den entstehenden Passivüberhang nicht unbegrenzt akzeptieren könnten. Eine spätere Einführung von abschreckenden Negativzinsen wäre deshalb ebenfalls wahrscheinlich. In Antizipation dieser Entwicklung dürften viele Anleger vom Wechsel ihrer Bank absehen.

<sup>5</sup> Empirisch lässt sich selbst auf Märkten mit deutlich geringeren Wechselkosten wie zum Beispiel auf dem Strommarkt für private Haushalte eine relativ hohe Trägheit der Kunden und damit auch eine Möglichkeit für vermeintlich ineffiziente Preissetzungen beobachten.



Privatkunden oder die Einführung von Helikoptergeld haben könnten.

Einerseits bestätigen die Umfrageergebnisse, dass sich Inflationswirkungen in Form von Konsumentenpreis-inflation nicht mit Negativzinsen, sondern wahrscheinlicher mit der Einführung von Helikoptergeld erzeugen ließen. Die Erhebung von Negativzinsen auch von Privatkunden würde dagegen vermutlich die Vermögenspreis-inflation beschleunigen.

Neben diesen zum Teil durch die Notenbank intendierten Inflationswirkungen zeigen sich jedoch auch signifikante Verteilungseffekte. Da sowohl bei Negativzinsen als auch beim Helikoptergeld ein überdurchschnittlicher Anteil der einkommens- bzw. vermögensschwächeren Bevölkerungsgruppen ihr Anlageverhalten unverändert beibehalten würde, wären diese Haushalte mit relativ höheren Zinskosten bzw. Bankgebühren konfrontiert.

Zusammenfassend lässt sich konstatieren: Je expansiver die Geldpolitik ist, desto stärker verfestigen sich Unterschiede in der Vermögensverteilung. Bereits die aktuellen Niedrig- und

Nullzinsen haben Verteilungswirkungen. Einerseits sorgen sie für eine Umverteilung von Gläubigern zu Schuldern, andererseits aber auch von „nicht aufgeklärten“ zu „aufgeklärten“ Anlegern, die in Sachwerte investieren, die sich in einer Vermögenspreis-inflation befinden. Diese geldpolitische Umverteilung ist aber nur zum Teil exogen gegeben, sondern auch Resultat individueller Anlageentscheidungen, wie die Studie belegt. Es bedarf in Deutschland wie vermutlich auch in anderen Euroländern einer signifikanten Verbesserung der Finanzbildung, um besonders den „weniger aufgeklärten“ Bevölkerungsgruppen trotz der Nebenwirkungen der unkonventionellen Geldpolitik eine reale Vermögensbildung zu ermöglichen.

Dies dürfte sogar im Sinne der EZB sein. Schließlich hat Mario Draghi persönlich den deutschen Sparern zuletzt ganz konkrete Anlagetipps gegeben: *„Die Sparer haben es mit ihren Anlage-Entscheidungen auch selbst in der Hand, wie hoch ihre Erträge ausfallen, auch in Zeiten niedriger Zinsen. Die Sparer müssen ihr Geld nicht nur auf dem Sparbuch anlegen, sondern haben auch andere Möglichkeiten.“*<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup> Mario Draghi in einem Interview für die „Bild“ vom 28. April 2016.



## RECHTLICHE HINWEISE

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen und zum Ausdruck gebrachten Meinungen geben die Einschätzungen des Verfassers zum Zeitpunkt der Veröffentlichung wieder und können sich jederzeit ohne vorherige Ankündigung ändern. Angaben zu in die Zukunft gerichteten Aussagen spiegeln die Ansicht und die Zukunftserwartung des Verfassers wider. Die Meinungen und Erwartungen können von Einschätzungen abweichen, die in anderen Dokumenten der Flossbach von Storch AG dargestellt werden. Die Beiträge werden nur zu Informationszwecken und ohne vertragliche oder sonstige Verpflichtung zur Verfügung gestellt. (Mit diesem Dokument wird kein Angebot zum Verkauf, Kauf oder zur Zeichnung von Wertpapieren oder sonstigen Titeln unterbreitet). Die enthaltenen Informationen und Einschätzungen stellen keine Anlageberatung oder sonstige Empfehlung dar. Eine Haftung für die Vollständigkeit, Aktualität und Richtigkeit der gemachten Angaben und Einschätzungen ist ausgeschlossen. **Die historische Entwicklung ist kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Entwicklung.** Sämtliche Urheberrechte und sonstige Rechte, Titel und Ansprüche (einschließlich Copyrights, Marken, Patente und anderer Rechte an geistigem Eigentum sowie sonstiger Rechte) an, für und aus allen Informationen dieser Veröffentlichung unterliegen uneingeschränkt den jeweils gültigen Bestimmungen und den Besitzrechten der jeweiligen eingetragenen Eigentümer. Sie erlangen keine Rechte an dem Inhalt. Das Copyright für veröffentlichte, von der Flossbach von Storch AG selbst erstellte Inhalte bleibt allein bei der Flossbach von Storch AG. Eine Vervielfältigung oder Verwendung solcher Inhalte, ganz oder in Teilen, ist ohne schriftliche Zustimmung der Flossbach von Storch AG nicht gestattet.

**Nachdrucke dieser Veröffentlichung sowie öffentliches Zugänglichmachen – insbesondere durch Aufnahme in fremde Internetauftritte – und Vervielfältigungen auf Datenträger aller Art bedürfen der vorherigen schriftlichen Zustimmung durch die Flossbach von Storch AG**

© 2016 Flossbach von Storch. Alle Rechte vorbehalten.

## IMPRESSUM

*Herausgeber* Flossbach von Storch AG, Research Institute, Ottoplatz 1, 50679 Köln, Telefon +49. 221. 33 88-291, [research@fvsag.com](mailto:research@fvsag.com); *Vorstand* Dr. Bert Flossbach, Kurt von Storch, Dirk von Velsen; *Umsatzsteuer-ID* DE 200 075 205; *Handelsregister* HRB 30 768 (Amtsgericht Köln); *Zuständige Aufsichtsbehörde* Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht, Marie-Curie-Straße 24 – 28, 60439 Frankfurt / Graurheindorfer Str. 108, 53117 Bonn, [www.bafin.de](http://www.bafin.de); *Autor* Agnieszka Gehringer, PhD und Tobias Schafföner; *Redaktionsschluss* 09. Mai 2016