



## GRÜNE GELDPOLITIK – WOHIN STEUERT DIE EZB?

### Einleitung

Der Klimawandel und seine Folgen sind allgegenwärtig. Sie bestimmen die politische Agenda – auch wenn die Corona-Pandemie und der Angriff Putins auf die Ukraine die politische und öffentliche Debatte in den vergangenen Monaten dominiert haben. Gerade der Ukrainekrieg zeigt uns, welche gravierende Folgen mit den explodierenden Preisen für Weizen und Düngemittel verbunden sind. Dies führt unmittelbar zurück zum Thema Nachhaltigkeit. Umso dringender bleibt es, dass sämtliche Institutionen einen möglichst effektiven Beitrag im Kampf gegen den Klimawandel leisten.

In Sachen Klimaschutz betreten Notenbanken kein gänzlich unbekanntes Terrain. Bereits 2017 bildete sich mit dem NGFS („Network for Greening the Financial System“) ein weltweites Netzwerk von Zentralbanken und Aufsichtsbehörden, das sich für ein nachhaltigeres Finanzsystem einsetzt. Es hat zum Ziel, die Folgen des Klimawandels für das Finanzsystem zu analysieren und globale Finanzströme dahingehend umzulenken, dass ein kohlenstoffarmes Wirtschaftswachstum ermöglicht wird. Die Deutsche Bundesbank und die Bundesanstalt für Finanzdienstleistungsaufsicht (BaFin) gehören zu den Gründungsmitgliedern. Seit 2020 ist die Europäische Zentralbank (EZB) Mitglied im Lenkungsausschuss des NGFS.

Die EZB hat im Sommer 2021 den ersten Überprüfungsprozess ihrer geldpolitischen Strategie seit dem Jahr 2003 abgeschlossen. Die Währungshüter haben dabei auch intensiv analysiert, wie sie in sämtlichen Aufgabenbereichen auf die

Klimakrise reagieren könnten. Dabei spielte nicht zuletzt eine wichtige Rolle, inwieweit die Zentralbank zukünftig Klimasichtspunkte nicht nur im Rahmen ihrer Aufsichtsfunktion, sondern auch in ihrer Geldpolitik berücksichtigen wird.




So wichtig und existenziell der Kampf gegen den Klimawandel ist, muss die Frage beantwortet werden, wer dazu mit welchen Mitteln einen sinnvollen Beitrag beisteuern kann. Die Fragestellung einer „grünen Geldpolitik“ ist dabei Gegenstand kontroverser Debatten. Dabei stehen insbesondere potenzielle Zielkonflikte im Zentrum der Diskussion, die sich aus der Gewährleistung der Preisniveaustabilität einerseits und Klimazielen andererseits ergeben können. Die VÖB-Wirtschaftsampele möchte einen Überblick über den Stand der Diskussion geben und zu einzelnen Aspekten Hintergründe erläutern.

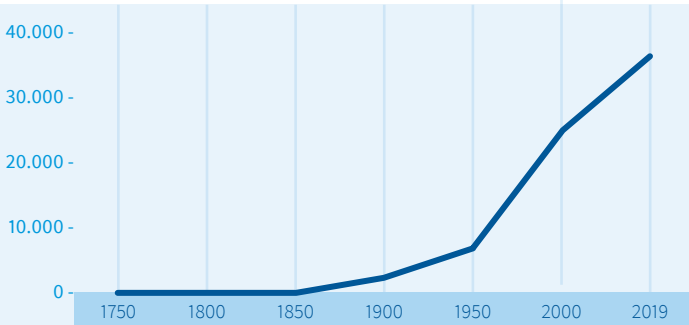
### Handlungsbedarf: Der Klimawandel als gesamtgesellschaftliche Herausforderung

Nach Angaben des Weltklimarates ist seit Beginn der Industrialisierung die globale Durchschnittstemperatur konstant

#### BEWERTUNG DER VOLKSWIRTSCHAFTLICHEN AUSWIRKUNG:



-  Anpassungen erforderlich
-  Erhöhte Aufmerksamkeit
-  Kein Handlungsbedarf

**ABB. 1: LANGFRISTIGE GLOBALE CO<sub>2</sub>-EMISSIONEN**
*in Megatonnen*


Quellen: University of Oxford, DekaBank.

gestiegen. Mittlerweile hat die Erde bereits ein Plus von knapp einem Grad Celsius erreicht. Als eine der Hauptursachen wird dabei der erheblich gestiegene Ausstoß des Treibhausgases CO<sub>2</sub> angesehen, dessen Anteil in der Erdatmosphäre massiv angewachsen ist.

Mit dem Pariser Klimaabkommen haben sich im Jahr 2015 Staaten weltweit verpflichtet, die Erwärmung der Erde einzudämmen. Das Ziel ist es, den Anstieg der globalen Durchschnittstemperatur auf „deutlich unter zwei Grad Celsius“ gegenüber der vorindustriellen Zeit (1850-1900) zu begrenzen. Landläufig wird dies als „+1,5 Grad Celsius-Ziel“ interpretiert. Voraussetzung dafür ist, dass auf globaler Ebene Klimaneutralität in dem Sinne erreicht wird, dass sich die globalen CO<sub>2</sub>-Nettoemissionen im Laufe der nächsten Jahrzehnte dann auf null belaufen. Die Rückführung der Emissionen auf netto-null ist dabei eine notwendige, aber keine ausreichende Bedingung zur Zielerreichung. Da es zur Begrenzung der Erderwärmung auf die kumulierte emittierte CO<sub>2</sub>-Menge bis zur Erreichung der Netto-null-Marke ankommt, ist eine kontinuierliche Rückführung der bis dahin emittierten Treibhausgase zwingend erforderlich. Entscheidend ist die „Fläche unter der Kurve“.

**Corona-Rebound der globalen CO<sub>2</sub>-Emissionen – Handlungsbedarf bleibt groß**

Gemäß der Studie einer Gruppe von Wissenschaftlern um Corinne Le Quéré sank der weltweite CO<sub>2</sub>-Ausstoß 2020 vor allem aufgrund der Corona-Einschränkungen im Transportsektor zwar um 2,6 Mrd. Tonnen CO<sub>2</sub> bzw. ca. 7% im Vergleich zum Vorjahr. Dies war der bislang größte gemessene Jahresrückgang. Mittlerweile liegen die Emissionen bereits wieder auf dem Vor-Pandemie-Niveau. Allerdings: Um die Ziele des Pariser

Klimaabkommens zu erreichen, müssten die globalen Reduktionen bei mindestens ein bis zwei Mrd. Tonnen CO<sub>2</sub> pro Jahr bis zum Ende des Jahrzehnts und darüber hinaus liegen.

Dies verdeutlicht den weltweit großen Handlungsbedarf. Die ökologische Komponente des EU-Aufbaufonds NextGenerationEU, die Kodifizierung des Klimaziels aus dem Green Deal durch das Europäische Parlament und die EU-Mitgliedstaaten in Form eines ehrgeizigeren Klimaziels sowie der politische Stellenwert des Themas Klimaschutz im vergangenen Bundestagswahlkampf zeugen von der hohen politischen, wirtschaftlichen und gesellschaftlichen Bedeutung des Weges zu mehr Klimaschutz.

**Allgegenwärtig: Klimarisiken und ihr Einfluss auf die Finanzstabilität**

Der Klimawandel droht sich auf mehreren Ebenen direkt und indirekt auf die Wirtschaft auszuwirken. Damit steht auch der Finanzsektor – insbesondere mit Blick auf die Risikopositionen der Institute – vor einer Reihe von gravierenden Herausforderungen.

Üblicherweise werden Klimarisiken in zwei Kategorien untergliedert:

**→ physische Risiken**

Die zu erwartende Erhöhung der globalen Durchschnittstemperatur geht mit einer Zunahme extremer Wetterverhältnisse wie Stürmen, Starkregen, extremer Trockenheit oder eine Erhöhung des Meeresspiegels einher. Diese Ereignisse sind dazu geeignet, das Vermögen, die Profitabilität von Unternehmen oder auch den Wert von Sachanlagen auf direktem Wege zu beeinträchtigen.

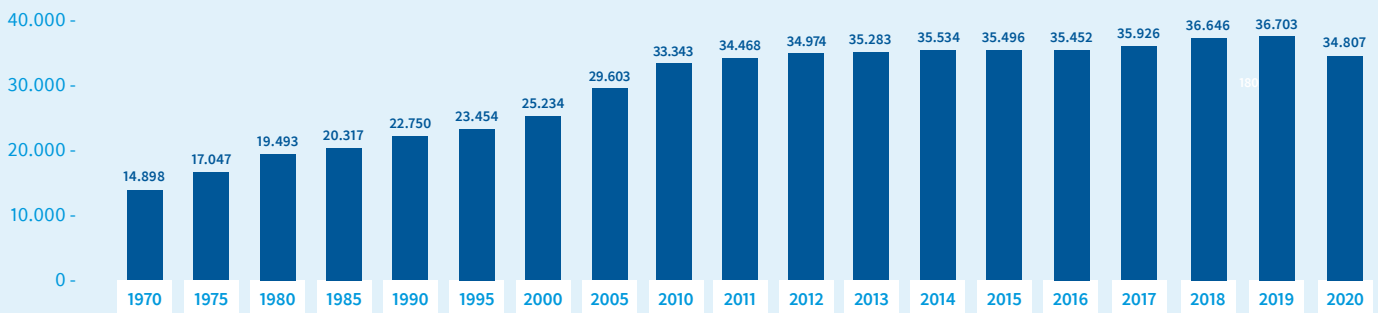
**→ transitorische Risiken**

Diese betreffen den politisch induzierten Wandel der Wirtschaftswelt hin zu kohlenstoffärmeren und nachhaltig agierenden Volkswirtschaften. Dadurch können etwa bislang erfolgreiche Geschäftsmodelle unter Druck geraten. So könnten z.B. höhere Preise für CO<sub>2</sub>-Emissionen, Präferenzänderungen der Verbraucher oder verschärfte gesetzliche Regulierungen im Kampf gegen den Klimawandel zu Wertverlusten von Investitionen und einer Neubewertung von Aktien und Unternehmensanleihen führen. Als problematisch könnten sich für den Finanzsektor insbesondere starke Engagements bei Firmen mit hoher Emissionstätigkeit erweisen.

Die Herausforderung für Banken besteht darin, die finanziellen Risiken, die aus dem Klimawandel sowie der Transformation der Wirtschaft erwachsen, richtig einzuschätzen. Gelingt dies nicht

ABB. 2: WELTWEITE CO<sub>2</sub>-EMISSIONEN

in Mio. Tonnen



Quelle: Weltweite CO<sub>2</sub>-Emissionen in Mio. Tonnen (LBBW)

oder in nur unbefriedigendem Maße, kann das zu Verwerfungen führen und schlimmstenfalls auch die Finanzstabilität ins Wanken bringen.

#### Die EZB im Spannungsfeld

Die EZB widmet sich verstärkt dem Thema Nachhaltigkeit. Die Notenbank bewegt sich dabei in einem Spannungsfeld. Sie muss darauf achten, dass sie ihr Hauptziel, die Preisniveaustabilität, nicht aus den Augen verliert. Gleichzeitig ist sie jedoch gefordert, die Stabilität des Finanzsektors auch während der Nachhaltigkeitstransformation der Wirtschaft zu gewährleisten. Die Kernfrage dreht sich damit darum, inwiefern neben dem Postulat der Preisniveaustabilität zukünftig auch Fragen des Klimaschutzes Eingang in die Entscheidungsfindung des EZB-Rates finden.

#### Grüne Geldpolitik – quo vadis, EZB?

Christine Lagarde hat vor dem Europäischen Parlament formuliert: „Klimawandel und Umweltschutz sollten für jede Institution im Mittelpunkt stehen.“ Was heißt das mit Blick auf ihr Mandat für die Europäische Zentralbank?

Die EZB kann einen wichtigen Beitrag zur nachhaltigen Entwicklung des Euroraums leisten, indem sie z.B. über erhöhte Offenlegungspflichten hilft Risiken des Klimawandels besser abzubilden oder ihre Modellannahmen und Analyserahmen konsequent auf die Integration aller wesentlichen Faktoren in Sachen Preisniveaustabilität hin überprüft. Sie sollte jedoch

der Versuchung einer aktiven Klimapolitik widerstehen. Dies ist Aufgabe demokratisch legitimierter Parlamente und Regierungen. Auch verfügt die Zentralbank nicht über effizient wirkende Instrumente, um aktiven Klimaschutz zu betreiben. Im Gegenteil: Mit einer zu aktiven grünen Geldpolitik droht der EZB ein Zielkonflikt zwischen der Preisniveaustabilität einerseits und Klimaschutzaspekten andererseits, der nicht folgenlos für die Unabhängigkeit und damit auch für das Vertrauen in die Notenbank bleiben dürfte. Die Geldpolitik dürfte – etwa im Vergleich zu Regulatorik und Fiskalpolitik – ein untergeordneter Faktor bei der Bekämpfung der Erderwärmung bleiben. Der Diskrepanz zwischen einem überhöhten Anspruch an eine grüne Geldpolitik und dem de facto existierenden geldpolitischen Handlungsspielraum gilt es durch einen offenen Dialog über Möglichkeiten und Grenzen des Engagements der Notenbank in Sachen Klimaschutz entgegenzuwirken.

WAS KÖNNEN NOTENBANKEN GELDPOLITISCH BEITRAGEN, UM DIE FOLGEN DES KLIMAWANDELS ZU MILDERN?

→ **(Grüne) Zinspolitik**

Zumindest in der Theorie könnten Zentralbanken über den Wirkungskanal „Zinsen -> Konjunktur -> Wirtschaftstätigkeit -> CO<sub>2</sub>-Ausstoß“ versuchen, emissionsmindernd auf das Wirtschaftsgeschehen einzuwirken.

**Bewertung:** Teuer und ineffizient. In der Praxis dürften solche Ansätze Gedankenspiele bleiben.

→ **(Grüne) Anleihekaufprogramme**

Die EZB könnte dazu übergehen, klimarelevante Faktoren ihrer Kaufentscheidung im Rahmen der Ankaufprogramme von Unternehmensanleihen zu Grunde zu legen. Im Ergebnis könnte sie minder CO<sub>2</sub>-intensive Anleihen gegenüber CO<sub>2</sub>-intensiveren Anleihen bevorzugen. Orientierung könnte hier das Entscheidungsmerkmal bieten, ob sich das Unternehmen im Einklang mit dem Pariser Klimaabkommen befindet. Auch die Anwendung der EU-Taxonomie könnte hier eine wichtige Rolle spielen.

**Bewertung:** Bislang gilt für die Kaufprogramme der Grundsatz der Marktneutralität. Da große Unternehmen im energieintensiven Bereich überproportional viele Anleihen begeben, sorgen die Ankaufprogramme dafür, dass insbesondere deren Finanzierungskosten sinken. Die Marktneutralität alimentiert damit ein Marktversagen, da die EZB die Finanzierungsbedingungen für Vorhaben verbilligt, die globale negative externe Effekte produzieren. Eine „Begrünung“ der Ankaufprogramme könnte dieser Verzerrung entgegenwirken. Zwar könnte der Ausschluss bestimmter Anleihen oder Sektoren die Zentralbank in ihrem geldpolitischen Handlungsspielraum zumindest ein Stück weit einschränken. Da Unternehmensanleihen nur einen minimalen Anteil am Kaufprogramm APP ausmachen, dürfte dieser Effekt jedoch nicht zu großen Verwerfungen führen. Dennoch wäre damit verbunden, dass die EZB mit Blick auf ihre Ankäufe weniger stringent das bisher verfolgte Ziel der makroökonomischen Stabilität verfolgt und stattdessen die Sphäre der mikroökonomischen Umverteilung betrifft. Zu bedenken sind zudem Effekte, die eine geldpolitische Straffung für die Unternehmensfinanzierung zeitigen könnte, genauso wie die Tatsache, dass die Notenbank in der Regel durch Forward Guidance einen Zeithorizont für geldpolitische Operationen als Orientierung für die Marktakteure liefert. Letzteres kann in Konflikt mit ökologisch nachhaltigen Investitionen geraten, da diese naturgemäß langfristig angelegt sind und damit nicht deckungsgleich mit dem geldpolitischen Horizont sein dürften.

→ **Grüne Privilegierung der Sicherheitenpolitik**

Die EZB und das Eurosystem stellen den Akteuren des Finanzsystems gegen Sicherheiten (z.B. Wertpapiere) Liquidität zur Verfügung. Dabei ergibt sich für die Notenbank ein Ermessensspielraum, welche Sicherheiten als notenbankfähig akzeptiert werden. Bei der Bewertung von Vermögenswerten, die Banken als Sicherheiten für EZB-Kredite verwenden wollen, könnte die EZB dazu übergehen, Klimarisiken zu berücksichtigen. Das bedeutet, dass ein mit höheren Klimarisiken behafteter Vermögenswert anders behandelt werden könnte als ein Vermögenswert mit geringeren Klimarisiken. Im Zuge einer Rekalibrierung der Sicherheitenpolitik könnte die EZB Klimaschutzaspekte stärker gewichten. So könnte sie den Umfang der Sicherheiten, die einen geringeren CO<sub>2</sub>-Fußabdruck aufweisen, erhöhen. Dafür notwendig wäre ein angemessener Sicherheitsabschlag, den die EZB einer bestimmten Sicherheit gewährt. Alternativ könnte der Abschlag gegenüber jenen Sicherheiten relativ erhöht werden, die einen größeren CO<sub>2</sub>-Fußabdruck aufweisen (= Bewertungsabschläge „brauner Anleihen“ > Bewertungsabschläge „grüner Anleihen“). Für diese wirtschaftlichen Aktivitäten würde es teurer, Kapital zu beschaffen, was Anreize für Investitionen in klimaneutrale Projekte schafft.

**Bewertung:** Konsequenz eines solchen Ansatzes wäre die Abkehr vom Prinzip der risikobasierten Bewertung der Ausfallwahrscheinlichkeit der hinterlegten Sicherheiten.

→ **Steuerung der Kreditvergabe von Banken**

Die gezielten längerfristigen Refinanzierungsgeschäfte (TLTROs) der EZB könnten dafür genutzt werden, Banken für die Vergabe von grünen Krediten zu subventionieren. Damit würde jenen Banken die Möglichkeit gegeben, sich zu geringeren Kosten bei der EZB zu refinanzieren, die mehr als grün klassifizierte Kredite vergeben und damit nachhaltige Investitionen (z.B. in eine kohlenstoffärmere Wirtschaft) finanzieren.

**Bewertung:** In der Frage, was genau unter „grünen Investitionen“ zu verstehen ist, mangelt es bislang an einem einheitlichen Definitions- und Überprüfungssystem. Orientierung könnte auch hier die EU-Taxonomie bieten. Mit Blick auf die derzeit günstigen Finanzierungsbedingungen dürfte zumindest aktuell die Wirksamkeit der Maßnahme fraglich sein.

UNSERE POSITIONEN

**Wir** sind der Auffassung, dass die Bewältigung des Klimawandels eine der dringlichsten und herausfordernden Aufgaben unserer Zeit darstellt. So sind die ehrgeizigeren Ziele zur Reduktion von Treibhausgasemissionen ein Schritt in die richtige Richtung, es müssen aber auch massive konkrete Anstrengungen unternommen werden, um diese Ziele zu erreichen. Zur Anpassung an und Begrenzung des Klimawandels, sind weltweit weitere Investitionen notwendig. Die öffentlichen Banken werden dabei nicht zuletzt Unternehmen bei ihrer Transformation begleiten.

**Wir** begrüßen, dass die EZB politischen Verantwortungsträgern und Finanzmärkten immer wieder die Risiken des Klimawandels in das Bewusstsein ruft und sich der besseren Qualität und Verfügbarkeit von Daten für die Risikoanalyse zum Klimawandel verschrieben hat.

**Wir** sind der Überzeugung, dass der Kampf gegen den Klimawandel nicht alleine von der Zentralbank geführt werden kann. Wirksame Klimaschutzmaßnahmen sind in erster Linie vom politischen Engagement abhängig, insbesondere was die CO<sub>2</sub>-Bepreisung angeht. Maßnahmen der Zentralbanken sollten flankierend wirken.

**Wir** halten es für notwendig, dass die Europäische Zentralbank unter allen Umständen ihre Glaubwürdigkeit in Sachen Preisniveaustabilität bewahren muss. Deren Gewährleistung muss vorrangiges Ziel der Geldpolitik bleiben. Dazu gehört es auch, sich mit Blick auf eine „grüne Geldpolitik“ der Grenzen des geldpolitischen Instrumentariums bewusst zu sein.

**Wir** befürworten, dass die EZB und die einzelnen Zentralbanken des Eurosystems, darunter auch die Deutsche Bundesbank, weiterhin in hohem Maße an der internationalen Zusammenarbeit beteiligt sind, insbesondere im Rahmen des NGFS, und auf diesem Wege gemeinsam an der Widerstandsfähigkeit des Finanzsystems gegenüber den Risiken des Klimawandels arbeiten.

**Wir** halten es für notwendig, dass ein gemeinsamer Klassifikationsrahmen im Rahmen der EU-Taxonomie mit Nachdruck vorangetrieben wird, der wiederum als objektiver und einheitlicher Maßstab zur Definition grüner Wirtschaftsaktivitäten dienen kann. Wichtig ist dabei, auf eine praktikable Anwendung zu achten.

**Wir** kündigen an, dass wir den klimabezogenen Aktionsplan der EZB und die Frage der möglichen Anpassung des geldpolitischen Handlungsrahmens weiter eng begleiten werden.

### Über die VÖB-Wirtschaftsampel

*Mit der VÖB-Wirtschaftsampel stellen wir Vorhaben der Bankenregulierung in einen volkswirtschaftlichen Zusammenhang und skizzieren mögliche Auswirkungen auf die deutsche und europäische Wirtschaft. Zudem beleuchten wir wirtschaftspolitische Vorgänge in Bezug auf ihre Relevanz für den Bankensektor.*

### Sie wollen die VÖB-Wirtschaftsampel abonnieren?

Dann schreiben Sie bitte eine E-Mail an [presse@voeb.de](mailto:presse@voeb.de). Geben Sie einfach den Betreff „Anmeldung VÖB-Wirtschaftsampel“ an. Alle VÖB-Newsletter können Sie zudem unter [www.voeb.de/publikationen](http://www.voeb.de/publikationen) bestellen und abbestellen.

Weitere VÖB-Publikationen finden Sie ebenfalls online unter [www.voeb.de/publikationen](http://www.voeb.de/publikationen).

### IMPRESSUM

Bundesverband Öffentlicher Banken Deutschlands, VÖB  
Lennéstraße 11, 10785 Berlin  
Telefon (0 30) 81 92-0  
[www.voeb.de](http://www.voeb.de)  
Redaktion: Sebastian Schweiger  
Redaktionsschluss: 08. Juni 2022