

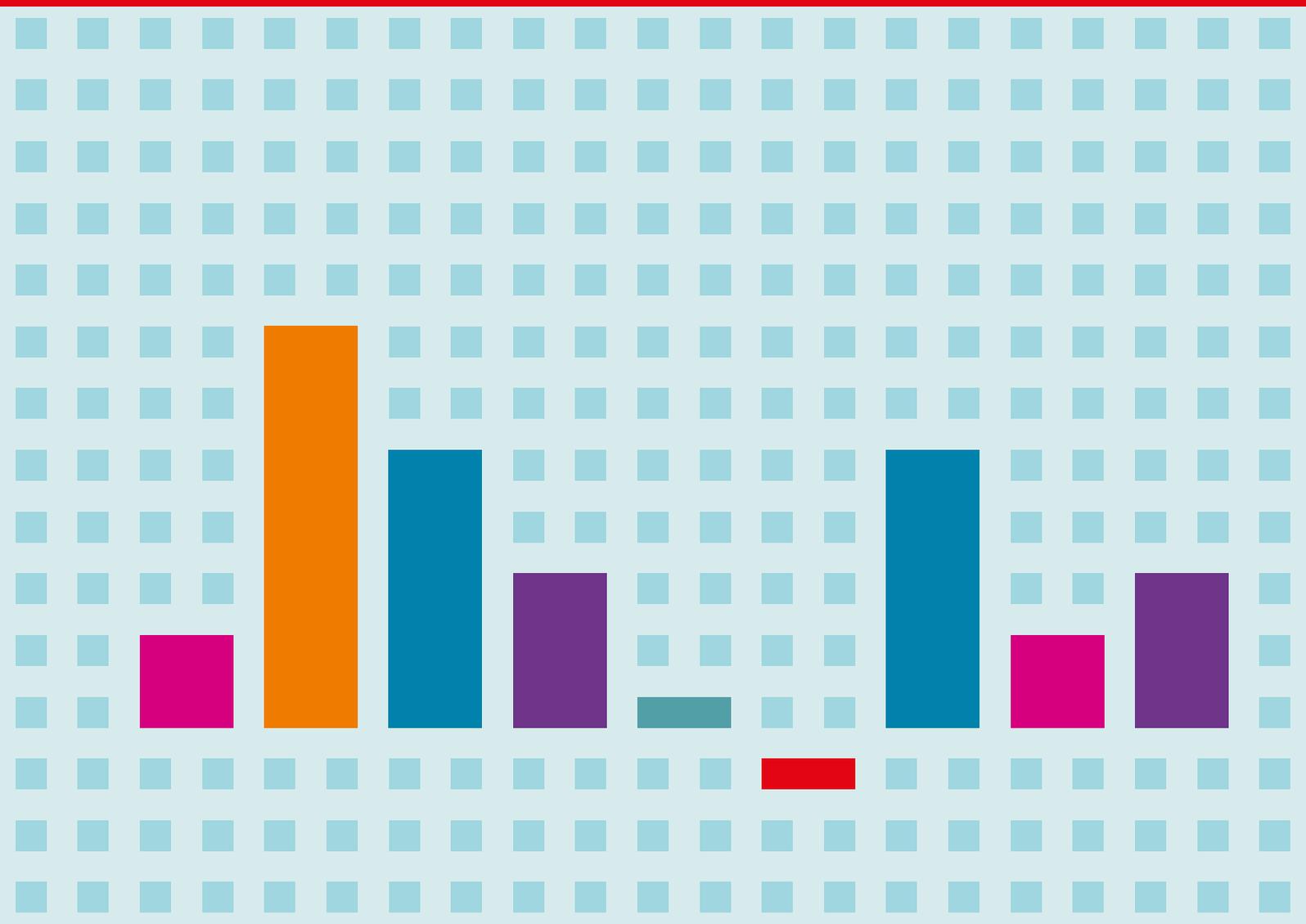
# POLICY BRIEF

IMK Policy Brief Nr. 106 · Mai 2021

Das IMK ist ein Institut  
der Hans-Böckler-Stiftung

# GRÜNERE GELDPOLITIK ALS FLANKIERUNG DES GREEN DEAL: EZB MUSS NACHSTEUERN

Silke Tober



# GRÜNERE GELDPOLITIK ALS FLANKIERUNG DES GREEN DEAL: EZB MUSS NACHSTEUERN

**Silke Tober<sup>1</sup>**

## **Zusammenfassung**

Die Reduktion von Treibhausgasemissionen ist ein wichtiges wirtschaftspolitisches Ziel der EU. Für die angestrebte Transformation der Wirtschaft sind massive Investitionen für die Erneuerung des Kapitalstocks und für Prozessinnovationen erforderlich. Die expansive Geldpolitik der EZB begünstigt gegenwärtig tendenziell Investitionen treibhausgasintensiver Unternehmen, und zwar, unabhängig davon, ob sie in klimafreundliche Technologien investieren oder nicht. Um ihrer Aufgabe gerecht zu werden, die allgemeine Wirtschaftspolitik zu unterstützen, sollte die Europäische Zentralbank (EZB) zeitnah klimapolitische Kriterien bei den geldpolitisch motivierten Wertpapierkäufen sowie den Bewertungsabschlägen auf notenbankfähige Anleihen und nicht-marktfähige notenbankfähige Kredite einführen. Zudem sollte die EZB ankündigen, dass sie ab 2024 nur noch Sicherheiten akzeptiert, die anhand von klimapolitischen Kriterien beurteilt werden können. Dadurch würde sie die Berichterstattung klimapolitisch relevanter Kennziffern stärken und zudem eine wichtige Voraussetzung dafür schaffen, die Risiken in ihrer eigenen Bilanz adäquat zu berücksichtigen.

---

<sup>1</sup> Dr. Silke Tober, ReferatsleiterIn Geldpolitik  
Silke-Tober@boeckler.de.

## 1 Einleitung

Die EZB und die 19 nationalen Zentralbanken, die mit ihr das Eurosystem bilden, haben den EU-Verträgen zufolge die Aufgabe die Preisstabilität im Euroraum zu wahren und die allgemeine Wirtschaftspolitik der EU zu unterstützen. Priorität hat dabei die Preisstabilität, die die EZB gegenwärtig als einen Anstieg des Harmonisierten Preisindex von unter, aber nahe 2 % definiert (EZB 2003). Das Mandat der EZB ist somit nicht auf Preisstabilität begrenzt, sondern durch eine Zielhierarchie gekennzeichnet, der zufolge von Maßnahmen zur Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik keine Beeinträchtigung der Preisstabilität ausgehen darf (Dullien/Tober 2021).

So steht in Artikel 127 des Vertrags über die Arbeitsweise der Europäischen Union (AEUV): „Soweit dies ohne Beeinträchtigung des Zieles der Preisstabilität möglich ist, unterstützt das ESZB [Europäische System der Zentralbanken] die allgemeine Wirtschaftspolitik in der Union, um zur Verwirklichung der in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union festgelegten Ziele der Union beizutragen.“ Dabei zählen zu den in Artikel 3 des Vertrags über die Europäische Union aufgeführten Zielen die „nachhaltige Entwicklung Europas“ und ein „hohes Maß an Umweltschutz.“

Eine „nachhaltige Entwicklung“ wird ohne eine zügige ökologische Transformation der Wirtschaft kaum möglich sein. Dem jüngsten Bericht der Vereinten Nationen zufolge bewegt sich die Welt weiterhin in Richtung einer deutlichen Überschreitung des Temperaturschwellenwerts von 1,5 °C, ab dem die Gefahr von Kippunkten deutlich zunimmt (WMO 2021, IPCC 2018, Lenton 2019).

Die EU und die EU-Mitgliedstaaten haben sich mit dem Beitritt zum Pariser Klimaabkommen verpflichtet, die Erderwärmung auf deutlich unter 2 °C zu begrenzen. Der Europäische Green Deal und die im April 2021 von der EU beschlossene Verschärfung des CO<sub>2</sub>-Reduktionsziels 2030 auf mindestens 55 % zeigen, dass die Klimawende hohe wirtschaftspolitische Priorität hat.

Da Investitionen für den ökologischen Umbau zentral sind, stellt sich die Frage, wie die Anreize im Finanzsystem zugunsten von klimafreundlichen Investitionen verlagert werden können und welche Rolle die Geldpolitik dabei spielen sollte.

## 2 Geldpolitik unterläuft derzeit Klimapolitik

Im Rahmen ihrer Strategieüberprüfung analysiert die EZB gegenwärtig die geldpolitischen Möglichkeiten zur Begrenzung des fortschreitenden Klimawandels. Im Network for Greening the Financial System (NGFS) diskutieren Zentralbanken aus aller Welt bereits seit 2017, wie das Finanzsystem verstärkt die Risiken des Klimawandels berücksichtigen und Kapital für klimafreundliche Investitionen mobilisieren kann.

Relativ unstrittig ist, dass das Eurosystem die eigenen Bilanzrisiken, die durch den Klimawandel und die Transformation hin zu Klimaneutralität entstehen, berücksichtigen sollte, indem sie entsprechende Bewertungsabschläge bei hinterlegten Sicherheiten vornimmt bzw. besonders risikante Anleihen nicht als Sicherheiten bei Refinanzierungsgeschäften akzeptiert. Ebenso unstrittig ist auch, dass die EZB in ihrer Funktion als Finanzaufsichtsbehörde Risiken jeglicher Art für die Finanzmarktstabilität identifiziert und diesen entgegenwirkt. Bezüglich der klimabedingten Finanzrisiken bestehen die Probleme in erster Linie in einer noch lückenhaften Offenlegung der

CO<sub>2</sub>-Bilanzen von Unternehmen und Finanzinstituten sowie in operationellen Schwierigkeiten aus klimarelevanten Kriterien Finanzrisiken zu quantifizieren.

Dieselben Herausforderungen bestehen auch in Bezug auf die geldpolitische Unterstützung des wirtschaftspolitischen Ziels, den ökologischen Umbau der Wirtschaft voranzutreiben. Während aber die Finanzmarktrisiken möglicherweise erst in einigen Jahren akut werden, sind die heutigen Investitionen maßgeblich dafür, wie stark diese Risiken ausfallen. Entscheidend ist, dass es gelingt, den Transformationsprozess rechtzeitig und mit möglichst wenigen Reibungsverlusten zu bewältigen. Aktuell aber hat die Geldpolitik infolge der Nichtberücksichtigung klimarelevanter Kriterien einen CO<sub>2</sub>-Bias und unterläuft damit die Klimapolitik der Regierungen.

Die Verzerrung zugunsten von Klimasündern kommt in erster Linie durch die Kriterien für die Notenbankfähigkeit von Anleihen zustande und durch die Bewertungsabschläge, die das Eurosystem vornimmt, wenn es diese als Sicherheiten akzeptiert (Dafermos et al. 2021, Schoenemacher 2021). Banken, die sich bei den Zentralbanken des Eurosystems refinanzieren, müssen für den Zentralbankkredit „notenbankfähige“ Sicherheiten hinterlegen. Gegenwärtig spielen weder Treibhausgasemissionen noch klima- oder transformationsbedingte Risiken eine Rolle bei der Prüfung der Notenbankfähigkeit, sondern es wird lediglich die einjährige Ausfallwahrscheinlichkeit beurteilt (Deutsche Bundesbank 2019). Das Testat der Notenbankfähigkeit erhöht aber die Liquidität von Anleihen und verringert die Risikoprämie mit der Folge niedrigerer Finanzierungskosten. Daher profitieren Unternehmen, die Anleihen begeben, denen die Notenbankfähigkeit bescheinigt wird, besonders stark von der expansiven Geldpolitik der EZB. Dies sind überproportional große, kapitalintensive Unternehmen, die zugleich direkt und indirekt hohe Treibhausgasemissionen verursachen (Dafermos et al. 2021, Knot 2021).

Das Volumen der notesbankfähigen Unternehmensanleihen betrug im ersten Quartal 2021 1720,9 Mrd. Euro (Tabelle 1). Wie aus Abbildung 1 ersichtlich ist, wurde hiervon allerdings nur

**Tabelle 1: Ansatzpunkte für eine grünere Geldpolitik im Euroraum**

	Mrd. €
<b>Notenbankfähige Sicherheiten (1. Quartal 2021)</b>	
Unternehmensanleihen	1720,9
Gedekte Schuldverschreibungen	1596,6
Ungedekte Schuldverschreibungen	1597,1
Asset-backed securities	569,9
Andere nichtstaatliche Anleihen	1068,6
<i>Nachrichtlich: Anleihen von Staaten und Regionen</i>	<i>9101,8</i>
<b>Geldpolitisch motivierte Wertpapierkäufe (30. April 2021)</b>	
Unternehmensanleihen	271,1
Gedekte Schuldverschreibungen	292,2
Asset-backed securities	28,4
<i>Nachrichtlich: Staatsanleihen</i>	<i>3428,1</i>

Quellen: [Weekly Financial Statement – Commentary](#); [Eurosystem Collateral Data](#); Europäische Zentralbank.



ein Bruchteil als Sicherheiten eingesetzt. Nach Bewertungsabschlägen, die für die Unternehmensanleihen zwischen 0,8 % und 35,8 % lagen, waren dies 74,8 Mrd. Euro (Abbildung 1). Deutlich stärker nutzen die Banken als Sicherheiten gedeckte und ungedeckte Schuldverschreibungen, asset-backed securities und nicht-marktfähige Kreditforderungen. Insgesamt belief sich das Volumen der nicht-staatlichen notenbankfähigen Anleihen im ersten Quartal auf 6553 Mrd. Euro, wovon nach Bewertungsabschlägen 1300 Mrd. Euro als Sicherheiten zum Einsatz kamen sowie nicht-marktfähige Kreditforderungen mit einer Bewertung von 857 Mrd. Euro.

Aufgrund dieser Volumina bilden notenbankfähige Anleihen und nicht-marktfähige Sicherheiten einen erfolgversprechenden Ansatzpunkt für eine grünere Geldpolitik und es erscheint angesichts des hohen Anteils nicht verwendeter notenbankfähiger Anleihen unwahrscheinlich, dass die Einführung von klimabezogenen Bewertungsabschlägen die Durchführung der Geldpolitik an sich behindern würde.

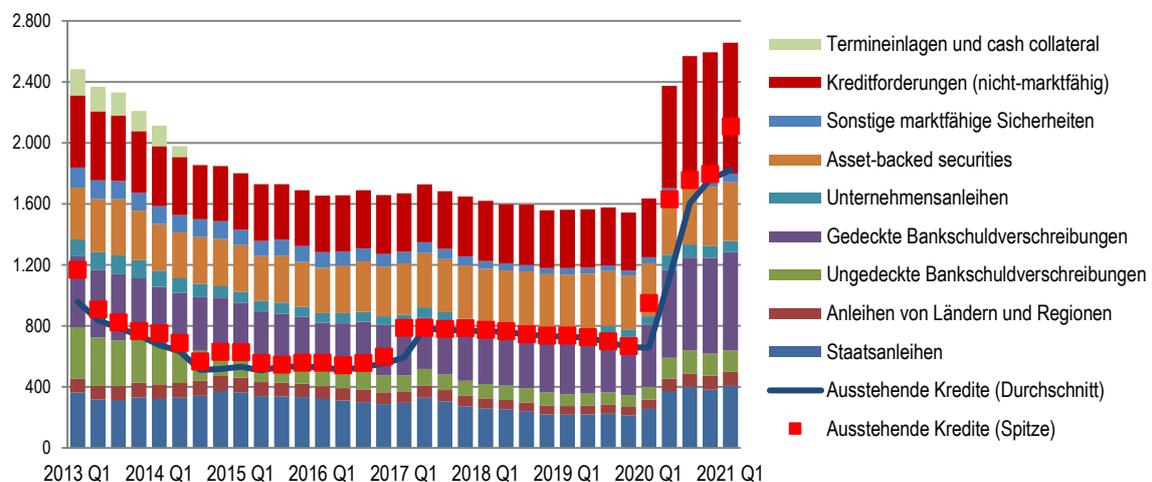
### 3 Verlagerung der Investitionsanreize durch klimabezogene Bewertungsabschläge und gezielte Wertpapierkäufe

Durch die Einführung klimarelevanter Kriterien bei der Feststellung der Notenbankfähigkeit von Schuldtiteln und nicht-marktfähigen Krediten sowie der Höhe der Bewertungsabschläge würde die EZB bisher nicht berücksichtigten Risiken Rechnung tragen. Die resultierende Verschiebung der Finanzierungskosten würde sodann einen Anreiz für Unternehmen liefern, ihre Investitionen und Produktion ebenfalls an klimapolitischen Kriterien auszurichten.

Wegen der noch lückenhaften Datenlage sollte die EZB dabei graduell vorgehen. Um das Berichtssystem zu dynamisieren, sollte sie allerdings zügig ankündigen, dass das Eurosystem spätestens ab 2024 nur noch Anleihen von finanziellen und nichtfinanziellen Unternehmen als Sicherheiten akzeptiert, die emissionsrelevante Kennziffern zu ihrer Produktion und ihren Anlagen

**Abbildung 1: Verwendete Sicherheiten des Eurosystems**

Mrd. Euro, nach Bewertung und Bewertungsabschlägen, Quartalsdurchschnitte der Monatsendstände



Quelle: Eurosystem Collateral Data, Europäische Zentralbank.



liefern. Spätestens ab diesem Zeitpunkt sollte sie dann ihre klima- und transformationsbedingten Bilanzrisiken angemessen berücksichtigen.

Als zeitnahe vorübergehende Maßnahme sollte die EZB zudem alle Sicherheiten aus dem nicht-staatlichen Sektor, ob marktfähig oder nicht, mit einem zunächst einheitlichen Bewertungsabschlag versehen, der entfällt, wenn nachgewiesen wird, dass die Kredite der Finanzierung von Aktivitäten dienen, die klimafreundlich sind oder die Transformation begünstigen.

Wie aus Tabelle 1 ersichtlich, ist das Volumen der geldpolitisch motivierten Käufe nicht-staatlicher Wertpapiere deutlich geringer als das Volumen der nicht-staatlichen notenbankfähigen Anleihen. Dennoch bieten auch die Wertpapierkaufprogramme einen Ansatzpunkt für eine grünere Geldpolitik. Mit dem Ziel die Emissionen grüner Wertpapiere anzuregen, sollte der Anteil grüner Wertpapiere sukzessive erhöhen werden. Das Argument, die EZB müsse Marktneutralität wahren, ist dadurch entkräftet, dass bisher die Risiken des Klimawandels und der Transformation nicht hinreichend eingepreist sind (Schnabel 2020), die Wertpapierkäufe an sich nicht marktneutral sind, weil sie die Finanzierungskosten von Großunternehmen begünstigen (Nouy 2018), und zudem die bisherige Aufteilung der Programme zwischen gedeckten Schuldverschreibungen, Unternehmensanleihen und asset-backed securities nicht deren Marktanteilen entspricht.<sup>2</sup> Da grüne Wertpapiere ein eigenes und wachsendes Marktsegment bilden, sollte die EZB die bisher erworbenen grünen Anleihen einschließlich entsprechender ABS als eigenes Programm ausweisen und den Anteil zulasten der anderen Programme sukzessive erhöhen. Erholt sich die Wirtschaft in den kommenden Jahren kräftig und werden die Wertpapierkäufe beendet, weil sich abzeichnet, dass die Inflationsentwicklung nachhaltig das Inflationsziel erreicht, sollten die Mittel, die reinvestiert werden, wenn nicht-staatliche Wertpapiere fällig werden, ausschließlich in grüne Anleihen fließen.

Die Kombination aus Bewertungsabschlägen für nicht-klimafreundliche Sicherheiten und einem verstärkten Fokus auf grüne Anleihen bei den Wertpapierkaufprogrammen dürfte die Finanzierungskosten für transformationsgerechte Aktivitäten erhöhen und Anreize für finanzielle Institute liefern, gerade diesen Bereich innovativ voranzubringen. Damit würde die Geldpolitik auch das politische Bestreben unterstützen, die Finanzierungsmöglichkeiten für grüne Start-ups zu fördern.

Staatsanleihen, die mit 55 % und 80 % den größten Anteil an den notenbankfähigen Anleihen bzw. den politisch motivierten Wertpapierkäufen des Eurosystems ausmachen, sollten von klimapolitischen Kriterien ausgenommen werden, da die Ausgestaltung und Einhaltung der Klimapläne der Mitgliedstaaten politisch geregelt werden muss.

---

<sup>2</sup> Nimmt man den Bestand an notenbankfähigen Anleihen als Grundlage, so müsste das Volumen der asset-backed securities 33 % und das der gedeckten Schuldverschreibungen 93 % des Volumens der Unternehmensanleihen entsprechen. Dem Wochenausweis des Eurosystems vom 30. April zufolge war der Anteil der ABS mit 10,5 % deutlich niedriger, der der gedeckten Schuldverschreibungen mit 108 % der Unternehmensanleihen höher.

## Fazit

Die aktuelle Diskussion über die geldpolitische Rolle bei der Bewältigung der existenzbedrohenden Klimakrise verdeutlicht, wie wichtig es ist, die Geldpolitik einerseits nicht zu überfrachten, andererseits aber auch die vertraglich vorgesehene Unterstützung der allgemeinen Wirtschaftspolitik einzufordern (Dullien et al. 2020).

Sobald die EZB die klima- und transformationsbedingten Finanzrisiken berücksichtigt, unterstützt sie durch die veränderte Anreizstruktur auch die allgemeine Wirtschaftspolitik. Die Grenzen zwischen makroprudenzieller Politik, dem Management der eigenen Bilanzrisiken und der Geldpolitik sind dabei in Abhängigkeit von der Kalibrierung der Maßnahmen fließend (NGFS 2021). Allein unter Risikogesichtspunkten ist es zudem vernünftig zügig und gegebenenfalls zunächst auf Grundlage unvollständiger Daten zu handeln, da Erwartungsänderungen an den Finanzmärkten hinsichtlich zuvor vernachlässigter Risiken oftmals nicht graduell stattfinden, sondern heftig und abrupt verlaufen (Park/Sabourian 2011).

Unabhängig davon sollte die EZB zeitnah die allgemeine Wirtschaftspolitik mit verstärkten grünen Wertpapierkäufen und klimabezogenen Bewertungsabschlägen auf notenbankfähige Anleihen unterstützen. Durch die Verlagerung der Anreize würde das Eurosystem das grüne Marktsegment bei Buchkrediten und Anleihen fördern und es so auch Start-ups erleichtern, klimafreundliche Investitionen zu finanzieren.

## Literatur

- Carney (2019): A New Horizon. Rede auf der Konferenz der EU-Kommission „A global approach to sustainable finance“, 21. März.
- Carney, M. (2015): Breaking the tragedy of the horizon: climate change and financial stability. Lloyd's of London, 29. September.
- Dafermos, Y.; Gabor, D.; Nikolaidi, M.; Pawloff, A.; van Lerven, F. (2021): Greening the Eurosystem collateral framework. New Economics Foundation, London, März.
- Deutsche Bundesbank (2019): [Bonitätsanalyse der Deutschen Bundesbank](#). Faltblatt, Frankfurt, 13. September.
- Dullien, S.; Gechert, S.; Herzog-Stein, A.; Rietzler, K.; Stein, U.; Tober, S.; Watt, A. (2020): Im Zeichen des Klimawandels. Wirtschaftspolitische Herausforderungen 2020. IMK Report Nr. 155, Januar.
- Dullien, S.; Tober, S. (2021): [ECB Strategy: Best Practice and New Frontiers](#). IMK Policy Brief Nr. 105, April.
- ECB (2003): Die geldpolitische Strategie der EZB. Pressemitteilung, Frankfurt/M., 8. Mai.
- HM Treasury (2021): [Remit for the Monetary Policy Committee - March 2021](#). London, 3. März.
- IPCC (2018): Global Warming of 1.5 °C. Special Report, Genf.
- Knot, K. (2021): [Getting the Green Deal done – How to Mobilize Sustainable Finance](#). Keynote Rede des Präsidenten De Nederlandsche Bank (DNB), 11 Februar.
- Lagarde, C. (2019): Hearing at the Committee on Economic and Monetary Affairs of the European Parliament. Transcript of the Hearing, Brüssel, 2. Dezember.

- Lane, P.R. (2019): Climate Change and the Irish Financial System. Economic Letter, Central Bank of Ireland, Bd. 2019, H. 1.
- Lenton, T. M.; Rockström, J.; Gaffney, O.; Rahmstorf, S.; Richardson, K.; Steffen, W.; Schellnhuber, H. J. (2019): Climate Tipping Points – Too Risky to Bet Against. Comment. Nature 575, 27. November, Korrektur April 2020, S. 592–595.
- NGFS (2021): [Adapting central bank operations to a hotter world](#). Reviewing some options. Paris, März.
- Nouy, D. (2018): Financing the economy - SMEs, banks and capital markets. Rede auf der von der Österreichischen Nationalbank und der Wirtschaftskammer Österreich organisierten Konferenz, Linz, 6. Juli.
- Park, A.; Sabourian, H. (2011): Herding and Contrarian Behavior in Financial Markets. Econometrica, 79/4, Juli, S. 973-1026.
- Positive Money (2018): A Green Bank of England. Central Banking for a Low-Carbon Economy, London, Mai.
- Schnabel, I. (2020): When markets fail – the need for collective action in tackling climate change. Rede auf dem European Sustainable Finance Summit. Frankfurt am Main, 28. September.
- Schoenmaker, D. (2021): Greening monetary policy. Climate Policy, Jg. 21, Nr. 4, S. 581-592.
- Tober, S. (2019): Geldpolitische Herausforderungen: Abwärtsrisiken, Target2 und internationale Rolle des Euro. IMK Report Nr. 146, März.
- Villeroy de Galhau, F. (2021): [The Role of Central Banks in the Greening of the Economy](#). Banque de France, Paris, 11. Februar.
- WMO (2021): State of Global Climate 2020. WMO-No. 1264, Genf, April.

---

## Impressum

### Herausgeber

Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung (IMK) der Hans-Böckler-Stiftung, Georg-Glock-Str. 18,  
40474 Düsseldorf, Telefon +49 211 7778-312, Mail [imk-publikationen@boeckler.de](mailto:imk-publikationen@boeckler.de)

Die Reihe „IMK Policy Brief“ ist als unregelmäßig erscheinende Online-Publikation erhältlich über:  
<https://www.imk-boeckler.de/de/imk-policy-brief-15382.htm>

ISSN 2365-2098



Dieses Werk ist lizenziert unter der Creative Commons Lizenz:  
*Namensnennung 4.0 International (CC BY).*

Diese Lizenz erlaubt unter Voraussetzung der Namensnennung des Urhebers die Bearbeitung, Vervielfältigung und Verbreitung des Materials in jedem Format oder Medium für beliebige Zwecke, auch kommerziell.

Den vollständigen Lizenztext finden Sie hier: <https://creativecommons.org/licenses/by/4.0/legalcode.de>

Die Bedingungen der Creative Commons Lizenz gelten nur für Originalmaterial. Die Wiederverwendung von Material aus anderen Quellen (gekennzeichnet mit Quellenangabe) wie z. B. von Abbildungen, Tabellen, Fotos und Textauszügen erfordert ggf. weitere Nutzungsgenehmigungen durch den jeweiligen Rechteinhaber.

---