

Lóga Máté - Bognár Gergely

Zöld vállalati kötvények a jegybankok látószögében

Napjainkban a globális átlaghőmérséklet emelkedése és az annak következtében fellépő ökológiai problémák a társadalmaink és gazdaságaink működését fenyegető legszignifikánsabb külső kockázati tényezők között vannak. A klímaváltozás negatív hatásainak mérséklése jelentős privát források mobilizálását is szükségessé teszi, és ezek becsatornázását célozzák meg a fenntarthatósági pénzügyi termékek, köztük a zöld vállalati kötvények is. A zöld szegmens dinamikus fejlődését látva a vezető jegybankok is egyre nagyobb figyelmet fordítanak a zöld kötvényekre annak érdekében, hogy elsődleges monetáris politikai céljuk mellett a gazdaság klímasemleges átalakulását is segíteni tudják. Az első európai központi bankként fenntarthatósági mandátumot kapó Magyar Nemzeti Bank a hazai vállalatikötvény-piac likviditásának fejlődését megcélzó Növekedési Kötvényprogramjának révén eredményesen járul hozzá a hagyományos vállalati kötvények mellett a zöld kötvények hazai térnyeréséhez is, ezen keresztül a magyar pénzügyi és gazdasági rendszer klímabarát átalakulását is segítve.

1. A FENNTARTHATÓSÁGI PÉNZÜGYEK ÉS A ZÖLD KÖTVÉNYEK JELENTŐSÉGE

A globális felmelegedés negatív hatásai, illetve a szélsőséges időjárással összefüggő katasztrófaesemények mind gyakrabban tematizálják a híreket és mindennapjainkat. Immár számos szakértői vélemény támasztja alá, hogy **a klímaváltozás következtében fellépő fizikai kockázatok mára a társadalmunkat és gazdaságunkat fenyegető legszignifikánsabb kockázati faktorok közé emelkedtek.** 2015 szeptemberében az ENSZ 193 tagállama fogadta el az Agenda 30 elnevezésű keretrendszert, mely 17 Fenntartható Fejlődési Cél (*Sustainable Development Goals, SDGs*) határozott meg a szegénység és egyenlőtlenség megszüntetése, valamint a Föld környezeti rendszerének megóvása érdekében. **A 2016-os párizsi éghajlatvédelmi egyezmény keretében 190 ország tett vállalást arra, hogy erőfeszítéseket tegyen a klímasemlegesség megvalósítására, mely révén elérhető lenne, hogy a globális átlaghőmérséklet emelkedése 2050-ig az iparosodás szintjéhez képest ne haladja meg a 2 Celsius-fokot.**

A fenti célok realizálása kizárólag az országok gazdasági és társadalmi rendszerének mélyreható átalakítása mellett lehetséges, ami ugyanakkor hatalmas beruházási igényt támaszt a gazdasági szereplők felé. Az OECD [becslései](#) szerint globálisan 2030-ig évente 6,9 billió dollár befektetése szükséges a karbonsemlegesség irányába történő hatékony elmozduláshoz. Ilyen volumenű tőkeallokáció magvalósítása önmagában költségvetési forrásokból nem lehetséges, így **a célok elérése érdekében privát pénzügyi források mobilizálása is elengedhetetlen.** Ezek becsatornázását célozzák meg **a fenntarthatósági pénzügyek,** azokon belül pedig az olyan pénzügyi eszközök, mint a zöld kötvények. A zöld kötvények olyan adósságinstrumentumok, amelyek kibocsátói (államok, vállalatok, önkormányzatok, nemzetközi szervezetek stb.) vállalják, hogy az értékpapírokon keresztül bevont forrást a vonatkozó nemzetközi sztenderdekhez és

előírásokhoz igazodva valamilyen fenntarthatósági cél megvalósítására használják fel. A zöld kötvények, illetve az azokat szabályozó elvek és keretrendszerek részletesebb bemutatására előző cikkünk tett kísérletet.

2. ZÖLD VÁLLALATI KÖTVÉNYEK A NAGY JEGYBANKOK LÁTÓSZÖGÉBEN

A zöld kötvények a tőkepiac egyik legdinamikusabban fejlődő szegmensét testesítik meg. A zöld pénzügyek promotálásával foglalkozó nemzetközi szervezet, a Climate Bonds Initiative (CBI) [statisztikái](#) szerint míg a zöld kötvények éves kibocsátása 2016-ban nem érte el a 100 milliárd dollárt, addig 2020-ban már megközelítette a 300 milliárdot, melyből kiolvasható, hogy a fenntarthatósági célú adósságinstrumentumok állománya exponenciálisan növekszik. **Mivel a klímaváltozás negatív hatásai a pénzügyi rendszerek stabilitására is potenciális veszélyforrást jelentenek, egyre több vezető központi bank elemzi annak lehetőségét,** hogy az árstabilitásra vonatkozó elsődleges küldetése mellett **segítse a gazdasági rendszer karbonsemleges átalakulását is.** Ennek megvalósítására a fenntarthatósági pénzügyi termékek relevanciájának erősítése kézenfekvő megoldás lehet, és figyelembe véve, hogy az elmúlt években számos jegybanki vállalatikötvény-vásárlási program indult, egyre nagyobb teret kaphat a zöld vállalati kötvények monetáris politikai célok szolgálatába történő állítása. A központi bankok kötvényprogramjaira a koronavírus-járvány kitörését követően jelentős válságkezelői szerep is hárult, így kézenfekvő lehet a gazdaságok pandémiát követő újjáépítésének, valamint a klímasemlegesség érdekében történő struktúraváltás szándékának összekapcsolása.

- **A Bank of England (BoE) Monetáris Tanácsa** 2021 májusában kérte fel az intézmény vezetését, hogy vizsgálja meg, hogy a jegybank miként járulhat hozzá az Egyesült Királyság gazdaságának dekarbonizációjához az inflációs cél veszélyeztetése nélkül. A BoE e célhoz kapcsolódóan a **2016-ban indított vállalatikötvény-vásárlási programjának (CBPS) zöldítését tervezi.** A CBPS keretében a jegybank nem pénzügyi vállalatok befektetésre ajánlott hitelminősítésű, fontban denominált kötvényeit vásárolta eredetileg 10, később pedig 20 milliárd font nagyságú keretösszeg mellett. A BoE májusban [vitairatot publikált arról, hogy a felhalmozott kötvényállományán belül milyen elvek és eszközök mentén valósítható meg a fenntarthatósági célú adósságinstrumentumok arányának növelése.](#) A jegybank szerint a portfóliózöldítés fő szempontjai között kell lennie, hogy a program ösztönzőleg hasson a vállalatok aktív dekarbonizációs tevékenységére, hogy a jegybank jó példával járjon el a többi befektető előtt, illetve hogy program feltételeit folyamatosan szigorítva kényszerítse ki a BoE a fenntarthatósági transzformáció előrehaladását. Az intézmény úgy tervezi, hogy több mérföldkövet is meghatároz majd a CBPS zöldítéséhez, a jegybanki vásárlások pedig eltolódhatnak azon vállalatok értékpapírjainak irányába, akik előre- és visszamutató indikátorok alapján is jobban teljesítenek tevékenységük klímasemlegességének javítása terén. **A BoE a kötvényprogram feltételeiben egyre szigorúbb zöld elvárásokat határoz meg annak érdekében, hogy a portfólióból mindinkább kiszoruljanak a nem zöld értékpapírok.**

- **A svéd jegybank, a Riksbank** a COVID-járvány következtében megváltozott makrogazdasági környezetre reagálva, 2020 szeptemberében indította el vállalatikötvény-vásárlási programját, amelynek keretében **2021 januárja óta már kizárólag a fenntarthatóság nemzetközi sztenderdjeivel összhangban forgalomba hozott kötvényeket vásárol**. A svéd központi bank 700 milliárd svéd koronás keretösszegben vesz legfeljebb 5 éves hátralévő futamidővel rendelkező, és befektetésre ajánlott kategóriába tartozó, svédországi székhelyű nem pénzügyi vállalatok által forgalomba hozott kötvényeket, kizárólag másodpiacon. A Riksbank ez év eleje óta csak a meghatározott fenntarthatósági kritériumoknak megfelelő kötvényeket vásárol, mivel az intézmény [érvelése szerint](#) a klímaváltozás fizikai kockázatainak pénzügyi kockázatokká alakulása okán a jegybank zöld preferenciája monetáris politikailag indokolt. A megfelelő kötvények kiválasztásához a Riksbank az úgynevezett *negative screening* módszerét alkalmazza, melynek értelmében a jegybanki vásárlásokra alkalmas értékpapírok köre nem zöld kötvényminősítés megléte, hanem bizonyos (ágazatokra, tevékenységekre stb.) meghatározott restriktív normák és megkötések alapján szűkíthető le.
- **Az Európai Központi Bank (EKB)** az eszközvásárlási programjának (APP) alprogramja, a CSPP keretei között vásárol eurózónában bejegyzett székhelyű nem pénzügyi vállalatok által kibocsátott nem közzállalati és közzállalati kötvényeket. A klímaváltozás árstabilitásra gyakorolt kockázatára hivatkozva az EKB is többször szándékát fejezte ki a fenntarthatósági szempontok monetáris politikai keretrendszerben történő implementálásával kapcsolatban, ugyanakkor effektív lépéseket még nem tett ezzel kapcsolatban. 2021 januárja végén az EKB által tartott zöld vállalatikötvény-állomány 21 milliárd euróra volt tehető, a jegybank korábbi kommunikációja és szakértők becslései szerint pedig a zöld kötvények teljes állományon belüli aránya jelenleg is 3-5% között mozoghat.

3. A MAGYAR NEMZETI BANK ÉS A NÖVEKEDÉSI KÖTVÉNYPROGRAM A ZÖLD JEGYBANKOK ÉLMEZŐNYÉBEN

Magyarország a klímaváltozás hatásait figyelembe véve európai összevetésben a sérülékenyebb országok közé tartozik, így a klímaváltozás negatív externáliáinak érdemi mérséklése a nemzetgazdaság versenyképessége, valamint a lakosság jóléte szempontjából is kulcsfontosságú. **A Magyar Nemzeti Bank (MNB) 2019 februárjában hirdette meg [Zöld Programját](#)**, melyben kihangsúlyozza, hogy az MNB, mint felügyeleti funkciókat is ellátó központi bank számára is fontos, **hogy egyre inkább stratégiai prioritásként kezelje a fenntarthatóság ügyét**. A jegybank a nemzetközi tapasztalatokkal és a Nemzeti Éghajlatvédelmi Stratégiával összhangban 3 fő pillérre építi a Zöld Programot: a pénzügyi szektorra vonatkozó programpontokra, a társadalmi és nemzetközi kapcsolatok erősítésére, valamint az MNB saját működésének további zöldítésére. Az első pillér keretében **a jegybank többek között ösztönözni kívánja a zöld pénzügyi termékekkel (így például vállalati kötvényekkel) kapcsolatos jó gyakorlatok kialakulását**. **2021 júniusában az Országgyűlés első európai jegybankként explicit zöld mandátummal ruházta fel az MNB-t**. Az MNB-törvény módosítása lehetővé teszi, hogy **a jegybank tevékenységében az intézmény**

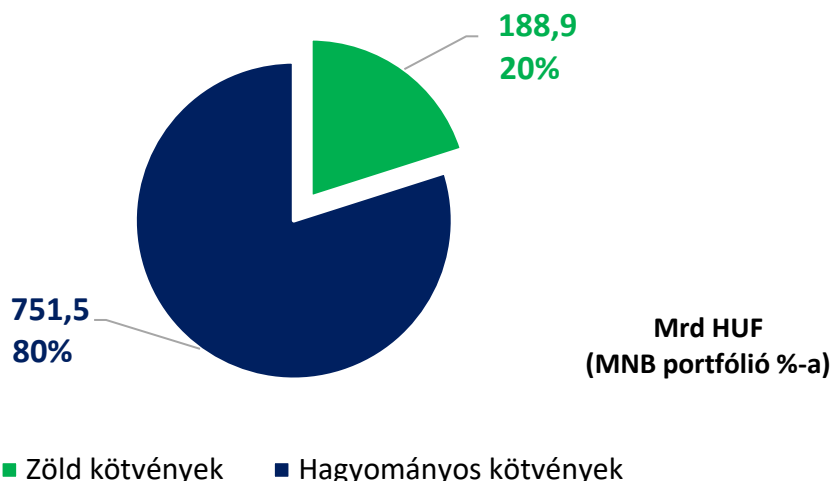
elsődleges céljának - így az árstabilitás elérésének és fenntartásának - veszélyeztetése nélkül egyre hangsúlyosabban kapjanak szerepet a környezetvédelmi és fenntarthatósági szempontok.

Az MNB több mint két évvel ezelőtt, 2019 júliusában indította el vállalatikötvény-vásárlási programját, a Növekedési Kötvényprogramot (NKP) azzal a céllal, hogy a vállalatikötvény-piac likviditásának bővítésén keresztül segítse a monetáris transzmisszió hatékonyságának fokozását, illetve a hazai vállalati szektor adósságszerkezetének diverzifikálódását. Az NKP keretében a jegybank olyan magyarországi székhelyű nem pénzügyi nem közzállalatok és közzállalatok által kibocsátott, forintban denominált kötvényeket vásárol, amelyek legalább B+ hitelminősítéssel rendelkeznek, 3 és 30 év közötti futamidejűek, össznévértékük pedig legalább 1 milliárd forint. Az MNB egy értékpapírsorozatból legfeljebb az össznévérték 70%-áig (közzállalatok esetében 50%-áig) vásárol, úgy, hogy egy vállalatcsoporttal szembeni kitettsége nem lehet több, mint 100 milliárd forint.

2021 szeptemberének végéig az NKP keretében 65 vállalat 84 kötvénysorozatának kibocsátására került sor, a kibocsátók által bevont források volumene pedig megközelítette az 1640 milliárd forintot. Az NKP-kötvényekhez kapcsolódó jegybanki értékpapírvásárlások névértéken számítva 940 milliárd forintot tettek ki. Az NKP eredményeinek köszönhetően a magyar vállalatikötvény-piac GDP-arányos mérete a program indulásakor 1%-os értékről az MNB becslései szerint 2021 harmadik negyedévének végére 4,4%-ra nőhetett, megközelítve a regionális országok piacainak átlagát, és mára a vállalatok széles köre gondol a kötvénykibocsátásra, mint a bankhiteleken keresztüli finanszírozás reális alternatívájára.

Az NKP azonban a program indulásakor megfogalmazott célokon felül is számos módon járult hozzá a magyar gazdasági és pénzügyi rendszer versenyképességének javulásához, ezek egyikeként immanens módon érdemben segítette a zöld vállalati kötvények magyarországi megjelenését és piaci szegmensének kiépülését, habár a programhoz nem rendelt a Monetáris Tanács explicit zöld célt. 2020 augusztusában a hazai tőkepiac fontos mérföldköveként az NKP keretében került sor az első magyarországi zöld vállalatikötvény-kibocsátására: az ingatlanfejlesztéssel foglalkozó CPI Hungary Kft. 30 milliárd forint névértékben hozott forgalomba fenntarthatósági minősítést szerzett adósságinstrumentumokat. 2021 szeptemberének végéig valamennyi magyarországi zöld vállalati kötvény forgalomba hozatalára az NKP keretrendszerében került sor: összesen 12 kibocsátó 13 zöld kötvénysorozatának sikeres kibocsátása történt meg, köztük olyan nemzetközileg is ismert vállalatok értékpapírjaival, mint a Hell Energy, a Futureal vagy a Wingholding. 2021 harmadik negyedévének végén az MNB összesen 189 milliárd forintnyi zöld kötvényt tartott mérlegében, melynek köszönhetően - az európai jegybankok között egyedülálló módon vállalatikötvény-portfóliójának 20%-át alkották a fenntarthatósági címkével ellátott instrumentumok.

1. ábra: A zöld vállalati kötvények aránya az MNB névértéken számított vállalatikötvény-állományában



Az NKP keretében forgalomba hozott kötvényeken keresztül a kibocsátók mintegy 330 milliárd forint forrás zöld hitelcélokra történő bevonását valósították meg. Az MNB becslései szerint az **NKP-kötvényeken keresztül realizált forrásbevonás nagyságrendileg négyötödét, vagyis több mint 240 milliárd forintot fordítanak a cégek tevékenységük fenntarthatóságát elősegítő beruházásokra illetve vállalatfelvásárlásokra.** A zöld kötvényeket kibocsátó vállalatok a hazai gazdaság ágazatainak széles spektrumában megtalálhatók, ugyanakkor több olyan kibocsátás is történt, amelyek kibocsátói olyan nagyobb karbonintenzitású szektorokban végzik tevékenységüket, mint a feldolgozóipar egyes ágazatai vagy a mezőgazdaság. A kötvényprogram keretrendszerében forgalomba hozott fenntarthatósági értékpapírok így e **nagyobb emissziójú nemzetgazdasági ágak zöld transzformációjához is érdemben hozzájárulhatnak.**

A jelenlegi tőkepiaci trendeket vizsgálva valószínűsíthető, hogy a zöld vállalati kötvények piaci szegmensének dinamikus bővülése az elkövetkező időszakban is folytatódni fog. Az NKP eredményeit, valamint az iránta való intenzív érdeklődést figyelembe véve az **MNB Monetáris Tanácsa a kötvényprogram jegybanki vásárlásokra fordítható keretösszegét további 400 milliárd forinttal, 1550 milliárd forintra emelte,** így a jövőben további hazai zöld vállalatkötvény-sorozatok forgalomba hozatalára számíthatunk. Az NKP a vállalatkötvény-piac likviditásának bővítése mellett tehát **a továbbiakban is érdemben segítheti a magyar gazdaság zöld átalakulását,** valamint a vállalatok versenyképességének növekedését.

„Szerkesztett formában megjelent a Napi.hu oldalon 2021. november 23-án”