

Die „nachhaltigen“ Aktienfonds erzielen keine besseren Renditen

## Tiefe Kratzer im grünen Lack

Mit den Bärenmärkten offenbaren sich die Anlageexzesse der vergangenen Jahre. Nach den Crashes italienischer Staatsanleihen, überbeurterter Techaktien und fragwürdiger Kryptowährungen (JF 26/22) geht es jetzt auch nachhaltigen Anlagen (Umwelt, Soziales, Unternehmensführung/ESG) an den Kragen. Im Mai war Tesla aus dem Aktienindex S&P 500 ESG geworfen worden, woraufhin Elon Musk seinen 100 Millionen Twitter-Followern mitteilte, nachhaltige Anlagen wären ein Betrug und würden von Aktivisten als Waffe mißbraucht. Zudem war das der Monat mit zwei Milliarden Dollar an Abflüssen aus ESG-Anlagen – nach zuvor durchschnittlich drei Milliarden an monatlichen Zuflüssen. Dann gab es eine Razzia bei der Deutschen Gesellschaft für Wertpapiersparen (DWS) wegen angeblichen Greenwashings, während der ESG-Chef der HSBC-Bank suspendiert wurde, weil er vor grüner Übertreibung warnte.



von  
**Thomas Kirchner**

„Ab August müssen deutsche Finanzberater ihren Kunden ESG-Produkte anbieten.“

Dank der niedrigen Ölpreise und schlecht laufender Energieaktien konnten Ökoaktivisten jahrelang institutionelle Anleger überzeugen, daß grüne Anlagen bessere Renditen erzielen. Doch seit zwei Jahren steigen Energiepreise und -aktien, und nachhaltige Anlagen laufen unterdurchschnittlich. Jetzt merken frustrierte Anleger, daß sie den Energiesektor untergewichtet hatten: ExxonMobile beispielsweise hat sich seit Juli 2020 verdoppelt, die ESG-Variante des S&P 500 Index nur um 20 Prozent zugelegt. In diesem Jahr liegt der S&P Energieindex mit 31 Prozent im Plus, der normale S&P mit 20 Prozent im Minus. Inzwischen werden 77 Prozent aller Fonds weltweit als „nachhaltig“ eingestuft.

Doch es ist klar, daß dies praktisch unmöglich ist. Also werden die Zahlen geschönt (Greenwashing). Mit diesem Vorwurf sind zahl-

reiche Vermögensverwalter konfrontiert. Die Bank of New York zahlte deswegen eine Strafe von 1,5 Millionen Dollar. Spektakulärer sind die Vorgänge bei der Deutschen Bank. Die Chefin für ESG-Anlagen der Fondstochter DWS wurde entlassen und ging mit der Behauptung an die Öffentlichkeit, man übertreibe die Höhe der ESG-Anlagesumme (JF 26/22). Anleger scheinen dadurch allerdings nicht geschädigt worden zu sein – angesichts des Renditeunterschieds der ESG-Anlagen dürften sie sogar besser dastehen. Dennoch durchsuchten Staatsanwaltschaft und die Finanzaufsicht BaFin medienwirksam die Geschäftsräume.

Das genau entgegengesetzte Drama ereignete sich bei der britischen HSBC. Deren ESG-Chef Stuart Kirk hatte von „unbegründeten, parteiischen, eigennützigen und apokalyptischen Warnungen“ im Zusammenhang mit Klimawandel gesprochen und bezweifelte die langfristige Wirksamkeit kurzfristiger ESG-Anlageentscheidungen. Argumentativ war Kirk zwar Musks Kritik überlegen, doch löste seine Häresie einen Sturm der Entrüstung aus. HSBC suspendierte Kirk. Überhaupt scheinen Anleger weit weniger scharf auf ESG zu sein als Anbieter und Behörden. Eine Nichtregierungsorganisation stellte bei einer Untersuchung in

sieben EU-Ländern mit Entsetzen fest, daß die meisten Anlageberater ihre Kunden nicht nach deren ESG-Präferenzen fragen.

In den vergangenen Jahren war das für den Geldbeutel der Kunden jedenfalls auch gut so. Doch ab August müssen die Finanzberater ihren Kunden ESG-Produkte anbieten. Erfahrungsgemäß sind im Privatkundengeschäft die Anlageerfolge der letzten zwei bis drei Jahre entscheidend. ESG-Anlagen dürften es deshalb in diesem Segment schwer haben.

Steuermilliarden sollen Uniper-Konzern durch Gaskrise bringen

## Die Talfahrt hat begonnen

Von **Marc Schmidt**

Als der Essener Energiekonzern Eon 2016 beschloß, „grün“ zu werden, wurden die Bereiche Kohle und Gas in die neue Uniper SE ausgelagert. Seit 2020 ist das Düsseldorfer MDax-Unternehmen mehrheitlich im Besitz des halbstaatlichen finnischen Fortum-Konzerns. Dennoch soll nun der deutsche Steuerzahler einspringen, denn seit Januar ist der Uniper-Kurs auf Talfahrt: aus 40 waren im Juni weniger als 20 Euro geworden. Zu Wochenbeginn waren es keine zwölf Euro mehr. Uniper hat sich am Gaskonsum verzockt und ist existenzgefährdet. Das grüne Bundeswirtschaftsministerium arbeitet an einer staatlichen Rettung, denn eine Pleite hätte unabsehbare Nebenwirkungen.

Gibt Uniper die kriegs-, sanktions- und technisch bedingten Mehrkosten der Gasbeschaffung am Markt an die Kunden weiter, gingen insbesondere Betriebe der deutschen Grundstoff- und Chemieindustrie reihenweise pleite. Das wäre weit dramatischer als die stundenweise Zuteilung von Warmwasser an Mieter, wie es eine Wohnungsgenossenschaft im sächsischen Dippoldiswalde jetzt verkündet hat. Bislang scheut Minister Robert Habeck die Genehmigung einer eigentlich vertragswidrigen Preis-

maßnahme durch Erklärung der Gasnotlage. Erhöht Uniper seine vereinbarten Preise nicht, besteht Insolvenzgefahr, was durch den Versorgungsausfall ebenfalls die Pleite zahlreicher Industriebetriebe nach sich ziehen würde. Die öffentliche Feststellung der Insolvenzgefahr hat nicht nur den Uniper-Aktienkurs weiter fallen lassen, sondern dies verpflichtet alle anderen Marktteilnehmer zur Vorkasse bei Uniper.

Die SPD-nahen DGB-Gewerkschaften im Uniper-Aufsichtsrat haben als erste nach einer Staatsbeteiligung à la Lufthansa oder Commerzbank gerufen. Das Ergebnis wäre Realisire: Ein Wirtschaftsminister, der es nicht schafft, sich für die Rückgabe einer reparierten Turbine für die Pipeline Nord Stream I von Kanada an Russland einzusetzen, scheitert mit allen alternativen Erdgas-Beschaffungsansätzen. Dafür kommuniziert er Markteingriffe und Horrorszenerarien, was den Marktpreis von Erdgas weiter erhöht. Habeck wird daher mit milliardenschweren „Schutzschirmen“ die Folgen seines Handelns abfedern, um sich nicht als Verursacher der Misere, sondern als Retter der Gasversorgung und der Industrie zu präsentieren. Doch der Preishammer für alle kommt spätestens im Winter.



EZB-Präsidentin Christine Lagarde bei Pressekonferenz in Frankfurt: Erstmals seit 2011 werden die Euro-Leitzinsen wieder etwas angehoben

## Das Trilemma der EZB

**Geldpolitik:** Zinsanstieg setzt die Hochschuldenstaaten unter Druck / Spaltung der Eurozone?

**DIRK MEYER**

Spätestens seit der außerordentlichen, nur Stunden zuvor angekündigten Ad-hoc-Sitzung des Zentralbankrats vom 15. Juni herrscht Nervosität im Frankfurter EZB-Tower. Was war geschehen? Angesichts der wachsenden Unsicherheit über die inflationäre Entwicklung in der Eurozone und des zögerlichen Handelns der Notenbank stiegen die Risikoauflagen für Anleihen hochverschuldeter Euroländer stark an. Lag die Zinsdifferenz zu den als sicher geltenden Bundesanleihen bis Ende des vorigen Jahres noch bei etwa einem Prozentpunkt, so stieg der Aufschlag für Italien sprunghaft auf 2,5 Prozentpunkte an.

Das erinnerte an den Beginn der Eurokrise. Dort erreichten die Risikoauflagen für Griechenland (April 2010), Irland (November 2010) und Portugal (April 2011) ein krisenhaftes Niveau. Die Erfahrungen zeigen, daß ein Land ab einem Zinsaufschlag von 4,5 Prozentpunkten auf eine sichere zehnjährige Staatsanleihe den Marktzugang verliert („skyrocket“). Anders ausgedrückt: Es droht Insolvenz. Nach dem Eingeständnis ihrer Präsidentin Christine Lagarde, die Inflation falsch eingeschätzt zu haben, steht die EZB vor einem Trilemma: Sie muß der Inflation entgegensteuern, den Kreditzugang der hochverschuldeten Eurostaaten offenhalten und zugleich das Verbot der monetären Staatsfinanzierung einhalten.

### Neue Ideen gegen die Ausweitung der Risikoauflagen für Anleihen

Gemäß Artikel 127 des Vertrags über die Arbeitsweise der EU (AEUV) ist die EZB vorrangig der Geldwertstabilität verpflichtet. Hierzu müßte sie den Leitzins spürbar erhöhen, was insbesondere den Kreditzugang der hochverschuldeten Eurostaaten erheblich verteuert und langfristig gefährdet. So betragen Ende 2021 die Staatsschuldenquoten für Griechenland 193 Prozent des Bruttoinlandsprodukts (BIP), Italien 151, Portugal 127, Spanien 118 und Frankreich 113 Prozent. Als Schwergewicht stellt Italien mit Staatsschulden von 2,7 Billionen Euro einen der gesamten Eurozone existentiell gefährdenden Problemfall dar. Zwar ist die durchschnittliche Restlaufzeit der ausstehenden Anleihen

mit gut sieben Jahren relativ lang, was ein akutes Liquiditätsproblem eher ausschließt.

Nach Berechnungen auf der Basis von EZB-Daten wird die drittgrößte EU-Volkswirtschaft aber neben einer geplanten Neuverschuldung von 115 Milliarden Euro dieses Jahr etwa 340 Milliarden Euro refinanzieren müssen – alles zu gestiegenen Kreditzinsen. Selbst im völlig unrealistischen Fall eines ausgeglichenen Haushalts würde die Staatsschuldenquote Italiens ab 2023 steigen, da die Durchschnittsverzinsung italienischer Staatsanleihen dann höher wäre als das prognostizierte BIP-Wachstum von 2,5 Prozent. Die Zinslast könnte dann nicht mehr durch das Wirtschaftswachstum finanziert werden. Ein weiteres Problem entsteht im italienischen Bankensektor, denn 422 Milliarden Euro (15,6 Prozent) dieser Anleihen sind im Bestand italienischer Geschäftsbanken, die bei entsprechenden Kursverlusten Wertberichtigungen vornehmen müßten und dadurch in Schieflage geraten könnten. Zudem könnte ihr Bestand an notleidenden Krediten aufgrund der sich verschlechternden wirtschaftlichen Lage zunehmen.

Dadurch, daß die EZB weiterhin und vermehrt italienische Staatsschulden aufkauft, wäre das Problem eigentlich gelöst. Allerdings hat das Bundesverfassungsgericht am 5. Mai 2020 (2 BvR 859/15) hier einen Riegel vorgeschoben. Um nicht gegen das Verbot der monetären Staatsfinanzierung zu verstoßen, also zu verhindern, daß die Notenbank ihnen das Geld „druckt“, darf zum einen die Ankaufobergrenze von 33 Prozent (Sperrminorität) nicht überschritten werden, und zum anderen muß die Verteilung der Ankäufe gemäß dem EZB-Kapitalschlüssel erfolgen. Damit sollen eine zinsbeeinflussende Marktmacht und eine fiskalpolitisch-selektive Bevorzugung verhindert werden.

Indem etwa 727 Milliarden Euro (26,9 Prozent) der italienischen Staatsschulden bei der Banca d'Italia und der EZB lagern, bietet die Ankaufobergrenze derzeit noch gewisse Spielräume. Allerdings haben Italien und weitere mediterrane Länder mehr eigene Anleihen bei der Notenbank eingelagert, als es der EZB-Kapitalschlüssel zuläßt. Die EZB arbeitet deshalb intensiv an einem „Anti-Defragmentierungsinstrument“. Die Wahl hat es in sich, denn „Fragmentierung“ deutet eine ungeordnete Aufspaltung an. Damit bestreitet die EZB indirekt, daß die Renditedifferenzen Ausdruck einer unterschiedlichen Bonität Italiens und Deutschlands sind.

Auch stellen sich einige Fragen: Ab welcher Zinsdifferenz soll eingegriffen werden? Jegliche Eingriffsschwelle mindert die Anreize zu einer verantwortungsvollen Schuldenpolitik, da Sanktionen des Marktes außer Kraft gesetzt werden. Soll die Eingriffsschwelle öffentlich bekannt sein – was Spekulationen eröffnet? Wird das Instrument an Auflagen geknüpft, wie es beim 2012 beschlossenen Outright Monetary Transactions-Programm (OMT) der Fall ist? Gerade Italien lehnt diese Bedingung kategorisch ab. Auch wäre dies ein Hinweis auf fiskalische Probleme, bei deren Lösung das Mandat der EZB überschritten würde.

### EU-Gemeinschaftsschulden künftig die Regelfinanzierung?

Zudem wirkt ein weiterer Ankauf italienischer Schuldpapiere inflationär, und das ausgegebene Zentralbankgeld müßte durch Gegengeschäfte neutralisiert werden. So könnte die EZB aus ihrem Bestand deutsche Anleihen mit niedriger Rendite verkaufen. Allerdings würden die einhergehenden Kursverluste zu über 90 Prozent zu Lasten der Bundesbank und damit indirekt des deutschen Fiskus gehen. Deutschland würde für Verluste einstehen, um Italiens unsolide Haushaltspolitik zu stützen. Alternativ könnte die EZB eigene, relativ niedrig verzinsten Schuldverschreibungen an Geschäftsbanken verkaufen, um die Geldmenge entsprechend den neu erworbenen italienischen Anleihen auszugleichen. Sie sind in den Regularien bereits vorgesehen – ursprünglich mit redlicher Absicht für andere Zwecke. Möglich wären auch Termineinlagen von Geschäftsbanken mit relativ kurzen Laufzeiten, die dann regelmäßig neu aufgelegt werden müßten.

Die geldpolitische Handlungsfähigkeit der EZB steht in Frage. Außergewöhnliche Instrumente beinhalten Gefahren eines Mißbrauchs. Die Währungsunion mutiert zu einer Geldannahmegemeinschaft mit national gesteuertem Geldemission als Ausdruck einer Spaltung der Eurozone. Ein zukünftiger Ausweg wären EU-Gemeinschaftsschulden der Staaten als Regelfinanzierung, wie sie bereits als Ausnahme in der Pandemie praktiziert wurden – die Fiskalunion ohne Souveränitätsverlust der Staaten würde Wirklichkeit.

**Prof. Dr. Dirk Meyer** lehrt Ökonomie an der Helmut-Schmidt-Universität Hamburg.

## Die JF – überall dabei

Ihre Vorteile mit dem Online-Plus-Abo:

- ✓ Zugriff auf die neue JF schon ab Mittwoch abend
- ✓ Archiv mit allen JF-Ausgaben als PDF ab 2008
- ✓ Mobil überall und jederzeit die JF lesen
- ✓ Über die JF-App auch mit Reader-Funktion lesbar

Jetzt freischalten: [jf.de/online-plus](https://jf.de/online-plus)



Demokratie  
braucht  
Meinungsfreiheit

Online-Plus-Abo