

# EZB: KLIMASCHUTZ WIRD GRÖßER GESCHRIEBEN

## EINE GRÜNE PRÄSIDENTSCHAFT FÜR CHRISTINE LAGARDE



Ulrike Kastens, DWS  
Senior Analyst Macro Research

### IN KÜRZE

- Die EZB hat angekündigt, die Folgen des Klimawandels zukünftig im Rahmen ihrer Geldpolitik zu berücksichtigen. Bis 2024 soll dazu ein Maßnahmenpaket umgesetzt werden.
- Unternehmen müssen dann ihre Klimarisiken offenlegen, um sich für den Ankauf von Unternehmensanleihen durch die EZB zu qualifizieren. Für ihr eigenes Unternehmensanleiheportfolio dürfte die EZB mittelfristig Kriterien definieren, um die Karbonintensität des Portfolios zu reduzieren.
- Eine Dominanz „grüner“ Kriterien in der zukünftigen Geldpolitik der EZB befürchten wir nicht. Vielmehr erkennen wir eine angemessene Reaktion auf die klimapolitischen Herausforderungen.

## 1 / Klimaschutz als Teil der Geldpolitik

### 1.1 Wieweit ist Klimaschutz durch das Mandat der EZB gedeckt?

Schneller als erwartet hat die Europäische Zentralbank (EZB) am 8. Juli 2021 ihre Ergebnisse der Überprüfung der geldpolitischen Strategie vorgestellt. Neben dem neuen Inflationsziel von 2 Prozent ist ein wesentliches Ergebnis die stärkere und nachhaltige Einbeziehung der Folgen des Klimawandels in die Tätigkeit der EZB – sei es die Geldpolitik oder die Aufsicht. Damit bestätigt die Zentralbank die Haltung, die sich seit Beginn der EZB-Präsidentschaft von Christine Lagarde wie ein roter Faden durch Reden und Aufsätze von vielen Mitgliedern des Zentralbankrats zieht. Als eine bedeutende Zentralbank setzt sie damit ein Zeichen, auch die EU in ihrem Ziel, bis 2050 klimaneutral zu werden, zu unterstützen.

Auch wenn die Bekämpfung der Folgen des Klimawandels in erster Linie Aufgabe der Staaten selbst ist, wollen und können die Währungshüter der Eurozone nicht untätige Beobachter sein. Das ergibt sich zum einen aus der Dringlichkeit dieses Themas. Je mehr, auch staatliche, Akteure hier an einem Strang ziehen und entsprechende Zugkraft entfalten, umso eher ist mit Ergebnissen zu rechnen.

Zum anderen betont die EZB, im Rahmen ihres Mandats zu handeln. Ihrer Meinung nach beeinflussen die Folgen des Klimawandels sowie der Übergang der EU zur Klimaneutralität nicht nur kurzfristig Wachstum und Inflation, sondern auch langfristig, und damit wirken sie sich auch langfristig auf den Gleichgewichtszins aus. Wörtlich schreibt die Notenbank: „Der Klimawandel und der Übergang zu einer nachhaltigeren Wirtschaft beeinflussen die Aussichten für die Preisstabilität, da sie sich auf makroökonomische Indikatoren wie Inflation, Produktion, Beschäftigung, Zinssätze, Investitionen und Produktivität, Finanzstabilität sowie die geldpolitische Transmission auswirken.“<sup>1</sup> Und der Klimawandel sowie der Übergang zu einer CO<sub>2</sub>-ärmeren Wirtschaft kann sich auch auf den Wert und das Risikoprofil der Bilanz der EZB auswirken mit einer möglicherweise unerwünschten Konzentration von klimabezogenen Finanzrisiken. Vor diesem Hintergrund sieht die EZB die Einbeziehung der Folgen

<sup>1</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708\\_1~f104919225.de.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1~f104919225.de.html)

des Klimawandels durch ihr in den EU-Verträgen formuliertes Mandat gesichert: Nach Artikel 127,1 im „Treaty on the Functioning of the European Union (TFEU)“ für Preisstabilität zu sorgen, nachgelagert nach Artikel 127,3 die wirtschaftliche Entwicklung in der Währungsunion zu unterstützen und nach Artikel 3 eine nachhaltige Wirtschaftsentwicklung zu unterstützen.

Kritiker werden einwenden, dass eine so verstandene Verantwortung für Preisstabilität der EZB viel Raum lässt, um sich zukünftig auch anderer gesellschafts- und wirtschaftspolitischer Themen anzunehmen, die sich ebenfalls auf „Inflation, Produktion, Beschäftigung, Zinssätze, Investitionen und Produktivität“ auswirken können.

Doch dieses Argument greift unserer Meinung nach nicht beim Thema Klimaschutz. Ihn nicht in die Geldpolitik mit einzubeziehen ist keine Lösung. Wenn sich im Hinblick auf die Finanzmarktstabilität Risiken beispielsweise durch Umwelt, Naturkatastrophen oder Klimaveränderungen (Hitze) materialisieren, müssen sie auch adressiert werden. Das ist sowohl im Interesse des Anlegers, des betroffenen Finanzinstituts als auch der Finanzaufsicht, die zu den Aufgaben der EZB gehört. Insofern ergibt es nach unserer Einschätzung Sinn, dass sich die EZB hier deutlicher engagieren will.<sup>2</sup>

## 1.2 Kein unbegrenzter Handlungsspielraum für die EZB

Doch es wird Grenzen geben. Eine alleinige Fokussierung auf Klimaschutz kann und dürfte es mit großer Wahrscheinlichkeit nicht geben. Das primäre Mandat der EZB ist Preisstabilität. Zielkonflikte könnten beispielsweise auftreten, wenn ein politisch gewollter Anstieg der CO<sub>2</sub>-Preise über Zweitrundeneffekte wie Lohnsteigerungen zu einem dauerhaften Anstieg der Inflationsrate auch oberhalb der Zielmarke von zwei Prozent führte. Die EZB bliebe dann – auch mit ihrem neuen, symmetrischen<sup>3</sup>, Inflationsziel von zwei Prozent – gefordert, darauf mit einer restriktiveren Geldpolitik zu reagieren. Das könnte auch ein Runterfahren oder einen aktiven Verkauf der sich im Bestand der EZB befindlichen Wertpapiere implizieren, wozu aktuell Staatsanleihen, Unternehmensanleihen, aber auch grüne Anleihen (Green Bonds) gehören. Darunter versteht man Anleihen, bei denen sich der Emittent gegenüber den Investoren verpflichtet, die durch die Emission von Green Bonds erhaltenen Mittel zur Finanzierung von Umwelt- und Klimaschutzmaßnahmen einzusetzen. Sowohl grüne als auch Staats- und Unternehmensanleihen dürften dann von der Reduzierung betroffen sein. Denn nur weil Klimaschutz eine stärkere Beachtung in der Geldpolitik finden soll, kann und darf sich daraus unserer Meinung nach keine grüne Dominanz um jeden Preis entwickeln.

Des Weiteren stellt sich die Frage nach der Begebung von grünen Langfristendern (TLTRO). Generell haben Langfristender die Aufgabe, Banken über drei bis vier Jahre mit Liquidität zu versorgen, um damit die Kreditvergabe an Unternehmen und private Haushalte anzukurbeln. Eine einseitige Bevorzugung von Banken, die einen stärkeren Fokus auf Kredite für nachhaltige oder grüne Projekte haben, würde gegen das Prinzip der Gleichbehandlung verstoßen. Hinzu kommt, dass gerade diese Langfristender, die ja spezielle Wertpapierpensionsgeschäfte sind, oft in wirtschaftlich schwierigen Zeiten (z.B. Rezessionen) aufgelegt werden müssen, um für ausreichend Liquidität im Bankensektor zu sorgen und um eine Kreditklemme zu vermeiden. In dem Research Paper, das von der EZB im Zusammenhang mit der Strategieüberprüfung veröffentlicht wurde, schließen die Autoren diese grünen Langfristender nicht unmittelbar aus.<sup>4</sup> Die Autoren weisen aber ausdrücklich darauf hin, dass solche Operationen an präzise Definitionen der grünen Kriterien gebunden sein müssen. Dies ist aktuell noch Zukunftsmusik, denn eine einheitliche Definition der Kriterien liegt noch nicht vor und ist auch noch nicht verbindlich. Vorstellbar wäre, dass langfristig solche grünen Langfristender als eine zusätzliche Quelle der Liquiditätsversorgung angeboten werden könnten, ohne allerdings die Grundversorgung des gesamten Bankensystems und damit die Finanzstabilität zu gefährden.

<sup>2</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708\\_1-f104919225.de.html](https://www.ecb.europa.eu/press/pr/date/2021/html/ecb.pr210708_1-f104919225.de.html)

<sup>3</sup> Wollte sich die EZB in der Vergangenheit der 2,0-Prozent-Marke asymmetrisch von unten nähern, hat sie sich im Sommer die Möglichkeit zugebilligt, die Inflation auch über dieser Marke für einen längeren Zeitraum verharren zu lassen.

<sup>4</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op271-36775d43c8.en.pdf?c29941b5e2db3168b6e48f362a2b87>

# 2 / Wie will die EZB diese „grünere“ Geldpolitik umsetzen?

## 2.1 Was bisher vom Maßnahmenkatalog bekannt ist

Um ihrer Entscheidung Taten folgen zu lassen, hat die EZB einen Maßnahmenplan vorgestellt, der in der Summe bis 2024 die Voraussetzungen für Veränderungen im geldpolitischen Handlungsrahmen schaffen soll. Dies wird die EZB in ihrer Rolle als Finanzaufsicht und als Notenbank betreffen. Da es um die Folgen des Klimawandels in dieser Roadmap geht, dürfte – gemessen an den Nachhaltigkeitskriterien ESG – zukünftig das „E“ wie Environment (Umwelt) im Zentrum stehen. Das „S“ für Social als dem sozialen Element und „G“ wie Governance, Unternehmensführung, dürften weniger Beachtung finden. Insgesamt umfasst die „Roadmap“ der EZB drei wesentliche Bereiche:

- \_ Volkswirtschaftliche Modelle und Risikoanalyse:
  - \_ Weiterentwicklung der makroökonomischen Modelle mit dem Ziel, die Folgen des Klimawandels für die Geldpolitik zu beurteilen
  - \_ Verbesserte Aufarbeitung von statistischen Daten für Risikoanalysen zu den Folgen des Klimawandels für grüne Finanzinstrumente
- \_ Folgen des Klimawandels für die Finanzstabilität:
  - \_ Die EZB wird 2022 mit der Durchführung von Klimastresstests für Finanzinstitute beginnen, um die Risikoexposition des Finanzsystems in der Eurozone in Bezug auf den Klimawandel zu beurteilen.
  - \_ Collateral (Sicherheitenrahmen) und Anleihekäufe:
    - \_ Um als Sicherheit für Kreditgeschäfte mit der EZB (Offenmarktgeschäfte) akzeptiert zu werden, und um sich für das Anleihekaufprogramm zu qualifizieren, müssen die Firmen zukünftig ihre Klimarisiken offenlegen. Dies könnte unter der Berücksichtigung der Richtlinie der EU zur Nachhaltigkeitsberichterstattung geschehen, die wahrscheinlich 2022 verabschiedet wird.
  - \_ Ankäufe von Wertpapieren des Unternehmenssektors:
    - i. Regeln für den Ankauf von Wertpapieren werden um Klimakriterien ergänzt. Verbesserte Due-Diligence-Prüfung auf dieser Basis.
    - ii. Emittenten müssen mindestens das Pariser Klimaschutzabkommen akzeptieren oder sich zu den darin enthaltenen Zielen bekennen.

Auf Basis der „Roadmap“ sollen die einzelnen Punkte bis 2024 in die Tat umgesetzt werden. Zunächst sind es in den meisten Bereichen nur Ankündigungen, die dann in Arbeitsgruppen mit Leben gefüllt werden. Wir rechnen daher in den kommenden Jahren sukzessive mit Verlautbarungen und Ankündigungen im Detail. Die ersten beiden Themenkomplexe dieses Maßnahmenplans betreffen die EZB in ihren originären Aufgaben. Volkswirtschaftliche Analyse ist das „Brot-und-Butter-Geschäft“ einer Notenbank. Ihr stärkeres Engagement in diesem Bereich könnte zu einer deutlichen Verbesserung der Datenlage beitragen und so die Abschätzung der Folgen des Klimawandels in den Modellen erleichtern. Hinzu kommen Aufgaben für die Finanzstabilität, worunter die für 2022 angekündigten Klimastresstests fallen, um besser abschätzen zu können, wie sich der Klimawandel und die graduelle Dekarbonisierung der Wirtschaft auf die Risikoposition des Finanzsystems in der Eurozone auswirken. Auch dies ist sicherlich sinnvoll, nicht zuletzt um die aktuelle Situation zu bewerten.

Weitreichender sind die mittelfristigen Erweiterungen der Anforderungen an das Collateral (Sicherheiten, die für bestimmte Transaktionen bei der EZB hinterlegt werden müssen) durch die Offenlegung von Klimarisiken, denen sich Unternehmen ausgesetzt sehen. Dies dürfte Finanzinstitute und Unternehmen gleichermaßen betreffen. Erstens können Finanzinstitute nur dann an Offenmarktgeschäften mit der Notenbank teilnehmen, wenn sie Sicherheiten bieten. Das können Staats- oder Unternehmensanleihen sein, aber auch nicht-marktfähige Anlagegüter oder Bargeld. Der größte Teil des in Frage kommenden Collateraluniversums sind Staatsanleihen. Unternehmensanleihen machen etwa 11 Prozent aus, mit starken Schwankungen, auch je nach Konjunkturlage. Die Finanzinstitute dürften daher Druck auf die Unternehmen ausüben, ihre Klimarisiken offen zu legen, da deren Anleihen ansonsten nicht als Sicherheit bei der EZB hinterlegt werden können. Zusätzlich wächst aber auch der direkte Druck auf Unternehmen. Wenn sie Anleihen emittieren, ist es sicherlich von Vorteil, dass die Anleihe potenziell auch von der EZB gekauft werden kann. Dies könnte gerade im Falle eines schwächeren Marktumfelds einen Schutz vor einem deutlichen Anstieg der Renditedifferenzen im Vergleich zu Staatsanleihen bieten.

Aus diesen beiden Motiven heraus dürften die Ankündigungen der EZB Unternehmen zwingen, sofern sie es noch nicht getan haben, ihre Klimarisiken konsequent offenzulegen. Dies könnte unter Berücksichtigung der Richtlinie der EU zur Nachhaltigkeitsberichterstattung geschehen. Die Grundlage dürfte dabei der Vorschlag der EU für eine neue Richtlinie zur Nachhaltigkeitsberichterstattung sein („Proposal for a Corporate Sustainability Reporting Directive“, CSRD). Details zu den Anforderungen will die EZB 2022 veröffentlichen.

## 2.2 Auch das Portfolio der EZB soll grüner werden...

Für Kapitalmarktakteure stellt sich die Frage, ob die Berücksichtigung der Folgen des Klimawandels auch Folgen für das Wertpapierankaufprogramm der EZB haben könnte. Derzeit umfasst das Portfolio nicht nur Staatsanleihen, sondern auch Unternehmensanleihen, ABS und Covered Bonds. Will die EZB also zukünftig Emittenten belohnen, die aktiv die Folgen des Klimawandels bekämpfen? Jedenfalls soll dies nicht für das Staatsanleiheankaufprogramm (Public Sector Purchase Programme, PSPP) gelten. Zwar kauft die EZB grüne Staatsanleihen von Staaten aus der Eurozone. Doch eine aktive Präferenz für einzelne Staaten aufgrund grünerer Politik ist nicht angedacht. Hier müsste die EZB nicht nur Widerstand aus Ländern fürchten, die in ihrer Fokussierung hin zu einer CO<sub>2</sub>-ärmeren Wirtschaft noch nicht so weit vorangekommen sind. Auch würde dies eine Abkehr vom Kapitalschlüssel implizieren, der die Aufteilung der Staatsanleihekäufe innerhalb der Eurozone regelt. Dies würde sicherlich keine Mehrheit im Zentralbankrat finden. Insofern steht nur das Unternehmensanleiheankaufprogramm (Corporate Sector Purchase Programme, CSPP) im Mittelpunkt. Im Juni 2016 hat die EZB ihr Ankaufprogramm für Unternehmensanleihen gestartet und hält mittlerweile Anleihen im Wert von rund 300 Mrd. Euro. Laut Zahlen von EZB und Bloomberg Finance L.P. sind dies rund zwölf Prozent aller ausstehenden Euro-Unternehmensanleihen und ganze 27 Prozent des von der EZB für das CSPP verfügbaren Anleiheuniversums.

Da es zum Teil bis (mindestens) 2024 dauern dürfte, bis die Roadmap auch umgesetzt ist, stellt sich natürlich die Frage, ob es überhaupt noch für das CSPP relevant ist. Dazu ist festzuhalten: Auch in ihrer neuen geldpolitischen Strategie bleiben Anleihekäufe ein zentraler Baustein für die Geldpolitik der EZB. Dies gilt vor allem vor dem Hintergrund, dass die EZB in ihren Projektionen derzeit von einer mittelfristigen Verfehlung des Inflationsziels ausgeht. Da nach Ansicht der EZB Käufe von Unternehmensanleihen zur breiten Verbesserung der Finanzierungsbedingungen beigetragen haben, dürfte sie auch in den kommenden Jahren eine aktive Rolle im Unternehmensanleihemarkt spielen. Hinzu kommen die Reinvestitionen, die auch nach einer möglichen ersten Anhebung der Leitzinsen fortgeführt werden dürften. Somit gehen wir davon aus, dass die EZB ein wichtiger Impulsgeber für die Preisfindung bleiben wird, zumal sie bis zu 70 Prozent einer Emission erwerben kann.

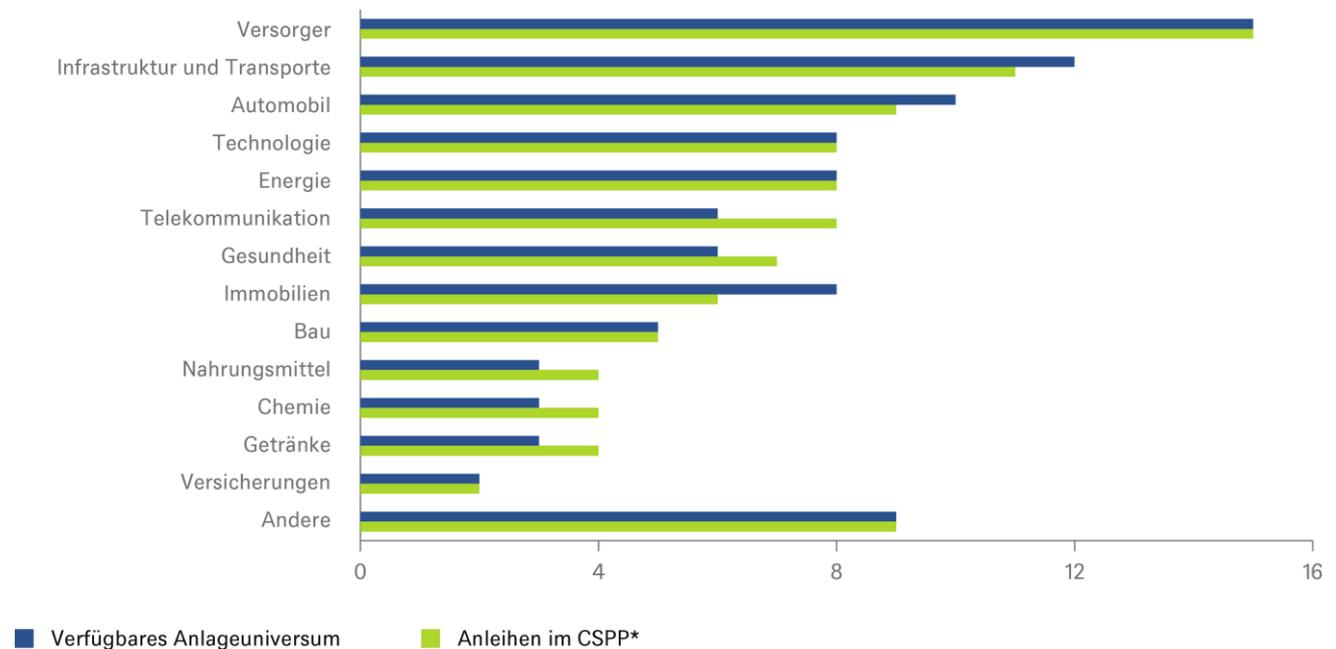
## 2.3 ... doch die Basis dafür muss noch geschaffen werden

Als erster Schritt um Klimaschutzaspekte auch in die Investitionsentscheidung für das Unternehmensanleiheportfolio der EZB zu integrieren, soll es eine verbesserte Due-Diligence-Prüfung auf dieser Basis geben. Außerdem müssen Emittenten mindestens das Pariser Klimaschutzabkommen akzeptieren oder sich zu den darin enthaltenen Zielen bekennen. Ein genauer Zeitpunkt, ab wann das gelten soll, steht auch hier nicht fest. Unsere Analysen zeigen, dass rund 40 Prozent der Unternehmensanleihen, die die EZB in ihrem Portfolio hält, dieses Kriterium bereits erfüllen. Dies dürfte sich in den kommenden Jahren durch den zunehmenden Offenlegungszwang weiter erhöhen, denn letztlich stellt es ein einigermaßen unverbindliches Bekenntnis zu Klimazielen dar und dürfte daher keine große Hürde für die Unternehmen darstellen.

Weitreichender dürften die Konsequenzen für Unternehmen und Kapitalmarktanleger sein, wenn die EZB 2022 ihre Investitionsstrategie zur „Vergrünung“ ihres Portfolios bekannt gibt. Bisher kauft die EZB im CSPP marktneutral, also proportional zum Marktvolumen. Sie hat dabei keine Präferenzen für bestimmte Sektoren oder Emittenten. Aus der Grafik wird ersichtlich, dass ihr das auch weitgehend gelingt. Diesem Prinzip entsprechend hält sie auch grüne Anleihen, ihr Anteil im EZB-Portfolio dürfte bei rund 20 Prozent liegen.<sup>5</sup> Doch der marktneutrale Schlüssel birgt auch ein Problem, da gewisse Sektoren aktuell deutlich überproportional zu ihrem Gewicht in der Wirtschaft am Anleihemarkt präsent sind. Bei diesen Sektoren handelt es sich wiederum überwiegend um kohlenstoffintensive Sektoren wie Versorger, Automobilhersteller, Transport und Logistik (siehe Grafik). Allein diese Sektoren machen 35 Prozent der gesamten Käufe aus und sind damit im Vergleich zu ihrer volkswirtschaftlichen Bedeutung überrepräsentiert. Sie profitieren von ihren hohen Anleiheemissionen, die dann entsprechend der Marktneutralität von der EZB gekauft werden, sorgen aber für eine hohe Karbonintensität des EZB-Portfolios.

<sup>5</sup> <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpops/ecb.op271~36775d43c8.en.pdf?f26c937c8b72f2d321adc33893e17197>

## EZB KAUFT PROPORTIONAL ZUM MARKT. DIES KÖNNTE SICH MITTELFRTISTIG ÄNDERN



Quelle: EZB Corporate Sector Purchase Programme Stand: 03/2021

Anmerkung: Interne Klassifizierung des Wirtschaftssektors. \*Anmerkung für alle Tabellen: nominale CSPP-Bestände per Ende des ersten Quartals 2021. CSPP-Anleihebestände mit einer Restlaufzeit von weniger als 6 Monaten werden nicht berücksichtigt. Die Zahlen können aufgrund von Rundungen in der Summe nicht 100% ergeben.

Die hohe Karbonintensität des Portfolios wurde auch im Vorfeld der Strategieüberprüfung der EZB von verschiedenen Mitgliedern des Direktoriums in ihren Reden und Stellungnahmen kritisiert.<sup>6</sup> Unserer Meinung nach bieten sich zwei Vorgehensweisen an, um die Karbonintensität des Unternehmensanleiheportfolios der EZB zu reduzieren. Sie wurden bereits von verschiedenen EZB-Vertretern ins Spiel gebracht:

- „Negative Screening“, bei dem gewisse Unternehmen explizit ausgeschlossen werden. Dies wäre unter den beiden Vorgehensweisen sicherlich die effektivere Art, um die Kohlenstoffintensität des Portfolios zu reduzieren. Es würde allerdings auch die EZB in den Verdacht bringen, gewisse Industrien zu bevorzugen. Außerdem stellt sich die Frage, ob die Negativliste nicht gerade die Umwandlung in Richtung einer grüneren Politik behindert. Unternehmen könnten abgestraft werden, die in der Vergangenheit zu „dreckig“ produziert haben, aber dies nicht zwangsweise in der Zukunft tun. Die schwedische Riksbank hat für ihr Portfolio von Unternehmensanleihen diesen Ansatz gewählt.<sup>7</sup> Zu dem „negative Screening“ kommen noch Kriterien des UN Global Compact<sup>8</sup> hinzu. Zudem erfolgt eine eigene Bewertung der Nachhaltigkeit aufgrund fremder und eigener Daten.
- Eine Alternative bietet der „Tilting Ansatz“. Dazu hat die Bank of England jüngst Vorschläge für ihr Unternehmensanleiheportfolio gemacht<sup>9</sup>. Basierend auf Indikatoren sollen die Anleihekäufe weg vom Prinzip der Marktneutralität hin in Richtung Unternehmen gelenkt werden, die sich zum Ziel der Klimaneutralität bekennen. Dieser Vorschlag wird von einigen Mitgliedern der EZB präferiert, vor allem von Direktoriumsmitglied Isabel Schnabel.<sup>10</sup> Er setzt Signale, ohne Unternehmen a priori auszuschließen.

Unabhängig davon, welchen Ansatz die EZB verfolgen wird, gehen wir grundsätzlich davon aus, dass sie mittelfristig ihr Portfolio deutlich aktiver in Richtung einer Dekarbonisierung ausrichten wird. Damit dürfte es entsprechend Gewinner und Verlierer unter den Unternehmen geben, welche die Entscheidung der EZB unmittelbar an ihren Refinanzierungskosten erfahren könnten. Inwieweit hier rechtliches Anfechtungspotenzial besteht, wird man beobachten müssen. Anleihekäufe sind in einigen Ländern der Eurozone nach wie vor umstritten und dies gilt auch für eine aktivere Rolle der EZB im Klimaschutz. Nach einer Umfrage des Center for Financial Studies lehnen 64 Prozent der befragten Fach- und Führungskräfte ab, dass die EZB künftig eine „grüne“ Komponente in ihrer Geldpolitik – z.B. durch den Ankauf von Green Bonds – verfolgt, während

<sup>6</sup> [https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210303\\_1~f3df48854e.en.html](https://www.ecb.europa.eu/press/key/date/2021/html/ecb.sp210303_1~f3df48854e.en.html)

<sup>7</sup> <https://www.riksbank.se/globalassets/media/riksbanken/hallbarhetsstrategi/engelska/sustainability-strategy-for-the-riksbank.pdf>, Quelle: Riksbank

<sup>8</sup> <https://globalcompact.at/10-prinzipien>

<sup>9</sup> <https://www.bankofengland.co.uk/paper/2021/options-for-greening-the-bank-of-englands-corporate-bond-purchase-scheme>, Quelle: Bank of England

<sup>10</sup> Isabel Schnabel 14.06.2021: From market neutrality to market efficiency Quelle EZB

nur 32 Prozent dies begrüßen würden.<sup>11</sup> Auch vor diesem Hintergrund wird es in den kommenden Jahren darauf ankommen, nach welchen Kriterien die EZB investiert und wie transparent sie in ihren Investitionsentscheidungen sein wird.

## 3 / Der Markt reagiert bereits

„Beim Wertpapierankaufprogramm der EZB zeigt sich, dass ein sehr hoher Anteil der „grünen“ Neuemissionen unter dem CSPP gekauft wurde. In den letzten Monaten ist im Markt der Euro-denominierten Unternehmensanleihen ein starker Anstieg an Emissionen mit grünem Label zu beobachten. Besonders im Versorgersektor sind „grüne“ Neuemissionen populär geworden.“, so Markus Wiedemann, Co-Head of Credit EMEA bei der DWS. Alles in allem gehen wir davon aus, dass der Markt für grüne Anleihen auch in den kommenden Jahren weiterwachsen wird. Für Investoren wird der Markt immer wichtiger, da zunehmend ESG-Kriterien Investitionsentscheidungen bestimmen. Und wir erwarten, dass die EZB weiterhin im Markt aktiv bleiben wird. Doch nicht jede grüne Anleihe kann von der EZB erworben werden. Aktuell gilt dies nur für Anleihen mit einem Investment-Grade-Rating.

„Als Folge der Angebotsausweitung sind die Prämien (sogenannte Greeniums) für „grüne“ Anleihen gegenüber „normalen“ Anleihen gesunken, sodass grüne Anleihen nicht mehr mit einem so hohen Renditeabschlag wie zu Beginn des Jahres handeln. Dieser Effekt könnte zum Teil auch mit dem insgesamt gestiegenen Bewertungsniveau zu erklären sein“, fügt Wiedemann hinzu.

„Mit Blick auf grüne Staatsanleihen bleibt festzuhalten, dass auch hier „Greeniums“ in Kauf genommen werden müssen. Beim Beispiel der Bundesanleihe beträgt der Renditeunterschied zwischen der handelsüblichen Anleihe und ihrem grüneren Zwilling aktuell ca. 4,5 Basispunkte.“, erläutert Oliver Eichmann, Head of Rates EMEA bei der DWS. „Im Vergleich zu anderen Staatsanleihen in der Eurozone ist das „Greenium“ der Bunds allerdings deutlicher ausgeprägt. Jedoch sieht man auch in Italien und Frankreich leichte Unterschiede in den Prämien. Die wesentlichen Faktoren für die starke relative Wertentwicklung der grünen Bunds scheinen im vergleichsweise geringen Angebot (gegenüber französischen Staatsanleihen, OATs, beispielsweise) und der speziellen Struktur („Tausch-Option“) begründet. So ist es den Besitzern der „grünen“ Bundesanleihe erlaubt, ihr Wertpapier jederzeit in die traditionelle Anleihe umzutauschen. Dies sollte Bedenken ausräumen, dass neue „grüne“ Anleihen weniger liquide und daher möglicherweise schwieriger zu handeln seien.“

## 4 / Die Richtung ist klar, Umsetzung entscheidend

Die EZB hat mit der Entscheidung, Klimaschutzaspekte in ihre Geldpolitik miteinzubeziehen, eine Grundsatzentscheidung getroffen mit kurz- und langfristigen Folgen. Die Währungshüter scheinen sich mit diesem Vorstoß weiter in politisches Terrain vorzuwagen und sie werden mit Gegenwind jener rechnen müssen, die den wachsenden Gestaltungsspielraum der EZB ohnehin kritisch beäugen, aber auch derer, die von den Maßnahmen negativ betroffen sein könnten, etwa Emittenten von Anleihen, welche die EZB nicht als „grün“ klassifiziert. Dennoch wirkt dieser Vorstoß unumgänglich. Nicht nur angesichts der immensen Herausforderungen, welche der Klimawandel mit sich bringt, und dessen Bekämpfung alle Teile und Institutionen der Gesellschaft fordert. Sondern auch, weil die Folgen des Klimawandels sich auf die Werthaltigkeit von Anleihen, und damit auf die Stabilität einzelner Finanzinstitute, aber auch auf den Wert des Anleiheportfolios der EZB auswirken können.

Die umfangreiche Roadmap, die die EZB in den kommenden Jahren umsetzen will, ist erst der Anfang. Die Verbesserung der volkswirtschaftlichen Analyse und die Beurteilung der Folgen des Klimawandels für die Finanzstabilität sind aus unserer Sicht ein wichtiger Schritt. Entscheidend für die Umsetzung werden wohl die Datengrundlage und die Bewertungskriterien sein, auf deren Basis die EZB ihre Entscheidungen treffen wird. Der Vorstoß einer so bedeutenden Institution wie der EZB dürfte als Katalysator dienen, die Quantität und Qualität des relevanten Datenmaterials und die (CO<sub>2</sub>-)Transparenz innerhalb der Industrie zu erhöhen. Sie könnte auch einer Standardisierung der ESG-Methodik weiter Vorschub leisten. Der Gleichschritt mit der EU, die letztlich die Richtlinien vorgibt, wird unserer Meinung nach die Wirkung der künftigen EZB-Standards noch erhöhen. Alles in allem haben wir den Eindruck, dass die EZB angemessen auf die Herausforderungen des Klimawandels reagiert.

<sup>11</sup> <https://www.ifk-cfs.de/de/media-lounge/news-newsletter/artikel/article/cfs-survey-on-the-new-strategy-of-the-ecb.html>, Quelle: Center for Financial Studies, 21.07.2021

Eine „grüne Dominanz“ lässt sich daraus – Stand heute – nicht ableiten, sondern es handelt sich eher um gezielte Maßnahmen, um die Folgen des Klimawandels auch für die Geldpolitik zu adressieren.

Daraus ergeben sich unseres Erachtens folgende Konsequenzen für den Markt:

- \_ Allein mit der Ankündigung, Klimaschutzaspekte in die Geldpolitik mitaufzunehmen, schafft die EZB Fakten. Am Klimaschutz kommt damit kaum jemand vorbei. Angesichts der doch erheblichen Marktmacht der EZB dürften sich Marktteilnehmer dementsprechend positionieren.
- \_ Dies wird sich unserer Ansicht nach auch in einem anhaltend hohen Emissionsvolumen von grünen Anleihen widerspiegeln. Die EZB dürfte weiterhin im Markt aktiv bleiben. Als Mindestrating für den Ankauf von Anleihen dürfte weiterhin Investment Grade gelten.
- \_ 2022 steht die Entscheidung an, wie die EZB mit ihrem eigenen Unternehmensanleiheportfolio weiter verfahren will. Wir rechnen damit, dass sie zukünftig aktiv die derzeit hohe Karbonintensität ihres Portfolios reduzieren wird.

## GLOSSAR

### Asset-backed Securities (ABS)

Verzinsliche und forderungsbesicherte Wertpapiere, welche durch noch ausstehende Forderungen (Assets) gedeckt sind (Backed). Hierdurch werden Vermögenswerte, wie etwa Kreditforderungen einer Bank, handelbar

### Bank of England (BoE)

Zentralbank des Vereinigten Königreichs mit Sitz in London

### Basispunkt

1/100 Prozent

### Bunds

Häufig verwendete Bezeichnung für deutsche Staatsanleihen mit einer Laufzeit von 10 Jahren

### Collateral

Vermögensgegenstände, die als Sicherheit für einen Kredit an den Kreditgeber verpfändet werden

### Corporate Sector Purchase Programme (CSPP)

Programm zum Ankauf von Unternehmensanleihen durch die Europäische Zentralbank mit dem Ziel, die Finanzierungsbedingungen von Unternehmen innerhalb der Eurozone zu verbessern

### Covered Bonds

Englischer Begriff für gedeckte Schuldverschreibung, Anleihen also, die einen doppelten Ausfallschutz bieten. Für eine gedeckte Schuldverschreibung haftet zum einen das ausgebende Finanzinstitut (meist eine Bank), zum anderen sind die Gläubiger durch einen Bestand an Sicherheiten gegen Verluste geschützt

### Due-Diligence-Prüfung

Anglizismus, der im deutschen für eine sorgfältige Prüfung steht

### Emittent

Ein Herausgeber von Wertpapieren

### Europäische Union (EU)

Politischer und wirtschaftlicher Staatenverbund mit aktuell 27 Mitgliedsstaaten

### Europäische Zentralbank (EZB)

Zentralbank der Eurozone

### Eurozone

Umfasst die 19 Staaten der EU, in denen der Euro gesetzliches Zahlungsmittel ist: Belgien, Deutschland, Estland, Finnland, Frankreich, Griechenland, Irland, Italien, Lettland, Litauen, Luxemburg, Malta, Niederlande, Österreich, Portugal, Slowakei, Slowenien

### Finanzstabilität

Zustand, in dem das Finanzsystem – also die Finanzintermediäre, Finanzmärkte und Marktinfrastrukturen – widerstandsfähig gegenüber Schocks sowie unerwarteten Entwicklungen in Bezug auf finanzielle Ungleichgewichte ist

### Geldpolitik

Alle wirtschaftspolitischen Maßnahmen, die eine Zentralbank ergreift, um ihre Ziele zu verwirklichen

### Grüne Anleihen

Festverzinsliche Instrumente, die speziell zur Unterstützung bestimmter klima- oder umweltbezogener Projekte dienen

### Inflation

Nachhaltiger Anstieg des gesamtwirtschaftlichen Preisniveaus

### Investment-Grade-Anleihen (IG-Anleihen)

Englischer Oberbegriff für jene Anleihen, die von Kredit-Ratingagenturen als wenig ausfallgefährdet eingeschätzt werden, und somit mindestens eine mittlere Bonität genießen

### Liquidität

Maß für die Möglichkeit, Vermögenswerte schnell und in großem Umfang ohne größere Preisreaktion im Markt kaufen oder verkaufen zu können.

### OATs

Französische Staatsanleihen

### Offenmarktgeschäfte

Von einer Zentralbank am offenen Markt durchgeführten Transaktionen mit Geschäftsbanken, die dem Ziel der Geldmengensteuerung dienen

### Pariser Abkommen

Abkommen, das im Anschluss an die UN-Klimakonferenz in Paris 2016 geschlossen wurde und das Ziele für den Abbau von Treibhausgasemissionen setzt

### Public Sector Purchase Programme (PSPP)

Programm der EZB zum Ankauf von Anleihen von im Euroraum ansässigen Zentralstaaten, Emittenten mit Förderauftrag und europäischen Institutionen

### Rating

Standardisierte Beurteilung der Bonität des Emittenten und seiner Schuldtitel durch spezialisierte Agenturen; die drei größten Ratingagenturen sind Moody's (Ratings von Aaa über Baa1 bis zu C, das beste bis zum schlechtesten Rating), S&P (AAA über BBB+ bis D) und Fitch (AAA über BBB+ bis D).

### Refinanzierungskosten

Kosten der Bank, um sich für eigene Geschäfte, insbesondere für Kredite an Kunden, selber mit den erforderlichen Zahlungsmitteln einzudecken

### Riksbank

Zentralbank Schwedens mit Sitz in Stockholm.

### Staatsanleihen

Anleihen, die von einem Staat herausgegeben werden

### Targeted longer-term refinancing operations (TLTROs)

Refinanzierungsmöglichkeiten der EZB, die darauf abzielen, zusätzliche und längerfristige Refinanzierungen für den Finanzsektor bereitzustellen. TLTROs sind dazu gedacht, die Kreditvergabe an Haushalte und Unternehmen außerhalb des Finanzsektors anzuregen

### Unternehmensanleihe

Anleihen, die von einem Unternehmen herausgegeben werden

### Währungsunion

Staatsengebilde mit gleicher Währung

### Wertpapierpensionsgeschäft

Vertrag, bei dem der Eigentümer (Pensionsgeber) ein festverzinsliches Wertpapier innerhalb einer begrenzten Frist an eine andere Partei verkauft (den Pensionsnehmer, in der Regel eine Zentralbank oder ein anderes Finanzinstitut) und dabei gleichzeitig der Rückkaufverpflichtung zustimmt

### Zentralbankrat

Das oberste Beschlussorgan einer Zentralbank

## WICHTIGE HINWEISE

Bei dem vorliegenden Dokument handelt es sich um eine Werbemitteilung.

DWS ist der Markenname unter dem die DWS Group GmbH & Co. KGaA und ihre Tochtergesellschaften ihre Geschäfte betreiben. Die jeweils verantwortlichen rechtlichen Einheiten, die Kunden Produkte oder Dienstleistungen der DWS anbieten, werden in den entsprechenden Verträgen, Verkaufsunterlagen oder sonstigen Produktinformationen benannt.

Die in diesem Dokument enthaltenen Angaben stellen keine Anlageberatung dar.

Alle Meinungsäußerungen geben die aktuelle Einschätzung von DWS Investment GmbH wieder, die sich ohne vorherige Ankündigung ändern kann.

Prognosen sind kein verlässlicher Indikator für die zukünftige Wertentwicklung. Prognosen basieren auf Annahmen, Schätzungen, Ansichten und hypothetischen Modellen oder Analysen, die sich als nicht zutreffend oder nicht korrekt herausstellen können.

Wertentwicklungen der Vergangenheit, [simuliert oder tatsächlich realisiert], sind kein verlässlicher Indikator für die künftige Wertentwicklung.

Die in diesem Dokument enthaltenen Informationen genügen nicht allen gesetzlichen Anforderungen zur Gewährleistung der Unvoreingenommenheit von Anlageempfehlungen und Anlagestrategieempfehlungen und unterliegen keinem Verbot des Handels vor der Veröffentlichung solcher Empfehlungen. Die Vervielfältigung, Veröffentlichung sowie die Weitergabe des Inhalts in jedweder Form ist nicht gestattet.

Dieses Dokument und die in ihm enthaltenen Informationen dürfen nur in solchen Staaten verbreitet oder veröffentlicht werden, in denen dies nach den jeweils anwendbaren Rechtsvorschriften zulässig ist. Der direkte oder indirekte Vertrieb dieses Dokuments in den USA sowie dessen Übermittlung an oder für Rechnung von US-Personen oder an in den USA ansässige Personen sind untersagt.

DWS Investment GmbH 2021

Bei Zitaten wird um Quellenangabe gebeten.

Herausgeber: DWS Investment GmbH, Mainzer Landstraße 11-17, 60329 Frankfurt am Main, Deutschland

Stand: 13.09.2021; 084996\_1 (08/2021)