

Der Kohlenstoff-Bias der EZB in Aktion

Wie die Lufthansa die Klimaschädlichkeit
der EZB-Politik offenlegt

Der Kohlenstoff-Bias der EZB in Aktion

Wie die Lufthansa die Klimaschädlichkeit
der EZB-Politik offenlegt

Autoren:

Dr. Mauricio Vargas, Greenpeace
Adam Pawloff, Greenpeace

Erstellt von:

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

Greenpeace in Central- and Eastern Europe
Adam Pawloff
Climate and Energy Campaigner
Tel: (+43) 650 37 22 524
Email: adam.pawloff@greenpeace.org

Hamburg, Februar 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

02/2021

S 0347 1

Vorwort

Die Kritik an einer pariskonformen Ausgestaltung der Geldpolitik entbrennt sich an der Sorge um die Neutralität und Unabhängigkeit der Notenbank. Selbstredend - eine aktivistische Klimaschutzpolitik ist nicht originäre Aufgabe der EZB und eine politische Vorreiterrolle nicht mit dem Mandat vereinbar. Klar ist aber auch, dass die EZB mit ihren Eingriffen nicht die gesellschaftlichen Anstrengungen bzw. die politischen Beschlüsse zur Klimaneutralität untergraben darf. Dies ist aber aktuell der Fall und bedarf der Korrektur.

Die Klimaschädlichkeit der EZB-Politik zeigt sich beispielhaft am Umgang mit sogenannten „Fallen Angels“, also Unternehmen, die ihre solide Bonitätseinschätzung und damit die Zulassungsfähigkeit („eligibility“) für die EZB-Programme verlieren. Diesen Unternehmen gewährt die EZB jedoch umfangreiche Ausnahmeregeln, die nicht nur zu Lasten der Marktneutralität, sondern auch des Klimaschutzes gehen.

Der Fall Lufthansa

Zum Hintergrund: Am 6. Februar 2021 platzierte die Deutsche Lufthansa mit 1,6 Mrd. Euro ein rekordverdächtiges Volumen an neuen Anleihen.¹ Die furiose Platzierung könnte eventuell mit einer optimistischen Markterwartung erklärt werden, welche davon auszugehen scheint, dass die Pandemie überwunden sei und die Airline trotz hoher Verschuldung wieder zu alter Stärke zurückfinden werde.

Die aktuellen Diskussionen um aggressive Virusmutationen, Lockdown-Verlängerungen und europäischem Impfdesaster wecken jedoch Zweifel an dieser einseitig euphorischen Sicht. Und es ist auch zutreffend, dass angesichts der Digitalisierungsschübe und der nun etablierten Routine mit Videokonferenzen das für die Lufthansa so lukrative Geschäft mit Geschäftsreisen auch nach der Pandemie schwächeln könnte. Die langfristige Perspektive der Lufthansa scheint angesichts der Klimakrise zusätzlich fragwürdig. Die international vereinbarten Reduktionspfade für Treibhausgasemissionen sehen umfangreiche Einsparungen im Transportsektor vor, die auch die Luftfahrt betreffen. Zu guter Letzt entzogen Ratingagenturen der Lufthansa im letzten Jahr den so wichtigen Investmentgrade-Status. Seither handelt es sich um eine spekulative Anlage bzw. ein sogenanntes Schrottpapier.

¹ Die Emission erfolgte in zwei Laufzeiten (4 und 7 Jahre) zu je 850 Mio. Euro. Die hohe Nachfrage (die Anleihe war knapp zweifach überzeichnet) erlaubte der Lufthansa eine zinsgünstige Platzierung.

Ausnahmeregelungen für „Fallen Angels“

Viele Gründe zeichnen also ein zumindest skeptisches Bild der Lage, aber warum zeigt sich dies nicht an den Kapitalmärkten? Die Antwort auf diese Frage begründet sich in der aktuellen Ausgestaltung der EZB-Geldpolitik.

Bekanntermaßen profitieren gut geratete Unternehmen in mehrfacher Form von der aktuellen Geldpolitik der EZB. Zum einen werden Anleihen und Kredite dieser Unternehmen von der EZB als Sicherheit für die lukrativen EZB-Refinanzierungsgeschäfte akzeptiert und erfreuen sich dadurch starker Nachfrage der Banken. Zum anderen werden die Anleihen auch im Rahmen des EZB-Aufkaufprogramms für Unternehmensanleihen erworben, was die Refinanzierungskosten für die Unternehmen zusätzlich mindert.

Kritisch wird es, wenn ein Unternehmen die Kriterien für die EZB-Programme wie beispielsweise die wichtige Mindestratinganforderung nicht mehr erfüllt (sog. „Fallen Angels“). Die Verbindlichkeiten des Unternehmens könnten von Banken dann nicht mehr als Sicherheiten bei der EZB eingereicht werden und die Anleihen wären für die EZB nicht mehr erwerbbar bzw. müssten aufgrund der Marktneutralitäts-Prinzipien aus den geldpolitischen Portfolien ausgeschlossen werden. Als Konsequenz dieser Kaskade würde sich der Marktzugang für die „Fallen Angels“ erheblich erschweren.

Wie das Lufthansa-Beispiel zeigt, sieht die Realität anders aus. Um Marktverwerfungen für die „Fallen Angels“ und all der anderen Unternehmen, die perspektivisch vom Verlust ihres Investmentgrade-Ratings betroffen sein könnten, zu reduzieren, beschloss die EZB eine Reihe von Ausnahmen: So darf die EZB die Anleihen der „Fallen Angels“ trotz gestiegener Ausfallrisiken und Unterschreitung der Mindestrating-Anforderung in ihren geldpolitischen Portfolien behalten. Zusätzlich werden die Anleihen seit April des letzten Jahres im Rahmen des sogenannten *Grandfatherings* weiterhin als Sicherheiten akzeptiert – also eine zusätzliche weitreichende Ausnahme zu Gunsten der „Fallen Angels“.² Da die Regelungen für den Sicherheitenrahmen als Leitlinie für das Anleihekaufprogramm dienen, scheint zudem naheliegend, dass die Hürden für einen Erwerb von Anleihen der „Fallen Angels“ durch die EZB sehr niedrig sind.³

² https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2020/html/ecb.pr200422_1~95e0f62a2b.en.html

³ Diesbezüglich ist aus Notenbankkrisen zu hören, dass der Erwerb von Anleihen der „Fallen Angels“ nur durch einen expliziten Beschluss des EZB-Rates erfolgen kann. Allerdings ist unter https://www.ecb.europa.eu/mopo/implement/app/html/cspp_cp-faq.en.html Folgendes festgehalten:

The Eurosystem's collateral framework – i.e. the rules that lay out which assets are acceptable as collateral for monetary policy credit operations – continues to be the guiding principle for establishing the eligibility of all assets that can be purchased under the CSPP

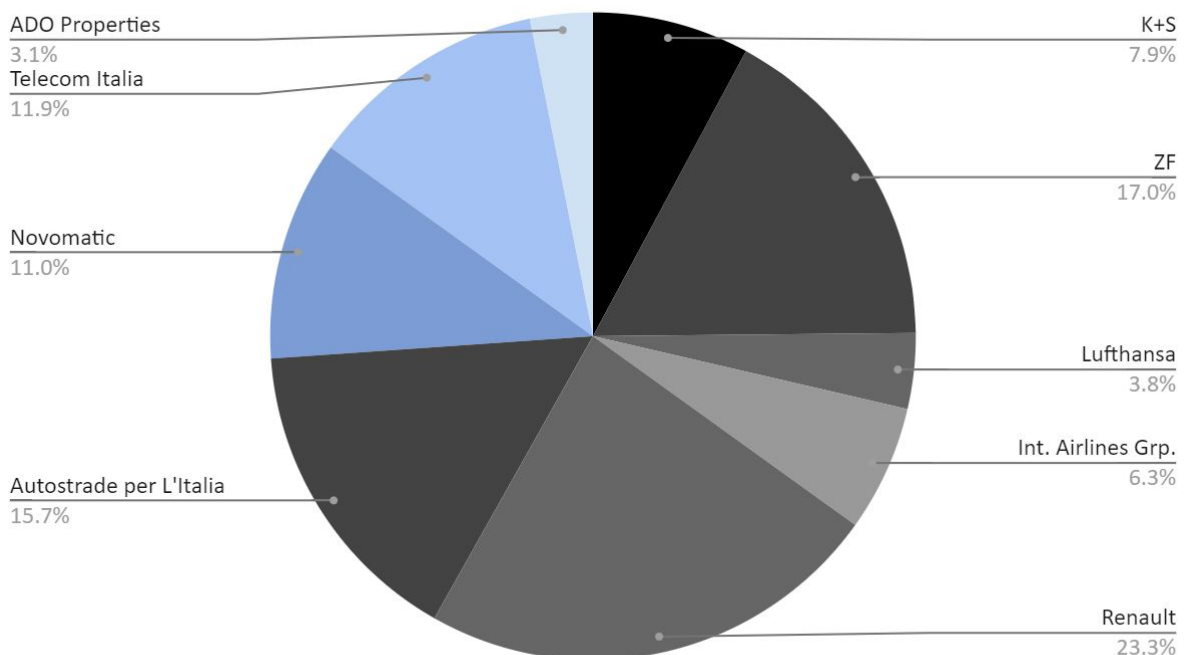
Daraus folgt, dass die für den Sicherheitenrahmen beschlossenen Ausnahmeregelungen für das CSPP übertragen werden könnten. Konkret ist beispielsweise die Aufstockung von alten noch im Bestand befindlichen Anleihen möglich, was aufgrund der fehlenden Transparenz der EZB-Bestände für die Öffentlichkeit nicht nachvollziehbar wäre.

Man kann für diese Ausnahmen und Sonderregeln für einzelne (!) Unternehmen aufgrund der verhinderten Marktturbulenzen Verständnis aufbringen, aber es ist anzuerkennen, dass sie im Widerspruch zur propagierten Marktneutralität stehen. Es handelt sich vielmehr um ein weiteres Gegenbeispiel für den vielzitierten Mythos, dass die EZB-Geldpolitik marktneutral agiere. Prinzipiell ist dies nicht per se zu kritisieren. Die EZB folgt an unzähligen Stellen nicht dem abstrakten Prinzip der Marktneutralität. So beispielsweise beim PSPP, wo sich die Gewichtung der einzelnen Länder gerade auf Betreiben der Bundesbank nicht an der Marktkapitalisierung, sondern am EZB-Kapitalschlüssel ausrichtet. Beim EZB-Notprogramm gibt es dagegen überhaupt keine Kriterien, wie die Gewichtung der Wertpapierkäufe erfolgen soll. Es ließen sich noch weitere Beispiele aufzählen.

Die EZB fördert klimaschädliche Unternehmen

Zu kritisieren ist mit Blick auf die Klimakrise dagegen ein anderer Gesichtspunkt, nämlich die Tatsache, dass gerade äußerst klimaschädliche Unternehmen von den Ausnahmeregeln profitieren (siehe Abbildung⁴, kohlenstoffintensive Unternehmen sind grau gefärbt).

Unternehmensanleihen ohne Investmentgrade-Mindestrating im EZB CSPP-Portfolio - 74% bzw. 11,450 Mrd. Euro sind kohlenstoffintensiv



⁴ Eigene Darstellung, basierend auf Veröffentlichungen der EZB, konsolidiert in einer Excel-Tabelle <http://bit.ly/3b2W78f>

Ein Blick auf die von der EZB gehaltenen Anleihen der 12 Unternehmen ohne Investmentgrade-Rating offenbart, dass das Volumen der klimaschädlichen Unternehmen mit 73,9% dominiert. Bei konsequenter Anwendung der ursprünglichen Auswahlkriterien müsste sich die EZB von 11,75 Mrd. Euro an Anleihenvolumen von kohlenstoffintensiven Unternehmen trennen – sicherlich mit adversen Effekten für deren Anleihenmärkte.

Noch ausgeprägter ist dieses Ungleichgewicht für den Collateral-Framework, da hierfür ja auch die neu aufgelegten Anleihen eingereicht werden dürfen – also eben auch die jüngst emittierten 1,6 Mrd. Euro der Lufthansa. Zur Verdeutlichung dieser notenbankinduzierten Privilegierung folgendes Rechenbeispiel: Banken, die beispielsweise die 4jährige LH-Anleihe mit einer Rendite von 3% erworben haben, können diese als Sicherheit für ein dreijähriges Refinanzierungsgeschäft zu (mindestens) Nullzinsen bei der EZB einreichen. Ein lukratives Geschäft - zu Lasten des Klimas!

Die Ausnahme beim Mindestrating bzw. das „Grandfathering“ stellt nur eines der Elemente dar, die die heutige geldpolitische Ausrichtung der EZB in eine klimaschädliche Richtung treiben. Diese Entwicklung ist kein Zufall, denn angesichts der erodierenden Geschäftsmodelle von Klimasündern nimmt ihr Refinanzierungsbedarf und damit der Druck zur Unterstützung durch die EZB zu. Die beschriebenen Sonderregeln unterstreichen, dass geldpolitische Ausnahmen zugunsten einzelner Unternehmen gängig sind, was die Kritik an der Forderung nach Klimaschutzkriterien mit Verweis auf das Neutralitätsgebot der EZB entkräftet.

Entgegen der Pariser Klimaziele

Die nachweisbare klimaschädliche Unwucht, die sich in den EZB-Portfolien aufbaut, konterkariert nicht nur den politischen beschlossenen Pfad zur Klimaneutralität der EU, sondern erschwert und verhindert eine klimaresiliente Transformation unserer Finanz- und Wirtschaftsordnung. Die EZB muss ihre aktuelle Strategie der Bevorzugung klimaschädlicher Konzerne einer kritischen Überprüfung unterziehen und jetzt einen Weg zur klimaresilienten bzw. pariskonformen Ausrichtung einschlagen.

Methodischer Appendix

Die Berechnung des Kohlenstoff-Bias erfolgt anhand des aktuell ausgewiesenen EZB-Bestands an erworbenen Unternehmensanleihen.⁵

Für die einzelnen Anleihen wurden mit Hilfe von Bloomberg die Ratings identifiziert und die Unternehmen, die kein Investmentgrade-Mindestrating mehr aufweisen, gemäß folgender Tabelle kategorisiert.

Unternehmensanleihen ohne Investmentgrade-Mindestrating im EZB-CSPP-Bestand			
Unternehmen	Ausstehende Anleihen (in Mio)	Sektor	Kriterium
K+S	1250	Rohstoffe	Kohlenstoffintensiv
ZF	2700	Automotive	Kohlenstoffintensiv
Lufthansa	600	Airline	Kohlenstoffintensiv
Int. Airlines Grp.	1000	Airline	Kohlenstoffintensiv
Renault	3700	Automotive	Kohlenstoffintensiv
Autostrade per L'Italia	2500	Autobahn	Kohlenstoffintensiv
Novomatic	1750	Internet	Sonstige
Telecom Italia	1900	Telekom	Sonstige
ADO Properties	500	Immobilien	Sonstige

⁵ Abrufbar unter:

https://www.ecb.europa.eu/mopo/pdf/CSPP_PEPP_corporate_bond_holdings_20210205.csv