

Clemens Fuest und Volker Meier

Green Finance, die EU-Taxonomie für nachhaltige Aktivitäten und der Klimaschutz: Eine wohlfahrts-ökonomische Analyse

Die neue EU-Taxonomie für nachhaltige Aktivitäten hat starke Beachtung gefunden. Mit dieser Taxonomie wird der Versuch unternommen, wirtschaftliche Aktivitäten danach einzuteilen, ob sie zu einer nachhaltigen Entwicklung beitragen oder nicht. Der Begriff der Nachhaltigkeit beinhaltet dabei grundsätzlich ökologische und soziale Anliegen sowie Aspekte nachhaltiger Governance (ESG). Bislang stehen bei der Gestaltung der Taxonomie allerdings vor allem Klimaschutzaspekte im Vordergrund, insbesondere das Ziel der Verringerung des Ausstoßes an Kohlendioxid und anderen Treibhausgasen (EU Technical Expert Group on Sustainable Finance 2020).

Ein Ziel der Taxonomie besteht darin, Anlegern eine Orientierung zu geben, welche Finanzanlagen in diesem Sinne als »grün« einstuftbar sind. Die Implikationen der Taxonomie gehen aber weit über die bloße Bereitstellung von Informationen hinaus. So ist damit zu rechnen, dass die Bezuschussung von Projekten im Rahmen des Green Deal der EU die Kriterien der Taxonomie erfüllen muss. Ferner ist zu erwarten, dass mit der Taxonomie der Weg für eine differenzierte Besteuerung oder Subventionierung von Kapitalanlagen bereitet wird. Tatsächlich sind in verschiedenen Mitgliedsländern der Europäischen Union Maßnahmen in Vorbereitung oder bereits implementiert, um grüne Finanzanlagen zu fördern (European Banking Federation 2019). Darüber hinaus existieren unter anderem in Deutschland Bestrebungen, staatlich kontrollierte oder regulierte Anleger zu veranlassen, bevorzugt in »grüne« Vermögenswerte im Sinne der Taxonomie zu investieren (Sustainable Finance Beirat der Bundesregierung 2021). Auch die Politik des norwegischen Staatsfonds, bei der Vermögensanlage Titel auszuschließen, die wesentlich mit dem Ausstoß von Kohlendioxid verbunden sind (Norges Bank Investment Management 2022), markiert einen derartigen Trend.

Aus ökonomischer Sicht wirft die Taxonomie für nachhaltige Finanzen verschiedene grundlegende Fragen auf. Das Erstellen von umfassenden Listen aller ökonomischen Aktivitäten und ihre binäre Klassifizierung als nachhaltig oder nicht, und damit als förderungswürdig oder nicht, gehört eher in eine

IN KÜRZE

Es ist zu erwarten, dass die EU-Taxonomie für nachhaltige Aktivitäten den Weg für eine differenzierte Behandlung von Kapitalanlagen bereitet. Eine Förderung »grüner« Finanzanlagen führt aber systematisch zu Einkommensverlusten aufgrund von Produktivitätsdifferenzen verschiedener Anlagen, während die Treibhausgasemissionen in der EU durch die Deckelung der Emissionsrechte unverändert bleiben. Dem Klimaschutz schadet eine derartige Politik aufgrund der induzierten Ausdehnung emissionsintensiver Produktion außerhalb der EU. Während die politische Unterstützung einer Politik der Green Finance aufgrund ihrer Bindungswirkung auf zukünftige Regulierungen erklärt werden kann, ist eine Festlegung der EU auf zukünftige Klimaziele zur Vermeidung von Effizienzverlusten der Investitionssteuerung mittels der Taxonomie vorzuziehen.

Zentralplanwirtschaft als in eine Marktwirtschaft. Die Lenkung wirtschaftlicher Aktivitäten zur Internalisierung von Umweltschäden gehört zur Gestaltung der Rahmenbedingungen in marktwirtschaftlichen Systemen – dafür aber existieren andere, deutlich zielgenauere Instrumente.

In diesem Beitrag erläutern wir die Ergebnisse einer wohlfahrtsökonomischen Analyse (Fuest und Meier 2022) der Interaktion zwischen einer staatlichen Kapitalumlenkung zwischen »grünen« und »braunen« Sektoren und bestehenden umweltpolitischen Inst-



Prof. Dr. Dr. h. c. Clemens Fuest

ist Präsident des ifo Instituts und Professor für Volkswirtschaftslehre, Seminar für Nationalökonomie und Finanzwissenschaft, an der Ludwig-Maximilians-Universität München.



Prof. Dr. Volker Meier

ist wissenschaftlicher Mitarbeiter am ifo Zentrum für Arbeitsmarkt- und Bevölkerungsökonomik und in der Forschungsgruppe Steuer- und Finanzpolitik.

umenten, in unserem Fall einem System des Emissionsrechtehandels. Es zeigt sich, dass bei einer sachgerechten Gestaltung des Emissionsrechtehandels das Hinzufügen des Kapitallenkungs Instruments die gesamtwirtschaftliche Leistung reduziert und nicht zu mehr, sondern weltweit zu weniger Klimaschutz führt. Unter bestimmten Bedingungen kann es sogar in dem Land, das die Taxonomie einführt, zu höheren Emissionen kommen. Es gibt politökonomische Erklärungen für eine solche Politik. Daran, dass sie aus wohlfahrtsökonomischer Perspektive schädlich ist, ändert das nichts.

KLIMAPROBLEMATIK WIRD BEREITS DURCH UMWELTPOLITISCHE INSTRUMENTE ADRESSIERT

Worin besteht der Sinn eines zusätzlichen Einsatzes von Green Finance über das vorhandene und genutzte umweltpolitische Instrumentarium hinaus? In unserer theoretischen Analyse (Fuest und Meier 2022) modellieren wir die Wirkung der Taxonomie analog zu einer Steuer auf nicht nachhaltige Aktivitäten. Bisher werden umweltpolitische Ziele in der EU vor allem durch umweltpolitische Maßnahmen adressiert. Dazu gehört vor allem das System handelbare Emissionsrechte. Diese versehen die Emission von Kohlendioxid durch Unternehmen in der EU mit einem Preis. Durch die Festlegung der Gesamtemissionen kann die EU den angestrebten Ausstoß von Treibhausgasen kontrollieren. Die Handelbarkeit der Rechte über eine Börse bewirkt, dass alle Unternehmen mit niedrigen Vermeidungskosten, etwa durch den Einbau von Filtern, zur Eindämmung des Ausstoßes an Kohlendioxid beitragen. Ein zusätzlicher umweltpolitischer Nutzen durch eine Förderung »grüner« Investitionen erscheint somit zweifelhaft.

Gleichzeitig kann es zu einer Fehlleitung von Investitionen in dem Sinn kommen, dass geförderte Investitionen weniger produktiv sind als nicht nachhaltige. Die Gesamtheit der Anleger am Kapitalmarkt wird derart investieren, dass die erwarteten Netto Renditen unter Berücksichtigung von Steuern und Subventionen in den verschiedenen Anlagen gleich sind. Sollten einige Anlegergruppen, wie zum Beispiel Staatsfonds, andere Ziele verfolgen, ist der Anteil renditeorientierter Anleger stets groß genug, um etwaige kurzfristig auftretende systematische Differenzen der Netto Rendite auszunutzen. Entsprechend dieser Erwartung findet die Deutsche Bundesbank (2019) keine systematische Renditedifferenz zwischen »grünen« und anderen Finanzanlagen.

Kommt es nun aber zu einer unterschiedlichen Besteuerung oder Subventionierung, geht dies mit unterschiedlichen Bruttorenditen einher, und zwar so, dass geförderte »grüne« Anlagen eine niedrigere Bruttorendite aufweisen. Damit aber wäre »grünes« Kapital systematisch weniger produktiv als solches, das nicht als nachhaltig eingestuft wird. Ein derartiger Zustand ist ineffizient, da durch Umlenkung von »grü-

nem« zu »braunem« Kapital ein höheres Einkommen in der Volkswirtschaft und höheren Konsummöglichkeiten für die Konsumenten erreichbar wären. Die Einkommensverluste werden sich typischerweise durch Lasten für die die Subventionen finanzierenden Steuerzahler manifestieren. Sollte hingegen Green Finance zur Vermeidung dieser Problematik über eine erhöhte Besteuerung von »braunen« Investitionen erreicht werden, ist eine geringere Lohnsumme aufgrund von Kapitalflucht ins Ausland zu erwarten.

Eine andere Frage ist, ob auf dem Weg einer Förderung von »grünem« Kapital eine Verringerung von Treibhausgasemissionen erreicht werden kann. Diesem Fragekomplex aus ökonomischen und ökologischen Folgen der Subventionierung von Investitionen in emissionsarmen Industrien widmet sich unsere neue Studie (Fuest und Meier 2022). Wir betrachten einen Rahmen einer Wirtschaft mit zwei Sektoren, die Kohlendioxid in unterschiedlicher Intensität nutzen und unterschiedliche Güter produzieren. Um einen etwaigen Vorteil einer Förderung des »grünen« Kapitals möglichst groß ausfallen zu lassen, wird vereinfachend unterstellt, dass der »grüne« Sektor emissionsfrei operiert und der »braune« Sektor Kohlendioxid emittiert. Die Konsumenten nutzen beide Güter, die überdies beide auf dem Weltmarkt gehandelt werden. Realistischerweise kann auch Kapital im- oder exportiert werden. Ferner führt die Mobilität der Arbeitskräfte zwischen den Sektoren zu einem Ausgleich der Reallöhne. Betrachtet werden zunächst die Konsequenzen einer Subventionierung der Investitionen im »grünen« Sektor. Dies führt zu einer Vergrößerung des »grünen« Sektors durch den Zufluss von Arbeit und Kapital und zu einer Schrumpfung des »braunen« Sektors.

GREEN FINANCE VERRINGERT EINKOMMEN UND ERHÖHT EMISSIONEN IM REST DER WELT

Hinsichtlich der wirtschafts- und umweltpolitischen Ziele fällt die Bilanz ernüchternd aus. Die Einkommen und die Konsummöglichkeiten der Menschen in der betrachteten Wirtschaft verringern sich, weil die Kapitaleinkünfte der Einheimischen schlussendlich nicht steigen, die Subventionierung des »grünen« Kapitals aber durch Besteuerung finanziert werden muss, was zu Lasten der einheimischen Arbeitnehmer gehen muss. Darüber hinaus kommt es zu einem weltweiten Anstieg der Treibhausgasemissionen, wenn die Umweltpolitik der EU unverändert bleibt. Dies geschieht aufgrund der Reaktionen der Handelsströme. Die verringerte Produktion des »braunen« Gutes wird durch zusätzliche (Netto-)Importe aufgefangen. Entsprechend kommt es zu zusätzlichen (Netto-)Exporten des »grünen« Gutes. Wenn aber realistischerweise der Rest der Welt außerhalb der EU keine vergleichbar strikte Umweltpolitik aufweist, ist die zusätzliche Produktion des »braunen« Gutes mit zusätzlichen Treibhausgasemissionen verbunden. Somit steigen

aufgrund der vermeintlich grünen Politik der Förderung »grünen« Kapitals in der EU die Treibhausgasemissionen außerhalb in der EU, und damit in der Welt. Zahlreiche ähnliche Phänomene der negativen Rückkoppelungen umweltpolitischer Maßnahmen einzelner Länder über Reaktionen der Im- und Exportstrukturen sind in der Literatur unter dem Stichwort *carbon leakage* bekannt (Aichele und Felbermayr 2015; Böhringer et al. 2017).

STRIKTERE UMWELTPOLITIK ALS FOLGE VON GREEN FINANCE FRAGLICH

Es stellt sich allerdings die Frage, ob eine striktere Umweltpolitik durch die EU in Folge der beschriebenen Reaktionen auf die Subventionierung »grünen« Kapitals wahrscheinlich ist. Nach unserer Analyse ist auch dies zweifelhaft. Immerhin führt das gesunkene Einkommen in Übereinstimmung mit vielen Beobachtungen zu einer geringeren Zahlungsbereitschaft für zusätzliche umweltpolitische Maßnahmen, somit eher zu einer laxeren Politik. Weiterhin würden niedrigere Preise oder höhere Gesamtquoten für Kohlendioxidemissionen auch das Problem der Einkommensverluste durch die niedrigere Bruttoverzinsung des Kapitals im »grünen« Sektor abmildern. Dem gegenüber steht allerdings der geringere materielle Schaden durch eine weitere Verkleinerung des »braunen« Sektors, wenn die Umweltpolitik gestrafft wird. Im Allgemeinen ist es unsicher, welcher Effekt überwiegt. Unzweifelhaft gilt jedoch, dass die EU besser damit fahren würde, die Emissionsrechtezuweisung direkt zu verknappen, ohne den Umweg der Subventionierung »grünen« Kapitals zu wählen.

GREEN FINANCE KÖNNTE ZUKÜNFTIGE REGIERUNGEN BINDEN

Warum also genießt diese anscheinend ineffiziente Politik aktuell eine derart breite Popularität? Unser Erklärungsversuch berücksichtigt politische Prozesse und stellt auf ein Szenario ab, bei dem Anlagekapital nicht ohne weiteres kurzfristig wieder deinstalliert werden kann, wie es häufig bei Maschinen und Bauten der Fall ist. Der Einfachheit halber werden lediglich zwei politische Gruppen unterstellt, die als »grün« und »konservativ« bezeichnet werden und sich hinsichtlich ihrer umweltpolitischen Zielsetzungen unterscheiden. In Demokratien kommt es regelmäßig zu Machtwechseln, wobei »grüne« Regierungen höhere Zahlungsbereitschaften für umweltpolitische Verschärfungen besitzen als »konservative« Regierungen. Unterstellt wird weiter, dass eine einmal eingeführte Subvention für »grünes« Kapital auch nach einem Wechsel zu einer anderen Regierung Bestand hat und so Investitionsentscheidungen in längerfristiger Perspektive beeinflussen kann. Im Gegensatz dazu kann eine neue Regierung die Umweltpolitik stets ihren eigenen Vorstellungen gemäß anpassen. In einem derartigen

Szenario wird ein über eine Politik der Green Finance vergrößerter »grüner« Sektor auch eine nach einem Machtwechsel ins Amt gekommene konservative Regierung dazu bringen, eine strengere Umweltpolitik zu verfolgen. Der Grund liegt darin, dass aufgrund der nicht mehr flexiblen Investitionen in Sachkapital Einkommensgewinne aus einer laxeren Umweltpolitik nur noch sehr eingeschränkt hebbbar sind. Diese Reaktion einer etwaig kommenden konservativen Regierung ist es, die die aktuelle »grüne« Regierung dazu bringt, »grüne« Anlagen schon heute zu subventionieren. Würde sie sicher im Amt bleiben, würde sie es hingegen bevorzugen, auf Green Finance zu verzichten, und allein dem Einsatz der umweltpolitischen Instrumente vertrauen.

BINDUNG AN ZUKÜNFTIGE UMWELTPOLITIK IST GREEN FINANCE ÜBERLEGEN

Diese Erklärung für Green Finance ist noch keine wohlfahrtsökonomische Rechtfertigung. Das Ziel einer längerfristigen Bindung an Umweltziele ist prinzipiell durch andere Maßnahmen erreichbar. Der durch Green Finance verursachte Effizienzverlust kann durch das Eingehen von Verpflichtungen zur künftigen Klimapolitik vermieden werden, etwa durch die verbindliche Zusage zu niedrigeren Treibhausgasemissionen zu verschiedenen späteren Zeitpunkten. Ein derartiges Vorgehen ist im Rahmen des Kyoto-Prozesses und speziell in der EU durchaus üblich. Es entfaltet durch die öffentliche Debatte und rechtliche Regelungen durchaus eine erhebliche Bindungskraft und Glaubwürdigkeit. Eine Klimapolitik, die erfolgreich sein will, sollte Instrumente auswählen, die das Erreichen der Klimaschutzziele zu möglichst geringen Kosten ermöglicht. Dafür ist es wichtig, darauf zu achten, dass die verschiedenen Instrumente sinnvoll aufeinander abgestimmt sind.

LITERATUR

- Aichele, R. und G. Felbermayr (2015), »Kyoto and Carbon Leakage: An Empirical Analysis of Carbon Content in Bilateral Trade«, *Review of Economic and Statistics* 97(1), 104–115.
- Böhringer, C., K. E. Rosendahl und H. B. Storrøsten (2017), »Robust Policies to Mitigate Carbon Leakage«, *Journal of Public Economics* 149, 35–46.
- Deutsche Bundesbank (2019), »Der Markt für nachhaltige Finanzanlagen: eine Bestandsaufnahme«, *Monatsbericht* Oktober, 13–33.
- European Banking Federation (2019), *Encouraging and Rewarding Sustainability: Accelerating Sustainable Finance in the Banking Sector*, Brüssel und Frankfurt.
- EU Technical Expert Group on Sustainable Finance (2020), *Taxonomy: Final Report of the Technical Expert Group on Sustainable Finance*, Brüssel.
- Fuest, C. und V. Meier (2022), »Sustainable Finance and Climate Change: Wasteful but a Political Commitment Device?«, CESifo Working Paper No. 9537, München.
- Norges Bank Investment Management (2022), *Responsible Investment: Government Pension Fund Global 2021*, Oslo.
- Sustainable-Finance-Beirat der Bundesregierung (2021), *Shifting the Trillions: Ein nachhaltiges Finanzsystem für die große Transformation*, Berlin.