Gálik Zoltán

AZ EU 90 MILLIÁRD EURÓS UKRAJNA-HITELÉNEK FORRÁSBEVONÁSI ÉS KIHELYEZÉSI TECHNIKÁJA

https://doi.org/10.65936/qusasuh

0009-0001-7227-9974

ÖSSZEFOGLALÓ

- Az Európai Unió a 2026–2027 közötti időszakra 90 milliárd eurós Ukrajna-támogatási hitelt hozott létre, amely a háború alatti finanszírozási igények és a hosszabb távú stabilizáció kezelését szolgálja.
- A konstrukció nem hagyományos hitelművelet: az uniós szintű közös forrásbevonás és adósságkezelés elkülönül az Ukrajna felé történő forráskihelyezéstől.
- Az EU a finanszírozást egységes tőkepiaci kibocsátásokkal biztosítja, miközben a bevételeket központi finanszírozási keretben gyűjti össze, és onnan allokálja a különböző programok között, így a befektetők az EU kockázatát viselik, nem az ukrán hitelkockázatot.
- A tőketörlesztés eseményalapú, nem előre rögzített ütemezésű, míg a kamat- és refinanszírozási kötelezettségeket az EU költségvetése teljesíti, ami közvetett fiskális terhet jelent a tagállamok számára.
- A konstrukció fő kockázata nem a közvetlen tőkeveszteség, hanem a kamat- és refinanszírozási költségek tartós viselése, valamint a jóvátételi bevételek bizonytalansága, ami hosszabb távon az uniós fiskális integráció technikai mélyüléséhez vezethet.

Az Európai Unió Ukrajna támogatását az elmúlt években több, egymásra épülő finanszírozási konstrukción keresztül biztosította, amelyek célja a makrogazdasági stabilitás fenntartása és az állami működés finanszírozhatóságának garantálása volt. Az Unió következő lépésként a 2026–2027 közötti időszakra 90 milliárd euró összegű Ukrajna-támogatási hiteleszközt (Ukraine Support Loan) hozott létre, amely e célok fenntartása mellett már a hosszabb távú finanszírozási igények és a helyreállítás támogatását is szolgálja.

A tanulmány célja a 90 milliárd eurós finanszírozási konstrukció technikai működésének részletes bemutatása: egyrészt azt vizsgálja, hogy az Európai Unió milyen módon von be forrásokat a nemzetközi tőkepiacokról a hitelezéshez, másrészt azt, hogy ezeket milyen mechanizmusokon keresztül és milyen feltételrendszerrel helyezi ki Ukrajna számára. A vizsgálat kiterjed a visszafizetés szerkezetére, valamint az Unió forrásoldali finanszírozásának fenntarthatóságára. Végül külön tárgyalja a konstrukció speciális elemeit, így a kamatfizetési költségeket, a tőketörlesztés esetleges meghiúsulását, valamint a refinanszírozás mechanizmusának kérdését.

Az elemzés különösen fontosnak tartja hangsúlyozni, hogy a konstrukció nem egyszerű hitelezési művelet, hanem két elkülönülő szintre épül: az uniós közös forrásbevonásra és adósságkezelésre, valamint az ettől elválasztott forráskihelyezésre.

A hitelmegállapodás teljes szövege a nyilvános forrásokban jelenleg nem hozzáférhető, ezért több operatív részlet — például a pontos pénzforgalmi elszámolás vagy a kamattámogatás adminisztratív mechanikája — a publikus forrásokból csak részben elemezhető. Ugyanakkor a rendelkezésre álló dokumentumokból a

folyamat legfontosabb elemei és működési logikája kirajzolódik (European Commission, 2026a; European Parliament and Council, 2026; Council of the EU, 2026a).

1. Az Ukrajna-támogatási hiteleszköz alapvetései

Az Ukrajna-támogatási hiteleszköz finanszírozását nem tagállami kétoldalú hitelek, hanem közös uniós tőkepiaci forrásbevonás biztosítja. A konstrukció az elmúlt másfél évtizedben fokozatosan kiépített uniós hitelfelvételi infrastruktúrára és technikákra épül, valamint piaci tapasztalatokra támaszkodik. Az EU hitelkezelés gyakorlata a 2010-es pénzügyi válságot követően olyan eszközökben öltött testet, mint az Európai Stabilitási Mechanizmus, a Makroszintű Pénzügyi Támogatások, a fizetésimérleg-támogatási eszköz, a NextGenerationEU, a SURE, illetve a közös védelmi finanszírozási kezdeményezések (ReArm).

A konstrukció formailag hitel, de pénzügyi logikájában a támogatási és kockázatközösségi elemek sokkal erősebbek annál, mint amit a korábbi makrofinanszírozási technikáknál tapasztalhattunk. A program keretében a források 2026–2027 között válnak hozzáférhetővé, miközben a tényleges uniós adósságállomány futamideje – a kibocsátott kötvények lejárati szerkezetétől függően – ezt jóval meghaladhatja. A tőke visszafizetésének főszabálya az, hogy az csak akkor válik esedékessé, amikor Ukrajna orosz jóvátételt kap. A finanszírozás szerkezete révén a konstrukció nemcsak likviditási támogatást nyújt, hanem a visszafizetések időbeli szerkezetének átrendezését is lehetővé teszi. Az EU rövid és közepes lejáratú piaci forrásokból finanszíroz egy olyan követelést, amelynek tőketörlesztése nem előre rögzített ütemezés szerint, hanem eseményalapon, a jóvátételi folyamat alakulásához igazodva történik.

A klasszikus hitelkockázat tehát a piac felől áttolódik az EU költségvetési és refinanszírozási oldalára. A befektetők felé fennálló kamat- és egyéb adósságszolgálati kötelezettségeket az EU költségvetése viseli, miközben Ukrajna tekintetében ezek kamatköltség-támogatás formájában részben vagy teljes mértékben átvállalhatók (European Commission, 2026b; European Parliament and Council, 2026; European Parliament, 2026).

A program megvalósítására az Európai Unió megerősített együttműködésének keretében kerül sor, ami lehetővé teszi, hogy a tagállamok egy csoportja önállóan cselekedjen, miközben mások kimaradhatnak. A hitelezés során a programhoz kapcsolódó, az elfogadott uniós költségvetésből finanszírozott kiadások — különösen az adósságszolgálati költségek és a garanciák lehívása — a részt vevő tagállamokat terhelik, míg a kimaradó tagállamok esetében költségvetési kiigazításra (például kisebb befizetés, visszatérítés, allokációs korrekció formájában) kerül sor.

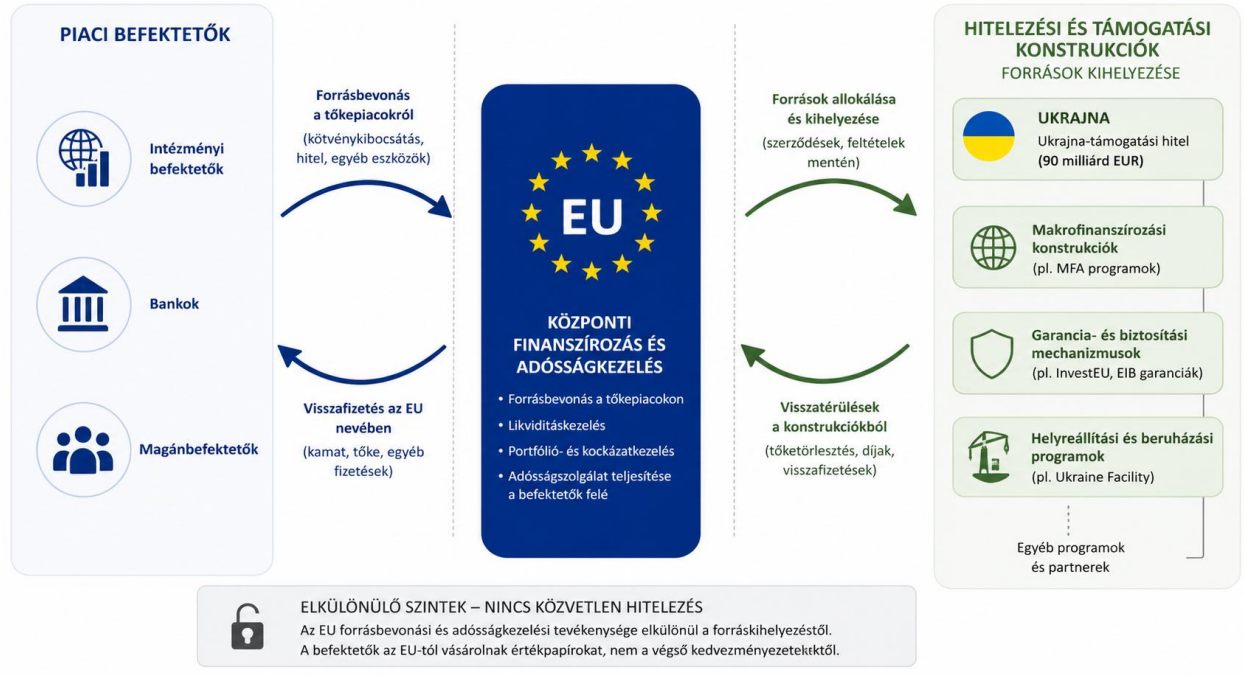
A konstrukció nem a nemzeti államadósságon keresztül, hanem az uniós költségvetés belső tehermegosztási mechanizmusain át fejti ki hatását a tagállami fiskális pozíciókra. Ez a különbségtétel kulcsfontosságú annak megértéséhez, hogy a finanszírozás formálisan nem tagállami hitelként jelenik meg, miközben a költségek végső soron a tagállamokat terhelik. (European Commission, 2026b; European Parliament and Council, 2026; Council of the EU, 2026a).

A hitelezés szerkezetét elemző rész négy fő egységre tagolódik:

- az EU tőkepiaci hitelfelvétele, amely a közös kötvénykibocsátás intézményi és piaci mechanizmusait vizsgálja;
- a hitel kihelyezése Ukrajnába, amely a források allokációjának jogi és pénzügyi struktúráját elemzi;
- Ukrajna visszafizetési mechanikája, amely az eseményalapú tőketörlesztés és annak feltételrendszerét tárgyalja;
- az EU-kötvények adósságszolgálata, amely a kamat- és egyéb fizetési kötelezettségek költségvetési kezelésére összpontosít.

Ezt követően a tanulmány külön fejezetben vizsgálja a konstrukcióhoz kapcsolódó kockázatokat, valamint az ebből kirajzolódó, implicit fiskális integráció kérdését.

Az Európai Unió hitelezési szerkezete



2. A hitelezés szerkezete és technikái

2.1. Az EU tőkepiaci hitelfelvétele

A program finanszírozásának jogalapját a 2026/467 rendelet 24. cikke teremti meg: a Bizottság az Európai Unió nevében jogosult a szükséges forrásokat euróban, a pénzügyi rendelet szerinti diverzifikált finanszírozási stratégia keretében a tőkepiacokon vagy pénzügyi intézményektől felvenni. A finanszírozási konstrukció a 2023 óta alkalmazott egységes finanszírozási rendszer keretében valósul meg: a Bizottság egységesen címkézett EU-kötvényeket bocsát ki, a bevételeket központi finanszírozási keretbe gyűjti, majd onnan allokálja az egyes programok között. Azaz a hitelezés nem elkülönített kibocsátások révén valósul meg, nem forrás-kihelyezés jellegű. Ennek a módszernek a használatával az EU biztosítja a befektetőknek, hogy ne ukrán hitelkockázatot, hanem EU-kockázatot vállaljanak. (European Parliament and Council, 2026; European Commission, 2026a; European Commission, 2025a).

A kibocsátási folyamat több, egymásra épülő döntési pontból áll. Először az éves hitelfelvételi plafont rögzítik, ami lekorlátozza a Bizottság által az adott évben felvehető rövid és hosszú lejáratú forrásbevonásának összegét, és az átlagos futamidő-korlátok mellett az egyedi kibocsátási plafonok összegét. Ezután a féléves finanszírozási terv keretében meghatározzák a következő hat hónap indikatív kibocsátási menetrendjét, a várható volumeneket, a szindikált – zártabb, bankok által szervezett – kibocsátások és nyílt, versenyeztetett aukciók számát, valamint az EU-váltók kibocsátási dátumait. A 2026 első félévére vonatkozó finanszírozási terv 90 milliárd euró összegű, hosszú lejáratú EU-kötvény kibocsátását irányozta elő, hat aukció és hat szindikált tranzakció keretében, 3 és 30 év közötti referencia-lejáratokkal, kiemelten 3, 7, 10 és 20 éves futamidőkkel. (European Commission, 2026a; European Commission, 2026e).

A technikai kibocsátási eszköztár két fő pilléren nyugszik.

A szindikált kibocsátások esetében a Bizottság kijelölt bankokból álló jegyzői konzorciummal működik együtt. A bankok a kibocsátás során felmérik és összegyűjtik a befektetői keresletet, összeállítják a

megrendelési struktúrát, majd a kötvényeket a végső befektetők között allokálják. A szindikációkban jellemzően olyan nemzetközi befektetési bankok vesznek részt, mint a BNP Paribas, a Deutsche Bank vagy a JPMorgan Chase. A Bizottság 2026 áprilisáig több sikeres rövid és hosszú lejáratú kötvénykibocsátást hajtott végre. Januárban összesen 11 milliárd euró forrást vont be egyrészt egy hároméves, 2029 júliusában lejáró kötvény kibocsátásával 6 milliárd euró értékben, másrészt egy 2055 októberében lejáró, harmincéves kötvény kibocsátásával 5 milliárd euró összegben. Februárban újabb 11 milliárd euró bevonására került sor 2032-es és 2045-ös lejáratú kötvények kibocsátásán keresztül, majd áprilisban 9 milliárd eurót vont be egy 2029-es lejáratú kötvény kibocsátásával, és egy 2046-os lejáratú, húszéves kötvény együttes alkalmazásával. A Bizottság a rövid és hosszú lejáratú kötvények párhuzamos használatával biztosítja a likviditást a különböző időtávlatokban. (European Commission, 2026f; European Commission, 2026g; European Commission, 2026h).

A nyílt, versenyeztetett értékesítés ugyanilyen fontos. Az EU-kötvények aukciós rendszere 2026 első félévében jellemzően több sorozatot egyidejűleg kínáló aukciókra épül: egy-egy alkalommal három különböző lejáratú kötvényt bocsátanak ki párhuzamosan. Az aukciót a következő napon egy kiegészítő allokáció követheti, amelynek keretében a kijelölt elsődleges forgalmazók — azaz az EU-val szerződésben álló, a kibocsátások lebonyolításában közreműködő bankok — legfeljebb az eredeti volumen 20%-áig további kötvényeket vásárolhatnak, mégpedig versenyeztetés nélkül, az aukción kialakult áron. A 2026. április 27-i aukció például három különböző kötvénysorozatot kínált: egy 2031 decemberében lejáró, 2,50%-os, egy 2036 decemberében lejáró, 3,25%-os, valamint egy 2044 áprilisában lejáró, 4,00%-os kötvényt, összesen legfeljebb 7 milliárd euró értékben. (European Commission, 2026i; European Commission, 2026j; European Commission, 2026e).

A befektetői bázis széles és stabil intézményi összetételű. A Bizottság az úgynevezett elsődleges forgalmazói hálózatra (Primary Dealer Network) támaszkodik, amely 2025. június 9-i állapot szerint vezető francia, német, spanyol, olasz, amerikai és északi bankokat foglal magában. E szereplők kettős funkciót látnak el: egyrészt közvetlen hozzáférést biztosítanak az aukciókhoz és a szindikált kibocsátásokhoz, másrészt aktívan hozzájárulnak a másodpiaci likviditás fenntartásához azáltal, hogy elektronikus kereskedési platformokon folyamatos vételi és eladási jegyzéseket biztosítanak.

Az elszámolási infrastruktúra 2024 óta jelentősen korszerűsödött. A Bizottság 2024 januárjától valamennyi új EU- és Euratom-kötvény elsődleges piaci elszámolását a központi uniós kibocsátási szolgáltatás (EU Issuance Service) rendszeren keresztül végzi, ami lehetővé teszi, hogy a tranzakciók közvetlenül, az európai értékpapír-elszámolási platformon (TARGET2-Securities) kerüljenek kiegyenlítésre. (European Commission, 2024).

A kibocsátásból származó bevételek nem kapcsolódnak közvetlenül egy-egy konkrét programhoz, így az Ukrajna-támogatási hiteleszközhöz sem, hanem egy központi finanszírozási keretbe kerülnek. A Bizottság leírása szerint az egységes finanszírozási megközelítés lényege, hogy a különböző programok finanszírozása ebből a közös forrásból történik, és a pénzeszközök belső allokáció révén jutnak el az egyes szakpolitikai területekhez.

A központi finanszírozási keret mellett a Bizottság likviditási tartalékot is fenntart. A félidős adósságkezelési jelentés szerint 2025 végén 65,2 milliárd eurónyi likvid eszköz állt rendelkezésre, részben a 2026-ra tervezett magas kifizetések előfinanszírozására. (European Commission, 2026c; European Commission, 2021; European Commission, 2026a).

A finanszírozási költségek becslésére a Bizottság költségallokációs módszertant alkalmaz, amely külön kezeli a forrásbevonás költségét, a likviditáskezeléshez kapcsolódó költségeket, valamint az adminisztratív kiadásokat. A 2025 második félévére vonatkozó jelentések alapján a NextGenerationEU program esetében az átlagos finanszírozási költség 3,32% körül alakult. Ugyanakkor az egyes programok tényleges költségei ettől eltértek: az Ukrajna-eszköz (Ukraine Facility) esetében mintegy 2,76%, a rendkívüli bevételek

felgyorsított felhasználására épülő (Extraordinary Revenue Acceleration, ERA) kezdeményezéshez kapcsolódó ukrán makroszintű pénzügyi támogatás esetében 2,54%, míg más programok jellemzően 2,7–2,8% közötti sávban helyezkedtek el. A 90 milliárd eurós új hitelprogram tényleges költsége csak a kibocsátások konkrét összetétele, időzítése, valamint a költségek programszintű szétosztása alapján lesz meghatározható. Mindazonáltal a 2026-os hozamkörnyezetben a 2,5–4,0% közötti tartomány reális becslésnek tekinthető (European Commission, 2026c).

A konstrukció egyik legfontosabb költségvetési sajátossága, hogy nem kapcsolódik hozzá rendkívüli kockázatok fedezésére képzett céltartalék. A rendelet kifejezetten kizárja a külső tevékenységekhez kapcsolódó garancia (External Action Guarantee) alkalmazását, nem ír elő céltartalék-képzést, és nem határoz meg erre vonatkozó arányt sem. A jogi háttérbiztosítékot az uniós költségvetés mozgástere jelenti: a Bizottság javaslata szerint a 90 milliárd eurós hitel tőkepiaci forrásbevonását ez a költségvetési mozgástér támasztja alá, míg az adósságszolgálati költségek fedezetét egy új, a költségvetési felső határokon felül mozgósítható eszköz, az úgynevezett Ukrajna-hitel eszköz (Ukraine Loan Instrument) biztosítja. A program a tagállami költségvetésekre közvetett módon hat: a költségviselés az uniós költségvetésen keresztül, a megerősített együttműködés keretében működő belső hozzájárulási mechanizmus révén érvényesül, nem pedig közvetlen nemzeti adósságként jelenik meg (European Parliament and Council, 2026; European Commission, 2026b; European Commission, 2024).

2.2. A hitel kihelyezése Ukrajnába

A 90 milliárd euró nem egyszerre, hanem döntési és lehívási lépcsőkön keresztül válik hozzáférhetővé. A 2026-ra vonatkozó első tanácsi végrehajtási határozat 45 milliárd euró forrást tett elérhetővé a 2026. december 31-ig tartó időszak finanszírozási szükségleteinek fedezésére, amiből 16,7 milliárd euró költségvetési támogatás, 28,3 milliárd euró pedig a védelmi-ipari kapacitások támogatása. A 16,7 milliárd eurón belül 8,35 milliárd euró a hitelezési csatorna, a további 8,35 milliárd euró pedig a 2026/467 rendelet szerinti makrofinanszírozási segítségnyújtás. A 90 milliárd eurós keret éves felhasználása a tanácsi végrehajtási határozatok elfogadását követően lehetséges, vagyis a források lehívása nem automatikus, hanem évenkénti döntésekhez kötött (Council of the EU, 2026a; European Parliament and Council, 2026).

A költségvetési támogatási ág kifizetései több lépcsőben valósulnak meg. A szabályozás szerint Ukrajna megfelelően indokolt forrásigénylés formájában — főszabály szerint évente legfeljebb hat alkalommal — nyújthat be kérelmet. A makrofinanszírozási ág esetében a kérelemhez csatolni kell az egyetértési megállapodás (Memorandum of Understanding, MoU) szerinti beszámolót, és a Bizottság a kifizetésről csak akkor hozhat pozitív döntést, ha együttesen teljesülnek a 2026/467 rendelet 5. cikkében rögzített demokratikus és jogállamisági előfeltételek, a MoU-ban meghatározott szakpolitikai feltételek, valamint az Ukrajna-támogatási hitelmegállapodásban (Ukraine Support Loan Agreement) vállalt kötelezettségek. A 2026. évi makrofinanszírozási keret legfeljebb három részletben hívható le, előzetesen 3,2 milliárd, 3,7 milliárd és 1,45 milliárd euró összegben. (European Parliament and Council, 2026; Council of the EU, 2026a).

A védelmi-ipari hitelek még kötöttebb felhasználási rendszerben hívhatók le. Minden benyújtott kérelem mögé szerződést vagy megállapodást és a hozzá tartozó ütemtervet kell benyújtani. Ha a kért összeg meghaladja az adott tanácsi végrehajtási döntésben elérhetővé tett éves összeg 20%-át, Ukrajnának részletes indokolást kell adnia a jövőbeni kérelmekre gyakorolt hatásról. A Bizottság pozitív döntése esetén a kiutalandó összeg a benyújtott szerződések értékét érheti el maximálisan. Vagyis a védelmi ipari kifizetés nem általános likviditási transzferként értelmezhető, hanem szerződésalapú, számlázott, ellenőrizhető kifizetésként (European Parliament and Council, 2026). A pénz útja a védelmi ágban különösen precízen szabályozott. Ukrajnának célszámlát kell nyitnia a kizárólagosan erre a célra kapott támogatások kezelésére és minden érintett szerződéses kifizetést ebből a számlából kell teljesíteni. A Bizottság ellenőrzési jogosultságot kap a számla felett, és Ukrajnának minden hónap végétől számított 10 munkanapon belül havi jelentést kell küldenie az adott hónap kifizetéseiről, megjelölve azok dátumát, összegét, a

kedvezményezett nevét és a szerződéses célt (European Parliament and Council, 2026). A szerződéses és elszámolási biztosítékokhoz iparpolitikai és biztonsági szűrők is társulnak. A rendelet szerint a védelem ipari termékek esetében az Unión, az EEA EFTA-államokon és Ukrajnán kívülről származó alkatrészek költségrésze nem lehet magasabb 35%-nál. A közbeszerzési és szerződéses folyamatoknak egyúttal szolgálniuk kell az Unió és a tagállamok biztonsági és védelemi érdekeit (European Parliament and Council, 2026).

A kifizetések feltétele, hogy az adott évre rendelkezésre álljon a szükséges garanciakeret. A 2026. áprilisi tanácsi végrehajtási döntés kifejezetten kimondja, hogy a 45 milliárd eurónyi segítségnyújtás addig nem folyósítható, amíg a garanciakeret nem áll rendelkezésre. Ez azért lényeges, mert a program pénzforgalmi elindítása nemcsak a politikai döntéstől, hanem a költségvetési háttérbiztosíték tényleges rendelkezésre állásától is függ (Council of the EU, 2026a; European Commission, 2026a). A hitelbiztosítéki struktúra további eleme, hogy a nyilvános javaslat alapján az Ukrajna-támogatási hitelmegállapodásnak az EU javára biztosítékot kell alapítania Ukrajna Oroszországgal szembeni jóvátételi követelésén. A végleges rendelet ezt kötelező tartalmi elemként írja elő a hitelmegállapodásban. A rendelkezésre álló információk alapján az EU nem pusztán egy jövőbeli jóvátétel lehetőségére támaszkodik, hanem azt – a lehetőségekhez mérten – jogilag is biztosítékként kívánja lekötni, amennyire ez egy szuverén, háborús kárigény esetében megvalósítható. A biztosíték pontos jogi konstrukcióját ugyanakkor a nyilvánosan nem hozzáférhető hitelmegállapodás rendezi (European Commission, 2026b; European Parliament and Council, 2026).

2.3. Ukrajna visszafizetési rendszere és feltételrendszere

Ukrajna a hitelt főszabály szerint részletekben törleszti: e törlesztések elvileg tőke- és kamatelemeket egyaránt tartalmazhatnak, ugyanakkor a tőketörlesztés csak feltételes jelleggel, meghatározott események bekövetkezéséhez kötötten merül fel.

A visszafizetési mechanizmus központi eleme a törlesztést kiváltó feltételrendszer. A rendelet szerint Ukrajna tőketörlesztési kötelezettsége 30 napon belül beáll, ha készpénzben kap háborús jóvátételt, kártérítést vagy pénzügyi rendezést Oroszországtól. Ha nem pénzbeli eszközt kap — a terület kivételével —, akkor főszabály szerint 90 napon belül kell fizetnie, független értékelés alapján; a Bizottság indokolt esetben szűk körben hosszabbítást adhat. További kiváltó ok lehet, ha Ukrajna megsérti a demokratikus-jogállami feltételeket, vagy ha a hitel kezelésével összefüggésben csalás, korrupció vagy más, az Unió pénzügyi érdekeit sértő illegális tevékenység került megállapításra. Szerződésszegés esetén a teljes fennálló tartozás azonnal esedékessé válhat, míg csalás vagy korrupció esetén legalább az érintett összeg válik azonnal esedékessé (European Parliament and Council, 2026).

A jóvátételi kiváltó feltételhez tartozó visszafizetési összegének meghatározását matematikai képlettel írták fel. A jogszabály szerinti arányosítás:

$$\text{EU-visszafizetés} = R \times [O_EU / (O_EU + O_G7 + O_ERA)]$$

ahol **R** az adott jóvátételi bevétel vagy a nem pénzbeli eszköz pénzben meghatározott értéke, **O_EU** az EU Ukrajna-támogatási hiteleszköz fennálló állománya, **O_G7** a G7-tagok hasonló jellegű reparációs hiteleinek fennálló összege, **O_ERA** az ERA-hitelekhez kapcsolódó fennálló kötelezettség.

A szabály tehát tudatosan megakadályozza, hogy az elsőként befolyó jóvátétel teljes egészében az EU-hoz áramoljon (European Parliament and Council, 2026).

E képlet működését egyszerű numerikus példával lehet a legjobban megvilágítani. Tegyük fel, hogy az EU-hitelen még 90 milliárd euró áll fenn, a G7-reparációs hitelek állománya 30 milliárd, az ERA-kötelezettségé pedig szintén 30 milliárd euró. Ha Ukrajna 20 milliárd euró készpénzes jóvátételt kap, akkor az EU felé esedékes tőketörlesztés $20 \times 90 / (90+30+30) = 12$ milliárd euró, amelyet a szabály szerint 30 napon belül kell teljesíteni. Ha egy 50 milliárd euróra értékelt nem pénzbeli eszközt kap, akkor az EU-ra jutó rész 30

milliárd euró, főszabály szerint 90 napon belül. A maradék, nem fedezett EU-tartozás fennmarad a következő kiváltó esemény bekövetkeztéig (European Parliament and Council, 2026).

A kölcsön tehát tőkeoldalon eseményalapú, kamatoldalon viszont formálisan mégis hitel marad. A rendelet 22. cikke azért kulcsfontosságú, mert ebből érthető meg, hogy Ukrajna fizet-e egyáltalán kamatot. A szabályozás szerint az Unió a rendelkezésre álló források erejéig átvállalhatja azokat a finanszírozási költségeket, amelyek egyébként Ukrajnát terhelnék. E költségek nem csupán a kamatkiadásokat foglalják magukban, hanem a forrásbevonás költségét, a likviditáskezelés költségeit, valamint az adminisztratív szolgáltatási kiadásokat is.

Ukrajna a kamattámogatást évente kérelmezheti, amelyről a Bizottság az adott költségvetési eljárás során rendelkezésre álló előirányzatok mértékéig dönt. A jogi képlet tehát a következő: alapesetben a költségek Ukrajnát terhelnék, de a rendelet alapján az EU-költségvetés ezeket éves kérelmek útján átvállalhatja. A program nyilvános költségvetési dokumentumai e költségek uniós viselésével számolnak (European Parliament and Council, 2026; European Commission, 2026b; European Parliament, 2026).

A fentiekből kirajzolódik a kamatköltségek viselésének rendszere. A befektetők felé az EU mindenképpen fizeti a kamatot. Az, hogy ebből végső soron mekkora részt visel Ukrajna, attól függ, hogy az adott évben a költségvetési hatóság milyen mértékű kamattámogatást ítél meg számára. A nyilvános politikai és költségvetési dokumentumok a teljes vagy nagyon magas arányú átvállalás irányába mutatnak. A hitelmegállapodás teljes szövege nélkül azonban az nem rekonstruálható teljes bizonyossággal, hogy a kamat technikailag előbb Ukrajnára terhelt követelésként jelenik-e meg, amelyet az EU később támogatásként kompenzál, vagy a fizetési kötelezettség szerződéses kialakítása eleve figyelembe veszi a kamattámogatást. A közgazdasági eredmény mindkét esetben ugyanaz: az EU-költségvetés fizeti a befektetők felé az adósságszolgálatot, és ez alkotja az EU nettó költségét. (European Parliament and Council, 2026; European Commission, 2026b).

A visszafizetésnek van még egy, politikailag érzékeny eleme is: a szabályozás fenntartja az EU jogát arra, hogy az EU-ban immobilizált orosz eszközöket a hitel visszafizetésére használja fel, teljes összhangban az uniós és nemzetközi joggal. Ez önmagában még nem jelent teljes konfiskációs rendszert, de azt igen, hogy a jogalkotó a jóvátételi és eszközfelhasználási lehetőséget a kölcsön szerkezetébe előre beépítette. A konstrukció alkalmazásához azonban további nemzetközi és uniós jogalkotásra lenne szükség (European Parliament and Council, 2026; Council of the EU, 2026a).

2.4. Az EU-kötvények adósságszolgálata

Az EU és a befektetők közötti jogviszonyt a kötvények kibocsátási feltételei határozzák meg — így a kamatfizetés és a tőketörlesztés rendje, a futamidő, valamint az egyéb szerződéses kikötések —, nem pedig Ukrajna későbbi törlesztési képessége. Az EU-kötvények (EU-Bonds) fix kamatozású, piaci árazás szempontjából irányadó és többnyire egyösszegű törlesztésű (lejáratkor visszafizetendő) eszközök: kamataikat a kibocsátási feltételek szerinti időpontokban fizetik, tőkéjüket pedig lejáratkor egy összegben törlesztik. Ezzel szemben az EU-váltók (EU-Bills) rövid lejáratú, jellemzően 3, 6 és 12 hónapos futamidejű, elsősorban likviditáskezelési célokat szolgáló eszközök. Az Ukrajna-támogatási hitel refinanszírozási terhe így nem egyetlen időpontra koncentrálódik, hanem az EU teljes adósságportfóliójában oszlik el (European Commission, 2026e; European Commission, 2026f; European Commission, 2026h).

A befektetők felé teljesítendő kamat- és tőketörlesztések elsődleges forrását a Bizottság központi pénzgazdálkodása és likviditáskezelése biztosítja. Az egységes finanszírozási megközelítés lényege, hogy az egyes programok finanszírozása nem egy-egy konkrét kötvénykibocsátáshoz kötötten történik, hanem közös forrásból valósul meg. Ennek következtében egy adott kötvény lejáratakor az EU nem egy-egy konkrét hitel (például a tárgyalt 90 milliárdos Ukrajna-támogatási hitel) visszafizetéséhez köti a teljesítést, hanem a teljes finanszírozási portfólió szintjén dönt a kifizetés módjáról. A törlesztés így az adott napon rendelkezésre álló készpénzből, rövid lejáratú finanszírozásból (EU-váltók kibocsátásával), vagy új,

hosszabb lejáratú kötvénykibocsátásból történhet. Ez a megoldás az EU finanszírozási gyakorlatát a szuverén kibocsátók logikájához közelíti (European Commission, 2026a; European Commission, 2026c).

Ebben a struktúrában az EU-váltók (EU-Bills) nem elsődleges finanszírozási eszközként jelennek meg, hanem a készpénzkezelést szolgálják. A Bizottság a rövid lejáratú papírokat a likviditási profil kiegyenlítésére használja: a kétheti váltóaukciók és a megfelelő nagyságú készpénztartalék együttesen lehetővé teszik, hogy a nagyobb kamatfizetési és lejárati napok finanszírozása ne kizárólag az adott időpontra időzített hosszú lejáratú kötvénykibocsátásoktól függjön. 2025 végén a 36,8 milliárd eurónyi EU-váltó-állomány és a 65,2 milliárd eurónyi likviditási tartalék arra utalt, hogy a Bizottság eleve portfóliószemléletben kezeli a 2026-ban esedékes nagyobb kifizetési összegeket. Ennek egyik gyakorlati következménye, hogy az Ukrajna-támogatási hitelhez kapcsolódó pénzügyi kockázat a piaci oldalon elsősorban refinanszírozási és kamatkockázatként jelenik meg, nem pedig közvetlen likviditási kockázataként (European Commission, 2026c).

A legfontosabb gyakorlati kérdés az, hogy mi történik akkor, ha egy EU-kötvény lejár, de Ukrajna tőketörlesztése addig nem vált esedékessé, vagy esedékessé vált, de nem folyt be. A nyilvános szabályozásból két finanszírozási csatorna következik. Az első megoldás a lejáró állomány megújítása új kibocsátással: a Bizottság új EU-kötvények, illetve rövidebb időhíd áthidalására EU-váltók kibocsátásával váltja ki a lejáró papírokat. A második pillért az uniós költségvetési háttér jelenti: az adósságszolgálat, valamint szükség esetén a garanciák lehívása az elfogadott költségvetés, illetve az azon felül mozgósítható speciális eszközök terhére biztosítható. A kimaradó tagállamok közötti belső korrekció a piaci oldalon nem jelenik meg: a befektetők felé a kibocsátó továbbra is egységesen az Európai Unió marad (European Commission, 2026b; European Parliament and Council, 2026; Council of the EU, 2026a).

A hitelezés az Unió számára közvetlen költségekkel jár. Míg egy hagyományos piaci hitelműveletben a hitelező a kamatkülönbözeten nyereséget realizál, ebben az esetben a finanszírozási költségek egy része az uniós költségvetésben jelenik meg, így a művelet nem profitot, hanem nettó fiskális terhet eredményezhet. Amennyiben az EU átlagosan 3,0%-os finanszírozási költség mellett egy teljes mértékben lehívott, 90 milliárd eurós állományt tart fenn, a tartós éves kamat- és likviditási teher nagyságrendileg 2,7 milliárd euró körül alakul. Ez az érték közel áll az Európai Parlament által közölt, 2028-tól évi mintegy 3 milliárd eurós becsléshez. Ez a tétel nem jelenik meg nemzeti államadósságként, de megjelenik az EU éves költségvetésében. A befektetők felé fizetendő kamat a költségvetésből kerül finanszírozásra: a kamat- és egyéb adósságszolgálati költségek az uniós költségvetésben jelennek meg, és ezek alkotják a program közvetlen uniós nettó fiskális terhét (European Commission, 2026b; European Parliament, 2026).

A finanszírozási költségek alakulását alapvetően a kamatszint határozza meg, mivel a magasabb piaci hozamok az új kibocsátások és a refinanszírozás során egyaránt növelik az éves kamatterheket. A Bizottság 2027-re vonatkozó, mintegy 1 milliárd eurós hivatalos becsléséből kiindulva, és 2028-tól egy teljes mértékben lehívott, 90 milliárd eurós állományt feltételezve, a különböző kamatszintek mellett számított éves költségek jól érzékeltetik ezt az összefüggést. Mintegy 2,5%-os finanszírozási ráta esetén az éves kamat- és likviditási teher nagyságrendileg 2,25 milliárd euró körül alakul, amely 3,0%-os kamatszint mellett 2,7 milliárd euróra, 3,5%-nál 3,15 milliárd euróra, míg 4,0%-nál 3,6 milliárd euróra emelkedik. Hosszabb időtávon ez jelentős kumulált eltéréseket eredményez: 2035-ig a teljes költség a legalacsonyabb kamatszint mellett mintegy 19 milliárd euró körül alakul, míg magasabb kamatkörnyezetben 26–30 milliárd euró közé emelkedhet. 2045-ig vetítve a különbség még markánsabb, a teljes költség nagyságrendje 41 és 66 milliárd euró között alakulhat. A számítások alapján a hozamkörnyezet 100 bázispontos emelkedése egy teljesen lehívott állomány mellett hosszabb távon évente hozzávetőleg 0,9 milliárd euró többletköltséget eredményez. Ezt a Bizottság saját érzékenységi becslése is alátámasztja: a 2027. évi előirányzatok a bázishoz képest 100 bázispontos kamatemelkedés esetén akár 1,3 milliárd euróig is növekedhetnek (European Commission, 2026b; European Parliament, 2026).

3. Kockázatok

A kockázatelemzés a hitelezési konstrukció várható költségeinek és kitettségének alakulását vizsgálja különböző forgatókönyvek mellett. Az első variációban a jóvátételi bevételek 2032-től megindulnak, és fokozatosan teljes mértékben visszatérítik a 90 milliárd eurós tőkeállományt. A késleltetett pályán a visszaáramlás csak a 2030-as évek végén kezdődik, így 2045-ig részleges megtérülés valósul meg. A jóvátétel nélküli forgatókönyvben a teljes tőkeexpozíció tartósan az EU mérlegén marad. A kamatpálya mindhárom esetben azonos, így a különbségeket elsősorban a visszaáramlás időzítése határozza meg (European Parliament and Council, 2026; European Commission, 2026b).

A konstrukció költségdinamikáját rövid és középtávon nem a tőkeveszteség, hanem a kamat- és refinanszírozási teher határozza meg. A költség nem egyszeri veszteségként jelentkezik, hanem folyamatos költségáramlásként: az EU-nak évről évre finanszíroznia kell a kamatokat és meg kell újítania a lejáró adósságot. A jóvátételi bevételek időzítése ezért kulcsfontosságú: a korai beáramlás mérsékli a refinanszírozási nyomást, míg a késleltetett vagy elmaradó bevételek a teljes kockázati pályát érdemben nem változtatják meg (European Commission, 2026c).

A legszigorúbb, jóvátétel nélküli esetben a húszéves időtávon közel 50 milliárd euró kumulált kamatteher és a teljes 90 milliárd eurós tőkeexpozíció fennmaradása adódik. Ez nem egyszeri költségként, hanem a közös adósságkezelési rendszer által folyamatosan finanszírozott teherként jelenik meg. A konstrukció lényege éppen ebben áll: a fiskális kitettség a kamatfizetések és a refinanszírozás sorozataként valósul meg, ami politikailag kezelhetőbb, gazdaságilag azonban valós költséget jelent (European Commission, 2026b; European Commission, 2026c).

A fő piaci kockázat a kamatszint alakulása. A finanszírozási ráta 100 bázispontos emelkedése a teljesen lehívott állomány mellett éves szinten mintegy 0,9 milliárd euró többletköltséget eredményezhet, ami összhangban áll a Bizottság saját érzékenységi becsléseivel. A kamatkockázat így közvetlenül az uniós költségvetésben jelenik meg (European Commission, 2026b).

A jogi és politikai kockázatok a visszafizetési logika feltételességéből fakadnak. A konstrukció jövőbeli jóvátételi és eszközmobilizálási eseményekre épül, amelyek intézményi és jogi megvalósulása bizonytalan. Amennyiben ezek nem teljesülnek, a hitel tartalma fokozatosan egy tartós, költségvetésileg támogatott uniós refinanszírozási mechanizmussá alakul. Ez egyben precedenst teremt: a közös kibocsátás, a közös adósságkezelés és a közös költségviselés együttese a fiskális integráció technikai eszközeit erősíti, amely formális intézményi változtatás nélkül is érdemben kiterjeszti az uniós fiskális integráció határait, (European Commission, 2026a; European Parliament, 2026; European Parliamentary Research Service, 2026).

4. Következtetések

A 90 milliárd eurós Ukrajna-támogatási hitel az uniós pénzügyi jog egyik legösszetettebb konstrukciója. Egyszerre hitel, költségvetési garanciára épülő közös adósságkibocsátás, iparpolitikai eszköz, valamint a jóvátételi követelésekhez kötött finanszírozási forma.

A program lényege, hogy az EU saját, mára mély és likvid tőkepiaci infrastruktúráját állítja Ukrajna finanszírozása mögé, miközben a tőketörlesztés időzítését és forrását leválasztja a piaci finanszírozásról. A befektetők felé az EU teljesíti a fizetési kötelezettségeket, míg Ukrajna esetében a tőketörlesztés esedékessége bizonytalan, jövőbeli eseményekhez kötött. A két elem elkülönítése a konstrukció alapvető erőssége, ugyanakkor a kockázatok egyik fő forrása is. (European Commission, 2026a; European Parliament and Council, 2026; European Commission, 2026c).

A nettó EU-költség szempontjából a legfontosabb megállapítás az, hogy az adósságszolgálat — kamat, likviditáskezelés, kibocsátási és adminisztratív költségek — az EU-költségvetésben jelentkezik. A

tagállamok a terheket nem saját államadósságként, hanem az uniós költségvetés hozzájárulási mechanizmusain és a speciális eszközök rendszerén keresztül viselik. A „nem tagállami hitel” minősítés jogilag helytálló, ugyanakkor a költségvetési hatás a részt vevő tagállamok közösségénél jelentkezik: a kamatfizetések és a refinanszírozási kötelezettségek terhei közvetetten náluk csapódnak le (European Commission, 2026b; European Parliament and Council, 2026).

Szakpolitikai szempontból a program két irányba mutat. Rövid távon racionális válasz Ukrajna rendkívüli finanszírozási szükségletére, mert a piaci hozzáférési és refinanszírozási kockázatot az EU sokkal hatékonyabban tudja kezelni, mint Ukrajna. Hosszabb távon a konstrukció fenntarthatósága és politikai legitimációja attól függ, hogy az EU milyen módon rendezi a 2028 utáni költségvetési keretet, átlátható módon szabályozza-e a finanszírozási költségek támogatásának éves odaítélését, valamint egyértelművé teszi-e, hogy a tőketörlesztés elmaradása esetén milyen végső költségvetési megoldás lép életbe. Ennek hiányában a hitel könnyen tartóssá váló közös fiskális teherviseléssé alakulhat (European Parliament, 2026; European Parliamentary Research Service, 2026; European Commission, 2026b).

Az elemzés megírásakor a legnagyobb problémát a hitelmegállapodás és az ahhoz kapcsolódó egyetértési megállapodás teljes szövegének hiánya jelenti. Emiatt nem ismert a kamattámogatás működésének részletes mechanizmusa, a törlesztések pénzforgalmi útja, a biztosítéki struktúra pontos felépítése, valamint az sem, hogy a Bizottság a tőke-visszaáramlásokat milyen elvek szerint használja fel a lejáratok kezelésére. Ezek a dokumentumok az alkotmányos és fiskális értékelés szempontjából meghatározó jelentőségűek, ezért a jövőbeli hivatalos közzétételük érdemben befolyásolhatja az elemzés következtetéseit.

Irodalomjegyzék

- Council of the EU (2026a) *Proposal for a Council Implementing Decision approving assistance to Ukraine in implementing the Ukrainian Financing Strategy*.
- European Commission (2021) *Communication on the financing strategy for NextGenerationEU*.
- European Commission (2024) *European Commission settles first transaction via new Eurosystem based EU Issuance Service*.
- European Commission (2025a) *Funding Plan January–June 2026*.
- European Commission (2026a) *Commission presents a financial support package for Ukraine for 2026–2027*.
- European Commission (2026b) *Proposal for a Regulation implementing enhanced cooperation on the establishment of the Ukraine Support Loan for 2026 and 2027*.
- European Commission (2026c) *Half-yearly report on the implementation of borrowing, debt management and related lending operations*.
- European Commission (2026e) *How EU issuance works*.
- European Parliament (2026) *Parliament approves €90 billion Ukraine support loan package*.
- European Parliament and Council (2026) *Regulation (EU) 2026/467 implementing enhanced cooperation on the establishment of the Ukraine Support Loan for 2026 and 2027*.
- European Parliamentary Research Service (2026) *EU support for Ukraine for 2026–2027*.
- International Monetary Fund (2026) *Ukraine: Request for an Extended Arrangement under the Extended Fund Facility* and related Board materials.