

Die EZB muss auch beim Ankauf von Staatsanleihen auf Klimawirkungen achten

Berlin, 18.03.2020

Kaum ein Thema ist in letzter Zeit in der Finanzpresse und in zivilgesellschaftlichen Foren so vehement diskutiert worden wie die Frage, ob und wie das geldpolitische Instrumentarium der EZB im Hinblick auf den sich beschleunigenden Klimawandel reformiert werden soll. Andere Zentralbanken sind hier bisweilen schon einen Schritt weiter.

So hat sich etwa die [Schweizer Nationalbank](#) Ende 2020 dazu verpflichtet, Unternehmen, die primär Kohle abbauen, aus ihren Wertpapierportfolien zu streichen. Das kann nur ein erster Schritt sein, aber immerhin. Die [Bank of England](#) hat im Juni vergangenen Jahres erstmals einen Bericht veröffentlicht, in dem sie zum Schluss kommt, dass die Struktur der von der Zentralbank gehaltenen Unternehmensanleihen nicht mit den Pariser Klimazielen in Einklang zu bringen ist.

Und zwar nicht einmal annäherungsweise: das gehaltene Portfolio ist kompatibel mit einer erwarteten Erderwärmung von 3,5 Grad bis 2100 im Vergleich zur vorindustriellen Periode. Die wissenschaftlichen Erkenntnisse des Berichtes sollen als Grundlage für die Weiterentwicklung der Aufkaufprogramme dienen. Die EZB hat eine Messung der Treibhausgaswirkungen ihres Anleihen-Portfolios noch nicht unternommen: nach Medieninformationen wurde das Thema letzten Monat bei einer internen Klausurtagung auf die To-Do-Liste der EZB gesetzt.

Die Kritik an den CO₂-lastigen EZB-Aufkaufprogrammen für Unternehmensanleihen, aber auch an der Praxis der Abschlagsberechnung („haircuts“) reißt deshalb nicht ab. Dabei ist sich die EZB selbst der Herausforderung [bewusst](#). Nur geht es eben, wie so oft in multilateralen Organisationen, eher langsam voran.

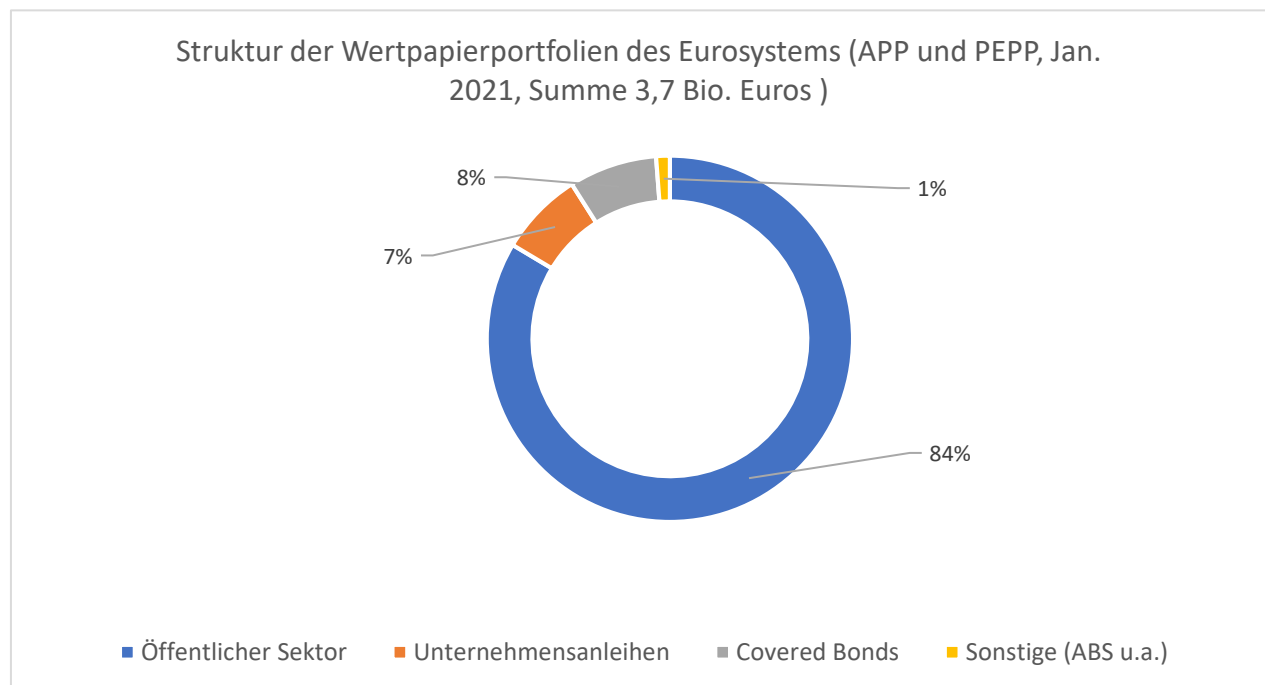
Einer der „[workstreams](#)“ im Zuge der internen Strategieüberprüfung befasst sich ausdrücklich mit dem Klimawandel und den Implikationen für die europäische Geldpolitik. EZB-Präsidentin Lagarde gilt gemeinhin als eine Befürworterin einer Finanzarchitektur, die den Kampf gegen den Klimawandel konstruktiv unterstützt. Es ist deshalb zu erwarten, dass die EZB nach Abschluss der Konsultationen mit einer Änderung von Ankaufkriterien für Unternehmensanleihen aufwarten wird.

Unternehmensanleihen sind nur ein Nebenkriegsschauplatz

Dieser Schritt ist überfällig und grundsätzlich zu begrüßen. Aber letztendlich sind Unternehmensanleihen für die EZB ein Nebengeschäft, und zwar sowohl bei den traditionellen Offenmarktoperationen, wie auch bei den heute ungleich bedeutsameren Anleiheaufkaufprogramme (QE). Die Grafik zeigt, wie gering der Anteil von Unternehmensanleihen am Wertpapierportfolio der EZB tatsächlich ist. Es wird also viel Aufhebens gemacht um grüne oder braune Unternehmen, die die Zentralbank in ihrem Bestand hat.

Der größte Hebel – das Thema Staatsanleihen wird hingegen in der Diskussion vernachlässigt. Wir fordern deshalb, dass die EZB bei ihrer Strategiereform Staatsanleihen, die über 80% des Wertpapierbestandes ausmachen, nicht ausspart. Wenn man über klimafreundliche (oder auch nur -neutrale) Geldpolitik spricht, kann man den größten Brocken nicht außer Acht lassen.

Denn nicht nur hält das Eurosystem mehr als zehnmal so viel öffentliche Anleihen, als solche von Privatunternehmen. Darüber hinaus sind es gerade die Regierungen der Mitgliedstaaten, die über das Instrumentarium verfügen, auch andere Akteure (wie etwa Unternehmen) zu klimakompatiblerem Verhalten anzuregen. Denn nur eine Regierung kann etwa über steuerliche Anreize und Regulierungen eine Transformation zu einer klimaneutralen Wirtschaftsweise herbeiführen.





Die EZB muss ihre politische Unabhängigkeit beweisen

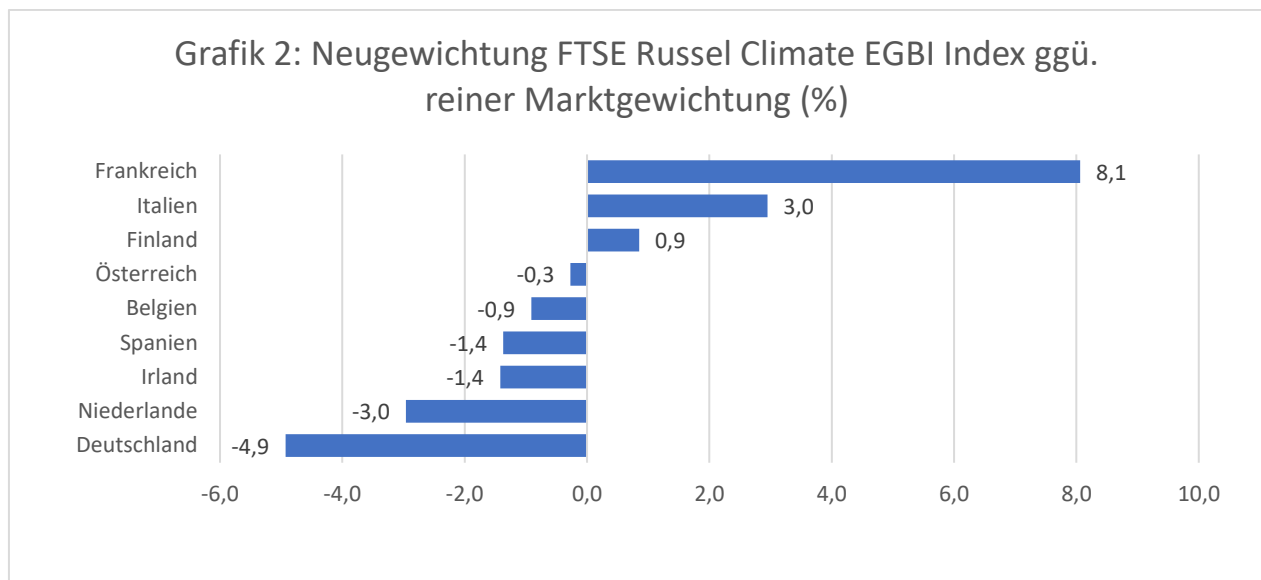
Dass der EU-Green-Deal eine zentrale Priorität Europas ist, steht fest. Wenn die EZB also gemäß ihrem in Artikel 127 des AEU-Vertrags niedergelegten Statut handelt und „soweit das ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist [...] die allgemeine Politik der Union [unterstützt]“, ist eine klimafreundlichere Ausrichtung nicht optional.

Die EZB ist vielmehr in der Pflicht. Dann kann sie aber bei ihrem Bestand an Staatsanleihen nicht wegschauen und so tun, als seien alle Staaten gleichermaßen Musterschüler bei der Klimarettung. Wie sollen es die Bürgerinnen und Bürger nachvollziehen, dass treibhausgasintensive Unternehmen nur noch unterproportional oder gar nicht mehr gekauft werden, während etwa die Kohlepolitik verschiedener Mitgliedsstaaten überhaupt keine Rolle spielen soll? Die Unternehmen müssen büßen und die Regierungen lässt man laufen?

Es gibt mittlerweile brauchbare Indizes, die Klimarisiken integrieren und die die EZB zur neuen Gewichtung ihrer Staatsanleihen-Käufe nutzen könnte. So etwa wird der entsprechend gewichtete Index für Staatsanleihen von [FTSE Russell](#) selbst von Vermögensverwaltern wie [BlackRock](#) genutzt.

Was für ein gewinnmaximierendes Unternehmen wie BlackRock möglich ist, soll für die EZB, die durch einen Staatsvertrag den politischen Zielen der EU verpflichtet ist, nicht erreichbar sein?

Das ist leider zu erwarten. Der Grund hierfür liegt darin, dass es sich um ein eminent politisches Thema handelt, vor dem die EZB als nicht demokratisch gewähltes Gremium zurückscheuen dürfte. Denn es wird auch hier, wie bei jeder neuen Gewichtung von Investitionsindices, Gewinner und Verlierer geben. Im Falle des FTSE Russell Index sind z.B. Deutschland (etwa wegen des hohen Anteils der Kohleverstromung) und die Niederlande (u.a. wegen Hochwasser-Risiken) die größten Verlierer (siehe Grafik 2).



Eine solche Neukalibrierung wird vermutlich auf heftigen Widerstand nicht nur seitens der betroffenen Regierungen führen, sondern auch im Zentralbankrat selbst, in dem die Gouverneure der nationalen Zentralbanken vertreten sind. Pikanterweise sind es ja gerade die Notenbankchefs Deutschlands und Hollands, die zu den Skeptikern der derzeit praktizierten expansiven Geldpolitik gerechnet werden. Wenn ihren Ländern nun auch noch der Nutzen aus dieser ungeliebten Politik reduziert würde, käme dies einer Brückierung gleich. Die würde auch dadurch nicht geringer, dass die EZB-Präsidentin Bürgerin des Staates ist, der am stärksten von einer solchen Umgewichtung profitieren würde. Deshalb ist die Aufgabe für Frankfurt so schwierig: keine andere Zentralbank muss beim Kauf von Staatsanleihen entscheiden, wie sie diese aufschlüsselt. Die Bank of England kauft nur britische, die Federal Reserve nur US-amerikanische Staatsanleihen.

Formell sind die Mitglieder des Zentralbankrates keine Interessenvertreter ihrer jeweiligen Nationen, sondern sollen die Interessen der Eurozone insgesamt verfolgen. In der Vergangenheit schimmerten nationale Interessen aber dennoch immer wieder durch. Eine Einigung auf eine neue Gewichtung, nach welchem Index auch immer, wird nicht leicht werden. Aber Zentralbanker des 21. Jahrhunderts sind es gewohnt, sich an dicken Brettern zu versuchen. Und wenn die EZB den ultimativen Beweis erbringen will, dass sie, wie rechtlich vorgesehen, tatsächlich von der Politik unabhängig ist, dann hat sie hier eine großartige Gelegenheit, es allen Zweiflern zu beweisen.



Deshalb sagen wir: aufgeben, bevor ein Versuch unternommen wurde, geht nicht!

Die Bestimmung eines angemessenen Aufkaufschlüssels ist immer eine komplexe, vielschichtige Entscheidung. Das Eurosystem hat sich bislang um diese Entscheidung gedrückt, indem es einfach Anleihen in Proportion zur jeweiligen Größe der Emissionen erworben hat. Sie hat also „den Markt“ gekauft. Dies hat genau dazu geführt, dass sie überwiegend Unternehmensanleihen von „braunen“ Wirtschaftszweigen erwarb, weil diese Branchen typischerweise stärkere Kapitalmarktemittenten sind. Alles spricht dafür, dass die EZB diesen Zustand beenden will.

Dafür braucht sie einen neuen Aufkaufschlüssel, der neben Marktgröße auch die Klimawirkung umfasst. Dann wird sie aber auch eine diskretionäre Entscheidung treffen müssen, welchen Schlüssel (oder Index) sie zukünftig für Unternehmensanleihen verwenden möchte. Das ist aber noch nicht einmal ein Zehntel des Weges: Wenn die EZB ihre klimapolitische Neuorientierung ernst nimmt, so wird sie nicht darum herumkommen, ein analoges Vorgehen auch für Staatsanleihen umzusetzen.

Deshalb fordern wir:

1. In einem ersten Schritt soll sich die EZB dazu verpflichten, ein umfassendes und regelmäßiges Klima-Reporting ihrer geldpolitischen Aktivitäten vorzulegen. Darauf aufbauend soll sie sich zu konkreten Zielen zur Verringerung negativer Klimawirkungen verpflichten.
2. Was Unternehmensanleihen richtig ist, kann für Staatsanleihen nicht falsch sein! Deshalb: im Zuge ihrer Strategieüberprüfung reicht es nicht, wenn die EZB eine Neuorientierung der ihres geldpolitischen Instrumentariums mit Hinblick auf Unternehmensanleihen vornimmt. Um klimapolitische Wirkung zu zeigen, muss sie dies zwingend auch für Staatsanleihen in die Wege leiten.

So wird die sozial-ökologische Transformation der Wirtschaft möglich. Nur so kann die europäische Geldpolitik ihrem Mandat gerecht werden, nämlich die Politik der Europäischen Union zu unterstützen. Und nur so kann sie endlich dazu beitragen, dass die von ihr beaufsichtigte Finanzstabilität klimapolitisch abgesichert ist.

Der Zentralbankrat muss handeln. Jetzt!



Weiterführende Literatur:

[Reclaim Finance](#) (2020): Quantitative Easing and Climate: The ECB's dirty secret.

[Greenpeace](#) et al. (2021): Greening the Eurosystem Collateral Framework.

[FTSE Russell](#) (2021): FTSE Climate Risk-Adjusted EMU Government Bond Index