EVROPSKA
KOMISIJA

Bruselj, 24.9.2025
COM(2025) 588 final

POROČILO KOMISIJE EVROPSKEMU PARLAMENTU IN SVETU

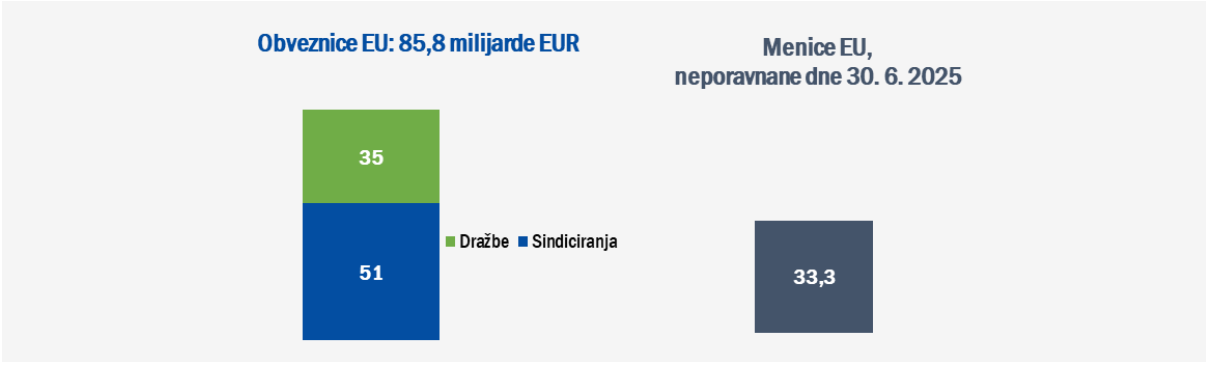
Polletno poročilo o izvajanju operacij najemanja posojil, upravljanja dolga in s tem povezanih operacij dajanja posojil v skladu s členom 12 Izvedbenega sklepa Komisije C(2023)8010

1. januar 2025 do 30. junij 2025

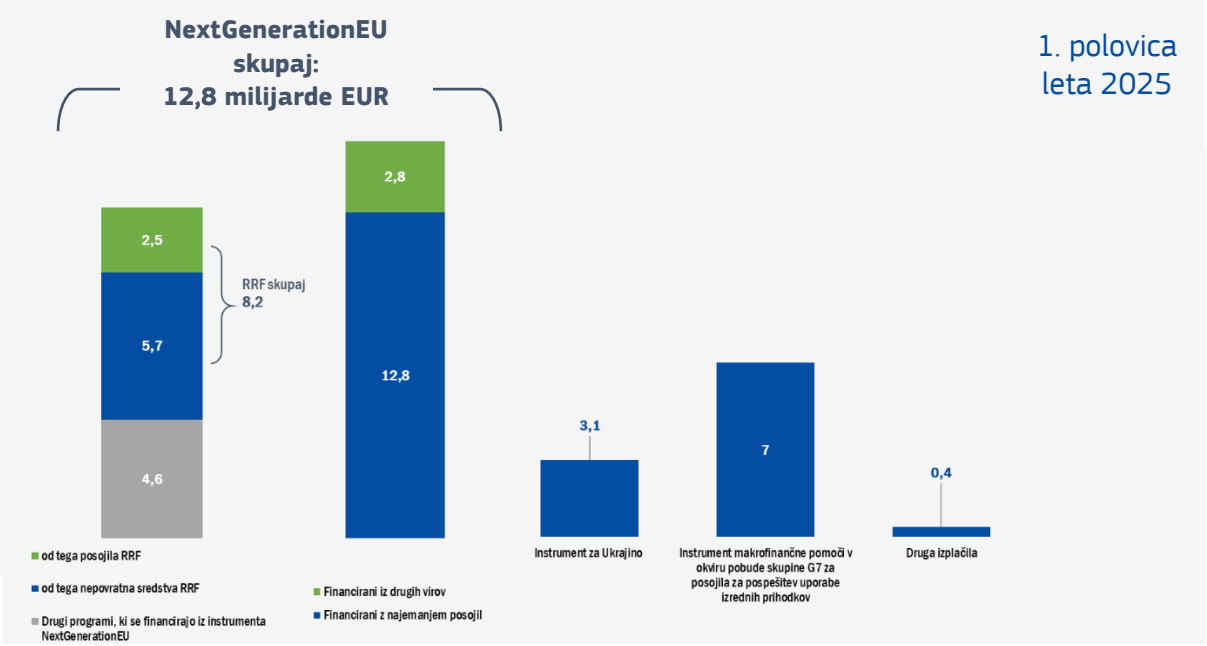
Kazalo

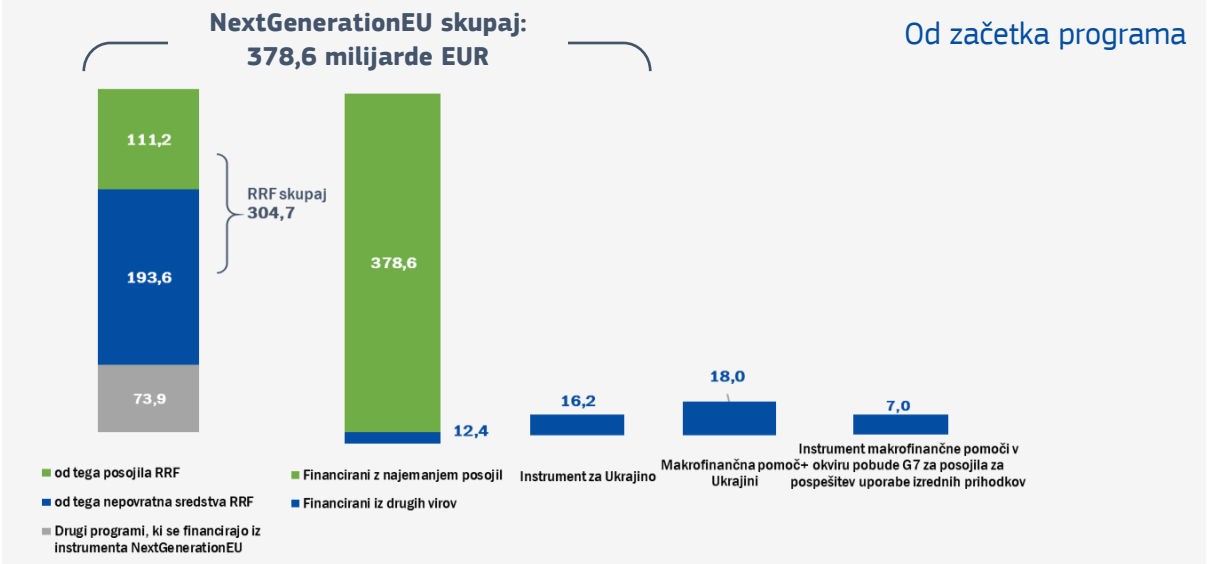
1. Povzetek 3
2. Uvod 4
3. Izvajanje operacij najemanja posojil v prvi polovici leta 2025 5
4. Stroški financiranja in upravljanja likvidnosti 10
5. Ukrepi za nadaljnji razvoj trga obveznic EU 13
6. Drugi mejniki v prvi polovici leta 2025 13
7. Obeti glede izdaje za drugo polovico leta 2025 14

SREDSTVA, ZBRANA V PRVI POLOVICI LETA 2025



UPORABA PRIHODKOV





Vsi zneski so v milijardah EUR.

NEPORAVNANE OBVEZNICE EU

na dan 30. junija 2025



145,4 milijarde EUR vzajemni posli

516,2 milijarde EUR obveznic skupaj v okviru enotnega pristopa k financiranju

od tega 441,1 milijarde EUR običajnih obveznic EU

od tega 75,1 milijarde EUR zelenih obveznic NextGenerationEU

KLJUČNA DEJSTVA o prvi polovici leta 2025

- Na šestih sindiciranjih in sedmih dražbah je bilo pridobljeno 85,8 milijarde EUR s povprečno zapadlostjo približno 12 let.
- Večina sredstev je bila porabljena za NextGenerationEU (12,8 milijarde EUR) in podporo Ukrajini (10,1 milijarde EUR), z dodatnimi izplačili v okviru instrumenta za reforme in rast za Zahodni Balkan (118 milijonov EUR) ter instrumenta za reforme in rast za Moldavijo (270 milijonov EUR).
- Stroški financiranja so znašali 3,17 % za NextGenerationEU (v primerjavi z 2,99 % v drugi polovici leta 2024), 2,72 % za instrument za Ukrajino, 2,53 % za makrofinančno pomoč v okviru pobude skupine G7 za posojila za pospešitev uporabe izrednih prihodkov, 2,77 % za instrument za reforme in rast za Zahodni Balkan ter 2,89 % za instrument za reforme in rast za Moldavijo.

1. Povzetek

EU je v prvi polovici leta 2025 s šestimi sindiciranji in sedmimi dražbami zbrala 85,8 milijarde EUR dolgoročnega financiranja. Od tega zneska je bilo 6,9 milijarde EUR zbranih z zelenimi obveznicami NextGenerationEU. Konec junija 2025 je EU imela za 661,6 milijarde EUR neporavnanih obveznic EU (s povprečno preostalo zapadlostjo približno 12 let), od tega jih je bilo 75,1 milijarde EUR v obliki zelenih obveznic NextGenerationEU. Neporavnane menice EU so konec junija 2025 znašale 33,3 milijarde EUR.

Znesek 85,8 milijarde EUR, ki je bil zbran v prvi polovici leta 2025, je del skupno načrtovanih izdaj obveznic Komisije za leto 2025 v višini približno 160 milijard EUR, pri čemer je za drugo polovico leta 2025 napovedana izdaja v višini 70 milijard EUR. To bi pomenilo doslej najvišjo letno vrednost izdaj EU, ki temelji na stalni rasti v preteklih letih (s 120 milijard EUR v letu 2023 na 140 milijard EUR v letu 2024).

Prihodki iz teh izdaj so Komisiji omogočili, da je lahko še naprej pravočasno izpolnjevala potrebe po izplačilih, ki so povezana z različnimi programi, financiranim z izposojanjem. NextGenerationEU je največji od teh programov, pri čemer je bilo izplačanih že 378,6 milijarde EUR sredstev, ki so bila zbrana z najemanjem posojil EU. Vendar je treba v letih 2025 in 2026 še vedno izplačati znatno podporo v okviru mehanizma za okrevanje in odpornost (RRF)[1].

V prvi polovici leta 2025 je bilo 12,8 milijarde EUR prihodkov iz izdaj izplačanih za izvajanje naložb in reform v okviru NextGenerationEU. Ukrajina je v okviru instrumenta za Ukrajino in makrofinančne pomoči v okviru pobude skupine G7 za posojila Ukrajini za pospešitev uporabe izrednih prihodkov prejela skupno 10,1 milijarde EUR. Dodatnih 270 milijonov EUR prihodkov je bilo uporabljenih za financiranje posojila v okviru instrumenta za reforme in rast za Moldavijo ter 118 milijonov EUR za zagotovitev posojil Severni Makedoniji, Albaniji, Črni gori in Srbiji v okviru instrumenta za reforme in rast za Zahodni Balkan.

V prvi polovici leta 2025 so se imetja likvidnosti povečala, saj so bila izplačila v okviru instrumenta NextGenerationEU nižja od zneskov, predvidenih na podlagi navedb držav članic. Za razliko od prejšnjih obdobij poročanja, ko so se iz denarnih sredstev ustvarjali prihodki, so v tem šestmesečnem obdobju zaradi teh denarnih sredstev in njihovega profila dolgoročnega financiranja nastali okvirni stroški v višini približno 195 milijonov EUR. Komisija ta začasna denarna sredstva dejavno upravlja, da bi čim bolj zmanjšala stroške imetij. Kopičenje denarnih sredstev je začasno ter je posledica rednih in predvidljivih izdaj, da se zagotovijo najboljše tržne razmere, medtem ko izplačila sledijo posebnostim izvajanja vsakega podprtega programa, zlasti mehanizma za okrevanje in odpornost. Ob približevanju končnemu roku za izplačila v okviru instrumenta NextGenerationEU v letu 2026 se bodo prilivi in odlivi financiranja zbližali.

V prvi polovici leta 2025 je veliko povpraševanje vlagateljev še naprej ugodno vplivalo na izdajo EU, medtem ko se je donosnost obveznic EU v primerjavi z večino evropskih državnih obveznic zmanjšala. Razlika v 10-letnih obrestnih merah med obveznicami EU in košarico nemških/francoskih državnih obveznic v razmerju 50 : 50 se je zmanjšal s 13 bazičnih točk na začetku leta 2025 na 5 bazičnih točk do konca junija 2025. Kljub temu so se zaradi tržnih razmer, ki so vplivale na vse

[1] Komisija v svojem sporočilu z dne 4. junija 2025 z naslovom „NextGenerationEU – pot do leta 2026“ (COM(2025) 310 final) opisuje napredek, ki je bil dosežen pri izvajanju nacionalnih načrtov za okrevanje in odpornost, in poziva države članice, naj pospešijo izvajanje, saj je bilo v času sporočila treba v okviru mehanizma za okrevanje in odpornost izplačati še skoraj 335 milijard EUR. Ta znesek bo v glavnem financiran z zadolževanjem, delno pa tudi iz drugih virov (tj. iz sistema trgovanja z emisijami in rezerve za prilagoditev na brexit). Junija po sprejetju navedenega sporočila je bilo izvedenih dodatnih 700 milijonov EUR izplačil iz mehanizma za okrevanje in odpornost.

izdajatelje, stroški financiranja EU[2] v tem obdobju povečali na 3,17 % v primerjavi z 2,99 % v prejšnjem obdobju financiranja.

Komisija je v okviru svojih stalnih prizadevanj za konsolidacijo in izboljšanje programa izdaje obveznic in menic EU aprila 2025 uvedla dražbe obveznic v treh sklopih (dražbe za tri različne zapadlosti), kar ji omogoča povečati zneske, zbrane na vsaki dražbi. Ta korak se bo jeseni 2025 dopolnil z uvedbo nekonkurenčnih dodelitev na dražbah, s čimer naj bi se okrepilo povpraševanje po obveznicah, ki se prodajajo na dražbah. Komisija je januarja 2025 uvedla tudi dražbe, na katerih so ponujene tri različne vrste menic, pri čemer je poleg obstoječih tri- in šestmesečnih menic uvedla nove 12-mesečne menice EU. Deležniki na trgu so nadaljevali svoje pobude neodvisno od Komisije. Po uvedbi terminske pogodbe na podlagi indeksa decembra 2024 je bila v prvi polovici leta 2025 za september 2025 napovedana uvedba fizično poravnane terminske pogodbe na obveznice EU.

Svet je konec maja 2025 sprejel nov instrument za varnostne ukrepe za Evropo (SAFE). To EU omogoča, da do konca leta 2030 na kapitalskih trgih zbere do 150 milijard EUR za financiranje posojil državam članicam, ki se lahko porabijo za pospešitev nabave obrambnih zmogljivosti. Ta nova pooblastila skupaj z znatnimi potrebami po refinanciranju že izdanih obveznic pomenijo stalno prisotnost EU na trgu tudi po letu 2027. Od uvedbe instrumenta NextGenerationEU junija 2021 je Komisija prejela pooblastila za financiranje drugih politik v skupnem znesku 240 milijard EUR, pri čemer se časovni okviri za izdajo novega dolga podaljšujejo do leta 2030. Vse potrebe po financiranju se združujejo in financirajo z izdajo obveznic in menic EU v okviru enotnega programa financiranja, s čimer se podpira prisotnost EU na trgu kot izdajatelja.

2. Uvod

Komisija si izposoja sredstva v imenu Evropske unije že več kot 40 let. V zadnjih petih letih se je izdajanje obveznic EU znatno povečalo, saj se za financiranje velikih programov, kot so SURE[3], NextGenerationEU in finančna pomoč Ukrajini (makrofinančna pomoč+, instrument za Ukrajino in makrofinančna pomoč v okviru pobude skupine G7 za posojila Ukrajini za pospešitev uporabe izrednih prihodkov), zanaša na kapitalske trge. Skupni neporavnani dolg EU je 30. junija 2025 znašal 694,9 milijarde EUR, od česar je bilo 33,3 milijarde EUR v obliki menic EU.

Polletno poročilo[4] vsebuje pregled izvajanja operacij najemanja posojil med 1. januarjem 2025 in 30. junijem 2025. Poleg tega vključuje obete za izdajo obveznic EU v drugi polovici leta 2025. V tem poročilu ni ocenjeno, kako se uporabljajo prihodki iz izdaj obveznic EU, niti za zelene odhodke, saj je to zajeto v ločenih poročilih v skladu z uredbami za vsak instrument[5].

Na podlagi priporočila Evropskega računskega sodišča iz junija 2023[6] so v prilogi k temu poročilu navedeni kazalniki, ki se lahko uporabijo za spremljanje izvajanja krovne strategije upravljanja dolga, ki usmerja[7] enotni pristop Komisije k financiranju[8].

---

[2] V skladu z metodologijo razporejanja stroškov, ki je določena v Izvedbenem sklepu Komisije (EU) 2024/1974.

[3] Evropski instrument za začasno podporo za ublažitev tveganj za brezposelnost v izrednih razmerah (SURE).

[4] Pripravljeno v skladu s členom 13 Izvedbenega sklepa Komisije C(2023)8010, ki določa ureditve za izvajanje enotnega pristopa k financiranju operacij najemanja posojil in upravljanja dolga.

[5] Glej na primer letni poročili za mehanizem za okrevanje in odpornost in instrument makrofinančne pomoči ter poročilo o dodelitvi in učinku zelenih obveznic NextGenerationEU.

[6] Posebno poročilo št. 16/2023: Komisija in upravljanje dolga v okviru instrumenta NextGenerationEU in odgovori Komisije.

[7] Polletno poročilo o izvajanju operacij najemanja in dajanja posojil EU od 1. januarja 2023 do 30. junija 2023 vsebuje opis krovne strategije upravljanja dolga, glej četrto polletno poročilo o izvajanju operacij najemanja in dajanja posojil EU.

3. Izvajanje operacij najemanja posojil v prvi polovici leta 2025

Komisija je v prvi polovici leta 2025 še naprej zbirala sredstva na trgih na podlagi svojega enotnega pristopa k financiranju. Poleg pravočasnega izpolnjevanja vseh obveznosti za izplačila so zneski in zapadlosti izdanih obveznic ostali znotraj vnaprej določenih parametrov, pogoji financiranja pa so bili v skladu s pogoji izdajatelja velikosti EU in bonitetno oceno. V spodnjih oddelkih so predstavljeni nekateri ključni elementi operacij najemanja in dajanja posojil Komisije v prvi polovici leta 2025. Dodatni kazalniki, ki se uporabljajo za spremljanje izvajanja strategije financiranja Komisije, so obravnavani v prilogi k temu poročilu.

IZVAJANJE OPERACIJ FINANCIRANJA V PRVI POLOVICI LETA 2025

Komisija je v tem obdobju zbrala skupno 85,8 milijarde EUR v obveznicah EU[9] s povprečno zapadlostjo približno 12 let (ki je podobna povprečni zapadlosti za financiranje, zbrano v drugi polovici leta 2024). V prvi polovici leta 2025 je izdaja zelenih obveznic NextGenerationEU znašala 6,9 milijarde EUR.

Komisija je v skladu z napovedanim ciljem uporabila kombinacijo šestih sindiciranj (59 % zbranega zneska) in sedmih dražb (41 % zbranega zneska). Marca 2025 je uvedla uporabo dražb obveznic v treh sklopih (pred tem so se uporabljale dražbe obveznic v dveh sklopih), da bi omogočila rahlo povečanje obsega na dražbo. Obveznice EU so se izdajale v rednih časovnih presledkih v šestmesečnem obdobju, pri čemer so se upoštevale likvidnostne razmere na trgu, hkrati pa je bila zagotovljena redna prisotnost na trgu.

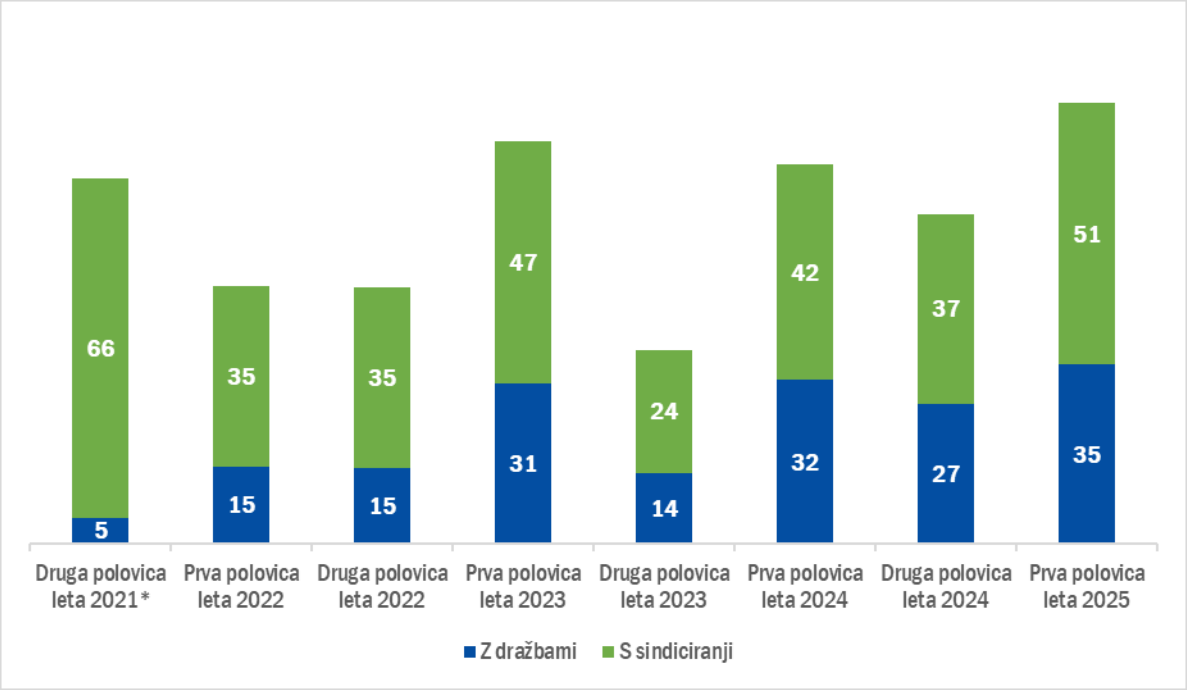
S transakcijami v prvi polovici leta 2025 se je skupni znesek neporavnanih obveznic EU na dan 30. junija 2025 povečal na 661,6 milijarde EUR, od tega je bilo 516,2 milijarde EUR izdanih v okviru enotnega pristopa k financiranju EU. Skupna vrednost neporavnanih zelenih obveznic NextGenerationEU je znašala 75,1 milijarde EUR.

Komisija je januarja 2025 uvedla tudi dražbe, na katerih so ponujene tri različne vrste menic, pri čemer je uvedla nove 12-mesečne menice EU, poleg obstoječih tri- in šestmesečnih. Konec junija 2025 je imela EU neporavnana posojila v višini 33,3 milijarde EUR v obliki menic.

[8] Komisija je za vse programe pred instrumentom NextGenerationEU uporabila vzajemni pristop k financiranju pri čemer je izdala obveznice in prihodke prenesla neposredno na države upravičenke pod enakimi pogoji (tj. obrestna mera in zapadlost), kot jih je prejela. Ko je Komisija leta 2021 vzpostavila instrument NextGenerationEU, je uvedla diverzificirano strategijo financiranja, kakršno uporabljajo največji državni izdajatelji v euroobmočju, pri čemer je za pokrivanje dolgoročnih in kratkoročnih potreb po financiranju uporabila različne instrumente financiranja (obveznice in menice EU) in tehnike financiranja (sindiciranja in dražbe). Parlament in Svet sta decembra 2022 spremenila člen 220a finančne uredbe, da bi Komisiji omogočila razširitev diverzificirane strategije financiranja na druge programe najemanja posojil EU, s čimer je bil za vse programe najemanja in dajanja posojil EU vzpostavljen enoten pristop k financiranju, v okviru katerega EU izdaja „obveznice EU“ z enotno oznako in ne posebej denominiranih obveznic za posamezne programe, kot so NextGenerationEU, SURE in makrofinančna pomoč.

[9] V skladu s preteklimi polletji razlika v primerjavi s ciljem iz načrta financiranja (90 milijard EUR v prvi polovici leta 2025) odraža premajhno dodelitev končnih zneskov, ki jih je Komisija zbrala z dražbami obveznic, da bi v teh transakcijah zagotovila najugodnejše pogoje financiranja glede na prevladujoče ponudbe.

Graf 1: Sredstva, zbrana na podlagi enotnega pristopa k financiranju



* Prvi dve transakciji v okviru instrumenta NextGenerationEU sta bili izvedeni junija 2021. Vključeni sta bili v znesek za drugo polovico leta 2021, saj sta bili del istega načrta financiranja kot transakcije, izvedene v drugi polovici leta 2021.

Vsi zneski so v milijardah EUR.

IZPLAČILA

Na podlagi teh transakcij je Komisija s hitrim izplačilom prihodkov (v poprečju v devetih delovnih dneh) še naprej financirala nacionalne načrte držav članic za okrevanje in odpornost.

Komisija je v prvi polovici leta 2025 za vse politike skupaj izplačala 23,3 milijarde EUR. Za financiranje instrumenta NextGenerationEU je bilo izplačanih 12,8 milijarde EUR. Od tega zneska je bilo 8,2 milijarde EUR porabljenih za financiranje nacionalnih načrtov držav članic za okrevanje in odpornost v okviru mehanizma za okrevanje in odpornost. To je mogoče razčleniti na 5,7 milijarde EUR v obliki nepovratnih sredstev za 11 držav članic in 2,5 milijarde EUR v obliki posojil 3 državam članicam. Preostali znesek v višini 4,6 milijarde EUR je bil porabljen za financiranje programov, ki jih upravlja EU in jih podpira instrument NextGenerationEU[10].

Na splošno je Komisija od poletja 2021 izplačala 391 milijarde EUR za podporo NextGenerationEU. To vključuje 205,9 milijarde EUR nepovratnih sredstev in 111,2 milijarde EUR posojil državam članicam v okviru mehanizma za okrevanje in odpornost ter 73,9 milijarde EUR za programe NextGenerationEU, ki jih upravlja EU. Od skupno 391 milijarde EUR podpore za NextGenerationEU je bilo 378,6 milijarde EUR financiranih z izdajo dolga[11].

Poleg izplačil v okviru instrumenta NextGenerationEU je Komisija v prvi polovici leta 2025 Ukrajini izplačala 10,1 milijarde EUR, od tega 3,1 milijarde EUR v okviru instrumenta za Ukrajino in

[10] Ti vključujejo platformo za strateške tehnologije za Evropo (STEP), program Obzorje Evropa, sklad InvestEU, mehanizem ReactEU, mehanizem Evropske unije na področju civilne zaščite (RescEU), Evropski kmetijski sklad za razvoj podeželja (EKSRP) in Sklad za pravični prehod.

[11] Dodatnih 12,4 milijarde EUR odhodkov NextGenerationEU je bilo financiranih iz drugih virov (tj. iz sistema trgovanja z emisijami in rezerve za prilagoditev na brexit).

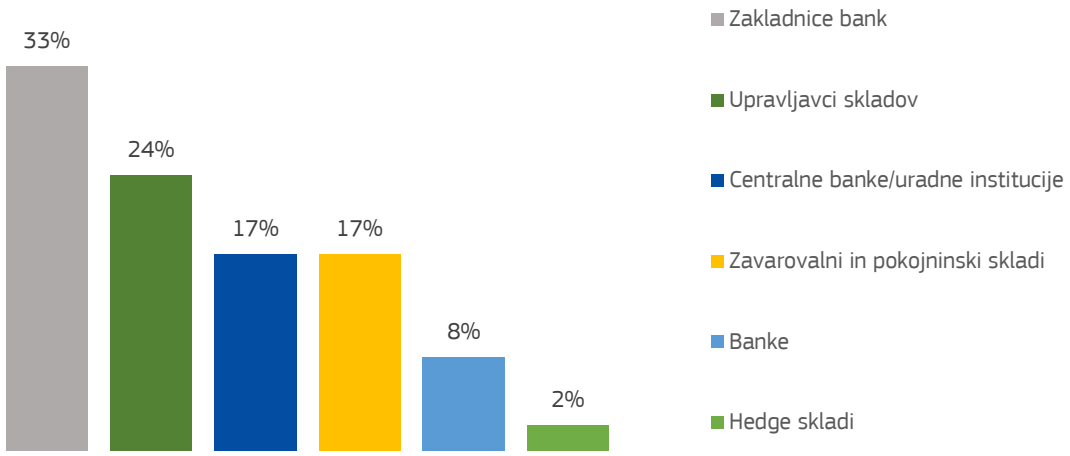
7 milijard EUR v okviru programa makrofinančne pomoči za Ukrajino v okviru pobude skupine G7 za posojila Ukrajini za pospešitev uporabe izrednih prihodkov.

V prvi polovici leta 2025 so bilo z izdajo obveznic EU financirano tudi za 118 milijonov EUR posojil Severni Makedoniji, Albaniji, Črni gori in Srbiji v okviru instrumenta za reforme in rast za Zahodni Balkan ter za 270 milijonov EUR posojil v okviru instrumenta za reforme in rast za Moldavijo.

POVPRAŠEVANJE VLAGATELJEV IN LIKVIDNOST NA SEKUNDARNEM TRGU

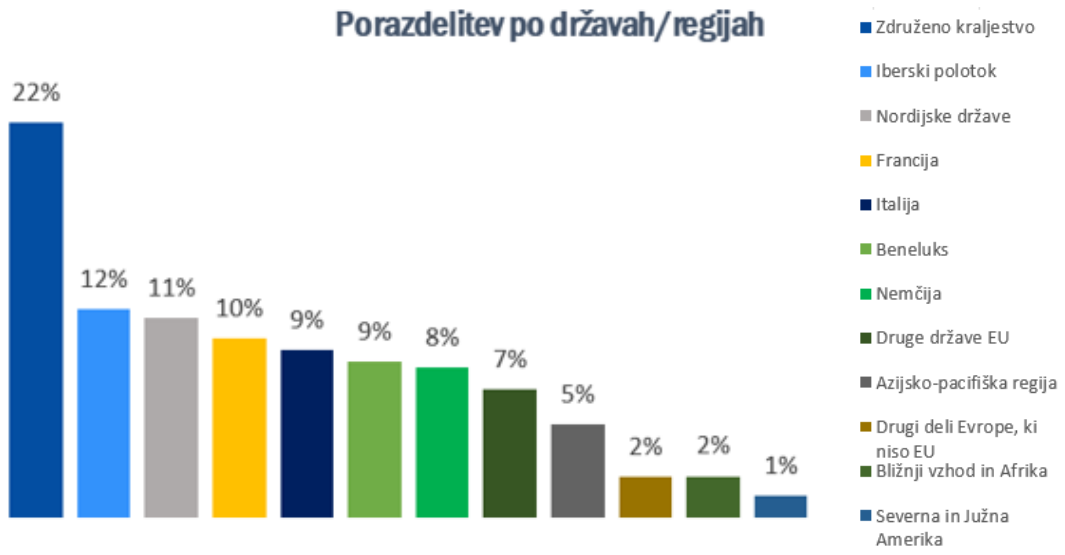
Povpraševanje po izdajah obveznic EU znotraj uravnotežene in raznovrstne svetovne baze vlagateljev se je nadaljevalo.

Graf 2: Vlagatelji pri sindiciranih transakcijah, izvršenih v prvi polovici leta 2025 glede na vrsto vlagatelja



V prvi polovici leta 2025 so več kot 40 % obveznic EU, ki so bile izdane prek sindiciranja, kupili vlagatelji z običajno daljšimi naložbenimi obdobji (tj. upravitelji skladov, zavarovalnice in pokojninski skladi). Centralne banke/uradne institucije, ki običajno raje vlagajo v obveznice z zapadlostjo do 10 let, so predstavljale približno 17 % sindiciranih izdaj obveznic EU, medtem ko so bile zakladnice bank največji posamezni vir povpraševanja, saj so predstavljale 33 % knjig naročil v okviru sindiciranja.

Graf 3: Vlagatelji pri sindiciranih transakcijah, izvršenih v prvi polovici leta 2025 glede na državo/regijo



Obveznice EU, izdane prek sindiciranj, so od začetka instrumenta NextGenerationEU leta 2021 pritegnile več kot 1 900 različnih vlagateljev iz več kot 70 različnih držav. V prvi polovici leta 2025 so več kot 66 % naložb v namenska sindiciranja obveznic EU zagotovili vlagatelji s sedežem v EU, več kot 22 % naložb pa so prispevali mednarodni vlagatelji, ki poslujejo iz Združenega kraljestva. Preostanek so prispevali mednarodni vlagatelji v Aziji ali drugih evropskih državah, ki niso članice EU, kot sta Norveška in Švica.

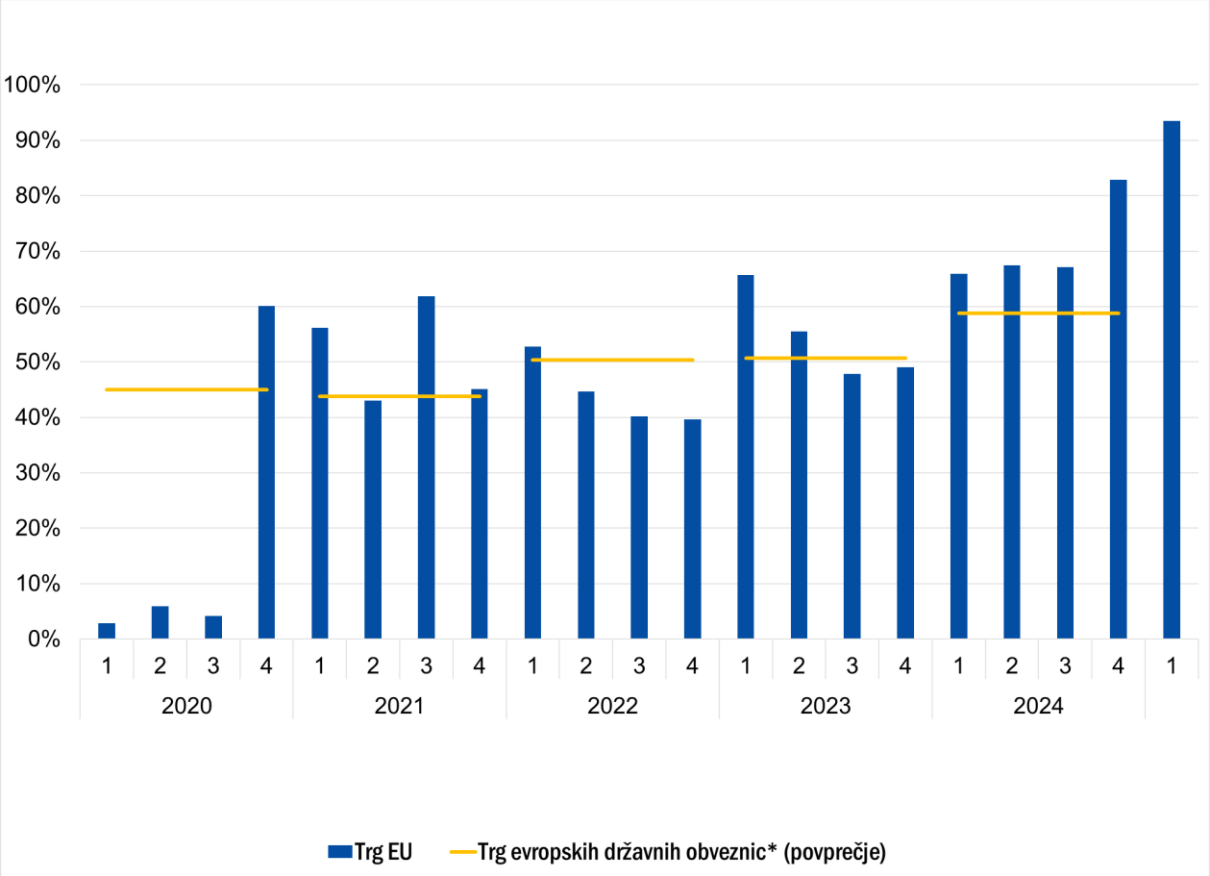
Kljub nemirnemu tržnemu okolju, ki ga je povzročila negotovost v svetovni trgovinski politiki[12], je premija za nove izdaje, ki so jo vlagatelji zahtevali kot koncesijo, ko je EU izdajala obveznice prek sindiciranja, v prvi polovici leta 2025 ostala skromna, pri čemer je v povprečju znašala približno 1,6 bazične točke. To je bilo v skladu s povprečno premijo za nove izdaje v višini 1,65 bazične točke v letu 2024 in s premijami drugih izdajateljev za primerljive transakcije (merjeno po velikosti in zapadlosti).

Obenem je likvidnost obveznic EU na sekundarnem trgu ostala visoka, k čemur so prispevale ureditve kotiranja, ki so vzpostavljene od novembra 2023. V skladu s temi ureditvami se primarni trgovci v EU spodbujajo, da na vodilnih platformah za elektronsko trgovanje z obveznicami objavljajo zanesljive cene obveznic EU. Od uvedbe teh ureditev kotiranja se je dnevni obseg trgovanja z obveznicami EU na glavni elektronski platformi za trgovanje v povprečju gibal okoli 767 milijonov EUR, pri čemer so dnevne najvišje vrednosti znašale več kot 2 milijardi EUR. V prvi polovici leta 2025 je bil ta povprečni dnevni promet nekoliko manjši, in sicer 643 milijonov EUR, kar je bilo posledica bolj nestanovitnega naložbenega okolja.

Komisija je likvidnost krivulje obveznic EU podprla tudi s povečanjem izdaje obstoječih linij, pri čemer je ustvarjala tudi nove, da bi zadostila potrebam programa in povpraševanju vlagateljev. Zato je povprečni neporavnani znesek na obveznico EU ob koncu prve polovice leta 2025 znašal približno 16 milijarde EUR, kar je več kot ob koncu leta 2024, ko je znašal 14,8 milijarde EUR. V prvi polovici leta 2025 so bile uvedene tudi nove triletne, desetletne in sedemletne linije.

Graf 4: Četrtletni promet na sekundarnem trgu obveznic EU in evropskih državnih obveznic (% neporavnanih sredstev)

[12] Premija za nove izdaje je premija, ki jo izdajatelj plača, da bi vlagatelje prepričal v nakup njegovih obveznic na primarnem trgu, ne na sekundarnem trgu.



Vir: Evropska komisija na podlagi podatkov Pododbora Ekonomsko-finančnega odbora za trge državnih dolžniških instrumentov EU (ESDM).
Opomba: v tem grafu trg evropskih državnih obveznic zajema obveznice, ki jih izdajo države euroobmočja, Evropski sklad za finančno stabilnost in Evropski mehanizem za stabilnost. Podatki za prvo in drugo četrtletje 2025 še niso na voljo.

4. Stroški financiranja in upravljanja likvidnosti

STROŠKI FINANCIRANJA

Metodologija razporejanja stroškov v okviru diverzificirane strategije financiranja Komisiji omogoča, da stroške financiranja, ki se zaračunajo upravičencem (upravičencem do sredstev iz proračuna EU ali upravičencem do posojil), poveže s pogoji, pridobljenimi na trgu ob financiranju izplačil[13]. Poleg tega ta metodologija omogoča, da se stroški najemanja posojil dodelijo na podlagi programa. To

[13] V okviru NextGenerationEU se nastali stroški obresti dodelijo proračunu EU in državam članicam, ki prejemajo posojila, v skladu z metodologijo iz Izvedbenega sklepa Komisije (EU) 2021/1095 ter Izvedbenega sklepa Komisije (EU) 2022/9701 in Izvedbenega sklepa Komisije (EU) 2024/1974, ki sta ga nasledila. Ta metodologija razlikuje med tremi kategorijami stroškov: (i) stroški financiranja za financiranje nepovratne podpore in izplačil posojil, izračunanimi za šestmesečne časovne razdelke, (ii) stroški imetja in upravljanja likvidnosti ter (iii) upravnimi stroški. Razdelitev po programih je mogoča od začetka veljavnosti Izvedbenega sklepa Komisije (EU, Euratom) 2024/1974 v drugi polovici leta 2024. Da se prepreči morebitni retroaktivni učinek, so programi, ki so bili financirani in katerih sredstva so bila izplačana, preden se je izvajala ta metodologija (kot je makrofinančna pomoč+ v obliki posojila Ukrajini in izredno premostitveno financiranje v okviru instrumenta za Ukrajino), še naprej združeni z operacijami najemanja in dajanja posojil NextGenerationEU v okviru enotnega pristopa k financiranju.

odraža povečano število programov politike, ki se financirajo z diverzificirano strategijo financiranja v okviru enotnega pristopa k financiranju.

V skladu s to metodologijo so stroški financiranja za plačila v okviru NextGenerationEU v časovnem razdelku od januarja do junija 2025 (v spodnji tabeli ČR8) ocenjeni na 3,17 % v primerjavi z 2,99 % v predhodnem šestmesečnem časovnem razdelku. Stroški financiranja izplačil v okviru instrumenta za Ukrajino, programa makrofinančne pomoči Egiptu ter instrumenta za reforme in rast za Zahodni Balkan so konec junija 2025 znašali med 2,70 % in 2,80 %. Stroški financiranja posojila makrofinančne pomoči Ukrajini v okviru pobude skupine G7 za posojila Ukrajini za pospešitev uporabe izrednih prihodkov so znašali 2,53 %.

Razlike v stroških financiranja med programskimi razdelki odražajo značilnosti programa, kot so razlike v povprečni zapadlosti instrumentov za najemanje posojil[14].

Graf 5: Stroški financiranja

Instrument NextGenerationEU	ČR1	ČR2	ČR3	ČR4	ČR5	ČR6	ČR7	ČR8
	0,15 %	1,38 %	2,61 %	3,22 %	3,53 %	3,19 %	2,99 %	3,17 %

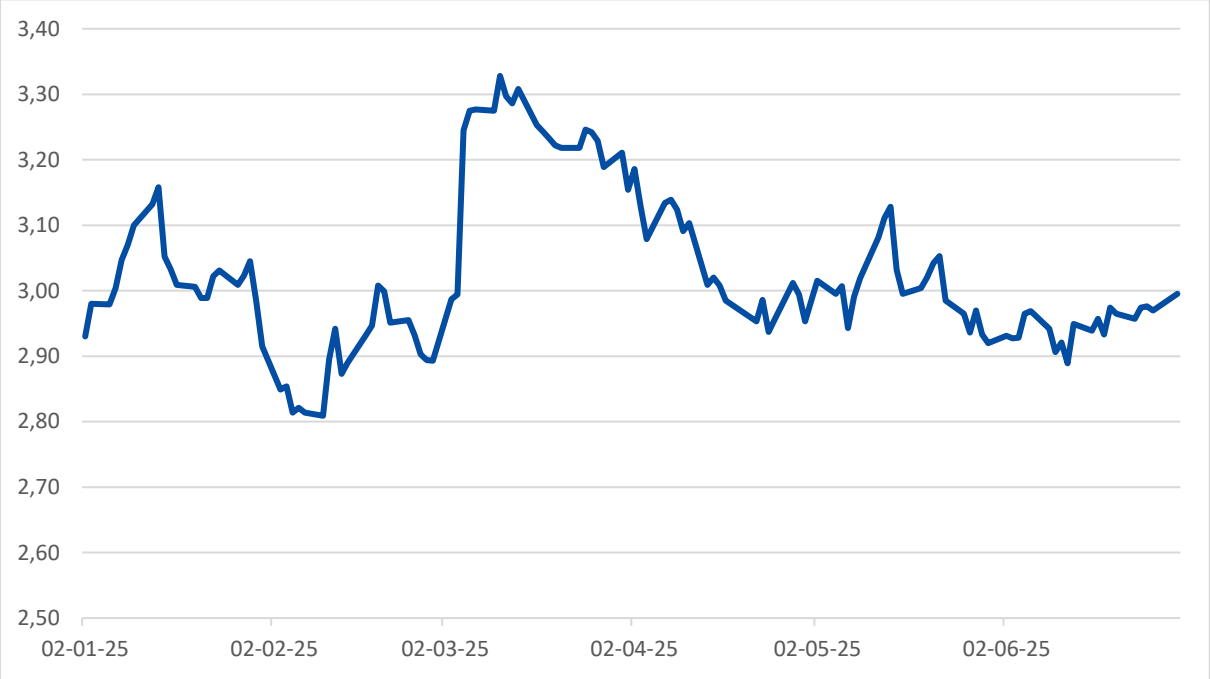
Instrument za Ukrajino	Makrofinančna pomoč+	Makrofinančna pomoč Ukrajini (v okviru pobude skupine G7 za posojila za pospešitev uporabe izrednih prihodkov)
2,72 %	3,16 %	2,53 %

Makrofinančna pomoč Egiptu	Zahodni Balkan (ČR1)	Instrument za reforme in rast za Moldavijo
2,70 %	2,77 %	2,89 %

Spremembe stroškov financiranja prav tako odražajo prevladujoče tržne razmere, ki vplivajo na stroške najemanja posojil za izdaje EU. V prvih šestih mesecih leta 2025 so bile obrestne mere zelo nestanovitne zaradi gospodarske in finančne negotovosti, ki je vplivala na vse izdajatelje. Posledično se je obrestna mera za 10-letne obveznice EU v tem polletju gibala med 2,8 % in 3,3 %, ob koncu polletja pa je znašala 2,95 % v primerjavi z 2,93 % na začetku januarja 2025. Hkrati so se razponi donosnosti med izdajatelji v EU in večino izdajateljev evropskih državnih obveznic nekoliko zmanjšali, pri čemer se je razlika v 10-letnih obrestnih merah med obveznicami EU in košarico nemških/francoskih državnih obveznic v razmerju 50 : 50 zmanjšala s 13 bazičnih točk na začetku leta 2025 na 5 bazičnih točk do konca junija 2025.

[14] Na primer, NextGenerationEU ima trenutno daljšo povprečno zapadlost financiranja v primerjavi z drugimi programi zaradi strukture namenske začasne zgornje meje lastnih sredstev, ki zajema profil odplačevanja NextGenerationEU. Da bi se proračunska sredstva, ki bodo uporabljena za odplačilo nepovratnih sredstev NextGenerationEU, lahko enakomerno porazdelila skozi čas, imajo obveznice, izdane za financiranje nepovratnih sredstev NextGenerationEU, običajno daljšo zapadlost.

Graf 6: Donosnost 10-letnih obveznic EU



UPRAVLJANJE LIKVIDNOSTI STROŠKI

V prvi polovici leta 2025 je povprečna raven imetij likvidnosti znašala 71,1 milijarde EUR, v primerjavi s 50,7 milijarde EUR v drugi polovici leta 2024. To je bilo predvsem posledica zamud pri izplačilih v okviru instrumenta NextGenerationEU v primerjavi z napovedmi. Zlasti so bili odlivi izplačil v višini skoraj 45 milijard EUR, napovedani za konec prve polovice leta 2025, preloženi na poznejše poletje. Tudi pri drugih programih je prišlo do manjših zamud v primerjavi z napovedmi.

Znatno povečanje imetij likvidnosti je mogoče pojasniti s potrebo po ohranjanju velikega skupnega obsega najemanja posojil, saj je do konca leta 2026 v okviru instrumenta NextGenerationEU še vedno treba izplačati veliko sredstev[15]. Glede na znatne zneske financiranja, ki bodo potrebni v zadnjem letu izvajanja instrumenta NextGenerationEU, je bistvenega pomena, da Komisija nadaljuje z rednimi in predvidljivimi operacijami najemanja posojil, da se zagotovijo najboljši tržni pogoji in predvidljivost za vlagatelje.

Medtem ko se je v preteklih letih s temi stanji denarnih sredstev ustvarjal dobiček, je sprememba okolja obrestnih mer pomenila, da so ta denarna sredstva začela ustvarjati neto stroške. Dejansko so hitre spremembe obrestnih mer denarne politike in strmo naraščanje krivulj donosnosti na trgu povečale stroške teh imetij likvidnosti.

Da bi Komisija kratkoročno čim bolj povečala donosnost vlaganja teh denarnih sredstev, je izvedla obsežne operacije upravljanja likvidnosti, pri čemer je v prvih šestih mesecih leta 2025 z vezanimi vlogami in transakcijami začasnega odkupa (repo posli) v povprečju vložila približno 50–60 % navedenih denarnih sredstev. Te kratkoročne naložbe so pomagale zmanjšati negativni donos, povezan z vloženimi denarnimi sredstvi, za do 20 oziroma 25 bazičnih točk. Skupni neto okvirni stroški upravljanja likvidnosti za prvo polovico leta 2025 so ocenjeni na približno

[15] Glej COM(2025) 310 final.

195 milijonov EUR[16] v primerjavi s prihodki od imetij likvidnosti, ki so v letu 2024 znašali 140 milijonov EUR.

5. Ukrepi za nadaljnji razvoj trga obveznic EU

Z izvajanjem ureditev kotiranja konec leta 2023 in začetkom delovanja instrumenta ponovnega odkupa oktobra 2024 so se izboljšale odpornost, globina in likvidnost trga obveznic EU. Komisija je v prvi polovici leta 2025 še naprej vlagala v poglabljanje trga obveznic EU. Po okrepitvi programa menic EU z 12-mesečno linijo, ki je bila dodana januarja 2025 (poleg obstoječih tri- in šestmesečnih zapadlosti), in novi obliki dražb obveznic EU v treh sklopih, ki so bile uvedene marca 2025, se je delo preusmerilo na uvedbo nekonkurenčnih dodelitev na dražbi.

Uvedba nekonkurenčnih dodelitev na dražbi bo Komisiji omogočila, da na dan po dražbi obveznic svojim primarnim trgovcem ponudi dodatne količine na dražbi ponujenih obveznic (20 % prvotno dodeljene količine pravic za prodajo na dražbi). Ta nova možnost se uporablja v okviru številnih programov državnih dražb, da bi se primarne trgovce spodbudilo k sodelovanju na dražbah in pritegnilo več zanimanja vlagateljev. Trenutno potekajo priprave z ustreznimi deležniki z namenom, da se nekonkurenčne ponudbe začnejo izvajati jeseni 2025.

Hkrati so se nadaljevale neodvisne pobude deležnikov na trgu. Po uvedbi terminske pogodbe na podlagi indeksa ICE decembra 2024 je borza Eurex za september 2025 napovedala uvedbo fizično poravnanih terminskih pogodb na obveznice EU. Dobro delujoč terminski trg lahko udeležencem na trgu pomaga oblikovati cene obveznic EU in zavarovati odprte pozicije. Zato gre za dodatno potencialno dragoceno podporo delovanju trga obveznic EU in vlogi obveznic EU kot likvidnih varnih sredstev. Čeprav Komisija nima neposredne vloge ali odgovornosti pri delovanju terminskih pogodb, pozdravlja te neodvisne pobude kot priznanje pomena hitro razvijajočega se trga obveznic EU za vlagatelje.

6. Drugi mejniki v prvi polovici leta 2025

INSTRUMENT ZA VARNOSTNE UKREPE ZA EVROPO (SAFE): NOV FINANČNI INSTRUMENT EU, KI SE BO FINANCIRAL Z NAJEMANJEM POSOJIL EU

Svet je 27. maja 2025 sprejel uredbo,[17] s katero se vzpostavlja instrument za varnostne ukrepe za Evropo (SAFE) – nov finančni instrument za pomoč državam članicam pri pospešeni nabavi obrambnih zmogljivosti. V skladu s tem instrumentom je Komisija pooblaščena, da do konca leta 2030 izda do 150 milijard EUR dodatnih sredstev. Prihodki se bodo prenesli na države članice v obliki posojil za financiranje nabave pomembnih obrambnih zmogljivosti.

Države članice morajo svoje zahtevke za posojila predložiti do novembra 2025. Višina posojil in morebitno predhodno financiranje (ki lahko znaša do 15 % posojila) bosta določena v izvedbenih sklepih, na podlagi katerih se bodo izvršila izplačila v okviru novega instrumenta.

Podaljšani časovni okvir instrumenta SAFE (do konca leta 2030) in narava izplačil, ki temelji na povpraševanju, pomenita, da bo Komisija lahko nemoteno in po potrebi mobilizirala sredstva s kratkoročnim in dolgoročnim financiranjem po celotni krivulji donosnosti. Ker bo financiranje

[16] Del kratkoročnih naložbenih operacij zapade v drugi polovici leta 2025. V skladu s standardi je približno 195 milijonov EUR prikazanih brez upoštevanja prejemkov, ki bi jih bilo mogoče zaslužiti s temi naložbami. Na podlagi nastanka poslovnega dogodka bi se neto stroški upravljanja likvidnosti za prvo polovico leta 2025 zmanjšali na približno 160 milijonov EUR.

[17] Uredba Sveta (EU) 2025/1106 z dne 27. maja 2025 o vzpostavitvi instrumenta za varnostne ukrepe za Evropo (SAFE) s krepitvijo evropske obrambne industrije.

vključeno v enotni pristop EU k financiranju, se bodo izplačila financirala z obveznicami EU z dolgo zapadlostjo po konkurenčnih cenah, države članice upravičenke pa jih bodo vračale.

Financiranje posojil SAFE naj bi se začelo leta 2026, ko bodo odobreni načrti držav članic in posojilne pogodbe. Vse izdaje za financiranje posojil SAFE bodo potekale pod enotno oznako „obveznice EU“.

7. Obeti glede izdaje za drugo polovico leta 2025

Komisija je v prvi polovici leta 2025 kljub nestanovitnim trgom še naprej izvajala reden, predvidljiv in obsežen načrt financiranja. Od januarja 2025 je zbrala 85,8 milijarde EUR dolgoročnega financiranja v obliki obveznic EU in tako v skladu z objavljenim časovnim razporedom in tržnimi pričakovanji zaključila svoj načrt financiranja za prvo polovico leta 2025. Prihodki so bili uporabljeni za financiranje različnih politik EU, vključno z NextGenerationEU, finančno pomočjo Ukrajini ter programi za države kandidatke za širitev in države nečlanice EU.

Z izdajami EU se je še naprej zadovoljevalo močno povpraševanje vlagateljev, kar se odražalo v knjigah naročil za sindiciranja ter v stalni in dosledni podpori dražbam menic in obveznic EU. To potrjuje varnost in likvidnost, ki ju obveznice EU ponujajo evropskim in svetovnim vlagateljem, ki iščejo dobre naložbene priložnosti v vrednostne papirje z visoko bonitetno oceno, denominirane v eurih.

Komisija je 23. junija 2025 napovedala, da namerava v drugi polovici leta 2025 izdati obveznice EU v vrednosti do 70 milijard evrov. Načrt financiranja temelji na načrtu financiranja v višini 90 milijard EUR za prvo polovico leta 2025 in je v skladu s predhodno sporočenim pričakovanim letnim obsegom izdaj v višini približno 160 milijard EUR za leto 2025.

Ta cilj bi predstavljal letni rekord izdaje za program obveznic EU, ki bi nadgradil prejšnja leta (s 120 milijard EUR v letu 2023 na 140 milijard EUR v letu 2024) in odražal potrebe po financiranju v naslednjih dveh letih, vključno s skoraj 335 milijardami EUR sredstev mehanizma za okrevanje in odpornost v preostalem obdobju trajanja tega programa. Komisija v svojem sporočilu z dne 4. junija 2025[18] opisuje napredek, ki je bil dosežen pri izvajanju nacionalnih načrtov za okrevanje in odpornost ter poziva države članice, naj pospešijo njihovo izvajanje. Poleg tega se bodo prihodki uporabili za zagotavljanje finančne pomoči Ukrajini, državam kandidatkam za širitev in državam nečlanicam EU ter za obnovitev zapadlih obveznic.

Zneski, zbrani z obveznicami EU, bodo dopolnjeni s kratkoročnim financiranjem prek menic EU. Izdaje zelenih obveznic NextGenerationEU (trenutno znašajo 75,1 milijarde EUR) bodo še naprej tesno usklajene s sporočenimi zelenimi odhodki držav članic ter financirale zeleno komponento mehanizma za okrevanje in odpornost. Nadaljnja izdaja zelenih obveznic NextGenerationEU bo pogojena z uradnim obveščanjem in potrjevanjem dodatnih odhodkov, povezanih s podnebjem, s strani držav članic v okviru njihovih nacionalnih načrtov za okrevanje in odpornost.

[18] Glej: NextGenerationEU – pot do leta 2026.

Priloga: Kazalniki izvajanja o uporabi sredstev za doseganje ciljev glede učinkovitosti in uspešnosti krovne strategije Komisije za upravljanje dolga

Sredstva		Kazalnik	Vrednost v prvi polovici leta 2025 (če ni navedeno drugače)	Komentar o izvrševanju v drugi polovici leta 2024
Izvajanje programa obveznic EU	(a) Redne izdaje po celotni krivulji Redne izdaje obveznic EU (in zelenih obveznic NextGenerationEU) z vsemi zapadlostmi po celotni krivulji (do 30 let) za zagotavljanje naložbenih priložnosti različnim vrstam vlagateljev kot način ohranjanja velikega povpraševanja vlagateljev in s tem prožnosti pri določanju obsegov in zapadlosti izdaj za posamezne transakcije glede na tržne razmere.	*i. Razčlenitev programov izdaje po zapadlosti*	1–4 leta: 21 % 4–8 let: 21 % 8–12 let: 19 % 12–17 let: 10 % 17–23 let: 12 % 23–31 let: 17 %	Komisija je v prvi polovici leta 2025 uresničevala svoj cilj z rednimi izdajami obveznic, ki so imele različne zapadlosti, da bi za krivuljo EU zagotovila likvidnost v vseh segmentih. Transakcije financiranja so bile razporejene čez celotno šestmesečno obdobje, da bi zagotovili redno prisotnost na trgu. Transakcij je bilo več kot v drugi polovici leta 2024, saj je bil cilj financiranja v prvi polovici leta 2025, in sicer do 90 milijard EUR, višji od cilja financiranja v drugi polovici leta 2024, ki je bil 65 milijard EUR. Izdaja zelenih obveznic je bila nekoliko manjša kot v drugi polovici leta 2024, kar odraža kumulativne sporočene zelene odhodke držav članic in ustrezno prilagajanje izdaj zelenih obveznic tem odhodkom.
		ii. Pravočasna razdelitev izdaj	Šest sindiciranj in sedem dražb obveznic, kar pomeni vsaj dve izdaji na mesec.	
		iii. Zelene izdaje[19]	6,9 milijarde EUR s povečanjem izdaje obstoječih obveznic EU za leti 2033 in 2050.	
	(b) Doseganje ustreznega ravnotežja med dražbami in sindiciranji Uporaba različnih tehnik financiranja z ustreznim ravnotežjem, odvisno od skupnega obsega izdaj in tržnih razmer, da bi obvladovali tveganja pri izvedbi, izboljšali likvidnost na sekundarnem trgu in izboljšali stroške najemanja posojil.	*i. Razčlenitev dražbe/sindiciranja kot %*	41 % izdaj obveznic na dražbi.	Komisija je v prvi polovici leta 2025 na dražbi izdala 41 % obveznic EU, kar je nekoliko manj kot v drugi polovici leta 2024 (42 %).
	(c) Vzpostavitev velikih in likvidnih referenčnih obveznic Povečanje obstoječe izdaje obveznic EU, da bi se neporavnani obseg različnih linij povečal na raven, ki je sorazmerna z velikimi in likvidnimi referenčnimi linijami.	*i. Izdaje z novimi obveznicami v primerjavi s povečanjem obstoječih izdaj*	• 22 milijard EUR z novimi obveznicami • 64 milijard EUR s povečanjem obstoječih izdaj	Komisija je za podporo likvidnosti vrednostnih papirjev EU svoje transakcije uporabila za povečanje obstoječih linij financiranja, pri čemer je bilo s povečanjem obstoječih izdaj mobiliziranih približno 75 % obsega financiranja. Uvedene so bile nove linije financiranja, da bi trgu zagotovili nove referenčne linije, kjer je bilo to potrebno na krivulji in
		ii. Hitrost dodatnih izdaj na podlagi novih obveznic[20]	Približno tri mesece.	

[19] Dodatne informacije o zelenih obveznicah NextGenerationEU: Preglednica zelenih obveznic v okviru instrumenta NextGenerationEU.

Sredstva		Kazalnik	Vrednost v prvi polovici leta 2025 (če ni navedeno drugače)	Komentar o izvrševanju v drugi polovici leta 2024
		iii. Povprečna velikost neporavnanih obveznic[21]	Približno 16 milijard EUR.	na podlagi priporočil primarnih trgovcev EU. V prvi polovici leta 2025 so bile izdane nove triletne, 10-letne in 20-letne obveznice. Zato se je povprečni neporavnani znesek na obveznico do konca junija 2025 povečal na približno 16 milijard EUR, kar je zagotovilo dosledno likvidnost obveznic.
		iv. Promet glede na obseg izdaje	Približno 174 % v prvi polovici leta 2025 v primerjavi s 155 % v drugi polovici leta 2024.	
		v. Absolutni promet	1 154 milijard EUR v prvi polovici leta 2025 v primerjavi z 894 milijardami EUR v drugi polovici leta 2024.	
	(d) Upravljanje profila zapadlosti izdaj obveznic EU ob ustreznem upoštevanju: • začasnega dodatnega manevrskega prostora (za najemanje posojil, povezano z NextGenerationEU) in stalnega manevrskega prostora (za makrofinančno pomoč+) v okviru proračuna EU, • prihodnjega odplačila izplačil v danem letu, • stabilnih prihodnjih potreb po obnavljanju, • potrebe po zaščiti bonitetne ocene EU, da se dolgoročno zagotovijo nizki stroški najemanja posojil in veliko povpraševanje osnovne baze vlagateljev.	*i. Povprečna zapadlost izdaje*	Približno 12 let.	V prvi polovici leta 2025 je bila povprečna zapadlost izdaj obveznic 12 let. To odraža potrebo, da se profil odplačil porazdeli skozi čas, obenem pa se vlagatelje pritegne k transakcijam na primarnem trgu EU. Povprečna zapadlost je ostala krajša od najdaljše povprečne zapadlosti, ki znaša 17 let in je določena v letnem sklepu o najemanju posojil za leto 2025. Tehtani povprečni čas do zapadlosti neporavnanega dolga se je nekoliko skrajšal (na približno 11 let, potem ko se je skrajšal pod mejo 11,5 leta), kar je bilo posledica profila izdaj in zmanjševanja obstoječega dolga. Tudi refinanciranje je ostalo stabilno, kar odraža pretekle izdaje in profil odplačila.
		ii. Povprečni čas do zapadlosti neporavnanega dolga	Približno 11 let.	
		iii. Kratkoročno refinanciranje, tj. odstotek neporavnanih obveznic in menic, ki zapadejo v naslednjih 12 mesecih	Manj kot 10 %.	
		iv. Srednjeročno refinanciranje, tj. odstotek neporavnanih obveznic in menic, ki zapadejo v naslednjih petih letih	Manj kot 37 %.	
Izvajanje programa menic EU	Redna izdaja menic EU z zapadlostmi do enega leta na dražbi, da bi privabili dodatne vlagatelje (ali dodatne portfelje obstoječih vlagateljev) in podprli	*i. Neporavnani znesek menic EU*	Približno 30 milijard EUR.	Neporavnani dolg v okviru programa menic EU se je v tem obdobju nekoliko povečal s približno 25 milijard EUR na približno 30 milijard EUR zaradi razvoja programa za zagotavljanje dodatne likvidnosti po potrebi. To je
		ii. Število dražb menic EU	12	

[20] Na podlagi povprečnega števila mesecev med novo izdajo in prvo dodatno izdajo ob upoštevanju novih linij, ki so bile povečane v prvi polovici leta 2025.

[21] Neporavnane obveznice glede na število obveznic ob koncu druge polovice leta 2024 na podlagi obveznic, izdanih v okviru diverzificirane strategije financiranja.

Sredstva		Kazalnik	Vrednost v prvi polovici leta 2025 (če ni navedeno drugače)	Komentar o izvrševanju v drugi polovici leta 2024
	upravljanje likvidnosti.			vključevalo tudi uvedbo nove 12-mesečne linije menic EU.
Upravljanje likvidnosti	Upravljanje združenih likvidnih sredstev glede na plačilne obveznosti, potrebe po izplačilih in stroške denarnih imetij, ob ustreznem upoštevanju prevladujočih razmer na trgu.	i. *Število neuspešnih plačil zaradi pomanjkanja likvidnosti*	Jih ni.	Komisija je izpolnila vse potrebe po izplačilih in v drugi polovici leta 2024 ni bilo nobenih neuspešnih poravnav.
Mreža primarnih trgovcev	Pritegnitev širokega kroga finančnih institucij, ki so se močno zavezale podpori izdaj EU.	i. *Število institucij, ki so v zadnjih šestih mesecih podpisale zaveze za odkup za transakcije*	19 (v primerjavi z 18 v drugi polovici leta 2024).	Komisijo so še naprej podpirali primarni trgovci EU, rotacija pri sindiciranjih pa ji je pomagala, da je kar najbolje izkoristila vse banke, ki so izpolnjevale pogoje za sodelovanje v bančnem konzorciju.
Komuniciranje z različnimi deležniki na trgu in enakovrednimi izdajatelji	Ohranjanje in krepitev zaupanja baze vlagateljev, udeležencev na trgu in enakovrednih izdajateljev, da bi podprli povpraševanje po dolgu EU in izboljšali razumevanje EU glede dinamike trga in potreb vlagateljev.	i. *Odstopanja od vnaprej napovedanih časovnih okvirov za objavo načrtov financiranja*	Jih ni.	Komisija je v skladu s predhodnimi napovedmi redno in predvidljivo komunicirala s trgi. Dodeljena sredstva na dražbah obveznic so se v prvi polovici leta 2025 zmanjšala na približno 4 milijarde EUR zaradi zagotavljanja privlačnih pogojev financiranja. Komisija je redno objavljala statistične podatke o vlagateljih, njena raznolika baza vlagateljev pa se je še naprej povečevala.
		ii. *Odstopanje od obsega, napovedanega v načrtu financiranja*	Približno 4 milijarde EUR ali manj kot 5 % (v primerjavi z manj kot 2 % v drugi polovici leta 2024).	
		iii. *Statistika porazdelitve vlagateljev*	Po vrsti: centralne banke/uradne institucije 17 %, upravitelji skladov 24 %, zakladnice bank 33 %, zavarovalni in pokojninski skladi 17 %, banke 8 %, hedge skladi 2 %. Po državi/regiji: Združeno kraljestvo 22 %, nordijske države 11 %, Francija 10 %, Beneluks 9 %, Italija 9 %, azijsko-pacifiška regija 5 %, Nemčija 8 %, Iberski polotok 12 %, druge države EU 7 %, drugi deli Evrope, ki niso EU 2 %, Severna in Južna Amerika 1 %, Bližnji vzhod in Afrika 2 %.	