



## „GRÜNE“ GELDPOLITIK: STAND DER DISKUSSION

Dr. Jörn Quitzau und André Broders

EZB-Präsidentin Christine Lagarde hat im Jahr 2019 angekündigt, die Europäische Zentralbank werde ihre geldpolitische Strategie grundlegend überprüfen. Seitdem wird unter anderem auch darüber diskutiert, ob die Geldpolitik „grün“ werden soll. Kann die EZB einen Beitrag zur Erreichung der europäischen Klima- und Umweltziele leisten? Wenn ja: Sollte sie das vor dem Hintergrund ihrer primären Ziele und Funktionen auch tun?

Die EZB setzt ihre Anleihekäufe grundsätzlich „marktneutral“ um.<sup>1</sup> Allerdings kauft sie dabei überproportional viele Anleihen von Unternehmen, die überdurchschnittliche Mengen an CO<sub>2</sub> ausstoßen. Zudem profitieren kohlenstoffintensive Unternehmen vom Regelwerk für notenbankfähige Sicherheiten. Die ökologische Verantwortung der EZB wird deshalb erneut diskutiert.<sup>2</sup>

### Ansatzpunkte für die Zentralbanken

Wir haben uns schon 2019 mit den Möglichkeiten einer „grünen“ Geldpolitik beschäftigt und sind zu dem Ergebnis gekommen, dass die EZB als Bankenaufseherin den Klimawandel als Kreditrisiko berücksichtigen muss.<sup>3</sup> Hier gibt es also einen Ansatzpunkt für eine „grün“ ausgerichtete EZB. Für das geldpolitische Kerngeschäft sollten Umweltaspekte hingegen keine Rolle spielen. Klimaschutz ist Aufgabe der Politik. Klimaschädliche CO<sub>2</sub>-Emissionen sind durch die Ausgabe von Emissionszertifikaten zu steuern beziehungsweise zu begrenzen. Es ist nicht Aufgabe der Zentralbank, die Umweltpolitik faktisch nachzuschärfen, indem sie zum Beispiel Anleihekäufe daran knüpft, ob ein Unternehmen CO<sub>2</sub> emittiert oder vermeidet. Wenn ein Unternehmen zuvor Emissionsrechte gekauft hat und sich somit einvernehmlich mit der staatlichen Klimaschutzpolitik verhält, dürfen

die verbliebenen CO<sub>2</sub>-Emissionen für die Geldpolitik unseres Erachtens kein Kriterium mehr sein.

Wir möchten hier aber nicht die ordnungspolitische Diskussion vertiefen, sondern einen Blick darauf werfen, wie sich die Zentralbanken oder Vertreter der Zentralbanken zu dem Thema positionieren.

### Standpunkte von Zentralbankvertretern

Christine Lagarde spricht sich grundsätzlich dafür aus, dass die EZB eine wichtige Rolle im Kampf gegen den Klimawandel spielen sollte. Trotzdem dämpft sie manche Erwartungen der Öffentlichkeit. Denn: Zentralbanken sind weder für die Klimapolitik zuständig, noch verfügen sie nach Lagardes Ansicht über die Instrumente, um effektiven Klimaschutz im Rahmen ihres Mandats zu betreiben. Anders formuliert: Die Notenbanken sind nicht die Hauptakteure, sondern bestenfalls Erfüllungsgehilfen, wenn es darum geht, die politisch gesteckten Klimaziele zu erreichen oder einzuhalten.<sup>4</sup>

Isabel Schnabel, EZB-Direktoriumsmitglied, befürwortet einen deutlicheren Schwenk hin zu einer „grünen“ Geldpolitik. Kürzlich betonte sie erneut, dass die Frage nicht mehr sei, ob die EZB den Klimawandel und Aspekte des Umweltschutzes überhaupt zu entscheidungsrelevanten Größen machen sollte, sondern wie man diese am besten in die Entscheidungsfindung integriert. Doch auch sie sieht Grenzen eines solchen Ansatzes. Schließlich kann die Geldpolitik im Verlauf des Konjunkturzyklus stark schwanken, während es für einen effektiven Klimaschutz permanenter und struktureller Maßnahmen bedarf. Sinnvoll umgesetzt werden

<sup>1</sup> Marktneutralität bedeutet, dass die Notenbank durch ihre Wertpapierkäufe den Markt nicht verzerrt und weder einzelne Staaten noch Unternehmen bevorzugen sollte. Da Unternehmen, die viel CO<sub>2</sub> ausstoßen gleichzeitig auch häufig kapitalintensiv und bezogen auf das Emissionsvolumen in größerem Rahmen am Anleihemarkt aktiv sind, landen diese allerdings auch vermehrt im Portfolio der EZB.

<sup>2</sup> Vgl. Greenpeace (2020), [Plädoyer für eine grüne Geldpolitik](#) und Greenpeace (2021), [Greening the Eurosystem Collateral Framework](#).

<sup>3</sup> Vgl. Quitzau, Jörn (2019), [EZB: Wird die Geldpolitik grün?](#), Berenberg Makro vom 16. Dezember 2019.

<sup>4</sup> Vgl. die Rede [„Climate change and central banking“](#) von Christine Lagarde bei der „ILF Conference on Green Banking and Green Central Banking“ am 25.01.2021.

können diese auch laut Schnabel langfristig nur von staatlicher Seite.<sup>5</sup>

Sabine Mauderer, Mitglied im Vorstand der deutschen Bundesbank, hat sich bei der Veröffentlichung eines unter ihrer Verantwortung erstellten Berichts des NGFS (Network for Greening the Financial System) ähnlich wie Isabel Schnabel geäußert.<sup>6</sup> Ihr zufolge sei nicht zu handeln keine Option.<sup>7</sup> Sie kommt zu dem Schluss, dass es mit entsprechender Datenfülle und -qualität möglich sei, Klimarisiken im geldpolitischen Entscheidungsprozess angemessen zu berücksichtigen – auch wenn die entsprechende Umsetzung ein hohes Maß an Komplexität aufweise. Es sei allerdings weiterhin Aufgabe der Notenbanken selbst zu entscheiden, welche konkreten Maßnahmen jeweils „am besten mit ihrem Mandat vereinbar seien“.<sup>8</sup>

Francois Villeroy de Galhau, Präsident der französischen Notenbank, positioniert sich noch klarer für eine „grüne“ Geldpolitik. Die Berücksichtigung des Klimawandels durch die EZB sei weder eine missbräuchliche Auslegung ihres Mandats, noch sei das Thema lediglich eine Modeerscheinung. Die Berücksichtigung des Klimawandels müsse aktiver Bestandteil der EZB-Entscheidungen sein, um auch künftig eine effektive Geldpolitik gewährleisten zu können. Denn klimainduzierte Schocks, so Villeroy, hätten letztlich auch einen erheblichen Einfluss auf die Preisstabilität, welchem die Notenbanken zum Zeitpunkt ihres Eintretens allerdings nur wenig entgegensetzen haben. Präventiv zu handeln sei daher von fundamentaler Bedeutung.<sup>9</sup>

Bundesbank-Präsident Jens Weidmann nimmt gegenwärtig eine moderate Rolle ein und stellt die Dimension des Problems in den Vordergrund. Die EZB könne in Sachen

Klimaschutz mit einem Auftrag bedacht werden, der ihre Möglichkeiten übersteigt. Dies ist als Bekenntnis für das primäre Ziel der Notenbank zu verstehen: Die EZB sollte sich darauf konzentrieren, die Preisstabilität zu gewährleisten. Wenn es darum geht, den Planeten vor einer Klimakatastrophe zu retten, so Weidmann, haben auch Zentralbanken kein Zaubermittel zur Hand.<sup>10</sup>

### Ausblick

Die Dringlichkeit des Klimaschutzes wird von führenden Zentralbankvertretern einhellig anerkannt. Die Währungshüter können und wollen das Thema offenkundig nicht völlig ausblenden. Allerdings ist ungewiss, mit welchen konkreten Maßnahmen die EZB einen Beitrag zum Klimaschutz leisten könnte. Die Zentralbank ist nur eingeschränkt handlungsfähig, auch weil sie mögliche Zielkonflikte zwischen einer „grünen“ Geldpolitik und ihrem primären Auftrag der Preisniveaustabilität berücksichtigen muss. Insgesamt spricht die komplizierte Gemengelage dafür, dass die EZB ein starkes Bekenntnis zur eigenen ökologischen Verantwortung abgeben wird, wenn sie im zweiten Halbjahr die Ergebnisse ihrer Strategieüberprüfung vorstellt. Das verbale Bekenntnis dürfte allerdings deutlich stärker ausfallen als die konkreten geldpolitischen Maßnahmen, die aus diesem grundsätzlichen Bekenntnis zu erwarten sind.

<sup>5</sup> Diese Sichtweise hatte Schnabel in einer Rede im Rahmen eines Online-Seminars der „Cleveland Fed Conversations on Central Banking“ unter dem Titel „Greening Monetary Policy – Central Banking and Climate Change“ am 03.03.2021 erneut bekräftigt.

<sup>6</sup> <https://www.ngfs.net/en/communique-de-presse/ngfs-presents-options-central-banks-adapt-monetary-policy-operations>

<sup>7</sup> <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/themen/neuer-ngfs-bericht-zeigt-massnahmen-zum-umgang-mit-klimarisiken-auf-862446>

<sup>8</sup> <https://www.bundesbank.de/de/aufgaben/themen/neuer-ngfs-bericht-zeigt-massnahmen-zum-umgang-mit-klimarisiken-auf-862446>

<sup>9</sup> In seiner Rede im Rahmen einer Konferenz der französischen Notenbank unter dem Titel „Climate Change and Sustainable Finance“ vom 11.02.2021 legt er seine Positionen noch einmal ausführlich dar: <https://www.bis.org/review/r210211g.pdf>

<sup>10</sup> Weidmann, Jens (2020), „Central banks cannot solve climate change on their own“, Financial Times vom 19.11.2020.

Bereits Ende 2019 meldete sich Otmar Issing, ehemaliger Chefvolkswirt und ehemaliges Direktoriumsmitglied der EZB, mit ähnlicher Stoßrichtung zu Wort. Er stellte heraus, dass man die EZB nicht mit politischer Unabhängigkeit bedacht habe, damit sie im Nachgang ihr Mandat selbstständig erweitert. Und konkretisierte schlussfolgernd, eine „grüne“ Geldpolitik könne „[...] es daher nicht geben. Ein Politikbereich, der weit außerhalb des eigentlichen Mandats der Notenbanken liegt, hat in der Geldpolitik nichts zu suchen.“

Siehe dazu Issings Gastbeitrag vom 12.12.2019 in der Wirtschaftswoche unter dem Titel „Eine grüne Geldpolitik kann es nicht geben“.



## Makro-Team

### Chefvolkswirt

Dr. Holger Schmieding | Chefvolkswirt  
+49 40 350 60-8021 | holger.schmieding@berenberg.de

### Hamburg

Dr. Jörn Quitzau  
+49 40 350 60-113 | joern.quitzau@berenberg.de

### London

Christopher Dembik  
+44 20 3207 -7800 | christopher.dembik@berenberg.com

### Kallum Pickering

+44 20 3465 -2672 | kallum.pickering@berenberg.com

### New York

Dr. Mickey Levy  
+1 646 949 -9099 | mickey.levy@berenberg.com

### Themenseite Volkswirtschaft

<https://www.berenberg.de/volkswirtschaft/>

Berenberg Makro erscheint zu folgenden Themen:

- **Geld & Währung**  
Konjunktur  
Trends

[www.berenberg.de/publikationen](http://www.berenberg.de/publikationen)

Wichtige Hinweise: Bei dieser Information handelt es sich um eine Marketingmitteilung. Bei diesem Dokument und bei Referenzen zu Emittenten, Finanzinstrumenten oder Finanzprodukten handelt es sich nicht um eine Anlagestrategieempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 34 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 oder um eine Anlageempfehlung im Sinne des Artikels 3 Absatz 1 Nummer 35 der Verordnung (EU) Nr. 596/2014 jeweils in Verbindung mit § 85 Absatz 1 WpHG. Als Marketingmitteilung genügt diese Information nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegt keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen. Diese Information soll Ihnen Gelegenheit geben, sich selbst ein Bild über eine Anlagemöglichkeit zu machen. Es ersetzt jedoch keine rechtliche, steuerliche oder individuelle finanzielle Beratung. Ihre Anlageziele sowie Ihre persönlichen und wirtschaftlichen Verhältnisse wurden ebenfalls nicht berücksichtigt. Wir weisen daher ausdrücklich darauf hin, dass diese Information keine individuelle Anlageberatung darstellt. Eventuell beschriebenen Produkte oder Wertpapiere sind möglicherweise nicht in allen Ländern oder nur bestimmten Anlegerkategorien zum Erwerb verfügbar. Diese Information darf nur im Rahmen des anwendbaren Rechts und insbesondere nicht an Staatsangehörige der USA oder dort wohnhafte Personen verteilt werden. Diese Information wurde weder durch eine unabhängige Wirtschaftsprüfungsgesellschaft noch durch andere unabhängige Experten geprüft. Die in diesem Dokument enthaltenen Aussagen basieren entweder auf eigenen Quellen des Unternehmens oder auf öffentlich zugänglichen Quellen Dritter und spiegeln den Informationsstand zum Zeitpunkt der Erstellung der unten angegebenen Präsentation wider. Nachträglich eintretende Änderungen können in diesem Dokument nicht berücksichtigt werden. Angaben können sich durch Zeitablauf und/oder infolge gesetzlicher, politischer, wirtschaftlicher oder anderer Änderungen als nicht mehr zutreffend erweisen. Wir übernehmen keine Verpflichtung, auf solche Änderungen hinzuweisen und/oder eine aktualisierte Information zu erstellen. Frühere Wertentwicklungen sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Zur Erklärung verwendeter Fachbegriffe steht Ihnen auf [www.berenberg.de/glossar](http://www.berenberg.de/glossar) ein Online-Glossar zur Verfügung.

Datum: 14.04.2021

Joh. Berenberg, Gossler & Co. KG  
Neuer Jungfernstieg 20  
20354 Hamburg  
Telefon +49 40 350 60-0  
[www.berenberg.de](http://www.berenberg.de)  
[info@berenberg.de](mailto:info@berenberg.de)