

Kontroverse um den Einsatz klimafreundlicher Unternehmensanleihen: Kritik der Pressesprecherin der EZB an meinem Beitrag zur aktuellen Geldpolitik

1. Anlass zur Kontroverse

Hermannus Pfeiffer hat sich in seinem Beitrag „EZB wird 25 und steigt aus“ für den „Klimareporter“ vom 22. 6. 2023 mit der Entscheidung des Zentralbankrates vom 15. Juni dieses Jahres auseinandergesetzt: Es geht um den Beschluss, künftig komplett auf die Wiederanlage getilgter Unternehmensanleihen aus dem EZB-Portfolio zu verzichten. Die offizielle Lesart dieser Entscheidung ist: Dieses Instrument grüner Geldpolitik wird wegen des Vorrangs der Inflationsbekämpfung nicht mehr eingesetzt. Das ohnehin schwach ausgeprägte Tilting, also die in Richtung Grün gekippte Geldpolitik wird eingestellt. In diesem Zusammenhang verweist Pfeiffer auf Rudolf Hickel, der den Schluss vom rigorosen Ende der Dekarbonisierung der Vermögenswerte in der EZB-Bilanz problematisiert. Grundlage ist der Beitrag von Hickel mit dem Titel: „Die längerfristig neue Inflation: Auf der Suche nach der angemessenen Geldpolitik durch die Europäische Zentralbank“ (<https://www.alternative-wirtschaftspolitik.de/de/article/10656832.neue-inflation.html>). Diesem aktuellen Rigorismus stellt Hickel die Option gegenüber: "Aber hierzu gibt es eine – übrigens kaum wahrgenommene – Ausnahme: Anleihen von Unternehmen, die eine gute Klimabilanz aufweisen, sollen weiterhin in den Beständen der Notenbank gehalten werden". Dies sei durchaus als ein Signal in Richtung weiterhin präferierter ‚grüner Geldpolitik‘ zu verstehen.“

In einer E-Mail vom 23. 6. d. J. an Rudolf Hickel widerspricht die Pressesprecherin der EZB, Clara Matin-Marqué, vehement: „Dies ist jedoch sachlich falsch. Wir werden kein Portfolio aus Unternehmensanleihen führen, nur, weil einige davon von guten Klima-Performern stammen. Unsere klimabezogenen Maßnahmen stehen stets im Einklang mit unserem Ziel vorrangiger Preisstabilität.“ Anstatt Geldpolitik in den ökologischen Umbau einzubinden, wird im Widerspruch zur konzeptionellen Positionierung der EZB der Geldwertstabilität ohne Rücksicht auf den Klimaschutz absoluter Vorrang eingeräumt. Diese harsche Ablehnung der Politik der klimanützlichen Umschichtung der EZB-Bilanz zugunsten einer absoluten Priorität für die Geldwertstabilität überrascht. Der Eindruck entsteht, der möglichen Vereinbarkeit zwischen Inflationsbekämpfung und

grüner Geldpolitik werde eine Absage erteilt.

Nachfolgend wird gezeigt, dass diese Position grundsätzlich im Widerspruch zur EZB- „Klimaagenda 2022“, die die klimaförderliche Umschichtung ihres Wertpapierportfolios weiterhin vorsieht, steht. Auch unter dem Regime einer hartnäckigen Inflation ist eine gleichrangige Währungspolitik auch ohne Konflikt mit dem dringend erforderlichen Greening der EZB möglich. Dies ist allerdings innerhalb der Spitze der EZB umstritten. Der Pressesprecherin sei Dank für die offizielle Interpretation, die einseitig die Geldwertstabilität wohl im Grenzfall auch zu Lasten der Klimakrise, betont. Darüber muss gestritten werden!

2. Der Ausgangspunkt Rolle des Greenings der EZB durch Anleiheankäufe

Als das Eurosystem durch Spekulationskampagnen der Finanzmärkte mit dem Ziel, finanzschwache Mitgliedsländer herauszubrechen (Beispiel Grexit), massiv angegriffen wurde, hatte Mario Draghi am 26. Juli 2012 auf einer globalen Investmentkonferenz in London in drei Worten die viel beachtete Warnung zusammengefasst: „What ever it takes“, die EZB wird „alles Notwendige tun“, um das Eurowährungssystem zu verteidigen. Wichtigste Maßnahme zur Zurückdrängung der damaligen Spekulationen auf rasant steigende Zinssätze der Staatsanleihen in den Krisenländern war deren massiver Ankauf. Das sorgte für Liquidität zur Erleichterung der Kreditvergabe durch die Banken. Anfang September sind 2012 die strengen Regeln für geldpolitische Ankäufe von Staatsanleihen über die Sekundärmärkte aufgestellt worden („Outright Monetary Transactions“ – Programme, OMT). Erst im Januar 2015 wurde dann das Programm zum Ankauf von Vermögenswerten („Asset Purchase Programme, APP“) über die Sekundärmärkte gestartet. Im Juni dieses Jahres ist mit 2,530 Bio. € der Bestand an Staatsanleihen (PSPP) erreicht worden. Bei den gekauften Unternehmensanleihen belief sich die Gesamtsumme auf knapp 340 Mrd. € (CSPP).

Ursprünglich wurden die Gelder aus getilgten Anleihen durch Anschlussankäufe auf den Sekundärmärkten wieder angelegt, also zumindest die Bestände im Portfolio der EZB nicht abgebaut. Nach mehreren Vorankündigungen hat die EZB schließlich mit dem Beschluss vom Oktober 2022 einen ökologisch- epochalen Schritt vollzogen: Gelder aus getilgten

Unternehmensanleihen werden zur Wiederanlage allerdings bei Bevorzugung der Anleihen von klimafreundlichen Unternehmen reinvestiert. Diese Umschichtung dient dem Greening der Geldpolitik. Diese Dekarbonisierung des EZB-Portfolios geht vor allem zu Lasten von Emittenten aus CO₂-intensiven Sektoren ohne ambitionierte Klimaziele. Mit Blick auf die Unternehmenswirtschaft steht im Mittelpunkt der grünen Portfolioumschichtung das Programm zum **Ankauf von Unternehmensanleihen**. Dieses wurde im Juni 2016 zur Stabilisierung des Eurosystems gestartet („*Corporate Sector Purchase Programme, CSPP*“). Ende Juni 2023 belief sich das Gesamtvolumen an Unternehmensanleihen auf knapp 340 Mrd. €. Das sind 4,6% der EZB-Bilanzsumme mit insgesamt 7, 219 Bio. Bei diesem Tilting, also dem Kippen in Richtung Grün, berücksichtigt die EZB zur ökologischen Bewertung ein Klima-Scoring mit den drei Kriterien: bisherige Treibhausgase, künftige Emissionen, Transparenz und Qualität bei den Klimazielen. So werden grüne Unternehmensanleihen beispielsweise den SHELL-Anleihen vorgezogen.

3. Der aktuelle Konflikt: Inflationsbekämpfung schmälert den Spielraum der ökologischen Umschichtung der Anlagenbestände

Dieses ökologische „What ever it takes“ der Notenbank war von Anfang unter dem Ziel des absoluten Vorrangs der Geldwertstabilität umstritten. Mit den geldpolitischen Beschlüssen zur achten Leitzinserhöhung vom Juni 2023 legt der EZB-Zentralbankrat fest: Selbst die Erlöse aus den getilgten Anleihen werden auch nicht mehr nur teilweise zum Kauf grüner Unternehmensanleihen genutzt. Zur Erinnerung: Zuerst sind vom Juli 2022 bis Februar 2023 keine den Bestand erhöhenden Nettoankäufe mehr getätigt. Der Bestand an Wertpapieren ist bei der EZB eingefroren worden. Ab März 2023 bis Juni 2023 folgt dann der teilweise Abbau auch des Bestandes des APP-Portfolios um durchschnittlich monatlich 15 Mrd. €. In diesem Umfang sind Anschlusskäufe nicht mehr getätigt worden. Schließlich erklärt der EZB-Rat im Zuge der achten Leitzinserhöhung am 15. Juni 2023, die Reinvestition von Vermögenswerten ab Juli 2023 komplett einzustellen. Dieser Stopp der Wiederanlage der Erlöse aus getilgten Unternehmensanleihen gilt jedoch „mindestens bis Ende 2024“ nicht für die Anleihen, die durch das Corona bedingte Sonderprogramm „Pandemic Emergency Purchase Programme (PEEP)“ in der EZB-Bilanz angesammelt worden sind. Mit dem Ziel, die Einnahmen aus den getilgten Anleihen aus dem APP-Ankaufprogramm nicht mehr zu reinvestieren, wird

erst einmal der komplette Ausstieg aus dem grünen Tilting vorprogrammiert. Dieser Verzicht der EZB auf eine Geldpolitik mit klimafreundlichen Anleihen hat viel Proteste ausgelöst. Denn in dem EZB-Beschluss werden keine Alternativen angesprochen. Die Pressesprecherin betont einzig und allein diesen Ausstieg aus grüner Geldpolitik in ihrer E-Mail: „Wir werden kein Portfolio aus Unternehmensanleihen führen, nur, weil einige davon von guten Klimaperformern stammen.“ Und für die Zukunft wird festgestellt: „Sollte der EZB-Rat beschließen, unsere Unternehmensbestände zu verkaufen, gilt das ausnahmslos für alle Bestände, unabhängig von der Klimaleistung der Emittenten“. Dieser Rückschritt einer Geldpolitik ohne klimapolitische Dimension überrascht, ja, provoziert. Wohl wird der Druck der hartnäckigen Inflation durch die Mehrheit im EZB-Rat als so stark wahrgenommen, dass der Geldwertstabilität ohne Rücksicht auf die Klimaziele absoluter Vorrang eingeräumt wird. Diese monetaristische Zuspitzung wirkt gesamtwirtschaftlich und ökologisch kontraproduktiv. Sie scheitert zum einen mit dem Kampf gegen eine vor allem durch den importierten Energiepreisschock getriebene Inflation-, deren Bekämpfung mit der Zinswende auch das Finanzsystem belastet (Bankenpleiten wie Silicon Valley Bank). Zum anderen ist die zukunftssichernde Geldwertstabilisierung auf die gleichzeitige Klimastabilität angewiesen. Deshalb ist der EZB zu empfehlen, zum Green Tilting im Zuge der Neuauflage eines Ankaufsprogramms für Staats- und Unternehmensanleihen zurückzukehren.

4. Geldwertstabilität und Klimaverbesserung – Hand in Hand

Die Pressesprecherin erwähnt mit keinem Wort die konzeptionelle Beschlusslage der EZB: Die Instrumente einer grünen Geldpolitik sind in der nach wie vor gültigen EZB-„Klimaagenda 2022“ nachzulesen: Auf den unterschiedlichen Ebenen wird dort eine Geldpolitik gegen die Klimarisiken gefordert. Deshalb müssen diese in die aufsichtsrechtlichen Methoden und Prozesse integriert werden. Bezogen auf die geldpolitischen Geschäfte gilt nach wie vor die dort unter Maßnahme A reklamierte „Offenlegung klimabezogener Informationen als Voraussetzung für die Notenbankfähigkeit im Sicherheitenrahmen und beim Ankauf von Vermögenswerten“. Übrigens galt für 2022 der Auftrag, „Richtlinien zu konzipieren“. Ergebnisse liegen derzeit offensichtlich noch nicht vor.

Es gibt mit dem Volumen an Unternehmensanleihen durchaus noch Spielraum, bei Wiedezulassung der Neuanlage der Erlöse aus getilgten

Unternehmensanleihen die Dekarbonisierung des Bestands ohne Gefährdung der Geldwertstabilität fortzusetzen. Schließlich hat die bisherige Zinswende für Unternehmen, die von Krediten abhängig sind, Belastungen in Richtung Rezession ausgelöst. Auch aktuell gibt es durch den hohen Bestand an Staatsanleihen, die Möglichkeit, im Zuge der reinvestierten Tilgungen ökologisch umzuschichten. Dazu schlägt Isabell Schnabel vom Direktorium der EZB vor, supranationale Emittenten einzubeziehen.

Eine offen geführte Kontroverse über die Zukunft des Greenings der EZB-Geldpolitik ist dringend erforderlich. Die monetäre Stabilisierung der Gesamtwirtschaft in Verbindung mit einem auf Klimaneutralität ausgerichteten Steuerung über die Präferenz ökologischer Assets in der EZB-Bilanz bleibt die Aufgabe. Zu dieser grünen Verantwortung, die die EZB im Oktober des letzten Jahres durch den Einstieg in das Green Tilting grundsätzlich übernommen hatte, wird im Einklang mit der Geldwertstabilität sicherlich bald zurückgekehrt. Dazu passt die rigorose Ablehnung der grünen Wiederanlage getilgter Unternehmensanleihen durch die EZB-Pressesprecherin nicht. Zumindest wäre mehr an Ausgewogenheit zu erwarten. Dieses Potenzial wird durch die Entscheidung vom Juni dieses Jahres, den Bestand an Wertpapieren im Zuge der kompletten Tilgung abzubauen, nicht zerstört. +++