

## **Zöldállamkötvények: környezetvédelmi, államadósság-finanszírozási vagy diplomáciai eszköz?**

GYURA GÁBOR

*Az elmúlt években a nemzetközi tőkepiacokon a zöldkötvények mint új pénzügyi eszközosztály megjelenésének lehettünk tanúi, melybe olyan értékpapírok tartoznak, amelyek környezetvédelemmel kapcsolatos projektek finanszírozására gyűjtenek forrásokat. Amíg e kötvények kibocsátói korábban vállalatok, magántulajdonban lévő vagy multilaterális fejlesztési bankok, önkormányzatok voltak, újabban több kormány is kifejezte szándékát, hogy ilyen célú kötvényt, azaz zöldállamkötvényt bocsásson ki. A zöldkötvények piacának rövid bemutatása után a cikk Lengyelország és Franciaország zöldállamkötvényeit elemzi ezek általános és pénzügyi jellemzőire fókuszálva, és részletesebben vizsgálja a kibocsátások lehetséges motivációit is. Az analízis következtetése, hogy a zöldállamkötvények ténylegesen nem szükségesek a kormányok környezetpolitikai céljainak megvalósításához, és arra sem alkalmasak, hogy az államadósság finanszírozási költségét csökkentsék. Ugyanakkor e kötvények segítségével a kormányzatok javíthatják belföldi és nemzetközi reputációjukat, és kifejezetten a környezetvédelemben és a klímaváltozás elleni harcban elkötelezett imázst közvetíthetnek magukról. Ebben az értelemben a zöldállamkötvényeknek inkább kommunikációs funkciója van, és a puha hatalomgyakorlás eszköztára egyik új elemének is tekinthetők, hiszen kibocsátóik (katonai) erő nélkül növelhetik nemzetközi befolyásukat. A cikk emellett arra is rámutat, hogy a zöld állam- és vállalati kötvények a fejlődő országok számára a nemzetközi tőkepiacokhoz való hozzáférést is elősegíthetik annak érdekében, hogy környezetileg előnyös projektekhez finanszírozást biztosítsanak.*

Journal of Economic Literature (JEL) kód: F340, H63, Q560.

<https://doi.org/10.47630/KULG.2018.62.1-2.50>

---

Gyura Gábor, a Pécsi Tudományegyetem Földtudományi Doktori Iskolájának PhD-hallgatója, a Magyar Nemzeti Bank főosztályvezetője. E-mail: gyura.gabor@gmail.com

Az elmúlt években egy új típusú pénzügyi eszköz piaca kialakulásának és gyors bővülésének lehettünk tanúi. Az úgynevezett zöldkötvények (green bonds) olyan hitelviszonyt megtestesítő értékpapírok, melyek kibocsátója vállalja, hogy a kötvénnyel gyűjtött forrásból valamilyen környezetvédelmi vagy ahhoz kapcsolódó beruházást finanszíroz. A történelem során az első zöldkötvényeket multilaterális fejlesztési bankok bocsátották ki: a sort az Európai Beruházási Bank kezdte 2007-ben, melyet már a következő évben követett a Világbank kibocsátása (IFC, 2016).

A 2010-es években aztán dinamikus szélesedni kezdett a kibocsátók köre, és egyre több vállalat is csatlakozott a zöldkötvények kibocsátóihoz, majd városok vagy tartományi, állami önkormányzatok, illetve ezek közműcégei, sőt kereskedelmi bankok is erre az útra léptek. Eközben a kibocsátási összegek is egyre emelkedő ütemben nőnek: a 2015. évi 42 milliárd dollárnyi kibocsátást a 2016-os év közel ennek duplájával követte, és becslések szerint 2017-re akár a 150 milliárd dollár értékű zöldkötvény is a piacra kerülhet (lásd az 1. ábrát).

1. ábra



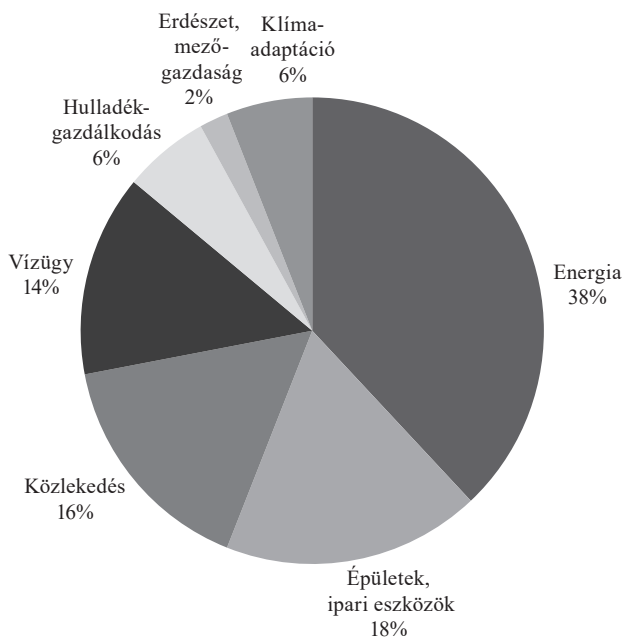
Megjegyzés: A 2017. évi érték előrejelzés.

Forrás: World Economic Forum [2017].

A zöldkötvényeknek nemcsak a kibocsátói sokfélék, hanem egyéb paramétereikben – mint a lejárát, a tőkeösszeg, a kamatozás vagy éppen a külső hitelminősítés – is változatos képet mutatnak. Ennél is fontosabb, hogy magának a „zöld” címkének is számos értelmezése van, ami vitákra is alapot adhat. A befektetők szempontjából ugyanis értelemszerűen korántsem mindegy, hogy az általuk rendelkezésre bocsátott pénzösszeg mekkora részét fordítják ténylegesen zöldberuházásokra, és egyáltalán mitől számít valami zöldnek. Zöld-e egy beruházás, ha például egy szénérőmű energiahatékonyságot javító fejlesztést hajt végre? Hogyan ítéljük meg egy olyan beruházást, amely nem a klímaváltozás megfékezésére irányul, hanem csupán a következményeihez való társadalmi alkalmazkodást szolgálja?

2. ábra

### A zöldkötvényekkel gyűjtött források felhasználási területei 2016-ban



Forrás: Climate Bonds Initiative [2016, 2. o.]

Az ilyen és hasonló dilemmák miatt ma már a zöldkötvények több nemzetközi sztenderdje (például a Green Bond Principles és a Climate Bond Standards) is

létezik, melyek alapján kikristályosodni látszanak e pénzügyi instrumentumokkal kapcsolatos minimális követelmények. Sőt több olyan cég, ügynökség is megjelent a piacon, amelyek független véleményt vagy akár minősítést, tanúsítványt adnak a kötvények előbbi sztenderdeknek való megfeleléséről (Climate Bond Initiative, 2017, ICMA, 2017).

Az e sztenderdeknek megfelelő zöldkötvényekkel gyűjtött források legnagyobb része energiaberuházásokat finanszíroz (főként megújulókat), de jelentős hányadot fordítanak épületek, gyártási eszközök fejlesztésére, közlekedési, illetve vízügyi beruházásokra is (lásd a 2. ábrát).

### **Az eddigi zöldállamkötvény-kibocsátások**

*Lengyelország, 2016*

A már említett sokszínű kibocsátói körben csak relatíve későn, 2016-ben jelentek meg maguk az államok. Az első zöldállamkötvényt Lengyelország bocsátotta ki. A kelet-közép-európai ország ezzel meglehetősen nagy meglepetést okozott a piacon, ugyanis eddig nem számított a zöldforradalom élharcosának. Jól mutatja ezt például, hogy energiaellátásában domináns szerepet játszanak a szénérőművek. Az eredeti tervek szerint a lengyel zöldkötvény kibocsátási összege 500 millió euró lett volna, de a háromszoros befektetői érdeklődés hatására ezt végül 750 millió euróra emelték meg. Az értékpapírokat vásárlók döntő többsége külföldi volt: a legnagyobb hányadot osztrák és német (27 százalék), illetve Benelux államokbeli (17 százalék) befektetők jegyezték le, miközben csupán 8 százalékot tett ki a lengyel jegyzések aránya (Moderninvestor.com 2017). Mivel szuverén kibocsátásról van szó, így nem meglepő módon az – egyébként ötéves lejáratú – lengyel zöldkötvény „paraméterei” és árazása a lengyel államkötvényekhez hasonlóan alakult (Environmental Finance, 2017).

A kötvény egyaránt finanszírozza a klímaváltozás fékezését, illetve annak hatásaihoz való társadalmi alkalmazkodást szolgáló beruházásokat. A lengyel pénzügyminisztérium – a globális Green Bond Principles sztenderdjeinek megfelelően – a kötvény dokumentációjában előre lefektette azokat az elfogadható szektorokat és a szektorokon belüli projektfajtákat, amelyekbe allokálhatóak lesznek a kötvénnyel gyűjtött források (lásd az 1. táblázatot).

**A lengyel zöldállamkötvény elfogadható szektorai**

| Elfogadható szektorok                | Példák elfogadható projektekre                                                                                               |
|--------------------------------------|------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Megújuló energia                     | Szél, nap, árapály, biomassza alapú energiatermelés, illetve ezekhez szükséges alkatrészek gyártása, hálózat kiépítése.      |
| Tiszta közlekedés                    | Vasúti infrastruktúra korszerűsítése, ideértve kapcsolódó beruházásokat is (állomások felújítása, modern jegyrendszer stb.). |
| Fenntartható mezőgazdaság            | Energiahatékonyabb vagy vegyszermentesebb gazdálkodást elősegítő fejlesztések.                                               |
| Erdősítés                            | Új erdők telepítése, meglévő erdők védelme, bővítése.                                                                        |
| Nemzeti parkok                       | Nemzeti parkok konzerválása, helyreállítása, tűzvédelem. Oktatási programok.                                                 |
| Szennyezett területek helyreállítása | Talaj, fák helyreállítása, fenntartása, kezelése.                                                                            |

*Forrás:* The State Treasury of the Republic of Poland [2016], 2–3. o.

A kötvény dokumentációja a finanszírozható szektorok közül kifejezetten kizárja a nukleáris és fosszilis alapú energiatermelést, a fosszilis üzemanyagok szállítását, a nagy teljesítményű vízerőműveket és még egyéb, a Green Bond Principleszel nem konform területeket. Az ily módon leszűkített, elfogadható beruházási célok közül a konkrét projekteket a lengyel fejlesztési minisztérium választja ki, figyelembe véve olyan tényezőket is, mint például a befektetési horizont, a beruházással kapcsolatos adatszolgáltatásokhoz rendelkezésre álló információk mennyisége és minősége. A kötvénnyel gyűjtött forrásokat nem csupán klasszikus értelemben vett beruházásokra lehet fordítani, hanem támogatások, szubvenciók formájában is fel lehet használni.

*Franciaország, 2017*

Alig egy hónappal a 2016. decemberi lengyel kibocsátás után Franciaország is kibocsátotta szuverén zöldkötvényét. A kibocsátás 7 milliárd eurós mérete meghaladta minden addigi zöldkötvényét, és a 22 éves lejárat is példa nélküli hosszúságú volt (Gouvernement.fr, 2017). Lengyelországhoz hasonlóan a francia kormány is követte a nemzetközi zöldkötvény-sztenderdeket, és előre lefektette az elfogadható szektorok, projektek körét (lásd a 2. táblázatot).

**A francia zöldállamkötvény elfogadható szektorai**

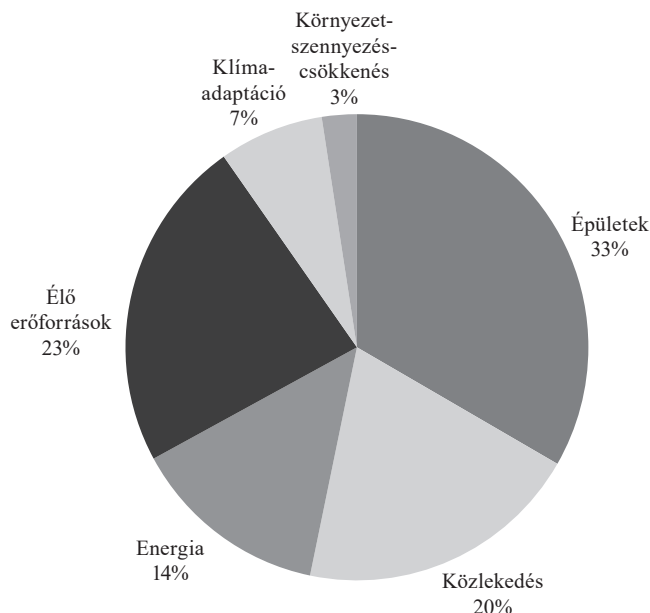
| Elfogadható szektorok          | Példák elfogadható projektekre                                                                                                               |
|--------------------------------|----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------|
| Épületek                       | Energiahatékonyság javítása.                                                                                                                 |
| Közlekedés                     | Közösségi közlekedés fejlesztése, ideértve a hálózat bővítését, az energiahatékonysági beruházásokat is.                                     |
| Energia                        | Megújuló energiatermelési projektek, illetve a termelő kapacitások hálózatba kapcsolása, ideértve az előbbiekkal kapcsolatos kutatásokat is. |
| Élő erőforrások                | Fenntartható erdőgazdálkodás, biogazdálkodás, az ezekkel kapcsolatos kutatások.                                                              |
| Klímaadaptáció                 | Extrém időjárási eseményeket előrejelző, monitorozó rendszerek fejlesztése, kutatások.                                                       |
| Környezetszennyezés-csökkentés | Környezetszennyezést, légszennyezést mérő, monitorozó rendszerek kialakítása, a hulladék minimalizálása, a cirkuláris gazdaság fejlesztése.  |

*Forrás:* Gouvernement.fr [2017].

Szintén egyezik a lengyel megoldással, hogy a finanszírozás nem feltétlenül direkt módon történik, hanem szubvencionált hitelezés vagy éppen adókedvezmény is lehet a formája. A francia zöldkötvény olyan értelemben transzparensőbb elődjénél, hogy a kormányzat előre kijelölte, hogy a fenti hat szektor milyen arányban részesedhet a kötvénnyel gyűjtött forrásokból (lásd a 3. ábrát).

Lengyelország és Franciaország példáját várhatóan további államok követhetik. Az eddigi kormányzati bejelentések szerint Svédország, Ausztrália és Kanada lehetnek azok az országok, amelyek zöldállamkötvényt bocsáthatnak ki a közeljövőben (Wells Fargo, 2017), és emellett – a cikk végén kifejtettek szerint – egyes fejlődő országok is erre az útra léphetnek.

### A francia zöldkötvénnyel finanszírozható célok megoszlása



Forrás: Gouvernement.fr [2017].

### A kibocsátások lehetséges motivációi – a környezetvédelem mint közpolitikai cél

Miért bocsát ki, illetve miért tervez kibocsátani egyre több ország zöldállamkötvényt? Önmagában az államkötvények az államadósság finanszírozására szolgálnak. Értelemszerűen, ha egy állam zöldberuházásokat szeretne megvalósítani vagy ösztönözni, úgy azt megteheti normál államkötvény kibocsátásával gyűjtött forrásokból is, illetve többletes költségvetésű országok akkor bármiféle hitelfelvétel nélkül is képesek erre.

A gazdálkodó entitásoknál, köztük az államháztartásoknál a forrásköltségeknek fontos szerepe van. Ha a zöldkötvények *ceteris paribus* olcsóbb forrásbevonást tennének lehetővé a hagyományos kötvényekkel elérhető költségekhez képest, akkor az ösztönző hatással lehetne a zöldberuházásokra. Kérdés azonban, hogy ilyen hatás a

valóságban is megfigyelhető-e. Kutatások, elemzések sora foglalkozik az addicionalitás kérdésével, azzal, hogy a zöldkötvények ténylegesen többletforrásokat mobilizálnak-e a zöldberuházásokra, vagy pedig az adott beruházások egyébként is megvalósultak volna.

Az empirikus kutatások e téren még nem adnak egyértelmű választ, de az mindenestre látszik, hogy a szkepszisnek van némi alapja. *DuPont et al.* [2015] például a Világbank zöldkötvénnyel finanszírozott projektjeit vizsgálva azt találta, hogy a szóban forgó projekteket már a kötvény kibocsátásáról hozott döntés előtt kijelölték, és Massachusetts állam zöldkötvénye esetében is hasonló volt a helyzet. Ugyanakkor ez utóbbi kibocsátás kapcsán a szerzők azt találták, hogy az új befektetőket vont be (akik hagyomány kötvényeket nem vettek volna), így hosszabb távon mégsem kizárt az addicionalitás. A biztos választ persze azért is nehéz megadni, mert azt is vizsgálni kellene, hogy egy esetlegesen a zöldkötvény finanszírozásával megvalósult projekt nem vonta-e el a forrást egy másik lehetséges projektől – akár a világ egy másik részén. Szintén szkeptikus az addicionalitással kapcsolatban *Greene* [2015] és *Gunther* [2014].

### **Az olcsóbb államadósság-finanszírozás lehetősége**

Egy lehetséges – pénzügyi szempontú – motivációja lehetne a kibocsátásoknak az, ha az érintett államok a zöldállamkötvényekkel olcsóbban tudnák magukat finanszírozni. Ebben az esetben a költségvetés kamatkiadásainak mérséklése érdekében racionális lenne az államadósságot minél nagyobb hányadban zöldkötvényekkel finanszírozni. A hipotézist megerősítheti az a tény, hogy számos környezetvédelmet fontosnak tartó befektető (így kötött befektetési mandátumú alap) létezik, amelyek zöld preferenciája esetleg olyan erős lehet, hogy emiatt alacsonyabb realizált hozamot is elfogadnak a „jó” célt szolgáló befektetéseken. Az ilyen jellegű attitűd létezését igazolják egyes – hasonló témájú – empirikus kutatások is (*Bjørner et al.*, 2004).

A kötvény kamatozása, árazása – mint minden pénzügyi terméknel – főként annak kockázatosságát tükrözi. Mivel hitelviszonyt megtestesítő értékpapírról van szó, a fő kockázat a hitelkockázat, azaz a vissza nem fizetés kockázata. Ez utóbbi a zöld- és nem zöldkötvények esetében (legyen szó államkötvényről vagy vállalati kötvényről) azonos, hiszen a kibocsátó nem rendeli alá az egyik kötvényét a másik-

hoz képest, a kötvények törlesztése mögött a teljes állami vagyon, illetve a vállalat egész mérlege „áll”.<sup>1</sup>

Másrészt azonban – még ha a zöldkötvénynek ugyanakkora is a hitelkockázata, mint a normál kötvénynek – alacsonyabb piaci likviditása növelheti az elvárt hozamfelárát. Östlund [2015] 28 zöldkötvény árazását vizsgálta, és minden esetben azonos kibocsátó közel azonos lejáratú bíró nem zöldkötvényét használta összehasonlítási alapként. Az elemzés vállalati kötvényeket fedett le, bár azok között szupranacionális kötvények, például a Világbank vagy az Európai Beruházási Bank által kibocsátott papírok is szerepeltek. Az analízis azt találta, hogy a befektetők nem adnak kedvezményt: éppenséggel drágábban forognak a zöldkötvények a másodpiacokon, mint a hagyományos papírok.

A lengyel államkötvény is hasonló piaci fogadtatásban részesült. Az azonos lejáratú normál lengyel állampapírhoz képest mintegy 50 százalékkal magasabb a felára (Bloomberg, 2016). Franciaország esetében azonos lejáratú állampapírral nem lehet a zöldkötvény árazását összehasonlítani, ugyanis nincs forgalomban ilyen lejáratú kötvény. A kormányzati kommunikáció mindenestre hangsúlyozta, hogy a (22 éves lejáratú) zöldkötvény olcsóbb finanszírozást tesz lehetővé, mint az államadósság átlagos (7 és fél éves lejáratú) kamatterhe (1,741 vs. 2,0 százalék), ezzel demonstrálva, hogy a klímakonform gazdaságra túlzott költségek mellett is át lehet állni (Gouvernement.fr, 2017). (Megjegyzendő, hogy az extrém alacsony hozamkörnyezet nyilvánvalóan döntő szerepet játszott a látszólagos árelőny elérésében.)

### **A zöldállamkötvény mint soft power eszköz**

Mivel olcsóbb finanszírozást nem igazán tesznek lehetővé a zöldállamkötvények, logikusnak tűnik, hogy országimázs jellegű motiváció áll a kibocsátások hátterében. Már az is sokatmondó, hogy a nemzetközi pénzügyi sajtó 2016 folyamán rendre versenyfutásként illusztrálta az egyes államok törekvését a szuverén zöldkötvény kibocsátására. Az év végi lengyel kibocsátást pedig úgy tálták, hogy ebben a futamban a kelet-európai ország meglepetésszerűen, az utolsó pillanatban megelőzte

<sup>1</sup> Más lenne a helyzet, ha értékpapírosítással kibocsátott kötvényekről lenne szó, mely esetben előre meghatározott eszközök, illetve projektek pénzáramlásai biztosítanák a fedezetet a kötvény törlesztéséhez. Ilyen esetben a zöldkötvényekből finanszírozott projektek minősége határozná meg a hitelkockázatot. A zöldállamkötvények esetében azonban a fogalomból eredően (a definíció szerint) nincs szó értékpapírosításról.

Franciaországot, illetve a kibocsátást szintén már hosszú hónapok óta tervező Nigériát (Global Capital, 2016).

Egy hatásosan kommunikálható pénzügyi eszköz esetében logikusan merül fel, hogy az a soft power (Nye, 1990)<sup>2</sup> eszköztár potenciális eleme is lehet. A környezetvédelem már régebb óta olyan ügyként volt számon tartva, amely alkalmas lehet más országok, illetve ezek polgárai számára vonzóvá tenni egy adott országot, amivel követőket, potenciális támogatókat és szövetségeseket lehet szerezni. Más szóval: ezen ügy zászlóra tűzésével a kormányok katonai erő vagy más kemény eszköz bevetése nélkül növelhetik befolyásukat a nemzetközi térben. A környezetvédelem témáján belül a klímaváltozásról már a 2000-es években jelentek meg olyan elemzések, melyek a soft powerrel kapcsolatos relevanciáját emelték ki (lásd például: Nye, 2004, Nye, 2009). A klímaváltozás ügye az elmúlt években felértékelődött és így egy jelentősen átpolitizált témává vált, amely globális léptéke miatt minden országot érint, ezzel egyre hatékonyabb lehetőséget kínál a soft power gyakorlására.

Holland–Rossetti [2015] szerint a klímapolitika ma egyenesen a külpolitika, a diplomácia egyik legfontosabb eszköze. Legalább olyan fontos eszköz, mint a katonai szerepvállalás, az emberi jogokkal kapcsolatos fellépés vagy éppen a nemzetközi kereskedelem. Egy ország soft powerje jelentős mértékben attól is függ, hogy a többi ország hogyan látja az éghajlatváltozással kapcsolatos szerepvállalását. Ezt jelzi, hogy a *Donald Trump* klímaszkeptikus politikája által keltett vákuumba mind az EU, mind Kína próbál betörni az éghajlatváltozás elleni küzdelem élharcosaként. A zöldállamkötvényekkel ráadásul egy kormány az országát nemcsak a környezetért felelősséget vállaló államként tudja pozícionálni, de egyúttal a nemzetközi tőkepiacokon is innovatívnak, versenyképesnek is láttatja, mint a *green finance* jeles képviselőjét.

Azt a hipotézist, hogy a zöldállamkötvényeket soft power eszközként használják, alátámasztani látszik, hogy mind Lengyelország, mind Franciaország kifejezetten hangzatos kormányzati kommunikációt párosított a kibocsátásokhoz. Hangsúlyozták, hogy e kötvény milyen fontos szerepet játszik majd a párizsi klímakonferencián tett vállalásaik teljesítésében. A lengyel kormány sajtóközleménye kiemelte, hogy az országot „egyre inkább progresszív példa mutatójaként ismerik el az alacsony emissziójú gazdaságra való áttérésben”, valamint hogy a kormányzat tettei „igazolják

<sup>2</sup> A Nye [1990] által megalkotott soft power koncepció lényege, hogy egy ország katonai erő vagy az erőszak, kényszer más formájának alkalmazása nélkül is ráveheti a többi országot arra, amire szeretné. Ennek fő eszköze a mások számára vonzóvá válás, mellyel követőket, potenciális támogatókat és szövetségeseket szerezhetünk. A bevonás fő csatornái a kultúra, a politikai értékek és a diplomácia.

a megújuló energia használatának növelésére tett ígéretek hitelességét” (The State Treasury of the Republic of Poland, 2016, 1. o.). Szintén nagy PR-értéke volt annak, hogy a kötvénnyel a rangos *Environmental Finance* folyóirat innovációs díját is elnyerték (*Environmental Finance*, 2017).

Tekintettel arra, hogy a lengyel kormány korábban kifejezetten klímaszkeptikusnak mutatkozott, olykor hátráltatta a párizsi klímátárgyalásokat, és a szénipar egyik legfontosabb nemzetközi patrónusaként lépett fel, több, a kibocsátást kísérő kommentár is úgy értékelte, az ország elsősorban az előbbieket miatti reputációját próbálta javítani a kötvénnyel (Climate Bonds Initiative, 2016b). Mindez rámutat a zöldállamkötvények egyik gyengeségére is környezetpolitikai szempontból: egy kibocsátással egy ország úgy tűntetheti fel magát a környezetvédelem vagy éppen a klímaküzdelmek élharcosának, hogy közben semmilyen vállalatot nem tesz szén-erőműveinek léptetésére – hiszen valójában Lengyelország sem tett ígéretet ezek kiváltására.

Más vélemények szerint lehet, hogy Varsó ténylegesen is zöldebb útra tér. Ha ez az optimista nézőpont igazolódik is be, az is csak igazolná, hogy a zöldállamkötvények kommunikációs eszközként használhatók, hiszen ez esetben a kormánypolitika váltását jelzik a nemzetközi közvéleménynek, illetve a piacoknak. (A közgazdaságtanban ismert signalling funkcióról van szó.)

A francia zöldállamkötvény esetében is nyilvánvalóan fontos szerepet játszottak a PR-szempontok. A kormány kommunikációja hangsúlyozta, hogy Franciaország az első ország, amely ilyen nagy összegben bocsátott ki zöldkötvényt, sőt a 22 éves (valóban hosszú) lejáratot is óriási eredményként emelték ki. A hivatalos közlemény szerint a kötvénnyel „Franciaország megerősíti vezető szerepét a párizsi klímakonferencia céljainak implementálásában”, és a zöldkötvénypiac „meghatározó szereplőjévé válva” Párizs immár „benchmark szerepet betöltő pénzügyi központtá válik az ökológiai és energetikai átállásban” (Gouvernement.fr, 2017). Ez a megközelítés illeszkedik abba az irányba, amely Franciaországot a zöldforradalom által tenné a puha nemzetközi hatalomgyakorlás egyik legerősebb képviselőjévé (World Economic Forum, 2017). Ezen belül, illetve ennek eszközeként Párizs a zöldfinanszírozás legfőbb nemzetközi pénzügyi központjáért folytatott versenyben a szintén rendkívül aktív és ambiciózus London legyőzésére tör.

### **Jövőbeni lehetőségek: a zöldkötvény mint kapu a tőkepiacokra?**

A világ más régióiban eltérő típusú hasznot hozhatnak a zöldkötvények. Egyes elemzések szerint a zöldkötvények, illetve ezeken belül a zöldállamkötvények Afrika számos országa számára előnyös finanszírozási eszköznek bizonyulhatnak. E nyersanyagban gazdag országok közül többen is a nemzetközi tőkebeáramlások mérséklődésével szembesültek a nyersanyagárak csökkenése (illetve egyéb faktorok, például a geo- és belpolitikai bizonytalanságok) miatt.

Miközben a fekete kontinensen óriási infrastrukturális fejlesztési igények vannak, a természeti kincsek aláhúzzák a zöld szempontok érvényesülésének fontosságát, hiszen például a földréz esőerdői a Föld légköre és így a klímavédelem miatt is kulcsfontosságúak. A zöldkötvények a források célhoz kötöttsége, a felhasználással kapcsolatos előzetes és utólagos adatszolgáltatási, nyilvánosságra hozatali követelményei miatt magasabb biztonsági szintet jelenthetnek a befektetőknek. Nem feltétlenül hitelkockázati szempontból, hanem a befektetések társadalmi hasznosságát is kereső felelős befektetők számára, hiszen biztosabbak lehetnek abban, hogy a rendelkezésre bocsátott források ténylegesen zöld célokat szolgálnak.

A kibocsátói oldalon is nő az ösztönözöttség. Számos afrikai ország gazdasága kifejezetten sérülékeny környezeti szempontból, többek között a klímaváltozás miatti aszályok fokozottan sújthatják őket. Kenya esetében például az ország gazdaságának 40, foglalkoztatásának pedig 70 százaléka kötött a természeti erőforrásokhoz, és számításaik szerint akár a GDP 3 százalékát is elveszíthetik a klíma növekvő változékonysága miatt. Éppen e szempontok miatt döntöttek egy nagy volumenű zöldkötvény-keretrendszer kialakítása mellett, mellyel egyrészt zöldállamkötvény kibocsátását, másrészt zöld vállalati kötvények kibocsátásának elősegítését terveznek elérni (Kenya Bankers Association et. al., 2016). A *Wall Street Journal* folyóirat Market Watch kiadványának elemzése hasonló szempontok alapján nyolc afrikai országot azonosított a zöldkötvénypiac potenciális új belépőiként: Kenya mellett ilyennek látják Botswanát, Ghánát, Mauritius, Marokkót, Nigériát, Tanzániát és Ugandát is (Market Watch, 2017). Az említett országok közül Nigéria 2017 decemberében ténylegesen is belépett a zöldállamkötvény-kibocsátók közé egy 10 690 naira (mintegy 8 milliárd forint) értékű, a Climate Bond Standardsnek megfelelő állampapír kibocsátásával (Nigeria Debt Management Office, 2017). A fejlődő államok „versenyében” azonban az afrikai államot néhány héttel megelőzte a Fidzsi-szigeteki Köztársaság. A földrajzi adottságai miatt a klímaváltozásnak nagymértékben kitett óceániai szí-

getország ugyanis 2017 októberében 100 millió fidzsi dollár (mintegy 50 millió amerikai dollár) értékű zöldállamkötvénnyel lépett ki a piacra (World Bank, 2017).

Európában vagy más gazdaságilag fejlett országban a zöldállamkötvényekre nincs szükség kifejezetten a nemzetközi tőkepiacokhoz való hozzáférés, az esetleges állami háttérű zöldberuházások finanszírozásához. Ettől függetlenül, mivel ezen országok közül több is törekszik arra, hogy a zöld, illetve a fenntarthatósági pénzügyek élharcosa legyen, e térségekben is várhatóak további zöldállampapír-kiadások, de elsősorban kommunikációs, soft power megfontolásokból. Érdeemes lesz tehát majd figyelemmel kísérni az esetleges kibocsátásokat, a bevont források nagyságrendjét és azok felhasználását, de még inkább a kapcsolódó kormányzati nyilatkozatokat, valamint azt, hogy a zöldállamkötvények mennyire képesek szimbolikus jelentőségükkel mobilizálni a nagyobb piaci szereplőket is.

#### Felhasznált irodalom

- Björner, T. B. – Hansen, L. G. – Russell, C. S. [2004]: Environmental labeling and consumers choice – an empirical analysis of the effect of the Nordic swan. *Journal of Environmental Economics and Management*, Vol. 47., No. 3., 411–434. o.
- Bloomberg [2016]: Europe's Coal Champion Pioneers Use of Sovereign Green Bonds. Elérhetőség: <https://www.bloomberg.com/news/articles/2016-12-12/europe-s-coal-champion-offers-world-s-first-sovereign-green-bond>. Letöltés dátuma: 2017. október 6.
- Climate Bonds Initiative [2016a]: Green Bonds Highlights 2016. Elérhetőség: <https://www.climatebonds.net/files/files/2016%20GB%20Market%20Roundup.pdf>. Letöltés dátuma: 2017. október 5.
- Climate Bonds Initiative [2016b]: Poland wins race to issue first green sovereign bond. A new era for Polish climate policy? Elérhetőség: [www.climatebonds.net/2016/12/poland-wins-race-issue-first-green-sovereign-bond-new-era-polish-climate-policy](http://www.climatebonds.net/2016/12/poland-wins-race-issue-first-green-sovereign-bond-new-era-polish-climate-policy). Letöltés dátuma: 2017. október 6.
- Climate Bonds Initiative [2017]: Climate Bonds Standard 2.1. Elérhetőség: [www.climatebonds.net/files/files/Climate%20Bonds%20Standard%20v2\\_1%20-%20January\\_2017.pdf](http://www.climatebonds.net/files/files/Climate%20Bonds%20Standard%20v2_1%20-%20January_2017.pdf). Letöltés dátuma: 2017. július 24.
- duPont, C. – Levitt, J. – Bilmes, L. [2016]: Green Bonds and Land Conservation: The Evolution of a New Financing Tool. *Harvard Kennedy School Faculty Research Working Paper*, No. 72., december 9., 1–27. o.
- Environmental Finance [2017]: Bond of the year: SSA and Award for Innovation: Structure – Poland. Elérhetőség: <https://www.environmental-finance.com/content/awards/green-bond-awards-2017/winners/bond-of-the-year-ssa-and-award-for-innovation-structure-poland.html>. Letöltés dátuma: 2017. október 3.
- Global Capital [2016]: Poland to Win Race for First Ever Sov Green Bond After Finally Backing UN Deal. Elérhetőség: <http://www.globalcapital.com/article/b10qgh9m6hdc3t/poland-to-win-race-for-first-ever-sov-green-bond-after-finally-backing-un-deal>. Letöltés dátuma: 2017. október 6.
- Gouvernement.fr [2017]: Success for France's first sovereign green bond. *Government Cazeneuve*, 2016. december 6 – 2017. május 14. Elérhetőség: <http://www.gouvernement.fr/en/success-for-france-s-first-sovereign-green-bond>. Letöltés dátuma: 2017. október 5.

- Greene, S. [2015] The Dark Side of Green Bonds. *The Financial Times*, június 14. Elérhetőség: [www.ft.com/cms/s/0/16bd9a48-0f76-11e5-b968-00144feabdc0.html#axzz44CnHubIZ](http://www.ft.com/cms/s/0/16bd9a48-0f76-11e5-b968-00144feabdc0.html#axzz44CnHubIZ). Letöltés dátuma: 2017. október 6.
- Gunther, M. [2014]: Can Green Bonds Bankroll A Clean Energy Revolution? Yale Environment 360. Elérhetőség: [http://e360.yale.edu/feature/can\\_green\\_bonds\\_bankroll\\_a\\_clean\\_energy\\_revolution/2829/](http://e360.yale.edu/feature/can_green_bonds_bankroll_a_clean_energy_revolution/2829/). Letöltés dátuma: 2017. október 6.
- Holland, A. – Rossetti, P. [2015]: Climate Diplomacy. A Strategy for American Leadership. Elérhetőség: <https://www.americansecurityproject.org/wp-content/uploads/2016/03/Ref-0195-Climate-Diplomacy-A-Strategy-for-American-Leadership.pdf>. Utolsó letöltés dátuma: 2017. június 11.
- IFC [2016]: Mobilizing Private Climate Finance. Green Bonds and Beyond. Elérhetőség: <https://www.ifc.org/wps/wcm/connect/99854086-d728-42ba-a969-53d2fb889b89/EMCompass+Note+25+Green+Bonds+FINAL+12-5.pdf?MOD=AJPERES>. Letöltés dátuma: 2017. október 4.
- ICMA [2017]: The Green Bond Principles 2017. Elérhetőség: [icma.org](http://icma.org). Letöltés dátuma: 2017. június 10.
- Kenya Bankers Association et. al. [2016]: Terms of Reference – Kenya Green Bond Program. Elérhetőség: [www.kba.co.ke/downloads/25April2017%20Kenya%20Green%20Bond%20Program%20-%20SPV%20Consultant%20TOR.pdf](http://www.kba.co.ke/downloads/25April2017%20Kenya%20Green%20Bond%20Program%20-%20SPV%20Consultant%20TOR.pdf). Letöltés dátuma: 2017. október 6.
- Market Watch [2017]: Green bonds in Africa could be one way out for a zero-yield world. Elérhetőség: [www.marketwatch.com/story/green-bonds-in-africa-could-be-one-way-out-for-a-zero-yield-world-2017-05-16](http://www.marketwatch.com/story/green-bonds-in-africa-could-be-one-way-out-for-a-zero-yield-world-2017-05-16). Letöltés dátuma: 2017. október 6.
- Moderninvestor.com [2017]: Poland issues world's first sovereign green bonds. Elérhetőség: <http://moderninvestor.com/news/poland-issues-world-s-first-sovereign-green-bonds/a978643>. Letöltés dátuma: 2017. december 18.
- Nigeria Debt Management Office [2017]: The Debut Federal Government of Nigeria Green Bonds. Sajtóközlemény. Elérhetőség: <https://www.dmo.gov.ng/fgn-bonds/green-bond/2290-green-bond-factsheet/file>. Letöltés dátuma 2017. december 18.
- Nye, S. J. Jr. [1990]: Soft Power. *Foreign Policy*, Vol. 80., Autumn, 153–171. o.
- Nye, S. J. Jr. [2004]: Soft Power and American Foreign Policy. *Political Science Quarterly*, Vol. 119., No. 2.
- Nye, S. J. Jr. [2009]: The U.S. Can Reclaim 'Smart Power'. *Los Angeles Times*, január 21.
- Östlund, E. [2015]: Are Investors Rational Profit Maximisers or Do They Exhibit a Green Preference? Stockholm School of Economics Department of Economics. Master's Thesis in Economics.
- The State Treasury of the Republic of Poland [2016]: Green Bond Framework. Elérhetőség: <http://www.finanse.mf.gov.pl/documents/766655/c7ef4509-80ee-41e6-8dca-084250f63b6b>. Letöltés dátuma: 2017. október 5.
- Wells Fargo [2017]: Green Bonds: Socially responsible investment trend. Elérhetőség: [https://www.wellsfargo.com/pdf/expert\\_commentary/green-bonds.pdf](https://www.wellsfargo.com/pdf/expert_commentary/green-bonds.pdf). Letöltés dátuma: 2017. október 4.
- World Bank [2017]: Fiji Issues First Developing Country Green Bond, Raising \$50 Million for Climate Resilience. Elérhetőség: [www.worldbank.org/en/news/press-release/2017/10/17/fiji-issues-first-developing-country-green-bond-raising-50-million-for-climate-resilience](http://www.worldbank.org/en/news/press-release/2017/10/17/fiji-issues-first-developing-country-green-bond-raising-50-million-for-climate-resilience). Letöltés dátuma: 2017. december 18.
- World Economic Forum [2017]: France is now leading the way in the battle against climate change. Elérhetőség: [www.weforum.org/agenda/2017/07/france-banning-oil-gas-exploration/](http://www.weforum.org/agenda/2017/07/france-banning-oil-gas-exploration/). Letöltés dátuma: 2017. október 6.