

**EZB-Geldpolitik**

# **Plädoyer für eine pariskonforme geldpolitische Neuausrichtung**

Warum die Bundesbank die Folgen der Klimakrise  
in ihrer Geldpolitik zwangsläufig berücksichtigen muss

EZB-Geldpolitik

# Plädoyer für eine pariskonforme geldpolitische Neuausrichtung

Warum die Bundesbank die Folgen der Klimakrise in ihrer Geldpolitik zwangsläufig berücksichtigen muss

Aktualisierte Fassung (Original von Dezember 2020)

## Autoren:

Dr. Mauricio Vargas, Greenpeace Deutschland  
Adam Pawloff, Greenpeace CEE

## Kontakt:

Dr. Mauricio Vargas  
Finanzexperte Greenpeace e.V.  
Tel. +49 151-117 655 67  
E-Mail: mauricio.vargas@greenpeace.org

Adam Pawloff  
Klima und Finanzexperte Greenpeace CEE  
Tel. +43 650 37 22 524  
E-Mail: adam.pawloff@greenpeace.org

Hamburg/Wien, April 2021

## ➔ Kein Geld von Industrie und Staat

Greenpeace ist eine internationale Umweltorganisation, die mit gewaltfreien Aktionen für den Schutz der Lebensgrundlagen kämpft. Unser Ziel ist es, Umweltzerstörung zu verhindern, Verhaltensweisen zu ändern und Lösungen durchzusetzen. Greenpeace ist überparteilich und völlig unabhängig von Politik und Wirtschaft. Mehr als 600.000 Fördermitglieder in Deutschland spenden an Greenpeace und gewährleisten damit unsere tägliche Arbeit zum Schutz der Umwelt, der Völkerverständigung und des Friedens.

---

## Impressum

Greenpeace e.V., Hongkongstraße 10, 20457 Hamburg, Tel. 040/3 06 18-0 **Pressestelle** Tel. 040/3 06 18-340, F 040/3 06 18-340, presse@greenpeace.de, www.greenpeace.de  
**Politische Vertretung Berlin** Marienstraße 19-20, 10117 Berlin, Tel. 030/30 88 99-0 **V.i.S.d.P.** Dr. Mauricio Vargas

04/2021

# 1 Einleitung

*Der Klimawandel ist die größte Gefahr für die Sicherheit, mit der Menschen in der modernen Zeit je konfrontiert waren.*

- Naturforscher Sir David Frederick Attenborough - <sup>1</sup>

Christine Lagarde startete ihre Amtszeit als Präsidentin der europäischen Zentralbank mit der Ankündigung, den Klimawandel als zentrales Element der geldpolitischen Strategie verankern zu wollen. Jüngst unterstützte auch Bundesbankpräsident Jens Weidmann gleich bei mehreren Gelegenheiten den Ruf nach einer größeren Berücksichtigung des Klimawandels bei den Notenbanken.<sup>2</sup> Gleichzeitig macht er starke Einschränkungen hinsichtlich der Forderung nach einer grünen Ausrichtung der Geldpolitik. Auf den ersten Blick schlüssig hob Weidmann hervor, dass die Transformation zu einer pariskonformen Geldpolitik die politische Unabhängigkeit der Notenbanken gefährde. Wer könnte schließlich glaubhaft garantieren, dass mit dieser Änderung nicht das Einfallstor für andere wirtschaftspolitische Begehrlichkeiten geschaffen, unlösbare Zielkonflikte entstehen, und der Stabilitätsauftrag der Notenbank zur unerfüllbaren Farce mutiert?

Dieser nachvollziehbaren Sorge liegt allerdings die aus Greenpeace-Sicht falsche Annahme zugrunde, dass es sich beim Klimawandel um eines von vielen politischen „Alltagsthemen“ handelt, die definitionsgemäß nicht in das Tätigkeitsfeld einer institutionell unabhängig konstituierten Notenbank fallen. Im Folgenden wird dargelegt, warum das Notenbanksystem die Klimakrise als epochale<sup>3</sup> ökonomische Krise begreifen und entsprechend handeln muss.

## 2 Die historische Herausforderung der Klimakrise erzwingt institutionelle Änderungen

Angesichts des wissenschaftlichen Konsenses der Klimawissenschaft (IPCC, PiK, Helmholtz, Leopoldina,...)<sup>4</sup>, nämlich dass ein entschiedenes Umsteuern aller gesellschaftlichen Akteure zur Verhinderung des Klimakollapses unausweichlich ist, ist klar, dass der Umgang mit dem Klimawandel mindestens das Äquivalent zur Lösung der

---

<sup>1</sup> David Attenborough (94) am 23.02.2021 vor dem UN-Sicherheitsrat

<sup>2</sup> vgl. u.a. Gastbeitrag Financial Times am 19.11.2020

<https://www.ft.com/content/ed270eb2-e5f9-4a2a-8987-41df4eb67418> , Rede beim European Banking Congress am 20.11.2020

<https://www.bundesbank.de/de/presse/reden/kampf-gegen-den-klimawandel-was-zentralbanken-tun-koennen-und-was-nicht-851614> und Diskussion bei digitaler Veranstaltung “Bundesbank hört zu“

<sup>3</sup> vgl. Crutzen P.J. (2006) The “Anthropocene”. In: Ehlers E., Krafft T. (eds) Earth System Science in the Anthropocene. Springer, Berlin, Heidelberg. [https://doi.org/10.1007/3-540-26590-2\\_3](https://doi.org/10.1007/3-540-26590-2_3)

<sup>4</sup> „Jegliches Nichtstun bzw. Verharren auf dem „Business as usual“-Pfad führt zu [...] nicht steuerbaren Kosten und einem Verlust an Gemeinwohl und Wohlstand“ Leopoldina (2019); *Klimaziele 2030 Wege zu einer nachhaltigen Reduktion der CO<sub>2</sub>-Emissionen Kap. 1.3*

„Sozialen Frage“ des 19./20. Jahrhunderts darstellt. Und diese Frage fand eine ihrer besten Antworten hier in Deutschland mit dem Modell der Sozialen Marktwirtschaft.

Entsprechend stellt heutzutage die Bewältigung der drohenden Klimakrise die entscheidende Herausforderung für unsere Wirtschaftsordnung dar. Dies erfordert eine Transformation der Sozialen Marktwirtschaft hin zu einer Öko-Sozialen Marktwirtschaft. Im Zuge dieser Transformation müssen sich analog zur Entwicklung der Sozialen Marktwirtschaft alle relevanten Wirtschaftsinstitutionen - und somit auch das Notenbanksystem - einen neuen Modus Operandi geben. Konkret bedeutet das Folgendes: So wie die Bundesbank einschließlich ihres Stabilitätsauftrags als ein wesentlicher Teil der konstituierenden Prinzipien der Sozialen Marktwirtschaft geschaffen wurde, müssen im Kontext der heutigen Klimakrise die notwendigen institutionellen Veränderungen für das Notenbanksystem identifiziert und implementiert werden. Im engen Austausch mit Fachleuten, Politik und Zivilgesellschaft muss sich das Notenbanksystem dieser Herausforderungen ergebnisoffen stellen. Der drohende Klimakollaps verbietet es den Notenbanken, sich hinter ihrer Unabhängigkeit zu verstecken und sich aufs Nichtstun zu beschränken.

Solche institutionellen Veränderungen sind in der Geschichte der Zentralbanken nicht neu, was angesichts des vergleichsweise kurzen Bestehens der deutschen Bundesbank gerne in Deutschland außer Acht gelassen wird. Hier sollte man den erhellenden Blick auf andere Notenbanken mit längerer Geschichte wagen. Dieser Perspektivwechsel legt offen, dass sich Geldpolitik stets an die aktuellen historischen Anforderungen anpassen musste und die heutige geldpolitische Ausprägung letztlich das Ergebnis eines in sich dynamischen Evolutionsprozesses darstellt, welcher sich naturgemäß auch angesichts des historischen Ausmaßes des Klimakrise weiterentwickeln wird.<sup>5</sup>

### **3 Primat der Preisstabilität steht grüner Neuausrichtung nicht entgegen**

Das Primat der Geldwertstabilität war ein wesentlicher Anker der Geldpolitik der Bundesbank in der Erwartung, dass stabile Preise den bestmöglichen Beitrag zur breiten Wohlstandsmehrung leisten würden.<sup>6</sup> Dasselbe gilt sicherlich auch im Kontext einer Öko-Sozialen Transformation der Wirtschaftsordnung, die hinsichtlich einer höheren Besteuerung von Treibhausgasen auf funktionierende Preissignale angewiesen ist. Es ist jedoch ein häufig genannter Mythos, dass die grüne Ausrichtung der Notenbank

---

<sup>5</sup> Vgl. hierzu Goodhart, Charles A.E., *The Changing Role of Central Banks. BIS Working Paper No. 326*, <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1717776> oder Mehrling, Perry, *The New Lombard Street: How the Fed Became the Dealer of Last Resort*. Princeton University Press 2010.

<sup>6</sup> Vgl. hierzu Eucken, W (1952): *Grundsätze der Wirtschaftspolitik*, Tübingen, sowie Erhard, L (1957): *Wohlstand für alle*, Düsseldorf/Wien.

automatisch zu einem Konflikt mit dem Mandat der Preisstabilität führen wird<sup>7</sup>. Die Kriterien zur Implementierung einer grünen Geldpolitik können schließlich unabhängig von der ökonomischen Zielsetzung greifen und das priorisierte Ziel der EZB sollte selbstverständlich weiterhin die Wahrung der Preisstabilität bleiben.<sup>8</sup> Die Forderung, dass die geldpolitischen Instrumente zur Erreichung dieses Ziels im Einklang mit dem Pariser Klimaabkommen erfolgen müssen, steht folglich nicht im Widerspruch mit dem Mandat der Preisstabilität. Bei genauer Betrachtung zeigt sich, dass diese Forderung lediglich einer zeitgemäßen Spezifikation des in Artikel 127 des AEU-Vertrags festgelegten sekundären Ziels der EZB, nämlich die allgemeine Wirtschaftspolitik der Union unter Wahrung der Preisstabilität zu unterstützen, entspricht.

Das Primat der Preisstabilität der EZB steht also einer grünen Neuausrichtung nicht entgegen. Im Gegenteil. Es verpflichtet vielmehr zu einer klimaschutz-bezogenen Reorientierung der Notenbank. Schließlich droht mit dem Klimakollaps auch eine historische ökonomische Krise und ohne wirtschaftliche Stabilität wird es auch keine Preisstabilität geben können.

Welche Relevanz der Klimawandel schon heute auf die Preisentwicklung hat, erleben wir zum Jahreswechsel 2020/2021 in Deutschland. Die im Klimapaket der Bundesregierung beschlossene Besteuerung von CO<sub>2</sub> für private Haushalte hebt die Inflationsrate in Deutschland merklich an.<sup>9</sup> Dass es sich nur um eine maßvolle und vollkommen unzureichende Erhöhung handelt, unterstreicht lediglich nur, dass eine ernsthafte Implementierung der externen Kosten der Erderhitzung zu weit stärkeren Preisanstiegen führen würde.<sup>10</sup> Es zeichnet sich also immer deutlicher ab, dass die adäquate Bepreisung von Treibhausgasen die Energiepreise als maßgebliche Treiber für die Inflationsentwicklung ablösen wird. Da eine Verschleppung der CO<sub>2</sub>-Bepreisung ebenso wie Wetterextreme zu stärkeren Preisausschlägen führt, ist frühzeitiges antizipatives Agieren der Notenbank gerade im Sinne ihres Stabilitätsmandats geboten.

---

<sup>7</sup> So bspw. Bundesbankpräsident Jens Weidmann am 25.01.2021 in seiner Rede: "What role should central banks play in combating climate change?"

<sup>8</sup> In unseren Studien haben wir gezeigt, wie eine pariskonforme Geldpolitik ausgestaltet sein könnte, ohne den geldpolitischen Spielraum einzuschränken. Vgl. hierzu Yannis, et al. (2020): Decarbonising Is Easy. Beyond Market Neutrality In The ECB's Corporate QE. <https://bit.ly/37qEZJn> sowie Yannis et al. (2021): Greening The Eurosystem Collateral Framework How To Decarbonise ECB's Monetary Policy. <http://www.greenpeace.de/collateral-framework>

<sup>9</sup> Deutsche Bundesbank (2019), Zu den Auswirkungen des Klimapakets auf Wirtschaftswachstum und Inflationsrate, Monatsbericht, Dezember 2019

<sup>10</sup> Vgl. hierzu "Mutlosigkeit": PIK Statement zum Klimapaket der Bundesregierung (PIK, 2019). Der Einstiegspreis wurde zwar später von 10 € auf 25 € pro Tonne CO<sub>2</sub> angehoben, liegt aber immer noch weit unter dem geforderten Einstiegspreis von 50€ pro Tonne CO<sub>2</sub> und dem Pfad von 130 € pro Tonne CO<sub>2</sub> bis 2030. Das Umweltbundesamt taxiert den fairen Preis schon heute auf

## 4 Die Zentralbank ist zum Handeln gezwungen - ob sie will oder nicht

Natürlich kann man diese Sichtweise ablehnen und die Warnungen der Klimaforschung vor einer epochalen Klimakrise in den Wind schlagen – was angesichts der eindeutigen wissenschaftlichen Faktenlage als fahrlässig zu erachten wäre. Doch auch dann folgt aus all den politischen Beschlüssen zur Klimaneutralität bis 2050 bzw. zur Reduktion der EU-weiten Treibhausgasemissionen um mindestens 55 Prozent bis 2030 ein erheblicher Handlungsbedarf für die Geldpolitik.

Schließlich geht die beschlossene Transformation hin zu einem klimaneutralen Wirtschaftssystem bis spätestens zum Jahr 2050 mit epochalen Transitionsrisiken einher, die, wie beispielsweise die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich zu Beginn des Jahres feststellte, ein akutes Risiko für die Finanzstabilität darstellen.<sup>11</sup> Diese Risiken müssen die Notenbanken sowohl im Rahmen ihrer Rolle als Aufseher als auch aufgrund ihrer Dominanz als Marktakteur berücksichtigen. Diese Risiken sind zwar aus heutiger Sicht schwer quantifizierbar, dürfen deswegen aber unter keinen Umständen unberücksichtigt bleiben. Schließlich ist im Gegensatz zu anderen Megatrends wie Digitalisierung, Automatisierung oder künstliche Intelligenz unbestreitbar, dass die Kosten des Klimawandels auf jeden Fall exorbitant hoch ausfallen werden.<sup>12</sup>

Man stelle sich zur Veranschaulichung dieser Kostenexplosion nur eine Situation vor, in der der globale CO<sub>2</sub>-Preis von aktuell 1 US\$ pro Tonne um das Fünzigfache auf das von Fachleuten empfohlene Niveau von mindestens 50 US\$ pro Tonne ansteigen würde.<sup>13</sup> Zur Erinnerung: Die Ölkrise von 1973 wurde durch einen Anstieg des Ölpreises von rund 3 US\$ pro Fass auf über 5 US\$ hervorgerufen. Die Frage ist also nicht ob, sondern wie hoch die Kosten der Klimakrise sein werden.

Angesichts der fehlenden Erfahrung und bisher nicht erkennbaren Expertise der etablierten Ratingagenturen im Umgang mit Klimarisiken fällt es den Notenbanken mit ihrer

---

<sup>11</sup> BIS (2020): The Green Swan – Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change

<sup>12</sup> Andere Megatrends wie beispielsweise die Alterung der Gesellschaft oder die preisdämpfende Wirkung der Globalisierung haben sicherlich ebenfalls einen bedeutsamen Effekt auf die Geldpolitik, der offensichtlich bisher zu wenig Beachtung fand. Schließlich begründeten sich die niedrigen Preissteigerungsraten der vergangenen Jahrzehnte weniger in einer restriktiven Geldpolitik, sondern in eben jenen beiden Megatrends. Die fehlende Auseinandersetzung mit diesen Entwicklungen führte in der Konsequenz zu einer ultraexpansiven und somit sehr problematischen geldpolitischen Ausrichtung. Die Vernachlässigung der Folgen des Klimawandels birgt abermals die große Gefahr, zu einer vergleichbaren systematischen Fehlausrichtung zu führen.

<sup>13</sup> Diesen Preis empfahl Nobelpreisträger William Nordhaus anlässlich seiner Rede *Climate change, policy, and finance* am 19. Oktober 2020 bei der EZB.

[https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20201019\\_confmonpol/Nordhaus.pdf](https://www.ecb.europa.eu/pub/conferences/shared/pdf/20201019_confmonpol/Nordhaus.pdf). Das

Umweltbundesamt schätzt dagegen die Sozialen Kosten auf 195 €/t:

[https://www.umweltbundesamt.de/sites/default/files/medien/1410/publikationen/2020-12-21\\_methodenkonvention\\_3\\_1\\_kostensaetze.pdf](https://www.umweltbundesamt.de/sites/default/files/medien/1410/publikationen/2020-12-21_methodenkonvention_3_1_kostensaetze.pdf)

einzigartigen Brain- und Manpower zu, einen Ansatz zur systematischen Bestimmung bzw. Quantifizierung auch dieser Risiken zu entwickeln. Zusätzlich ist die ausschließliche Nutzung der (wenigen) Ratingagenturen nicht nur angesichts deren schwachen Performance bei der Identifikation vergangener Krisen, sondern angesichts der Förderung einer oligopolistischen Marktstruktur wenig überzeugend.<sup>14</sup>

Zuletzt darf das Risiko nicht außer Acht gelassen werden, dass politische Inaktivität bzw. kollektives Versagen beim Klimaschutz am Ende der EZB auf die Füße fallen und sie zu groß angelegten Rettungsaktionen zwingen könnte. Die Bank für Internationalen Zahlungsausgleich (BIZ) spricht hier von der Gefahr eines „Climate Rescuers of last resort.“<sup>15</sup> Im Falle eines solchen „grüner Schwan“ Ereignisses, welches die Stabilität des Finanzsystems massiv gefährden würde, könnte die EZB zu gigantischen Versicherungs- und Stützungsinterventionen gezwungen sein.

## 5 Die verlorene Unschuld der Europäischen Zentralbank

Als Reaktion auf die Greenpeace-Studie „Decarbonising is easy“<sup>16</sup> wurde unter anderem von Bankenexperte Professor Jan Krahen angezweifelt, dass die EZB an einem global integrierten Kapitalmarkt per Kauf bestimmter Wertpapiere die relativen Preise verändern könne, eine grüne Ausrichtung der EZB bliebe effektiv.<sup>17</sup> Angesichts der deutschen Bedenken gegenüber den Staatsanleihenkäufen der EZB sowie der Faktenlage an den Kapitalmärkten wirkt diese Sichtweise wenig überzeugend:

Schließlich wird die EZB für ihre Einflussnahme auf die Staatsanleihenmärkte kritisiert. Es ist eindeutig, dass sich ein von den Kapitalmärkten „abgeschriebenes“ Land wie Italien niemals zu historisch einmalig geringen Zinsen am Kapitalmarkt refinanzieren könnte, wenn nicht die unerschöpfliche Feuerkraft der EZB und der billionenschweren Staatsanleihenkäufe dahinter stünde.<sup>18</sup> Die von Marktakteuren befolgte Börsenweisheit „Don't fight the ECB“ sollte auch bis in die Wissenschaft durchgedrungen sein und kann nicht kleingeredet werden.

Kritische Stimmen gegenüber einer pariskonformen Geldpolitik müssen anerkennen, dass die EZB seit 2015 mit ihren bis heute 3,6 Billionen Euro schweren und weiter wachsenden Kaufprogrammen ihre „Unschuld“ verloren hat und dominanten Einfluss auf das Marktgeschehen nimmt. Die exorbitanten Interventionsvolumina führen naturgemäß zu geänderten Marktrealitäten, mit denen sich die EZB auseinandersetzen muss. Beispielhaft

---

<sup>14</sup> Vgl. auch Kapitel 6

<sup>15</sup> BIS (2020): The Green Swan – Central Banking and Financial Stability in the Age of Climate Change

<sup>16</sup> Veröffentlicht am 19.10.2020,

<https://www.greenpeace.de/presse/publikationen/ezb-report-decarbonising-is-easy>

<sup>17</sup> Vgl. Tweet von Jan Krahen, 21. Oktober 2020: <https://twitter.com/JanKrahen/status/1319011255521316864>

<sup>18</sup> Die Rendite für zehnjährige italienische Staatsanleihen fiel am 27. November mit 0,56 Prozent auf historische Tiefstände, während die von der EZB erworbenen Staatsanleihen mit etwa 2,9 Billionen Euro neue Höchststände erreichten.

hierfür ist die Frage, warum die Allokation bei Unternehmensanleihen mit einer völlig sinnlosen Gewichtung anhand der ausstehenden Verschuldung erfolgt. Die perverse Konsequenz dieser angeblich „marktneutralen“ Herangehensweise ist ein systematischer Bias hin zum schlechten Schuldner. Die Folge: Stetig werden mehr Unternehmen mit „gestrigen“ Geschäftsmodellen subventioniert und einer Zombifizierung nicht nur, aber insbesondere auch in klimapolitischer Hinsicht Vorschub geleistet.<sup>19</sup>

## **6 Mythos „Marktneutralität“ - oder warum die heutige Ausrichtung der Bundesbank im Widerspruch zum Völkerrecht steht**

Die Perversion dieses Allokationsprinzips für Anleihen nach Marktkapitalisierung, das aus der „Aktienwelt“ stammt, wurde an anderer Stelle, nämlich beim EZB-Kaufprogramm für Staatsanleihen, gerade auch auf Druck der Bundesbank außer Kraft gesetzt. Die Aufhebung des Prinzips der Marktneutralität zu Lasten von Ländern mit überstrapaziertem Staatshaushalt erfolgte laut der Erklärung der Bundesbank<sup>20</sup> aufgrund des Verbots der direkten Staatsfinanzierung durch die Zentralbank nach Artikel 123 AEU-Vertrags. Auf die Frage, ob angesichts der bisher erworbenen knapp drei Billionen Euro an Staatsanleihen dieser argumentative Kniff glaubwürdig ist, soll hier nicht eingegangen werden. Vielmehr ist für die Einordnung des Prinzips der Marktneutralität entscheidend, dass das Beispiel der Staatsanleihenkäufe eindrucksvoll offenlegt, dass dieses Prinzip bei entsprechender Interessenslage auch von der Bundesbank gekippt wird und folglich einer kritischen Betrachtung nicht lange standhält.

Denn analog zur Rolle des Verbot der Staatsfinanzierung ist die heutige Interpretation der Marktneutralität bei Unternehmensanleihen unvereinbar mit Artikel 2 Abs. c des Pariser Klimaabkommens, welcher dazu verpflichtet, dass „Finanzmittelflüsse mit einem Weg hin zu einer hinsichtlich der Treibhausgase emissionsarmen und gegenüber Klimaänderungen widerstandsfähigen Entwicklung in Einklang gebracht werden müssen“<sup>21</sup>. Diese Verpflichtung ist seit Inkrafttreten des Abkommens vor inzwischen mehr als 4 Jahren direkt anwendbar, sowohl auf die EU als auch Deutschland, und unabhängig von den nationalen Verpflichtungen zur Emissionsreduktion. Ohne Änderung des Prinzips der Marktneutralität liegt aus Greenpeace-Sicht folglich ein klarer Widerspruch zum Völkerrecht vor, welcher im Rahmen einer europäischen Klimagesetzgebung die EZB juristisch angreifbar macht. Die

---

<sup>19</sup> Vgl. hierzu die Greenpeace-Kurzstudie von Vargas, M (2021) zum systematischen Cabon-Bias der EZB: <https://www.greenpeace.de/presse/publikationen/greenpeace-analyse-wie-der-fall-lufthansa-die-klimaschaedlichkeit-der-ezb>

<sup>20</sup> So bspw. Chefvolkswirt Jens Ulbrich am 13.11.2020 auf der Bundesbank-Veranstaltung “Bundesbank hört zu”.

<sup>21</sup> Deutsche Übersetzung des Pariser Klimaabkommens abrufbar unter: [https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:22016A1019\(01\)](https://eur-lex.europa.eu/legal-content/DE/TXT/?uri=CELEX:22016A1019(01))



folgerichtige Konsequenz wäre stattdessen ein neues Konzept einer „pariskonformen Marktneutralität“, wie sie Bank of England Governor Andrew Bailey ins Spiel brachte.<sup>22</sup>

Die Kritik am Prinzip der Marktneutralität kann zudem nicht erfolgen, ohne auf die kritische Rolle der etablierten Ratingagenturen einzugehen. Dieses Oligopol bestimmt maßgeblich das für die EZB investierbare Universum. Neben der äußerst marktinkonformen Tatsache, dass hiermit die Marktmacht einiger weniger Agenturen enorm gestärkt wird, ist der fragwürdige Track-Record dieser Agenturen bei der Identifikation von historischen Strukturbrüchen wie dem Kollaps der Immobilienmärkte oder die Fliehkräfte des Euroraums ein klarer Hinweis darauf, dass die Hoffnung, diesen Institutionen könnte es gelingen, die ökonomische Tragweite der Klimakrise adäquat und antizipativ abzubilden, äußerst gefährlich ist.<sup>23</sup> Außerdem schließt diese Vorgehensweise nicht nur diejenigen Unternehmen von der Unterstützung der EZB aus, die ein unpassendes Rating von den Agenturen erhalten, sondern auch diejenigen, die gar keine Ratings haben, da sie die Agenturen hierfür nicht bezahlen wollen oder für die Marktinstrumente schlicht zu klein sind.

Die heutige Auslegung der Marktneutralität definiert also einen für die EZB erwerbbaaren beschränkten Kreis an wenigen etablierten Unternehmen, bei denen es sich überproportional um „klimaschädliche Dinosaurier“ wie Kohle- und Ölkonzerne handelt, während weniger klimaschädliche Großkonzerne sowie kleine und mittlere Unternehmen, unter denen sich zahlreiche klimafreundliche Pioniere finden lassen, außen vor bleiben. Aus dieser Vorgehensweise resultiert nicht nur theoretisch ein systematischer Kohlenstoff-Bias<sup>24</sup>, sondern konnte von Greenpeace in zahlreichen Studien auch empirisch nachgewiesen werden. So stammen beispielsweise etwa 30 Prozent der von der EZB erworbenen bzw. als Sicherheiten akzeptierten Anleihen von äußerst klimaschädlichen fossilen Energieunternehmen, die nur 3 Prozent der Bruttowertschöpfung erbringen.<sup>25</sup>

Offensichtlich handelt es sich bei dem Konzept der Marktneutralität um die pseudonormative Schönfärberei eines willkürlich vorgenommenen Regelwerks für die gigantischen Marktinterventionen der Notenbank. Inakzeptabel ist, dass dieses Regelwerk in seiner heutigen Ausprägung systematisch die politischen Anstrengungen zum Klimaschutz untergräbt.

---

<sup>22</sup> Bloomberg-Interview vom 29. Oktober 2020:

<https://www.bloomberg.com/news/articles/2020-10-29/how-to-build-back-greener-after-the-pandemic>

<sup>23</sup> Vgl. hierzu die gelungene Zusammenstellung der wichtigsten Kritikpunkte gegenüber Ratingagenturen von Tim Büttner und Patrick Eisele in <https://www.portfolio-institutionell.de/angriff-auf-das-rating-triumvirat/>

<sup>24</sup> Vergleiche hierzu bspw. die Aussagen von Commerzbank Chefvolkswirt Jörg Krämer im Artikel “Dem Klima zuliebe sollte die EZB keine Unternehmensanleihen mehr kaufen” vom 18.3.2021 erschienen im Handelsblatt. Abrufbar unter: <https://www.handelsblatt.com/27016966.html>

<sup>25</sup> Eine Übersicht all unserer Studien zum Kohlenstoff-Bias der EZB finden sich unter:

<https://www.greenpeace.de/publications?find=ezb+&type=All&topic=All&from=1577836800&to=2019682799>

## 7 Die EZB blockiert die grüne Transformation des Finanzwesens und konterkariert die Wirtschaftspolitik der EU

Desweiteren konterkariert die EZB mit ihren Eingriffen systematisch jene verantwortungsvollen Investor:innen, die sich von unattraktiven Unternehmen auch mit Blick auf den Klimaschutz verabschieden möchten, aber aufgrund der EZB-Käufe mit einer schlechteren Performance bestraft würden.<sup>26</sup> Eine grüne Transformation des Finanzwesens ist undenkbar, solange die EZB an ungebremsten Investitionen in schmutzige Unternehmen festhält.

Von Seiten der Bundesbank gibt es den Hinweis, dass von den existierenden geldpolitischen Interventionen, die zwar große kohlenstoffintensive Unternehmen bevorzugen, auch positive Ausstrahleffekte auf die Refinanzierungskosten für die nichtbegünstigten grünen Unternehmen ausgehen. Solch ein ökologisches Unterstützungsargument zu konstruieren, mutet aus einer ökonomischen Sichtweise jedoch geradezu zynisch an. Schließlich sind es relative Preise, die zu einer Transformation führen. Das heißt, klimafreundliche Unternehmen müssten im Vergleich zu klimaschädlichen bessere Finanzierungsbedingungen erhalten, damit eine wirkungsvolle Lenkungswirkung erzielt wird.

Wir müssen uns also umfänglich ehrlich und klar darüber machen, dass eine Neuausrichtung der EZB dringend geboten ist, denn mit ihren aktuellen Marktinterventionen und der damit verbundenen Anreizmechanik zementiert sie auf Jahre die heute bestehende karbonlastige Wirtschaftsstruktur. Die nächste und beste Chance, diesen finanz- und klimapolitischen Fehlkurs der europäischen Notenbanken zu korrigieren, ist der aktuell stattfindende Prozess der strategischen Neuausrichtung der EZB (strategic review)<sup>27</sup>.

Selbstverständlich ist es primär Aufgabe der Politik, die richtigen Rahmenbedingungen für die Bewältigung der Klimakrise zu setzen. Diese entbindet die Notenbank jedoch nicht von ihrer Verantwortung, den Klimawandel in ihrer Geldpolitik zu berücksichtigen. Im Gegenteil. Denn je zögerlicher die Politik bei der Bewältigung der Klimakrise agiert, desto schneller akkumulieren sich die Risiken und somit der Handlungsdruck für die Notenbank.

## 8 Greenpeace-Forderungen

Für eine erfolgreiche grüne Transformation der Geldpolitik sind aus Greenpeace-Sicht folgende Veränderungen notwendig, die im Rahmen der strategischen Neuausrichtung der EZB verankert werden müssen:

---

<sup>26</sup>Die schon zuvor zitierte Börsenweisheit „Don't fight the ECB“, besagt, dass eine Positionierung gegen die EZB-Käufe stets mit erheblichen Anlageverlusten einhergeht.

<sup>27</sup> <https://www.ecb.europa.eu/home/search/review/html/index.en.html>

1. Es bedarf einer zeitnahen und schnellen Entwicklung sowie der konsequenten Implementierung von Methoden zur Identifikation und Vermeidung von Klimarisiken. Dies gilt sowohl für die geldpolitischen Instrumente (Kaufprogramme, Refinanzierungsoperationen und Sicherheitenrahmen) als auch in Bezug auf die Rolle der EZB als Bankenaufseher (Stresstests, Risikomessung und Eigenkapitalunterlegung).

Hierfür muss die EZB sicherstellen, dass

- a) Unternehmen und Banken ihre Klimaschädlichkeit nach einheitlichen und wirkungsvollen Standards offenlegen
  - b) eine Bewertung aller resultierenden Klimarisiken (physische Risiken und Transitionsrisiken) erfolgt. Auch wenn angesichts der oligopolen Marktstruktur die Berücksichtigung zusätzlicher Ratingagenturen wünschenswert ist, darf sich das Notenbanksystem nicht ausschließlich auf externe Ratingagenturen verlassen, sondern muss selbst interne Methoden zur Bewertung der Risiken entwickeln und anwenden.
  - c) die gewonnenen Erkenntnisse zu den Klimarisiken transparent und konsequent in der Portfoliokonstruktion der EZB sowie in ihrer Bewertung des Sicherheiten-Regelwerks zur Anwendung kommen.
  - d) das Bankenwesen zu einer adäquaten Risikovorsorge gegenüber den identifizierten Klimarisiken gezwungen wird.
2. Darüber hinaus fordert Greenpeace ein klares Bekenntnis zur Implementierung einer pariskonformen Geldpolitik im Einklang mit dem 1,5-Grad-Ziel sowie die Entwicklung der hierfür notwendigen kurz- wie langfristigen Maßnahmen.

Diese Maßnahmen müssen sicherstellen, dass

- a) die jeweilige geldpolitische Ausrichtung unter den Erfordernissen des Mandats zur Wahrung der Preisstabilität auf ihre Vereinbarkeit mit dem Pariser Klimaabkommen sowie den Beschlüssen zur Klimaneutralität hin überprüft und gegebenenfalls korrigiert werden.
- b) ein transparenter und stetiger Pfad zur Reduktion des Carbon Footprints der aktiven geldpolitischen Instrumente aufgezeigt wird, um eine zukunftsorientierte Vereinbarkeit mit dem Pariser Klimaabkommen sicherzustellen und gleichzeitig den Wirtschaftssubjekten (Investor:innen und Unternehmen) Orientierung und Planungssicherheit zu geben.

- c) neue geldpolitische Instrumente entwickelt werden, die den geldpolitischen Spielraum weiten und gleichzeitig die Klimaziele unterstützen. Stark subventionierte grüne TLTROs, der Kauf von grünen Kreditverbriefungen sowie die Ausweitung von Investitionen im Rahmen eines europäischen Green Deals sind solche neuen Möglichkeiten.
3. Analog zu bestehenden Formaten zum Austausch mit Kapitalmarktakteuren (bspw. Bond Market Contact Group, BMCG) fordert Greenpeace die Institutionalisierung eines regelmäßigen Austausches der EZB mit Klima- und Umweltexpert:innen.
- a) Die EZB muss einen ernsthaften Austausch mit Klima- und Umweltexpert:innen etablieren, im Rahmen dessen die Pariskonformität der Geldpolitik diskutiert wird. Blaupause für die Struktur eines solchen Austauschs könnte die Bond Market Contact Group, BMCG darstellen.

## 9 Fazit

Es ist eindeutig, dass - unabhängig von einer dezidierten klimapolitischen Überzeugung - sowohl eine grundsätzliche Reflexion über die langfristigen Implikationen der Klimakrise auf das Notenbanksystem als auch eine konkrete Auseinandersetzung mit den klimaschädlichen Nebeneffekten der aktuell aktiven geldpolitischen Interventionen dringend geboten ist.

Greenpeace erwartet speziell von den Vertreter:innen der Bundesbank, die sich in dieser Frage bisher als Bremser erweisen, dass sie sich den Warnungen der Klimawissenschaft vor einer epochalen Klimakrise stellen. Sie müssen ernsthaft prüfen, welche institutionellen und operativen Veränderungen angesichts der massiven ökologischen wie ökonomischen Folgen der Erderhitzung erforderlich sind. Schließlich stellt der Klimawandel gleichermaßen eine akute Gefährdung für die Preis- und Finanzstabilität des Euroraums und damit für das Mandat der Notenbank dar.

Die sich ergebenden Konsequenzen für die Geldpolitik müssen schnellstmöglich identifiziert und in der für 2021 angekündigten neuen Strategie verankert werden. Gemäß unserer Forderungen muss die Bundesbank gemeinsam mit der EZB einen glaubwürdigen Rahmen für den Umgang mit der Klimakrise definieren. Sie würde damit nicht nur ihrem Stabilitätsauftrag nachkommen, sondern gleichzeitig einer Zementierung unserer heutigen kohlenstoffintensiven Wirtschaftsstruktur entgegenwirken und zum dringend benötigten Wegbereiter und Katalysator für ein grünes Finanzwesen werden. Denn nur mit und nicht gegen die Geldpolitik kann diese Transformation gelingen, die wiederum für die im Pariser Klimaschutzabkommen angestrebten Bewältigung der Klimakrise unabdingbar ist.