

Groen monetair beleid voor duurzame prijsstabiliteit

De klimaatcrisis vergt actie op vele fronten, zo ook van centrale banken in de uitvoering van monetair beleid. De ECB onderneemt actie omdat het negeren van klimaatimpact en klimaatrisico's een adequate mandaatsuitoefening in de weg staat.

IN HET KORT

- ▶ De macro-financiële materialiteit vereist dat centrale banken in hun mandaatsuitoefening de klimaatoverwegingen meenemen.
- ▶ Vergroening van het monetaire beleid helpt klimaatrisico's voor prijsstabiliteit mitigeren.
- ▶ De ECB richt zich op een klimaatneutraal monetair beleid en zet de eerste stappen.

De zomer van 2023 bood opnieuw bewijs dat de klimaatcrisis al lang geen hypothese meer is maar een feit. Vanwege de toenemende extreme weersverschijnselen ondernemen de verantwoordelijke autoriteiten actie om de steeds kleiner wordende kans op een ordentelijke transitie in leven te houden. Zo ook in Europa, waar de doelen van het Akkoord van Parijs onder andere zijn vertaald in een Klimaatwet, de Europese Green Deal, en in het Fit-for-55-beleidspakket. De macro-financiële gevolgen van de klimaatcrisis kunnen zich eveneens uiten als risico's voor prijsstabiliteit, en vereisen derhalve dat centrale banken in het monetaire beleid klimaatoverwe-

gingen meenemen. Deze bijdrage gaat in op de relevantie van de klimaatcrisis voor monetair beleid, en op de concrete stappen die de Europese Centrale Bank (ECB) heeft gezet om klimaatoverwegingen stelselmatig in de monetairbeleidsvoering mee te nemen.

DE MACRO-FINANCIËLE GEVOLGEN VAN DE KLIMAATCRISIS

De economische gevolgen van de klimaatcrisis manifesteren zich als fysieke en transitierisico's. Bij fysieke risico's gaat het om de impact op de economie van het veranderende klimaat, bijvoorbeeld in de vorm van overstromingen en hittegolven. Deze klimaatgebeurtenissen hebben tevens hun impact op de productie- en verdien capaciteit van bedrijven, en op de inkomens- en vermogenspositie van huishoudens. Daarnaast worden huishoudens, bedrijven en overheden geconfronteerd met de schade door extreem weer, dan wel met de aanpassingskosten om beter bestendig te zijn tegen de toenemende materialisatie van de fysieke risico's.

Bij transitierisico's gaat het om de economische consequenties van de transformatie naar een economie met minder uitstoot. Overheden implementeren beleid in wet- en regelgeving om klimaatdoelen te behalen, er worden CO₂-

IRENE HEEMSKERK
Hoofd klimaatcentrum bij de Europese Centrale Bank (ECB)

CHRISTIAAN PATTIPEILOHY
Counsellor van de directie bij de ECB

Deze bijdrage is geschreven op persoonlijke titel.

neutrale technologieën ontwikkeld en burgers veranderen voorkeuren ten faveure van duurzame consumptie. Dit betekent dat bedrijven met een hoge uitstoot langzaam hun activiteiten moeten terugschalen en investeringen dienen te ondernemen om tot een productieproces te komen dat aan de geldende duurzaamheidsvereisten voldoet.

De klimaatcrisis heeft impact op de economie via deze kanalen van fysieke en transitierisico's, en veroorzaakt financiële risico's – en is als zodanig relevant voor het ECB-mandaat. De precieze macro-economische effecten zijn echter ongewis, en moeilijk op voorhand te kwantificeren, aangezien we op dit moment niet weten hoe de fysieke en transitierisico's zich zullen materialiseren en hoe de economie zich daarop zal aanpassen. Dat is de reden waarom de gevolgen van klimaatverandering vaak worden verkend met een scenario-analyse. Recent heeft de ECB een klimaat-stresstest uit-

‘Groenflatie’ treedt op als gevolg van inspanningen om de economie te verduurzamen

gevoerd op basis van verschillende klimaatscenario's. Daaruit blijkt dat het scenario waarin de energietransitie versneld wordt ingezet, economisch gezien het beste uitpakt (ECB, 2023).

Specifiek voor de invloed van klimaatverandering op de primaire doelvariabele van centrale banken, namelijk inflatie, heeft ECB-directielid Isabel Schnabel (2022) drie te verwachten mechanismen kwalitatief onderscheiden: 'klimaatflatie', 'fossielflatie' en 'groenflatie'. Bij 'klimaatflatie' gaat het om de impact van toenemende klimaat- en natuurrampen op inflatie. Recent ECB-onderzoek laat zien dat deze effecten niet hypothetisch zijn. Kotz et al. (2023) schatten dat de hittegolf in 2022 een significant effect van 0,67 procentpunt heeft gehad op de voedselprijsinflatie in het eurogebied tot één jaar vooruit. 'Fossielflatie' betreft het oplopen van prijzen

van fossiele energiebronnen door een toenemende schaarste naarmate de bronnen uitgeput raken. De effecten kunnen kwalitatief vergeleken worden met de energieprijsschok die optrad als gevolg van de Russische invasie in Oekraïne, die mede ten grondslag heeft gelegen aan de huidige monetaire verkrappingscyclus.

'Groenflatie' treedt op als gevolg van inspanningen om de economie te verduurzamen. De grondstoffen en productiestructuren die nodig zijn voor de vergroening zijn op korte termijn, net als traditionele fossiele energiebronnen in aanbod beperkt – en dus zal de transitie op korte termijn tot oplopende prijzen leiden. De vraag naar grondstoffen als koper, lithium en kobalt zal bijvoorbeeld naar verwachting tussen nu en 2050 verviervoudigen. Hoge en volatiele grondstofprijzen, evenals de concentratie van de productie, kunnen de transitie duurder maken en vertragen. Tegelijkertijd zullen in een transitie de gevolgen van klimaatflatie en fossielflatie geleidelijk gedempt kunnen worden, wat de onzekerheid van het overkoepelende effect op de inflatie onderstreept.

Groenflatie kan ook het gevolg zijn van de implementatie van uitstootbeprijzing. Recent ECB-onderzoek, op basis van een set van macro-economische modellen, suggereert dat het effect van een stijgende CO₂-prijs, in lijn met de netto-nul-uitstootscenario's van het Internationaal Energieagentschap op bbp-groei en inflatie relatief beperkt zal zijn (Brand et al., 2023). Maar dat is niet waar de analyse stopt. De analyse laat namelijk eveneens zien dat in de meeste modellen een lage substitutievoet tussen niet-duurzame en duurzame productie en consumptie ertoe leidt dat de netto-nul-uitstootdoelen niet gehaald worden. Dit betekent dat ofwel de CO₂-prijs verder zal moeten stijgen dan doorgaans aangenomen – met grotere effecten op groei en inflatie tot gevolg – of dat uitstootbeprijzing gecombineerd moet worden met wet- en regelgeving. De ECB-analyse richt zich op een pad voor uitstootbeprijzing dat grotendeels geanticipeerd is, en dus een pad waar bedrijven en huishoudens zich geleidelijk op aanpassen – wat de impact op groei en inflatie dempt. De meeste modellen veronderstellen bovendien dat inflatieverwachtingen goed verankerd blijven. Wanneer dat in mindere mate opgeld doet, zullen de effecten van uitstootbeprijzing op inflatie groter en meer persistent zijn.

DE ROL VAN MONETAIR BELEID

De consequenties van de klimaatcrisis op de economie zijn op verschillende manieren relevant voor monetair beleid (ECB, 2021). Ten eerste is het plausibel dat zowel de frequentie als de impact van schokken op de economie toeneemt als gevolg van de klimaatcrisis wat – ceteris paribus – leidt tot grotere macro-economische volatiliteit. Ten tweede bemoedigen toenemende klimaatrisico's de monetairbeleidsanalyse, en daarmee het beoordelen van een gepaste monetairbeleidsreactie op schokken. Of het nu om fysieke of transitierisico's gaat, klimaatgebeurtenissen manifesteren zich in belangrijke mate als aanbodschokken, waarbij groei en inflatie in tegengestelde richting bewegen. Aanbodschokken stellen centrale banken over het algemeen voor een grotere uitdaging dan vraagshokken, omdat ze een afruil impliceren. Zijn de aanbodschokken persistent en leiden ze tot risico's voor prijsstabiliteit op de middellange termijn – bijvoorbeeld door tweede-ronde-effecten via de lonen – dan zal het monetaire beleid moeten reageren, wat de economische activiteit verder zal afremmen. Maar als aanbodschokken dusdanig tijdelijk zijn dat ze de prijsstabiliteit op de middellange termijn niet zullen beïnvloeden, dan kan monetair beleid door de schok heen kijken en een monetairbeleidsreactie achterwege laten, wat een negatieve uitwerking op economische activiteit voorkomt.

Ten derde kunnen toenemende klimaatrisico's een verdere daling van de evenwichtsrente veroorzaken. De toegenomen onzekerheid die de klimaatcrisis met zich brengt, en de noodzaak om de financieel-economische weerbaarheid tegen klimaatschokken te vergroten, kunnen de spaarzin in de economie verhogen – wat zich uit in een lagere evenwichtsrente. Dit betekent dat monetair beleid in de toekomst nog vaker met de effectieve ondergrens voor beleidsrentes geconfronteerd zou kunnen worden. Hoewel die toegenomen waarschijnlijkheid deels gemitigeerd zou worden door de voornoemde grotere incidentie van negatieve aanbodschokken als gevolg van de klimaatcrisis.

Een vierde punt is dat de financiële risico's van de klimaatcrisis een negatieve impact kunnen hebben op de soliditeit van financiële instellingen, en daarmee tot verstorin-

gen in de doorwerking van monetair beleid kunnen leiden. Dat betekent dat monetairbeleidsimpulsen minder soepel en voorspelbaar doorgegeven worden aan de reële economie, waardoor ook de invloed op inflatie minder doelgericht wordt (zie de bijdrage van Gilbert et al. in deze bundel voor een uitgebreide beschrijving van factoren die de doorwerking van het monetaire beleid kunnen beïnvloeden).

Als vijfde punt kunnen de risico's die financiële instellingen raken ook hun beslag hebben op de soliditeit van de balans van de centrale bank. Centrale banken kennen, anders dan commerciële banken, geen winstbejag en nemen enkel financiële risico's indien dat nodig is om het prijsstabiliteitsdoel te borgen. Andersom gesteld zullen centrale banken financiële risico's vermijden die niet bijdragen aan prijsstabiliteit, te meer omdat zulke risico's kunnen leiden tot verliezen die het vertrouwen in de centrale bank kunnen schaden. Een prudente centrale bank zal dus enkel risico's op de balans willen hebben indien dat vereist is om de prijsstabiliteitsdoelstelling te bereiken; in het geval van klimaatrisico's is daar thans geen bewijs voor.

Per saldo impliceren deze overwegingen dat prijsstabiliteit, en daarmee monetair beleid, baat heeft bij een succesvolle en ordentelijke transitie, waarbij fysieke risico's zoveel als mogelijk gemitigeerd worden. Tegelijkertijd zijn overheden verantwoordelijk voor het bepalen van klimaatbeleid en niet de centrale banken. Dus is het de vraag hoe centrale banken op een doelmatige manier klimaatoverwegingen kunnen meenemen bij de inzet van het monetairbeleidsinstrumentarium, zonder af te doen aan de prijsstabiliteitsdoelstelling.

Daarbij is het relevant dat sinds de mondiale financiële crisis de monetairbeleidsuitoefening gepaard gaat met veel meer ontwerpkeuzes ten aanzien van de inzet van het instrumentarium dan in het verleden het geval was. Terwijl het ontwerp en de inzet van specifieke instrumenten voordien als praktisch irrelevant werd gezien voor macro-economische uitkomsten, heeft de ervaring met balansmaatregelen aangetoond dat wanneer er sprake is van marktperfecties – waarvan de aanwezigheid plausibel is – het tegendeel aan de orde is (Maas et al., 2017). Schnabel (2021) argumenteert dat er in de context van klimaatverandering inderdaad ook sprake is

van gebrekkig marktfunctioneren. Het bestaan van een ‘greenium’ – dat wil zeggen een korting die beleggers bereid zijn te nemen op groene obligaties (onder andere aangetoond door Pietsch en Salakhova, 2022) – suggereert eveneens marktimperfections in de vorm van een prijs-inelastische voorkeur van investeerders voor duurzame financiële titels. Net zoals centralebankaankopen van lang-rentende obligaties de rentes doen dalen door de termijnpremie te beïnvloeden, zo zullen de centrale-bankaankopen van duurzame obligaties de rentes met een ‘greenium’ doen dalen. Ontwerpkeuzes bij de inzet van het monetairbeleidsinstrumentarium bieden dus ruimte om klimaatoverwegingen mee te nemen, zowel om effectiever op prijsstabiliteit te sturen als om prijsstabiliteit na te streven op een manier waarbij de consistentie met klimaatdoelen beter geborgd is.

EEN ECB-PERSPECTIEF

Erkennen van de relevantie van klimaatverandering voor de taken van de ECB is één, er naar handelen is een tweede. Naast de acties die de ECB in gang heeft gezet in onder andere het banktoezicht en ten aanzien van financiële stabiliteit, is ze via de implementatie van een klimaatactieplan sinds juli 2021 gestart met het stelselmatiger meenemen van klimaatoverwegingen in het monetaire beleid. Dit actieplan was een van de concrete uitkomsten van de herziening van de monetaire strategie, waarin onderkend werd dat de klimaatcrisis ingrijpende gevolgen kan hebben op prijsstabiliteit. De acties die sindsdien zijn ondernomen, hebben tot doel het verbeteren van de analyse van de macro-economische impact van de klimaatverandering, en de mitigatie van risico's, wat bijdraagt aan een meer effectieve uitoefening van het prijsstabiliteitsmandaat. Daarnaast dragen deze acties – onverminderd het doel van de prijsstabiliteit – bij aan het realiseren van de klimaatdoelen van de Europese Unie.

Als eerste voorbeeld maakt de ECB werk van het verbeteren van de economische analyses. Sinds december 2022 neemt ze de impact van ‘groene’ begrotingsmaatregelen op groei en inflatie mee in de macro-economische ramingen die ten grondslag liggen aan monetairbeleidsbesluiten. De eerste resultaten laten zien dat de economische impact van ‘groene’

begrotingsmaatregelen bescheiden is. Tegelijkertijd hebben begrotingsmaatregelen ter ondersteuning van CO₂-intensieve activiteiten – zoals de overheidsmaatregelen die genomen zijn om de sterke stijging van energieprijzen te compenseren – een fors groter effect gehad op de economie. Een wortel voorhouden, terwijl er tegelijkertijd voedsel aan de voeten wordt gelegd, zal de groene transitie onvoldoende op gang brengen. Daarom zal het nodig zijn om bestaande maatregelen ter ondersteuning van CO₂-intensieve activiteiten gericht en geleidelijk af te bouwen. Naast de uitwerking van een ‘groen’ begrotingsbeleid in de ramingsexercities doet de ECB ook modelanalyses naar de impact van de CO₂-beprijzing op groei en inflatie, waarvan het voornoemde onderzoek van Brand et al. (2023) een eerste resultaat is. Vervolgenspanningen zullen erop gericht zijn om de bestaande macro-economische modellen beter geschikt te maken om uitstootbeprijzing en andere vormen van klimaatbeleid adequaat mee te kunnen nemen – om zo de doeltreffendheid van de ramingen en scenario-analyses die ten grondslag liggen aan monetairbeleidsbesluiten te bestendigen.

Ten tweede onderneemt de ECB actie om de klimaatrisico's in de monetairbeleidsoperaties beter te beheersen, en daarmee ook bij te dragen aan de groene transitie. De ECB heeft zich als doel gesteld om de CO₂-voetafdruk van de voor monetair beleid aangehouden bedrijfsobligaties geleidelijk te reduceren. Tussen oktober 2022 en juli 2023 werd bij het herinvesteren van aflopende obligaties in de monetaire portefeuilles het aandeel activa uitgegeven door bedrijven met een betere klimaatprestatie vergroot ten opzichte van het aandeel van bedrijven met een slechtere klimaatprestatie. Bij dit ‘kantelen’ van activa-aankopen wordt er gekeken naar de huidige uitstoot van het bedrijf, de reductiedoelstelling en de informatieverschaffing. In het eerste kwartaal dat deze ‘kantelaanpak’ is toegepast, zijn de relatieve gefinancierde CO₂-emissies van de aankopen van bedrijfsobligaties met 65 procent afgenomen ten opzichte van de eerdere drie kwartalen van 2022. Vervolganalyse zal moeten aantonen of dit ook doorwerkt in een vergelijkbare aanpassing in het volledige universum aan uitstaande bedrijfsobligaties. Voor voornoemde maatregel is het van belang om te benadrukken

dat het volume van de aankopen van activa uitsluitend wordt bepaald door de prijsstabiliteitsdoelstelling. Op grond van de geldende inflatievooruitzichten heeft de ECB besloten om per juli 2023 de herinvesteringen van aflopende obligaties in de monetairbeleidsp portefeuilles te staken. Niettemin zal de ECB zich inspannen om te beoordelen of, bij het aflopen van de aangehouden bedrijfsobligaties, de CO₂-voetafdruk van de resterende portefeuille voldoende afneemt in lijn met de gecommuniceerde ambities om binnen het mandaat aan te kunnen sluiten bij de doelstellingen van het Klimaatakkoord van Parijs.

Ook ten behoeve van het onderpand-raamwerk worden er maatregelen voorbereid om klimaatoverwegingen te integreren. Banken kunnen bij de ECB leningen verkrijgen als voldoende daartoe geschikt bevonden activa als onderpand worden gestald. De ECB heeft aangekondigd om vanaf 2024 limieten in te voeren voor activa, gebaseerd op bedrijfsleningen met een grote CO₂-voetafdruk. Daarnaast houdt het Eurosysteem rekening met klimaatrisico's bij de herziening van de risico-afslagen die worden toegepast op de als onderpand gebruikte bedrijfsobligaties. Deze maatregelen zorgen voor een betere beheersing van de klimaatrisico's in de leningoperaties van de ECB, terwijl er ruim voldoende onderpand beschikbaar blijft voor een effectieve uitvoering van het monetaire beleid.

Terecht stellen Broeders et al. (2021) dat de lat ten aanzien van zorgvuldigheid voor een centrale bank hoger ligt dan voor reguliere marktpartijen. Met de reeds genomen maatregelen is de ECB een ambitieuze en eveneens behoedzame weg ingeslagen om indachtig haar mandaat klimaatoverwegingen mee te nemen in het monetaire beleid. Tegelijkertijd is het niet gezegd dat de ECB klaar is wanneer het in juli 2021 aangenomen actieplan is uitgevoerd. De ECB zal de maatregelen evalueren om zich ervan te verzekeren dat deze nog steeds in overeenstemming zijn met de monetairbeleidsdoelstellingen, en om binnen het mandaat aan te sluiten bij de doelstellingen van het Akkoord van Parijs. Daarnaast zal de ECB zich meer gaan verdiepen in de consequenties van biodiversiteitsverlies voor het monetaire beleid.

TOT BESLUIT – EEN NEDERLANDS PERSPECTIEF

De aandacht van de ECB voor klimaatoverwegingen in het monetaire beleid is onderdeel van de in 2021 door de ECB herziene monetaire strategie die in algemene zin een hogere mate van omgevingsbewustzijn reflecteert dan voordien. Naast klimaat is er eveneens aandacht voor financiële stabiliteit, globalisering, digitalisering en interacties met begrotingsbeleid. Dit grotere omgevingsbewustzijn is ook terug te vinden in de monetairbeleidsstrategieën van andere centrale banken, zoals die van de Bank of England en de Federal Reserve, hoewel deze laatste vooralsnog niet expliciet verwijst naar klimaatoverwegingen.

De ECB heeft de CO₂ voetafdruk van aangehouden bedrijfsobligaties gereduceerd

Een hoge mate van omgevingsbewustzijn past in de traditie van het monetaire denken in Nederland, en kan tegen die achtergrond verwelkomd worden. Het gematigd monetairisme, ontwikkeld in de periode van de stagflatie van de jaren zeventig onder de toenmalig DNB-president Jelle Zijlstra, had als een van de uitgangspunten dat monetair beleid prijsstabiliteit niet in een vacuüm moet nastreven (zie Van Kemenade et al. (2022) voor een recente toepassing van het gematigd monetairistisch denken). Naast monetaire indicatoren was er aandacht voor begrotingsbeleid en loon- en prijsbeleid. Een vroege les die de toenmalig DNB-president Nout Wellink (2009) uit de mondiale financiële crisis trok, was dat monetair beleid in het nastreven van prijsstabiliteit ook aandacht moet schenken aan potentiële financiële onevenwichtigheden die, voorbij de toenmalige traditionele beleidshorizon van twee jaar, tot risico's voor prijsstabiliteit kunnen leiden. Dit denken resonant ook bij zijn opvolger en huidig DNB-president Klaas Knot (2019), die in de context van macro-economische en financiële onevenwichtigheden pleitte voor

meer flexibiliteit in de monetairbeleidsreactie om ongelukken – met de daarbij behorende negatieve consequenties voor inflatie – te voorkomen. In het decennium van persistent lage inflatie na de mondiale financiële crisis was er bij DNB veel aandacht voor de impact van structurele ontwikkelingen op de inflatiedynamiek, zoals globalisering, demografie en technologische ontwikkeling (Bonam et al., 2019).

Een hoge mate van omgevingsbewustzijn staat het respecteren van gescheiden verantwoordelijkheden en bevoegdheden allerminst in de weg, niet ten tijde van Zijlstra en niet

in het heden. Overheden zijn verantwoordelijk voor het voeren van klimaatbeleid. In de woorden van ECB-directielid Frank Elderson (2023) zijn centrale banken geen makers van klimaat- en natuurbeleid, maar ‘nemers’ van zulk beleid. Gegeven de macro-financiële materialiteit van klimaatrisico’s staat het negeren van deze risico’s een adequate mandaatsuitoefening in de weg. Vergroening van het monetaire beleid is daarmee van vitaal belang voor de verduurzaming van prijsstabiliteit.

LITERATUUR

- Bonam, D., G. Galati, I. Hindrayanto et al. (2019) *Inflation in the euro area since the Global Financial Crisis*. DNB Occasional Studies, 17-3.
- Brand, C., G. Coenen, J. Hutchinson en A. Saint Guilhem (2023) *The macroeconomic implications of the transition to a low-carbon economy*. ECB Economic Bulletin, 5/2023.
- Broeders, D., J.W. van den End en R. Rollingswier (2021) *Europees monetair beleid wordt groener*. ESB, 106(4804), 567–569.
- ECB (2021) *Climate change and monetary policy in the euro area*. ECB Occasional Paper, 271.
- ECB (2023) *The Road to Paris: stress testing the transition towards a net-zero economy*. ECB Occasional Paper, 328.
- Elderson, F. (2023) *Policymakers as policy takers: Accounting for climate-related and environmental factors in banking supervision and monetary policy*. Speech uitgesproken bij het Peterson Institute for International Economics. 21 april, Washington DC.
- Kemenade, N. van, F. van Overbeek en O. Sleijpen (2022) *Pas gematigd monetarisme toe in de eurozone*. ESB, 107(4812) 360–361.
- Knot, K. (2019) *The quest for policy scope: implications for monetary policy strategies*. Speech uitgesproken High-Level Conference Racing for Economic Leadership: EU-US perspectives. 16 oktober, New York.
- Kotz, M., F. Kuik, E. Lis en C. Nickel (2023) *The impact of global warming on inflation: Averages, seasonality and extremes*. ECB Working Paper, 2821.
- Maas, R., J.W. van den End en C. Pattiellohy (2017) *Theorie en praktijk van centralebankbalansbeleid in het eurogebied*. ESB, 102(4755), 508–511.
- Pietsch, A. en D. Salakhova (2022) *Pricing of green bonds: drivers and dynamics of the greenium*. ECB Working Paper, 2728.
- Schnabel, I. (2021) *From market neutrality to market efficiency*. Speech uitgesproken op het ECB Onderzoekssymposium ‘Climate change, finance and green growth’. 14 juni, Frankfurt am Main.
- Schnabel, I. (2022) *A new age of energy inflation: climateflation, fossilflation and greenflation*. Speech uitgesproken op The ECB and its Watchers XXII Conference. 17 maart, Frankfurt am Main.
- Wellink, A.H.E.M. (2009) *Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis*. Speech uitgesproken op de Workshop ‘Towards a new framework for monetary policy? Lessons from the crisis’. 21 september, Amsterdam.