KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 12.3.2025 r.
COM(2025) 70 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

Półroczne sprawozdanie z realizacji operacji zaciągania pożyczek, zarządzania długiem i powiązanych operacji udzielania pożyczek, sporządzone na podstawie art. 13 decyzji wykonawczej Komisji C(2023)8010

1 lipca 2024 r. - 31 grudnia 2024 r.

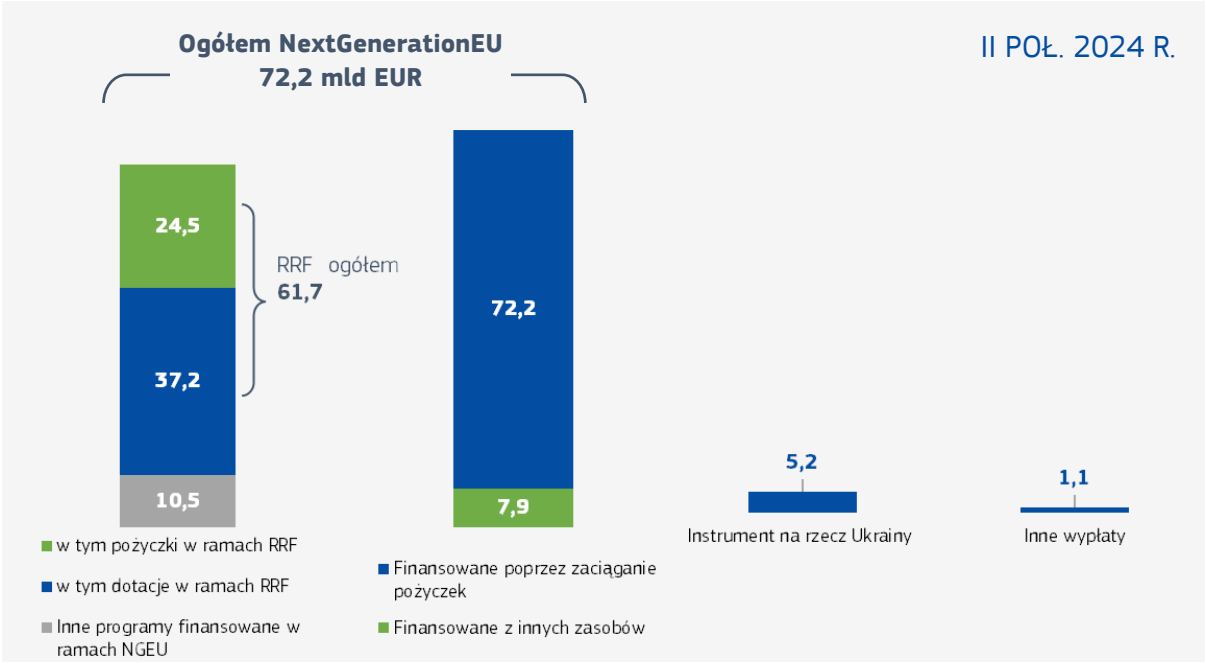
Spis treści

1. Streszczenie 3
2. Wprowadzenie 4
3. Realizacja operacji zaciągania pożyczek w drugiej połowie 2024 r. 5
4. Koszty finansowania i salda płynności 9
5. Działania służące dalszemu rozwijaniu ekosystemu obligacji UE 11
6. Inne kamienie milowe w drugiej połowie 2024 r. 12
7. Perspektywy dla emisji na pierwszą połowę 2025 r. 13

POZYSKANE FINANSOWANIE – DRUGA POŁOWA 2024 R.



WYKORZYSTANIE WPŁYWÓW





Wszystkie kwoty wyrażone w mld EUR

OBLIGACJE UE POZOSTAJĄCE W OBROCIE

na dzień 31.12.2024 r.

Łącznie 578,2 mld EUR



147,8 mld EUR finansowane na zasadzie wzajemnej

obligacje o łącznej wartości **430,4 mld EUR** w ramach jednolitego podejścia do finansowania

w tym 362,2 mld EUR w postaci konwencjonalnych obligacji UE

w tym 68,2 mld EUR w postaci zielonych obligacji NextGenerationEU

NAJWAŻNIEJSZE FAKTY na temat drugiej połowy 2024 r.

- W ramach czterech konsorcjów i sześciu aukcji pozyskano 64,3 mld EUR o średnim okresie zapadalności wynoszącym około 12 lat, co oznacza, że łączne finansowanie długoterminowe pozyskane w 2024 r. wynosi 138,1 mld EUR.
- Większość środków przeznaczono na realizację programu NextGenerationEU (72,2 mld EUR), a dodatkowe środki wypłacono w ramach Instrumentu na rzecz Ukrainy (5,2 mld EUR) oraz programów pożyczek będących formą pomocy makrofinansowej dla Egiptu (1 mld EUR) i Mołdawii (95 mln EUR).
- Koszt finansowania wyniósł 2,97 % w przypadku programu NextGenerationEU (w porównaniu z 3,19 % w pierwszej połowie 2024 r.) i 2,68 % w przypadku Instrumentu na rzecz Ukrainy i pomocy makrofinansowej dla Egiptu.

1. Streszczenie

W drugiej połowie 2024 r. UE pozyskała 64,3 mld EUR długoterminowego finansowania za pomocą czterech konsorcjów i sześciu aukcji, zgodnie z celem zawartym w planie finansowania opublikowanym w czerwcu 2024 r. Kwotę 8 mld EUR z tych 64,3 mld EUR w formie długoterminowego finansowania pozyskano z zielonych obligacji NextGenerationEU (NGEU). Wraz z kwotą 73,8 mld EUR pozyskaną w pierwszej połowie 2024 r. emisje te zwiększyły łączne finansowanie długoterminowe pozyskane w 2024 r. do poziomu 138,1 mld EUR, co stanowi najwyższą kwotę w obligacjach wyemitowanych przez UE w ciągu jednego roku. Do końca 2024 r. wartość obligacji UE pozostających w obrocie wynosiła 578,2 mld EUR (ze średnim pozostałym okresem zapadalności wynoszącym około 12 lat), z czego 68,2 mld EUR miało formę zielonych obligacji NGEU.

Dzięki wpływom uzyskanym z emisji obligacji UE Komisja była w stanie nadal reagować na priorytety polityki w UE i jej sąsiedztwie. Konkretnie w drugiej połowie 2024 r. z tych wpływów wypłacono 72,2 mld EUR na realizację inwestycji i reform w ramach NGEU. Ukraina otrzymała 5,2 mld EUR w ramach Instrumentu na rzecz Ukrainy, a kolejne 1,1 mld EUR wpływów wykorzystano na sfinansowanie pomocy makrofinansowej dla Egiptu i Mołdawii w wysokości odpowiednio 1 mld EUR i 95 mln EUR.

Koszty finansowania ponoszone przez UE[1] nadal spadały i osiągnęły poziom 2,97 % – dla porównania wynosiły one 3,19 % w poprzednim okresie finansowania. Spadek ogólnych kosztów finansowania ponoszonych przez UE wynikał z korzystniejszych warunków rynkowych i zmniejszenia rentowności obligacji UE w stosunku do podstawowych europejskich obligacji skarbowych w ciągu półrocza. Rozpiętość 10-letnich stóp procentowych między obligacjami UE a koszykiem obligacji skarbowych Niemiec i Francji (50/50) spadła z 25 punktów bazowych na początku drugiej połowy 2024 r. do 12 punktów bazowych w grudniu 2024 r.

Komisja podjęła również dalsze kroki w celu wspierania funkcjonowania i płynności rynku obligacji UE. W październiku 2024 r. Komisja uruchomiła instrument odkupu („repo") obligacji UE, który ma wspierać głównych unijnych dealerów w zakresie publikowania kwotowań obligacji UE na elektronicznych platformach obrotu.

Te istotne zmiany wprowadzone po stronie UE, w połączeniu z konsolidacją emisji UE w ramach jednolitego podejścia do finansowania, umożliwiły uczestnikom rynku podejmowanie niezależnych inicjatyw, które mogłyby dodatkowo wspierać funkcjonowanie rynku obligacji UE. Jako przykłady takich działań z drugiej połowy 2024 r. można wskazać wprowadzenie w grudniu indeksowego kontraktu terminowego futures na obligacje UE, a także ogłoszenie ponownego zainteresowania wprowadzeniem tradycyjnych (rozliczanych fizycznie) kontraktów terminowych futures w 2025 r. przez czołową giełdę europejską.

Kolejnym ważnym punktem w drugiej połowie 2024 r. była publikacja rocznego sprawozdania na temat alokacji i wpływu zielonych obligacji NextGenerationEU za 2024 r. Przedstawiono w nim zaktualizowane informacje na temat alokacji wpływów z emisji zielonych obligacji NGEU oraz na temat ich szacowanego faktycznego i oczekiwanego wpływu na klimat. W sprawozdaniu tym udokumentowano (i) zwiększoną emisję zielonych obligacji NGEU (wzrost długu pozostałego do spłaty z zielonych obligacji NGEU do poziomu 68,2 mld EUR), (ii) postępy w realizacji wydatków związanych ze zmianą klimatu finansowanych z zielonych obligacji NGEU oraz (iii) zwiększenie puli wydatków kwalifikowalnych, które można finansować z wpływów z zielonych obligacji NGEU,

[1] Na podstawie metodyki alokacji kosztów określonej w decyzji wykonawczej Komisji (UE) 2024/1974.

w następstwie włączenia programu REPowerEU (środki w ramach programu REPowerEU wynoszą obecnie 264 mld EUR).

Ponadto 10 grudnia 2024 r. Komisja ogłosiła plan finansowania na pierwszą połowę 2025 r., w którym jednym z wymienionych celów jest emisja obligacji o wartości do 90 mld EUR w okresie od stycznia do końca czerwca. Oczekuje się, że w 2025 r. orientacyjny poziom finansowania z obligacji UE wyniesie 160 mld EUR. Aukcje obligacji obejmujące trzy terminy zapadalności zostaną wprowadzone już w pierwszej połowie 2025 r., aby ułatwić zwiększenie emisji obligacji długoterminowych. Aby uzupełnić potrzeby UE w zakresie finansowania, finansowanie długoterminowe zostanie także uzupełnione o emisję długu krótkoterminowego, również poprzez wprowadzenie w styczniu 2025 r. nowych 12-miesięcznych eurobonów.

2. Wprowadzenie

Komisja zaciąga pożyczki w imieniu Unii Europejskiej od ponad 40 lat. W ostatnich pięciu latach nastąpił wyraźny wzrost emisji obligacji UE, ponieważ Unia polega na rynkach kapitałowych w celu finansowania dużych programów, takich jak SURE[2], NextGenerationEU (NGEU) i wsparcie dla Ukrainy (pomoc makrofinansowa plus w 2023 r., Instrument na rzecz Ukrainy w 2024 r., pożyczka będąca formą pomocy makrofinansowej w ramach Mechanizmu współpracy pożyczkowej dla Ukrainy wraz z początkiem 2025 r.). Na dzień 31 grudnia 2024 r. łączna kwota długu UE pozostałego do spłaty wyniosła nieco ponad 600 mld EUR, z czego 23,1 mld EUR w postaci eurobonów.

W niniejszym półrocznym sprawozdaniu[3] dokonano przeglądu realizacji operacji zaciągania pożyczek w okresie od 1 lipca 2024 r. do 31 grudnia 2024 r. W sprawozdaniu przedstawiono ponadto perspektywy dla emisji obligacji UE w drugiej połowie 2025 r. W sprawozdaniu nie oceniono sposobu wykorzystania uzyskiwanych przychodów z obligacji UE, w tym na wydatki ekologiczne, ponieważ zagadnienie to będzie przedmiotem odrębnych sprawozdań na podstawie rozporządzeń dotyczących poszczególnych instrumentów[4].

Zgodnie z zaleceniem Europejskiego Trybunału Obrachunkowego z czerwca 2023 r.[5] w załączniku do niniejszego sprawozdania przedstawiono wskaźniki, które można wykorzystać do monitorowania wdrażania nadrzędnej strategii zarządzania długiem leżącej u podstaw jednolitego podejścia Komisji do finansowania[6].

[2] Europejski instrument tymczasowego wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem w sytuacji nadzwyczajnej (SURE).

[3] Opracowanym zgodnie z art. 13 decyzji wykonawczej Komisji C(2023)8010, w której określono zasady wdrażania jednolitego podejścia do finansowania operacji zaciągania pożyczek i zarządzania długiem.

[4] Zob. na przykład sprawozdania roczne dotyczące Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności oraz pomocy makrofinansowej, a także sprawozdanie na temat alokacji i wpływu zielonych obligacji NextGenerationEU.

[5] Sprawozdanie specjalne 16/2023: Zarządzanie przez Komisję długiem zaciągniętym na potrzeby NGEU oraz odpowiedzi Komisji.

[6] Opis nadrzędnej strategii zarządzania długiem można znaleźć w półrocznym sprawozdaniu z realizacji operacji zaciągania i udzielania pożyczek UE w okresie od dnia 1 stycznia 2023 r. do dnia 30 czerwca 2023 r., zob. czwarte półroczne sprawozdanie z realizacji operacji zaciągania i udzielania pożyczek (europa.eu).

3. Realizacja operacji zaciągania pożyczek w drugiej połowie 2024 r.

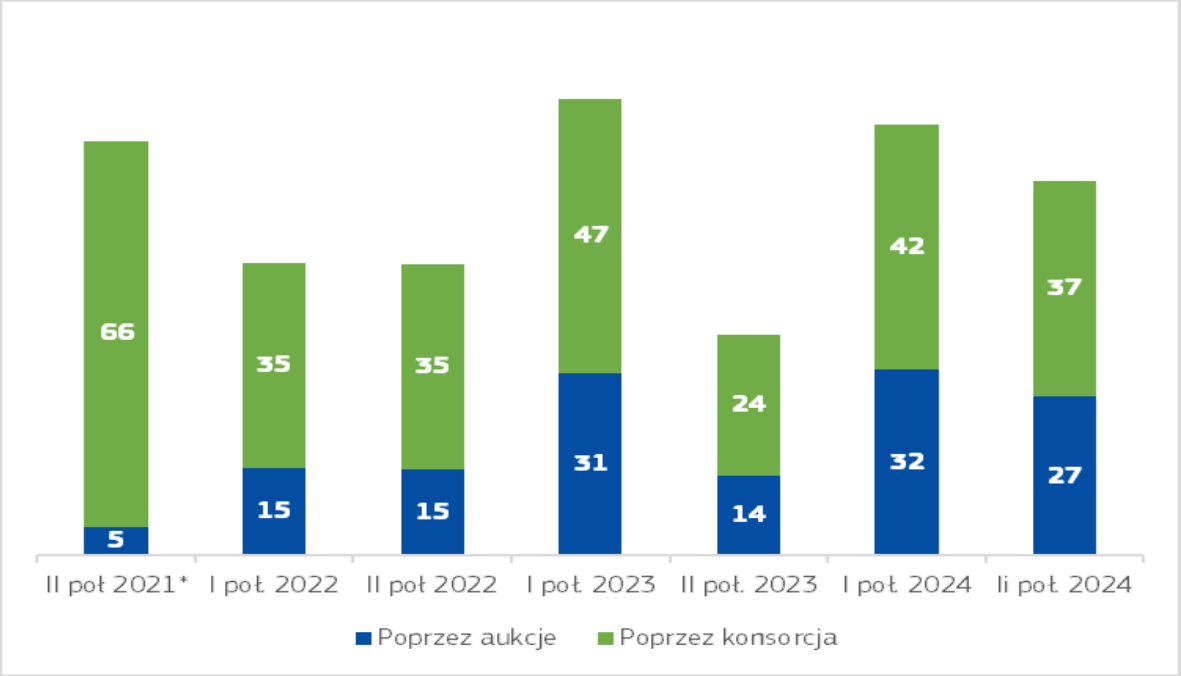
W drugiej połowie 2024 r. Komisja kontynuowała pozyskiwanie funduszy na rynkach, stosując jednolite podejście do finansowania. Oprócz terminowego wypełnienia wszystkich zobowiązań w zakresie wypłat wolumeny i terminy zapadalności wyemitowanych obligacji mieściły się w ramach wcześniej określonych parametrów, a warunki finansowania odpowiednio odzwierciedlały wielkość UE i jej rating. W poniższych sekcjach przedstawiono niektóre z najważniejszych elementów operacji zaciągania i udzielania pożyczek przez Komisję w drugiej połowie 2024 r. Dalsze wskaźniki wykorzystywane do monitorowania wdrażania strategii finansowania Komisji omówiono w załączniku do niniejszego sprawozdania.

REALIZACJA OPERACJI FINANSOWANIA W DRUGIEJ POŁOWIE 2024 R.

Zgodnie z planem finansowania na okres od 1 lipca do 31 grudnia 2024 r. Komisja pozyskała łącznie 64,3 mld EUR w obligacjach UE o średnim okresie zapadalności wynoszącym około 12 lat (w porównaniu z 14 latami w przypadku finansowania pozyskanego w pierwszej połowie 2024 r.). W drugiej połowie 2024 r. emisja zielonych obligacji w ramach NextGenerationEU wyniosła 8 mld EUR, co oznacza, że łączna wartość zielonych obligacji pozostających w obrocie wynosi 68,2 mld EUR, w związku z czym UE jest piątym co do wielkości emitentem zielonych obligacji na świecie.

Komisja wykorzystała łącznie cztery konsorcja (58 % pozyskanej kwoty) i osiem aukcji (42 % pozyskanej kwoty), zgodnie z zapowiedzianym celem. Obligacje UE były emitowane w regularnych odstępach czasu przez okres sześciu miesięcy, z uwzględnieniem warunków płynności rynkowej, przy jednoczesnym zapewnieniu regularnej obecności na rynku.

Wykres 2: Finansowanie pozyskane w ramach jednolitego podejścia do finansowania



* Pierwsze dwie transakcje w ramach NextGenerationEU miały miejsce w czerwcu 2021 r. Zostały one uwzględnione w wartości dla drugiej połowy 2021 r., ponieważ były one częścią tego samego planu finansowania co transakcje, które miały miejsce w drugiej połowie 2021 r.

Dzięki transakcjom przeprowadzonym w drugiej połowie 2024 r. łączna kwota pozostających w obrocie obligacji UE wzrosła do 578,2 mld EUR, z czego 430,4 mld EUR wyemitowano w ramach jednolitej strategii finansowania UE, zainicjowanej w czerwcu 2021 r. Z tej ostatniej kwoty 68,2 mld EUR wyemitowano w formie zielonych obligacji NextGenerationEU.

W drugiej połowie 2024 r. Komisja wyemitowała również, za pomocą aukcji odbywających się co dwa miesiące, 3-miesięczne i 6-miesięczne eurobony w celu zaspokojenia krótkoterminowych potrzeb w zakresie finansowania. Na koniec grudnia 2024 r. kwota pozostających w obrocie eurobonów w UE wyniosła 23,1 mld EUR.

WYPŁATY

Dzięki tym transakcjom Komisja kontynuowała finansowanie planów odbudowy i zwiększania odporności państw członkowskich w drodze terminowej wypłaty wpływów (w ciągu sześciu dni roboczych).

Ogólnie rzecz biorąc, w drugiej połowie 2024 r. na realizację wszystkich polityk Komisja wypłaciła łącznie około 78,5 mld EUR, które sfinansowała częściowo ze środków pozyskanych już w pierwszej połowie 2024 r. Z funduszy pozyskanych w tym okresie 72,2 mld EUR wypłacono na finansowanie programu NextGenerationEU. Z tej kwoty 61,7 mld EUR wykorzystano na sfinansowanie planów odbudowy i zwiększania odporności państw członkowskich w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (RRF). Z kwoty tej można z kolei wyodrębnić 37,2 mld EUR w formie dotacji dla 15 państw członkowskich i 24,5 mld EUR w formie pożyczek dla 9 państw członkowskich. Pozostałe środki w wysokości 10,5 mld EUR wykorzystano na finansowanie zarządzanych przez UE programów wspieranych w ramach NextGenerationEU[7].

Ogólnie od lata 2021 r. Komisja wypłaciła 375,4 mld EUR na wspieranie programu NextGenerationEU. Obejmuje to 197,4 mld EUR w formie dotacji i 108,7 mld EUR w formie pożyczek dla państw członkowskich w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności oraz 69,3 mld EUR na programy NGEU zarządzane przez UE. Z łącznej kwoty 375,4 mld EUR przeznaczonej na wspieranie programu NGEU 365,8 mld EUR sfinansowano z emisji długu[8].

Oprócz wypłat z NGEU w drugiej połowie 2024 r. Komisja wypłaciła Ukrainie 5,2 mld EUR w ramach Instrumentu na rzecz Ukrainy, co oznacza, że całkowita kwota wypłacona w ramach Instrumentu na rzecz Ukrainy w 2024 r. wyniosła 13,1 mld EUR. W drugiej połowie 2024 r. w drodze emisji obligacji UE sfinansowano również pożyczki w ramach pomocy makrofinansowej w wysokości 1 mld EUR dla Egiptu i 95 mln EUR dla Mołdawii.

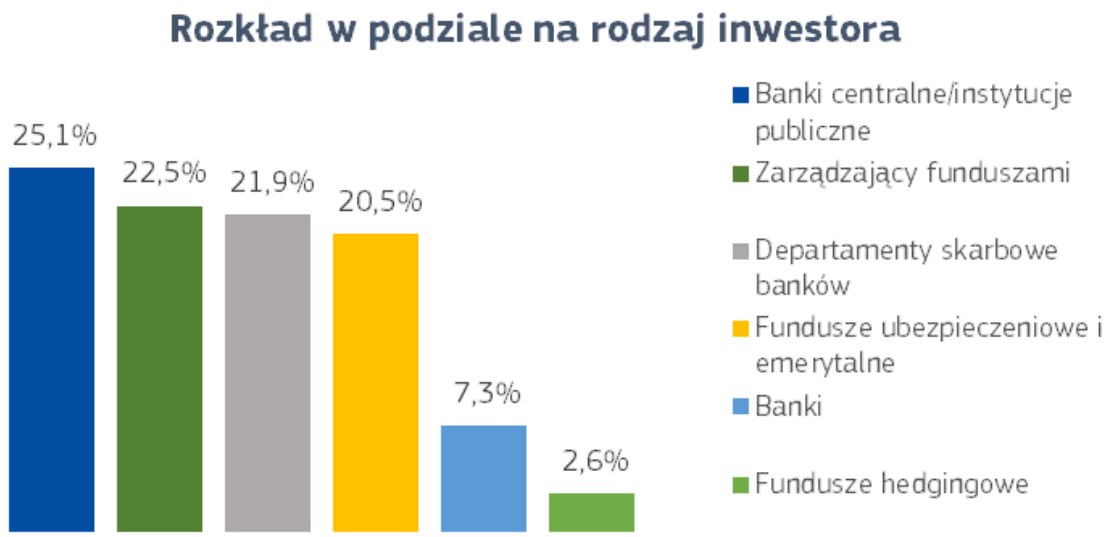
[7] Programy te obejmują Platformę na rzecz Technologii Strategicznych dla Europy (STEP), program „Horyzont Europa", Fundusz InvestEU, REACT-EU, Unijny Mechanizm Ochrony Ludności (rescEU), Europejski Fundusz Rolny na rzecz Rozwoju Obszarów Wiejskich (EFRROW) oraz Fundusz na rzecz Sprawiedliwej Transformacji.

[8] Dodatkowe 9,6 mld EUR wydatków w ramach NGEU sfinansowano z innych źródeł (tj. systemu handlu uprawnieniami do emisji (ETS) i pobrexitowej rezerwy dostosowawczej).

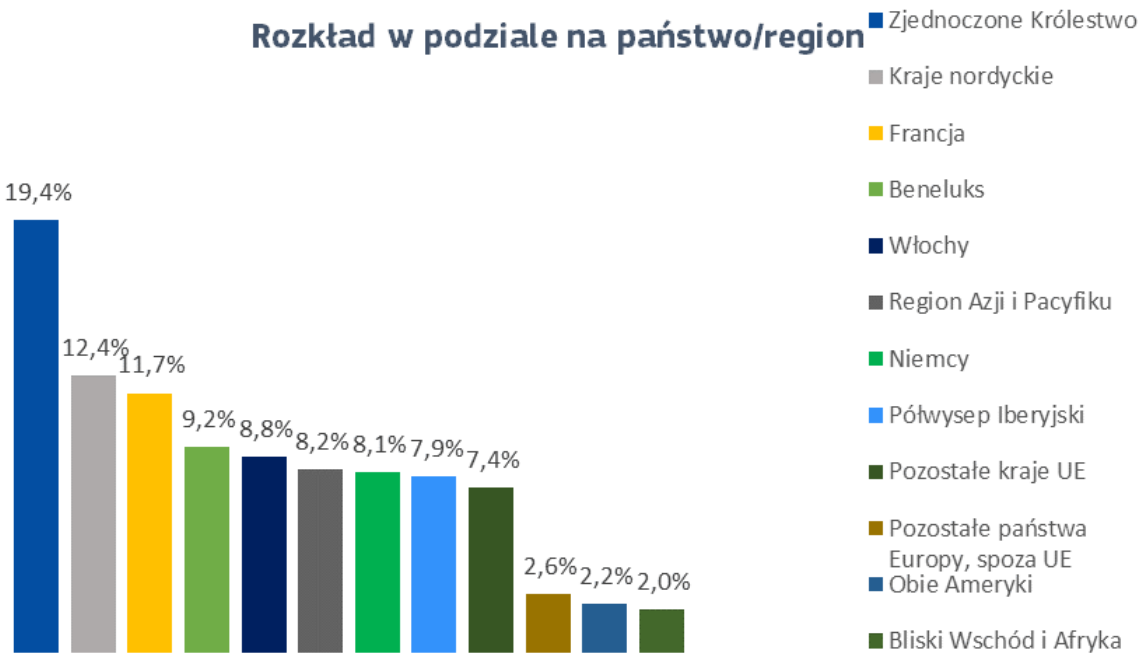
POPYT INWESTORÓW I PŁYNNOŚĆ NA RYNKU WTÓRNYM

Emisje obligacji UE nadal cieszyły się popytem ze strony zrównoważonej i zróżnicowanej światowej bazy inwestorów[9].

Wykres 3: Podział inwestorów w transakcjach konsorcjalnych zrealizowanych w drugiej połowie 2024 r.



[9] Obligacje UE emitowane za pośrednictwem konsorcjów przyciągnęły łącznie ponad 1 900 inwestorów z ponad 70 krajów. Ponad 65 % inwestycji w obligacje UE emitowane za pośrednictwem konsorcjów pochodziło od inwestorów z siedzibą w UE, a prawie 20 % od inwestorów międzynarodowych działających w Zjednoczonym Królestwie. Pozostała część pochodziła od inwestorów międzynarodowych w Azji lub innych europejskich krajach spoza UE, takich jak Norwegia i Szwajcaria. Ponad 65 % emitowanych obligacji UE trafiało do inwestorów realizujących strategię „kup i trzymaj" (tj. zarządzających funduszami, towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych i banków centralnych/instytucji publicznych). Udział inwestorów zainteresowanych różnymi okresami zapadalności jest również znaczący. Banki centralne/instytucje publiczne i departamenty skarbowe banków (które zazwyczaj wolą inwestować w obligacje z okresami zapadalności do 10 lat) odpowiadają za około 47 % zakupów obligacji UE na rynkach pierwotnych w transakcjach konsorcjalnych, natomiast fundusze emerytalne i towarzystwa ubezpieczeniowe (które preferują terminy zapadalności powyżej 10 lat) odpowiadają za niemal 20 % tych zakupów.



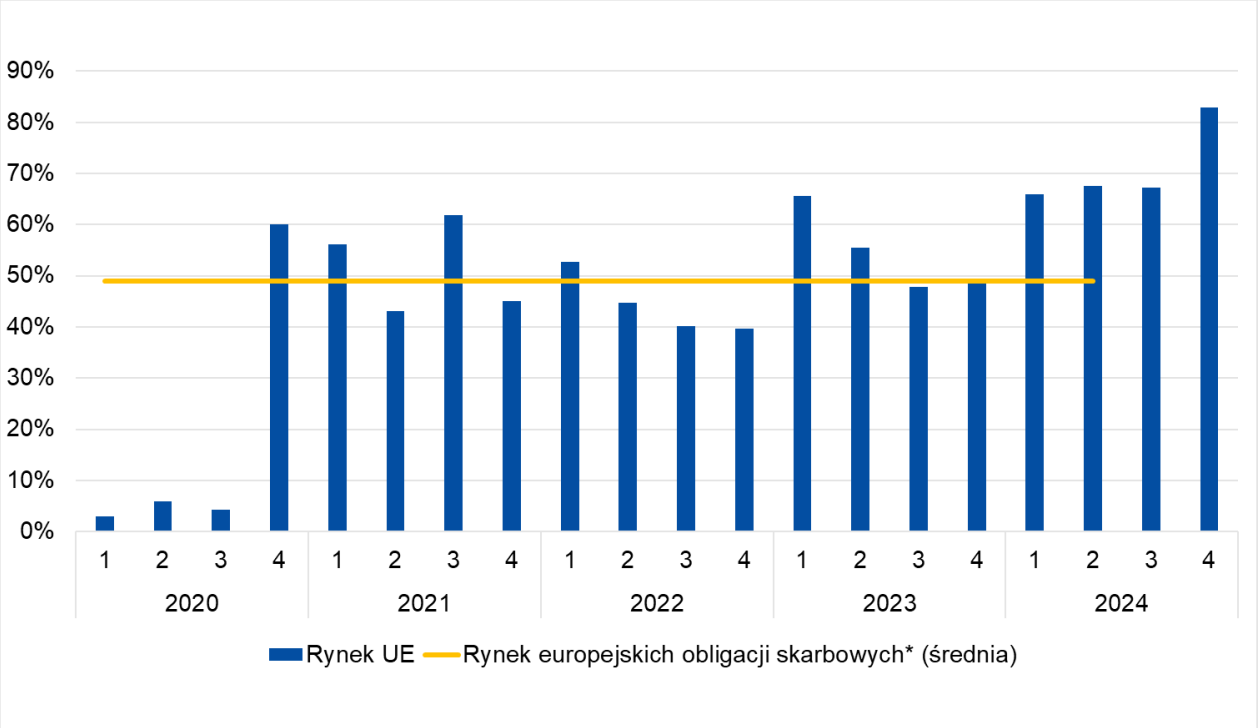
Premia z tytułu nowych emisji[10], której inwestorzy wymagają, gdy UE emituje obligacje za pośrednictwem konsorcjum, wynosiła średnio około 2,1 punktu bazowego w drugiej połowie 2024 r. Chociaż wartość ta była wyższa niż w pierwszej połowie 2024 r. (kiedy średnia premia z tytułu nowych emisji wynosiła około 1,2 punktu bazowego), poziomy w drugiej połowie 2024 r. pozostały zgodne ze stawkami premii oferowanymi przez innych emitentów w ramach porównywalnych transakcji (mierzonych wielkością i terminem zapadalności), odzwierciedlając większą zmienność w trzecim kwartale 2024 r.

Jednocześnie płynność obligacji UE na rynku wtórnym w drugiej połowie 2024 r. była nieco wyższa niż w pierwszej połowie 2024 r. Ustalenia dotyczące kwotowania obowiązujące od listopada 2023 r. (w których zachęca się głównych unijnych dealerów do publikowania wiarygodnych cen obligacji UE na najważniejszych elektronicznych platformach obrotu obligacjami) nadal wspierały płynność obligacji UE. Od czasu wprowadzenia tych ustaleń dotyczących kwotowania dzienne wolumeny obrotu obligacjami UE na głównej elektronicznej platformie obrotu wynoszą średnio znacznie powyżej 800 mln EUR, przy czym dzienne wartości szczytowe przekraczają 2 mld EUR.

Komisja wspierała również płynność krzywej obligacji UE poprzez dodatkowe emisje uzupełniające w ramach istniejących linii i tworzenie nowych linii w celu zaspokojenia potrzeb programów i popytu inwestorów. W rezultacie średnia kwota pozostająca do spłaty na obligacje UE utrzymała się na poziomie około 14,8 mld EUR na koniec 2024 r., co oznacza wzrost z 13 mld EUR na koniec pierwszej połowy 2024 r. W drugiej połowie 2024 r. uruchomiono również nowe linie 5- i 7-letnich obligacji.

[10] Ta premia z tytułu nowej emisji to premia wypłacana przez emitenta w celu przekonania inwestorów do zakupu jego obligacji na rynku pierwotnym zamiast na rynku wtórnym.

Wykres 4: Kwartalny obrót na rynku wtórnym obligacji UE i europejskich obligacji skarbowych (% pozostającego wolumenu)



Źródło: Komisja Europejska na podstawie danych podkomitetu Komitetu Ekonomiczno-Finansowego do spraw unijnych rynków państwowych instrumentów dłużnych.
Uwaga: rynek europejskich obligacji skarbowych obejmuje w tym przypadku obligacje emitowane przez emitentów długu państwowego strefy euro, Europejski Instrument Stabilności Finansowej oraz Europejski Mechanizm Stabilności. Dane za kwartały III i IV 2024 r. nie są jeszcze dostępne.

4. Koszty finansowania i salda płynności

KOSZTY FINANSOWANIA

Metodyka alokacji kosztów w ramach zróżnicowanej strategii finansowania umożliwia Komisji powiązanie kosztów finansowania pobieranych od beneficjentów (budżetu UE lub beneficjentów pożyczek) z warunkami uzyskanymi na rynku w momencie finansowania wypłat[11]. Ponadto na dzień 30 września 2024 r. metodyka ta umożliwia alokację kosztów finansowania zewnętrznego

[11] W przypadku programu NextGenerationEU poniesione koszty odsetek przypisuje się do budżetu UE i państw członkowskich, które otrzymują pożyczki, zgodnie z metodyką określoną w decyzji wykonawczej Komisji (UE) 2021/1095 i w zastępujących ją decyzji wykonawczej Komisji (UE) 2022/9701 oraz decyzji wykonawczej Komisji (UE) 2024/1974. W metodyce tej rozróżnia się trzy kategorie kosztów: (i) koszty finansowania wypłat bezzwrotnego wsparcia i pożyczek obliczone w odniesieniu do sześciomiesięcznych przedziałów czasowych, (ii) koszty utrzymywania płynności i zarządzania nią oraz (iii) koszty administracyjne. Podział na poszczególne programy jest możliwy od czasu wejścia w życie decyzji wykonawczej Komisji (UE, Euratom) 2024/1974 w drugiej połowie 2024 r. Aby uniknąć mocy wstecznej, programy, które sfinansowano i w ramach których dokonano wypłat przed wdrożeniem tej metodyki (takie jak pożyczki w ramach pomocy makrofinansowej plus dla Ukrainy i wyjątkowe finansowanie pomostowe w ramach Instrumentu na rzecz Ukrainy), nadal łączy się z operacjami zaciągania i udzielania pożyczek w ramach programu NGEU zgodnie z jednolitym podejściem do finansowania.

w podziale na poszczególne programy. Odzwierciedla to zwiększoną liczbę programów realizowanych w obrębie polityk i finansowanych w ramach zróżnicowanej strategii finansowania zgodnie z jednolitym podejściem do finansowania.

Zgodnie z tą metodyką koszt finansowania płatności w ramach NGEU w przedziale czasowym od lipca do grudnia 2024 r. („PC7" w poniższej tabeli) szacuje się na 2,97 % w porównaniu z 3,19 % w poprzednim sześciomiesięcznym przedziale czasowym. Na koniec grudnia 2024 r. koszt finansowania wypłat w ramach Instrumentu na rzecz Ukrainy i programu pomocy makrofinansowej dla Egiptu wyniósł 2,68 %. Niższe koszty finansowania w przypadku tych polityk w porównaniu z NextGenerationEU odzwierciedlają fakt, że mogą one być finansowane z obligacji o krótszym średnim okresie zapadalności niż obligacje wykorzystywane do finansowania NGEU, ponieważ profil spłaty NGEU (a tym samym średni okres zapadalności) musi być zgodny ze specjalnym tymczasowym pułapem zasobów własnych.

Wykres 5: Koszty finansowania

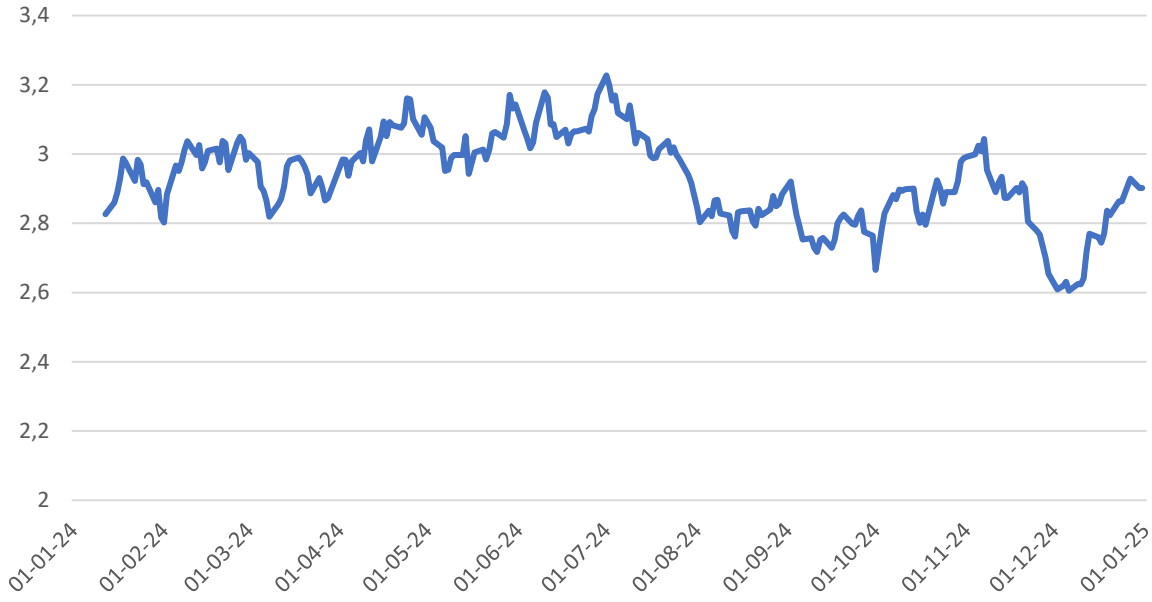
	PC1	PC2	PC3	PC4	PC5	PC6	PC7
NextGenerationEU	0,15 %	1,38 %	2,61 %	3,27 %	3,63 %	3,19 %	2,97 %

Instrument na rzecz Ukrainy
2,68 %

Pomoc makrofinansowa dla Egiptu
2,68 %

Dalsze zmniejszenie kosztów finansowania w drugiej połowie 2024 r. było odzwierciedleniem szerszych warunków rynkowych i zmniejszenia dochodów z obligacji UE w stosunku do dochodów z europejskich obligacji skarbowych w okresie tych sześciu miesięcy. Oprocentowanie obligacji UE spadło o około 33 punktów bazowych w drugiej połowie 2024 r. – z 3,23 % na dzień 1 lipca 2024 r. do 2,90 % na dzień 31 grudnia 2024 r. w przypadku obligacji 10-letnich. Do takiego rozwoju sytuacji przyczyniły się dodatkowo trzy obniżki stóp procentowych o 25 punktów bazowych, dokonane przez Europejski Bank Centralny w drugiej połowie 2024 roku. W drugiej połowie 2024 r. rozpiętości stóp zwrotu między UE a większością emitentów europejskich obligacji skarbowych zmniejszyły się. Na przykład rozpiętość 10-letnich stóp procentowych między obligacjami UE a koszykiem obligacji skarbowych Niemiec i Francji (50/50) spadła z poziomu około 25 punktów bazowych na początku półrocza do 12 punktów bazowych pod koniec półrocza.

Wykres 6: Dochody z 10-letnich obligacji UE



ZARZĄDZANIE PŁYNNOŚCIĄ

Obecność Komisji na rynkach finansowych była regularna i przewidywalna, zgodnie z planem finansowania z czerwca 2024 r. W drugiej połowie 2024 r. średnie zasoby płynności wzrosły w porównaniu z pierwszą połową 2024 r., co wynikało przede wszystkim z wypłat skoncentrowanych na koniec 2024 r. i na początku 2025 r. W rezultacie średni stan zasobów środków pieniężnych wynosił 50,7 mld EUR w drugiej połowie roku w porównaniu z 28,2 mld EUR w pierwszym półroczu 2024 r. Stan zasobów środków pieniężnych spadł do 33,8 mld EUR na początku 2025 r., po osiągnięciu najwyższego poziomu 76,9 mld EUR na początku grudnia 2024 r. (przed wypłatami na kwotę prawie 43 mld EUR w ciągu trzech kolejnych tygodni). Pozostałe salda środków pieniężnych na koniec roku zostaną wykorzystane na początku 2025 r. w celu zaspokojenia planowanych potrzeb w zakresie wypłat.

Te zasoby płynności nie przełożyły się na koszty wspieranych programów. Wręcz przeciwnie, nadwyżki posiadanych środków pieniężnych wykorzystano do aktywnego zarządzania płynnością przez całą drugą połowę 2024 r., aby zoptymalizować zwroty z posiadanych środków pieniężnych bez ponoszenia ryzyka kontrahenta. Dzięki temu aktywnemu zarządzaniu płynnością w okresie od lipca do grudnia 2024 r. z posiadanych środków pieniężnych uzyskano dochód netto w wysokości 58,1 mln EUR. Łącznie z dochodami w pierwszej połowie 2024 r. roczne dochody z zasobów płynności wyniosły na koniec roku 139,9 mln EUR. Dochód ten zostanie rozłożony proporcjonalnie między budżet UE i beneficjentów pożyczek, w szczególności państwa członkowskie korzystające z programu pożyczek RRF.

5. Działania służące dalszemu rozwijaniu ekosystemu obligacji UE

W październiku 2024 r. Komisja uruchomiła instrument oparty na umowie z udzielonym przyrzeczeniem odkupu („repo”) dla obligacji UE, który umożliwia UE oferowanie głównym unijnym dealerom możliwości tymczasowego pozyskiwania określonych obligacji UE. Instrument ten ma

pomóc głównym unijnym dealerom w publikowaniu wiążących i publicznych kwotowań dla obligacji UE, tak aby inwestorzy mieli pewność co do warunków, na jakich mogą prowadzić obrót obligacjami UE na rynku wtórnym, co poprawi efektywność i płynność rynku obligacji UE.

Utworzenie instrumentu repo wpisuje się w działania wielu dużych emitentów, którzy oferują tę usługę swoim głównym dealerom, i stanowi naturalny krok w kierunku pogłębiania ekosystemu rynkowego obligacji UE. Poprzez uruchomienie tego mechanizmu UE wywiązała się z ostatniego z podjętych w grudniu 2022 r. zobowiązań dotyczących działań na rzecz budowania zdolności służących wspieraniu rynku obligacji UE.

Ciągły rozwój ekosystemu obligacji UE w połączeniu z konsolidacją wielkości finansowania w ramach jednolitego podejścia do finansowania (obowiązującego od stycznia 2023 r.) umożliwił również uczestnikom rynku podejmowanie niezależnych inicjatyw, które mogłyby dodatkowo wspierać funkcjonowanie rynku obligacji UE.

Te niezależne inicjatywy obejmowały wprowadzenie w grudniu 2024 r. kontraktu terminowego futures opartego na indeksie obligacji UE. Czołowa europejska giełda ogłosiła ponowne zainteresowanie wprowadzeniem na rynek tradycyjnych (rozliczanych fizycznie) kontraktów futures na obligacje UE w 2025 roku. Dostępność tych kontraktów terminowych futures będzie dodatkowo wspierać inwestycje w obligacje UE, gdyż umożliwi uczestnikom rynku zabezpieczanie otwartych pozycji w obligacjach UE i ocenę oczekiwań rynkowych dotyczących cen obligacji UE. Podmioty opracowujące indeksy nadal analizowały, w jaki sposób optymalnie sklasyfikować obligacje UE w różnych indeksach, przy czym drugi podmiot zarządzający indeksami poinformował, że po konsultacjach z użytkownikami indeksów nie jest jeszcze gotowy do włączenia obligacji UE do swoich odpowiednich indeksów skarbowych, ale dokona ponownej oceny sytuacji w późniejszym terminie.

6. Inne kamienie milowe w drugiej połowie 2024 r.

SPRAWOZDANIE NA TEMAT ALOKACJI I WPŁYWU ZIELONYCH OBLIGACJI NGEU ZA ROK 2024

Trzy lata po emisji pierwszych zielonych obligacji w październiku 2021 r. wartość emisji zielonych obligacji NGEU na koniec 2024 r. wynosiła ponad 68 mld EUR. Obligacje te wyemitowano w oparciu o już zgłoszone i zatwierdzone wydatki związane ze zmianą klimatu w wysokości 53 mld EUR oraz łączną pulę wydatków związanych ze zmianą klimatu o wartości 264 mld EUR zawartych w planach państw członkowskich, które są finansowane z RRF.

Zgodnie z wymogami sprawozdawczymi określonymi w ramach dotyczących zielonych obligacji NGEU Komisja opublikowała w listopadzie roczne sprawozdanie na temat alokacji i wpływu zielonych obligacji NextGenerationEU za 2024 r.

Ze sprawozdania wynika (przy uwzględnieniu daty granicznej 1 sierpnia 2024 r.), że:

- pula wydatków kwalifikowalnych, które można finansować z wpływów z zielonych obligacji NGEU, wzrosła do 264,6 mld EUR w 2024 r., czyli była niemal 40 % większa niż w 2023 r. Wzrost ten wynikał głównie z większych wydatków związanych z transformacją klimatyczną po zmianie planów odbudowy i zwiększania odporności państw członkowskich w celu uwzględnienia planu REPowerEU;
- pula zielonych obligacji NGEU pozostaje w dużej mierze dostosowana do unijnej systematyki dotyczącej zrównoważonego rozwoju – 63,4 % całkowitej puli wydatków kwalifikowalnych, które można finansować z wpływów z zielonych obligacji NGEU, oceniono

jako w pełni lub w znacznym stopniu dostosowane do wskaźników unijnej systematyki dotyczącej zrównoważonego rozwoju (w porównaniu z 57,5 % w 2023 r.);

- oczekuje się, że pełne wdrożenie inwestycji finansowanych z zielonych obligacji NGEU zmniejszy emisje gazów cieplarnianych w UE o 55 mln ton rocznie, co odpowiada 1,5 % wszystkich emisji gazów cieplarnianych w UE.

W przyszłości zielone obligacje NGEU będą w coraz większym stopniu emitowane w tym samym czasie, kiedy państwa członkowskie będą zgłaszać i zatwierdzać wydatki kwalifikowalne. W przypadku wydatków, które zostaną potwierdzone po 2026 r., Komisja może wyemitować zielone obligacje NGEU, aby zastąpić zapadające obligacje konwencjonalne na etapie refinansowania. Podejście to zapewnia pełną weryfikację wszystkich wydatków kwalifikowalnych przed emisją obligacji.

7. Perspektywy dla emisji na pierwszą połowę 2025 r.

10 grudnia 2024 r. Komisja ogłosiła zamiar emisji obligacji UE o wartości do 90 mld EUR w pierwszej połowie 2025 r., co stanowi najwyższą półroczną docelową kwotę finansowania od czasu uruchomienia zróżnicowanej strategii finansowania w 2021 r. W oparciu o prognozy wypłat UE spodziewa się pozyskać finansowanie w wysokości 160 mld EUR w 2025 r. poprzez emisję obligacji UE. Te potrzeby w zakresie finansowania odzwierciedlają szeroki zakres istniejących i nowych programów polityki UE, które są finansowane z wpływów z obligacji UE i które w drugiej połowie 2024 r. rozszerzono o nową pożyczkę w ramach wyjątkowej pomocy makrofinansowej dla Ukrainy w wysokości 18,1 mld EUR w kontekście porozumienia G-7 oraz nowe wsparcie dla krajów kandydujących do rozszerzenia udzielane w ramach Instrumentu Inwestycyjnego dla Bałkanów Zachodnich i dla krajów sąsiadujących (takich jak Egipt i Jordania).

Kwoty pozyskane w wyniku emisji obligacji UE zostaną uzupełnione krótkoterminowym finansowaniem za pośrednictwem eurobonów i innych krótkoterminowych narzędzi finansowania. Zwiększenie wolumenu eurobonów będzie ułatwione dzięki wprowadzeniu aukcji bonów obejmujących trzy terminy zapadalności oraz uruchomieniu w styczniu 2025 r. nowej linii 12-miesięcznych eurobonów, jako uzupełnienie istniejących linii bonów 3- i 6-miesięcznych.

Zgodnie ze zwiększoną docelową kwotą finansowania oczekuje się również, że w pierwszej połowie 2025 r. w drodze aukcji zostanie wyemitowanych więcej obligacji, co pozwoli utrzymać udział aukcji na stabilnym poziomie. Osiągnięcie tego wzrostu będzie ułatwione dzięki wprowadzeniu w pierwszej połowie 2025 r. aukcji obligacji obejmujących trzy terminy zapadalności. W tym samym duchu Komisja pracuje nad wprowadzeniem alokacji w drodze aukcji w trybie niekonkurencyjnym („opcja typu greenshoe") w celu alokacji ograniczonej dodatkowej liczby obligacji sprzedawanych na aukcji natychmiast po aukcji. Tę dodatkową funkcję wykorzystuje się również w wielu programach aukcji instrumentów skarbowych, aby zachęcić głównych dealerów do wspierania aukcji, umożliwiając im nabywanie dodatkowych obligacji na dogodnych warunkach, jeśli ceny rynkowe po aukcji będą dla nich korzystne. Komisja zamierza wdrożyć alokacje w drodze aukcji w trybie niekonkurencyjnym w ramach planu finansowania na drugą połowę 2025 r.

Załącznik: Wskaźniki wdrożenia dotyczące wykorzystania środków na potrzeby osiągnięcia celów w zakresie skuteczności i efektywności nadrzędnej strategii zarządzania długiem Komisji

Środek		Wskaźnik	Wartość w drugiej połowie 2024 r. (o ile nie wskazano inaczej)	Uwagi o wykonaniu w drugiej połowie 2024 r.
Wdrożenie programu obligacji UE	a) Regularne emisje na całej krzywej: Regularne emisje obligacji UE (i zielonych obligacji NGEU) we wszystkich okresach zapadalności na całej krzywej (do 30 lat), aby zapewnić różnym rodzajom inwestorów możliwości inwestycyjne, jako sposób na utrzymanie silnego zainteresowania inwestorów, a tym samym swobody w ustalaniu wolumenów emisji i okresów zapadalności dla poszczególnych transakcji w oparciu o warunki rynkowe.	i. *Udział % okresów zapadalności w ramach programu emisji*	1 rok–4 lat: 15 % 4–8 lat: 37 % 8–12 lat: 10 % 12–17 lat: 12 % 17 lat–23 lata: 8 % 23 lata–31 lat: 17 %	W drugiej połowie 2024 r. Komisja realizowała swój cel poprzez regularne emisje obligacji z różnymi terminami zapadalności, aby zapewnić płynność krzywej UE we wszystkich segmentach. Te transakcje finansowania rozłożono na okres sześciu miesięcy, aby zapewnić regularną obecność na rynku. Liczba transakcji była mniejsza niż w pierwszej połowie 2024 r., ponieważ docelowa kwota finansowania w drugiej połowie 2024 r., która wynosiła do 65 mld EUR, była niższa niż docelowa kwota finansowania w pierwszej połowie 2024 r. wynosząca 75 mld EUR. Emisja zielonych obligacji kształtowała się na nieco niższym poziomie niż w pierwszej połowie 2024 r., co odzwierciedlało niższą docelową kwotę finansowania, skumulowane wydatki na cele ekologiczne zgłoszone przez państwa członkowskie oraz odpowiednie dopasowanie emisji zielonych obligacji do tych wydatków.
		ii. *Rozkład emisji w czasie*	Cztery konsorcja i sześć aukcji obligacji, czyli jedna lub dwie emisje miesięcznie.	
		iii. *Emisje obligacji ekologicznych*[12]	8 mld EUR w postaci dodatkowych emisji uzupełniających obligacji UE z terminami zapadalności w 2043 r. i 2050 r.	
	b) Odpowiednia równowaga między aukcjami i konsorcjami: Stosowanie różnych technik finansowania z zachowaniem odpowiedniej równowagi, w zależności od całkowitego wolumenu emisji i warunków rynkowych, w celu zarządzania ryzykiem realizacji, zwiększenia płynności na rynku wtórnym i ograniczenia kosztów finansowania zewnętrznego.	i. *Proporcje między aukcjami i konsorcjami w %*	42 % emisji obligacji dokonano w drodze aukcji.	W drugiej połowie 2024 r. Komisja wyemitowała 42 % obligacji UE w drodze aukcji, co jest wielkością proporcjonalną do pierwszej połowy 2024 r.
	c) Ustanowienie dużych i płynnych	i. *Emisje nowych obligacji*	• 10 mld EUR w postaci	Aby wspierać płynność papierów wartościowych UE, Komisja

[12] Dodatkowe informacje o zielonych obligacjach NGEU przedstawiono w tablicy wskaźników zielonych obligacji NGEU: Tablica wskaźników (europa.eu).

Środek	Wskaźnik	Wartość w drugiej połowie 2024 r. (o ile nie wskazano inaczej)	Uwagi o wykonaniu w drugiej połowie 2024 r.
obligacji referencyjnych: Uzupełnienie obligacji UE wyemitowanych wcześniej o dodatkową emisję, aby poziom pozostającego wolumenu różnych linii emisyjnych był współmierny z dużymi i płynnymi liniami referencyjnymi.	*a wolumen dodatkowych emisji uzupełniających*	nowych obligacji • 54,2 mld EUR w postaci dodatkowych emisji uzupełniających	wykorzystała swoje transakcje do uzupełnienia istniejących linii finansowania, przy czym około 84 % finansowania pozyskano za pomocą dodatkowych emisji uzupełniających wcześniej wyemitowane obligacje. Uruchomiono nowe linie finansowania, aby zapewnić rynkowi nowe linie referencyjne w tych częściach krzywej, w których jest to potrzebne, w oparciu o zalecenia głównych unijnych dealerów. W drugiej połowie 2024 r. wprowadzono na rynek nowe 5- i 7-letnie obligacje. W rezultacie średnia kwota pozostająca do spłaty na obligacje wzrosła nieznacznie do poziomu około 15 mld EUR do końca grudnia 2024 r., co zapewniło spójną płynność obligacji.
	ii. Szybkość uzupełniania emisji nowych obligacji dodatkowymi emisjami[13]	2 miesiące	
	iii. Średnia wielkość obligacji pozostających w obrocie[14]	Około 15 mld	
	iv. Obrót w stosunku do wolumenu emisji	Około 155 % w drugiej połowie 2024 r. w stosunku do 139 % w pierwszej połowie 2024 r.	
	v. Obrót (wartość bezwzględna)	894 mld EUR w drugiej połowie 2024 r. w stosunku do 714 mld EUR w pierwszej połowie 2024 r.	
d) Zarządzanie profilem zapadalności emisji obligacji UE z należytym uwzględnieniem: • tymczasowego dodatkowego marginesu elastyczności (na pożyczki związane z NGEU) i stałego marginesu elastyczności (na pomoc makrofinansową +) w ramach budżetu UE • przyszłych wypłat w danym roku • stabilnych przyszłych potrzeb przedłużenia okresu spłaty	*i. Średni okres zapadalności emisji*	Około 12 lat	W drugiej połowie 2024 r. średni okres zapadalności wyemitowanych obligacji wynosił 12 lat. Odzwierciedlało to potrzebę rozłożenia profilu wykupów w czasie, a jednocześnie zachęcenia inwestorów do dokonywania transakcji na rynku pierwotnym UE. Średni okres zapadalności pozostał poniżej maksymalnego średniego okresu zapadalności wynoszącego 17 lat, określonego w corocznej decyzji w sprawie zaciągania pożyczek na 2024 r. Średni okres zapadalności długu pozostałego do spłaty utrzymał się na stabilnym poziomie (około 12 lat).
	ii. Średni okres zapadalności długu pozostałego do spłaty	Około 12 lat	
	iii. Refinansowanie w perspektywie krótkoterminowej, tj. odsetek obligacji pozostających w obrocie i bonów z terminem zapadalności	Mniej niż 10 %.	

[13] Na podstawie średniej liczby miesięcy między emisją nowych obligacji a pierwszą emisją dodatkową, z uwzględnieniem nowych linii uzupełnionych w drugiej połowie 2024 r.

[14] Stosunek obligacji pozostających w obrocie do liczby obligacji na koniec drugiej połowy 2024 r. w oparciu o obligacje wyemitowane w ramach zróżnicowanej strategii finansowania.

Środek		Wskaźnik	Wartość w drugiej połowie 2024 r. (o ile nie wskazano inaczej)	Uwagi o wykonaniu w drugiej połowie 2024 r.
	• potrzeby ochrony ratingu UE w celu zapewnienia niskich kosztów finansowania zewnętrznego w dłuższej perspektywie i silnego popytu ze strony głównych inwestorów.	*w najbliższych 12 miesiącach*		Poziom refinansowania również pozostał stabilny, odzwierciedlając wcześniejsze emisje i związany z nimi profil wykupu.
		iv. *Refinansowanie w perspektywie średnioterminowej, tj. odsetek obligacji pozostających w obrocie i bonów z terminem zapadalności w najbliższych 5 latach*	Mniej niż 37 %	
Wdrożenie programu eurobonów	Regularna emisja eurobonów o okresie zapadalności do 1 roku w drodze aukcji, aby przyciągnąć nowych inwestorów (lub skłonić obecnych inwestorów do zainwestowania kolejnych portfeli) i wesprzeć zarządzanie płynnością.	i. *Wolumen eurobonów pozostających w obrocie*	20–25 mld EUR	Dług pozostały do spłaty w ramach programu eurobonów wzrósł w tym okresie z poziomu około 20 mld EUR do około 25 mld EUR, co stanowiło element rozwoju programu w celu zapewnienia dodatkowej płynności w razie potrzeby.
		ii. *Liczba aukcji eurobonów*	10	
Zarządzanie płynnością	Zarządzanie pulą płynności w oparciu o zobowiązania płatnicze, potrzeby w zakresie wypłat i koszty utrzymania środków pieniężnych, z należytym uwzględnieniem panujących warunków rynkowych.	i. *Liczba płatności nieudanych z powodu braku płynności*	Brak	W drugiej połowie 2024 r. Komisja zaspokoiła wszystkie potrzeby w zakresie wypłat i nie odnotowano żadnych przypadków nieprzeprowadzenia rozrachunku.
Sieć głównych dealerów	Przyciągnięcie wielu rodzajów instytucji finansowych silnie angażujących się we wspieranie emisji UE.	i. *Liczba instytucji, które w ostatnich sześciu miesiącach zobowiązały się do gwarantowania transakcji*	15 (w porównaniu z 19 w pierwszej połowie 2024 r.)	Główni unijni dealerzy nadal wspierali Komisję, a rotacja w ramach konsorcjów pomogła Komisji jak najlepiej zaangażować wszystkie banki kwalifikujące się do udziału w konsorcjum.
Komunikacja z różnymi zainteresowanymi uczestnikami rynku i równorzędnymi emitentami	Utrzymanie i budowanie zaufania bazy inwestorów, uczestników rynku i równorzędnych emitentów, aby rozwijać popyt na dług UE i zwiększać wiedzę UE o dynamice rynku i potrzebach inwestorów.	i. *Odchylenia od wcześniej ogłoszonych terminów publikacji planów finansowania*	Brak	Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Komisja utrzymała regularną i przewidywalną komunikację z uczestnikami rynku. W drugiej połowie 2024 r. doszło jednak do zmniejszenia przydziału, który wyniósł 1 mld EUR, ze względu na zapewnienie atrakcyjnych warunków finansowania na aukcjach obligacji.
		ii. *Odchylenie od wielkości ogłoszonych w planie finansowania*	Mniej niż 1 mld EUR lub mniej niż 2 % (w porównaniu z mniej niż 2 % w pierwszej połowie 2024 r.).	

Środek		Wskaźnik	Wartość w drugiej połowie 2024 r. (o ile nie wskazano inaczej)	Uwagi o wykonaniu w drugiej połowie 2024 r.
		iii. Statystyki dotyczące inwestorów	Według rodzaju: banki centralne/instytucje publiczne 25,1 %, zarządzający funduszami 22,5 %, departamenty skarbowe banków 21,9 %, fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne 20,5 %, banki 7,3 %, fundusze hedgingowe 2,6 %. W podziale na państwa/regiony: Zjednoczone Królestwo 19,4 %, kraje nordyckie 12,4 %, Francja 11,7 %, Beneluks 9,2 %, Włochy 8,8 %, region Azji i Pacyfiku 8,2 %, Niemcy 8,1 %, Półwysep Iberyjski 7,9 %, pozostałe kraje UE 7,4 %, pozostałe państwa Europy, spoza UE 2,6 %, obie Ameryki 2,2 %, Bliski Wschód i Afryka 2,0 %	Komisja regularnie publikowała statystyki dotyczące inwestorów, które utrzymywały się na stabilnym poziomie, a jej zróżnicowana baza inwestorów nadal rosła.