ЕВРОПЕЙСКА
КОМИСИЯ

Брюксел, 24.9.2025 г.
COM(2025) 588 final

ДОКЛАД НА КОМИСИЯТА ДО ЕВРОПЕЙСКИЯ ПАРЛАМЕНТ И СЪВЕТА

Шестмесечен доклад относно изпълнението на операциите по получаване на заеми и управление на дълга и на свързани с тях операции по отпускане на заеми съгласно член 13 от Решение за изпълнение C(2023)8010 на Комисията

1 януари 2025 г.—30 юни 2025 г.

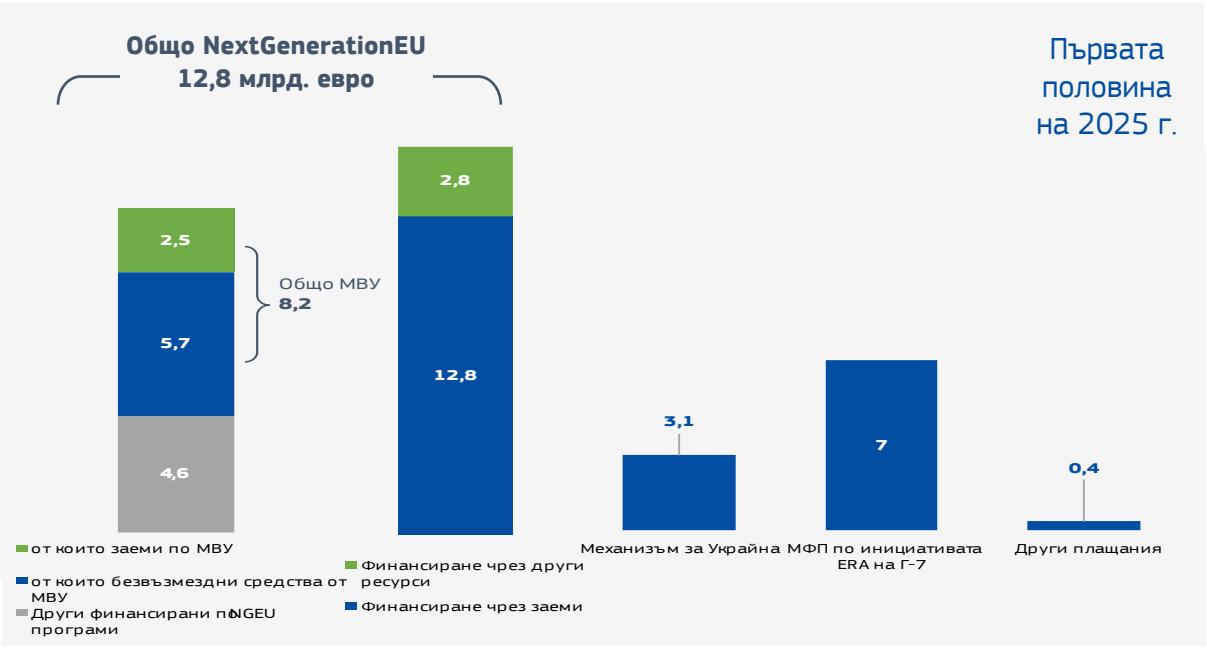
Съдържание

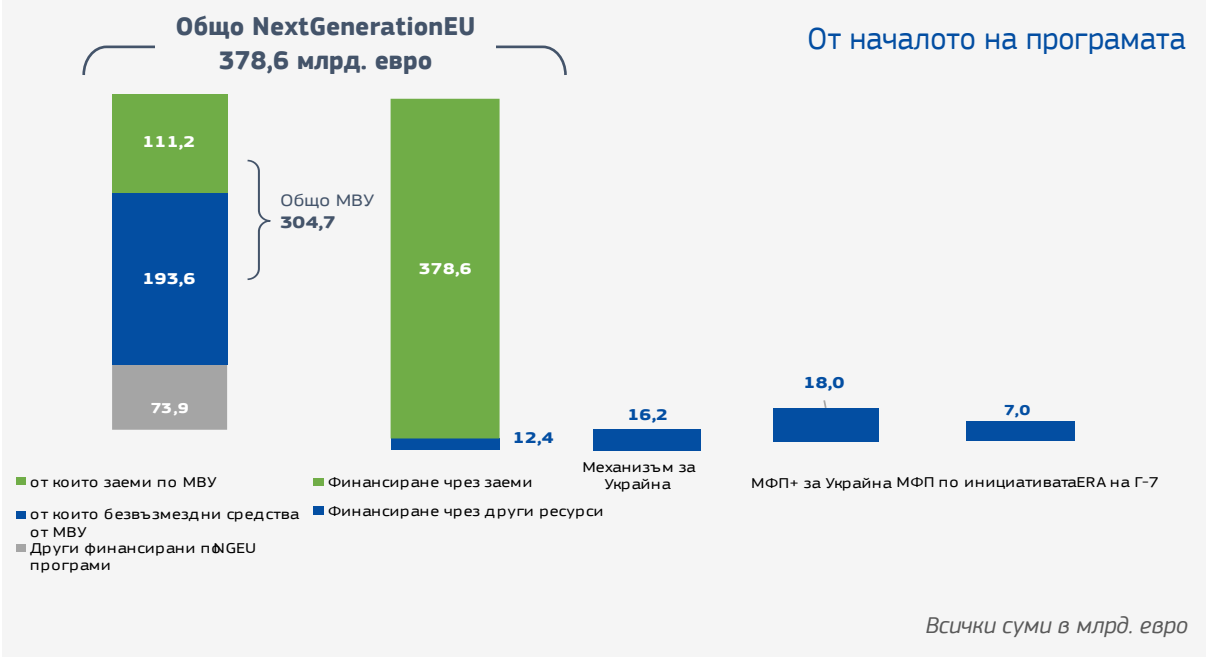
1. Резюме 3
2. Въведение 4
3. Изпълнение на операциите по получаване на заеми през първата половина на 2025 г. 5
4. Разходи за финансиране и разходи за управление на ликвидността 10
5. Стъпки за по-нататъшно развитие на пазара на облигации на ЕС 13
6. Други ключови етапи през първата половина на 2025 г. 14
7. Перспективи за емитирането за втората половина на 2025 г. 14

НАБРАНО ФИНАНСИРАНЕ ПРЕЗ ПЪРВАТА ПОЛОВИНА НА 2025 Г.



ИЗПОЛЗВАНЕ НА ПОСТЪПЛЕНИЯТА





Всички суми в млрд. евро

НЕПОГАСЕНИ ОБЛИГАЦИИ НА ЕС

към 30.6.2025 г.

Общо 661,6 млрд. евро



145,4 млрд. евро „бек-ту-бек“

516,2 млрд. евро общо облигации съгл. единния подход за финансиране

от които 441,1 млрд. евро конвенционални облигации на ЕС

от които 75,1 млрд. евро „зелени“ облигации по линия на NextGenerationEU

КЛЮЧОВИ ФАКТИ за първата половина на 2025 г.

- Шест синдикирани сделки и седем търга за набиране на 85,8 млрд. евро, със среден срок до падежа от около 12 години.
- По-голямата част от средствата бяха използвани за програмата NextGenerationEU (12,8 млрд. евро) и за подкрепа на Украйна (10,1 млрд. евро), като освен това бяха отпуснати средства по Инструмента за реформи и растеж за Западните Балкани (118 млн. евро) и по Инструмента за реформи и растеж за Молдова (270 млн. евро).
- Разходите за финансиране бяха 3,17 % за NextGenerationEU (в сравнение с 2,99 % през втората половина на 2024 г., 2,72 % за механизма за Украйна, 2,53 % за заема за макрофинансова помощ (МФП) в рамките на инициативата на Г-7 за заеми за ускоряване на извънредните приходи за Украйна (наричана по-нататък „инициативата ERA на Г-7“), 2,77 % за Инструмента за реформи и растеж за Западните Балкани и 2,89 % за Инструмента за реформи и растеж за Молдова.

1. Резюме

През първата половина на 2025 г. ЕС привлече 85,8 млрд. евро под формата на дългосрочно финансиране чрез шест синдикирани сделки и седем търга. 6,9 млрд. евро от тази сума бяха набрани чрез „зелени“ облигации по линия на NextGenerationEU. В края на юни 2025 г. непогасените облигации на ЕС бяха в размер на 661,6 млрд. евро (със среден остатъчен срок до падежа от около 12 години), от които 75,1 млрд. евро бяха под формата на „зелени“ облигации по линия на NextGenerationEU. В края на юни 2025 г. непогасените съкровищни бонове на ЕС възлизаха на 33,3 млрд. евро.

През първата половина на 2025 г. бяха набрани 85,8 млрд. евро, които са част от общо планираните от Комисията емисии на облигации за 2025 г. в размер на около 160 млрд. евро, като за втората половина на 2025 г. е обявена емисия в размер на 70 млрд. евро. Това би представлявало най-голямата годишна емисия на ЕС до момента, следвайки стабилното увеличение през предходните години (от 120 млрд. евро през 2023 г. до 140 млрд. евро през 2024 г.).

Постъпленията от тези емисии позволиха на Комисията да продължи да посреща навреме нуждите от отпускане на средства, свързани с различните програми, финансирани чрез заеми. От тези програми NextGenerationEU е най-голямата, като от нея вече са изплатени 378,6 млрд. евро от средствата, набрани чрез заеми от ЕС. Въпреки това през 2025 г. и 2026 г. все още трябва да бъде изплатена значителна подкрепа по Механизма за възстановяване и устойчивост (МВУ)[1].

Конкретно през първата половина на 2025 г. 12,8 млрд. евро от постъпленията от емисиите бяха изплатени за изпълнение на инвестициите и реформите по NextGenerationEU. Украйна получи общо 10,1 млрд. евро по механизма за Украйна и програмата за МФП в контекста на инициативата на Г-7 за отпускане на заеми за ускоряване на извънредните приходи за Украйна. Допълнителни 270 млн. евро от постъпленията бяха използвани за финансиране на заем по Инструмента за реформи и растеж за Молдова, а 118 млн. евро — за отпускане на заеми на Северна Македония, Албания, Черна гора и Сърбия по Инструмента за реформи и растеж за Западните Балкани.

През първата половина на 2025 г. се наблюдава увеличение на ликвидните наличности, тъй като плащанията по NextGenerationEU са под прогнозираните въз основа на данни на държавите членки. За разлика от предходните отчетни периоди, когато паричните салда генерираха приходи, през настоящия шестмесечен период те доведоха до ориентировъчни разходи от около 195 млн. евро поради дългосрочния характер на финансирането. Комисията активно управлява тези временни парични салда, за да сведе до минимум разходите за тяхното държане. Натрупването на парични салда е временно и се дължи на емисии, извършвани по редовен и предвидим график с цел гарантиране на най-добрите пазарни условия, докато плащанията следват спецификите на изпълнението на всяка подкрепена програма, и по-специално на МВУ. С наближаването на крайната дата за плащанията по NextGenerationEU през 2026 г. входящите и изходящите потоци от финансиране ще се изравнят.

[1] В своето съобщение от 4 юни 2025 г., озаглавено „NextGenerationEU — Пътят към 2026 г.“ (COM(2025)310 final), Комисията описва напредъка, постигнат при изпълнението на националните планове за възстановяване и устойчивост, и призовава държавите членки да ускорят изпълнението, тъй като към момента на съобщението все още трябваше да бъдат изплатени близо 335 млрд. евро по МВУ. Тази сума ще бъде финансирана основно чрез заеми, но и частично чрез други ресурси (а именно чрез системата за търговия с емисии (СТЕ) и резерва за приспособяване във връзка с последиците от Брексит (РППБ). През юни, след приемането на съобщението, бяха изплатени допълнителни 700 млн. евро по линия на МВУ.

През първата половина на 2025 г. емисиите на ЕС продължиха да се ползват от засилено търсене от страна на инвеститорите, докато доходността на облигациите на ЕС се сви спрямо повечето европейски държавни облигации. 10-годишният лихвен спред между облигациите на ЕС и кошница от 50/50 германски и френски държавни облигации намаля от 13 базисни пункта в началото на 2025 г. до 5 базисни пункта към края на юни 2025 г. Въпреки това, под влияние на пазарните условия, засягащи всички емитенти, разходите за финансиране на ЕС[2] се увеличиха през този период до 3,17 % в сравнение с 2,99 % за предходния период на финансиране.

Като част от непрекъснатите си усилия за консолидиране и подобряване на програмата си за емитиране на облигации и съкровищни бонове на ЕС, през април 2025 г. Комисията въведе търгове за трикомпонентни облигации (търгове за три различни срока до падежа), което ѝ позволи да увеличи сумите, набрани на всеки търг. Тази стъпка ще бъде допълнена с въвеждането на неконкурентни тръжни разпределения през есента на 2025 г., което следва да засили търсенето на облигации, продавани чрез търг. През януари 2025 г. Комисията въведе и търгове за трикомпонентни съкровищни бонове, като пусна нови 12-месечни линии съкровищни бонове на ЕС в допълнение към тези с 3-месечните и 6-месечните срокове до падежа. Независимо от Комисията, участниците на пазара продължиха своите инициативи. След пускането на обвързан с индекс фючърс през декември 2024 г., през първата половина на 2025 г. беше обявено, че от септември 2025 г. ще бъде пуснат фючърсен договор за облигации на ЕС с физическо изпълнение.

В края на май 2025 г. Съветът прие новия инструмент „Мерки за сигурността на Европа“ (SAFE). Той дава възможност на ЕС да набере до 150 млрд. евро чрез капиталовите пазари до края на 2030 г., за да финансира заеми за държавите членки, които могат да бъдат използвани за ускоряване на придобиването на отбранителни способности. Това ново правомощие, заедно със значителните нужди от рефинансиране на вече емитирани, но непогасени облигации, предполага стабилно присъствие на ЕС на пазара и след 2027 г. От стартирането на NextGenerationEU през юни 2021 г. Комисията получи правомощия за финансиране на други политики на обща стойност 240 млрд. евро, като сроковете за емитиране на нови дългови инструменти са удължени до 2030 г. Всички нужди от финансиране се обединяват и финансират чрез емитиране на облигации на ЕС и съкровищни бонове на ЕС в рамките на една-единствена програма за финансиране, като по този начин се подкрепя присъствието на ЕС на пазара като емитент.

2. Въведение

Повече от 40 години Комисията получава заеми от името на ЕС. През последните пет години се наблюдава значително увеличение на емитираните от ЕС облигации, тъй като се разчита на капиталовите пазари за финансиране на големи програми като SURE[3], NextGenerationEU и финансовата помощ за Украйна (МФП+, механизма за Украйна и заема за МФП като част от инициативата ERA на Г-7). Към 30 юни 2025 г. общият непогасен дълг на ЕС е 694,9 млрд. евро, от които 33,3 млрд. евро са под формата на съкровищни бонове на ЕС.

В настоящия шестмесечен доклад[4] се прави преглед на изпълнението на операциите по получаване на заеми в периода от 1 януари 2025 г. до 30 юни 2025 г. В доклада е представена

[2] Съгласно методиката за разпределение на разходите, определена в Решение за изпълнение (ЕС) 2024/1974 на Комисията.

[3] Европейски инструмент за временна подкрепа с цел смекчаване на рисковете от безработица при извънредни обстоятелства (SURE).

[4] Изготвен в съответствие с член 13 от Решение за изпълнение C(2023)8010 на Комисията, с което се установяват договореностите за прилагане на единния подход за финансиране на операциите по получаване на заеми и управление на дълга.

и прогноза за емитирането на облигации на ЕС през втората половина на 2025 г. В него не се прави оценка на начина, по който се използват постъпленията от емисии на облигации на ЕС, включително за екологосъобразни разходи, тъй като този въпрос е обхванат в отделни доклади съгласно регламентите за всеки инструмент[5].

В съответствие с препоръката на Европейската сметна палата през юни 2023 г.[6], в приложението към настоящия доклад са представени показатели, които могат да се използват за наблюдение на изпълнението на цялостната стратегия за управление на дълга, която е в основата на[7] единния подход на Комисията за финансиране[8].

3. Изпълнение на операциите по получаване на заеми през първата половина на 2025 г.

През първата половина на 2025 г. Комисията продължи да набира средства на пазарите чрез своя единен подход за финансиране. В допълнение към своевременното изпълнение на всички ангажименти за отпускане на средства размерът на емитираните облигации и сроковете до падежа им останаха в рамките на предварително зададените параметри, а условията за финансиране бяха в съответствие с тези на емитент с големината и рейтинга на ЕС. В разделите по-долу са представени някои от основните компоненти на операциите на Комисията по получаване и отпускане на заеми през първата половина на 2025 г. Допълнителни показатели, използвани за наблюдение на изпълнението на стратегията на Комисията за финансиране, са разгледани в приложението към настоящия доклад.

ИЗПЪЛНЕНИЕ НА ОПЕРАЦИИТЕ ПО ФИНАНСИРАНЕ ПРЕЗ ПЪРВАТА ПОЛОВИНА НА 2025 Г.

Комисията набра общо 85,8 млрд. евро под формата на облигации на ЕС[9] със среден срок до падежа от около 12 години (което е сходно със средния срок до падежа на финансирането,

[5] Вж. например годишните доклади за Механизма за възстановяване и устойчивост и за макрофинансовата помощ, както и доклада за разпределението на постъпленията от европейските „зелени“ облигации по линия на NextGenerationEU и за въздействието от тях.

[6] Специален доклад 16/2023: Управление от страна на Комисията на дълга по NGEU и Отговори на Комисията

[7] В шестмесечния доклад за изпълнението на операциите на ЕС по получаване и отпускане на заеми от 1 януари 2023 г. до 30 юни 2023 г. се съдържа описание на цялостната стратегия за управление на дълга, вж. четвъртия шестмесечен доклад за изпълнението на операциите на ЕС по получаване и отпускане на заеми.

[8] За всички програми, предшестващи NextGenerationEU, Комисията използва подход на финансиране „бек-ту-бек“, като емитира облигации и превежда постъпленията директно на държавите бенефициери при същите условия (т.е. лихвен процент и падеж), при които ги е получила. Когато Комисията създаде NextGenerationEU през 2021 г., тя установи диверсифицирана стратегия за финансиране от типа на тази, прилагана от най-големите емитенти на държавни дългови инструменти в еврозоната, като използва различни инструменти за финансиране (облигации на ЕС и съкровищни бонове на ЕС) и техники за финансиране (синдикирани сделки и търгове), за да покрие дългосрочните и краткосрочните нужди от финансиране. През декември 2022 г. Парламентът и Съветът измениха член 220а от Финансовия регламент, за да се даде възможност на Комисията да разшири диверсифицираната стратегия за финансиране, така че да обхваща и други програми на ЕС за получаване на заеми, като създаде единен подход за финансиране за всички програми на ЕС за получаване и отпускане на заеми, съгласно който ЕС емитира „облигации на ЕС“ с единно наименование, а не отделно деноминирани облигации за отделните програми като NextGenerationEU, SURE и МФП.

[9] В съответствие с предходните шестмесечия разликата спрямо целта на плана за финансиране (90 млрд. евро през първата половина на 2025 г.) отразява по-малкото разпределение от страна на Комисията в окончателно набраните чрез търгове за облигации суми с цел осигуряване на най-благоприятни условия за финансиране при тези сделки с оглед на преобладаващите оферти.

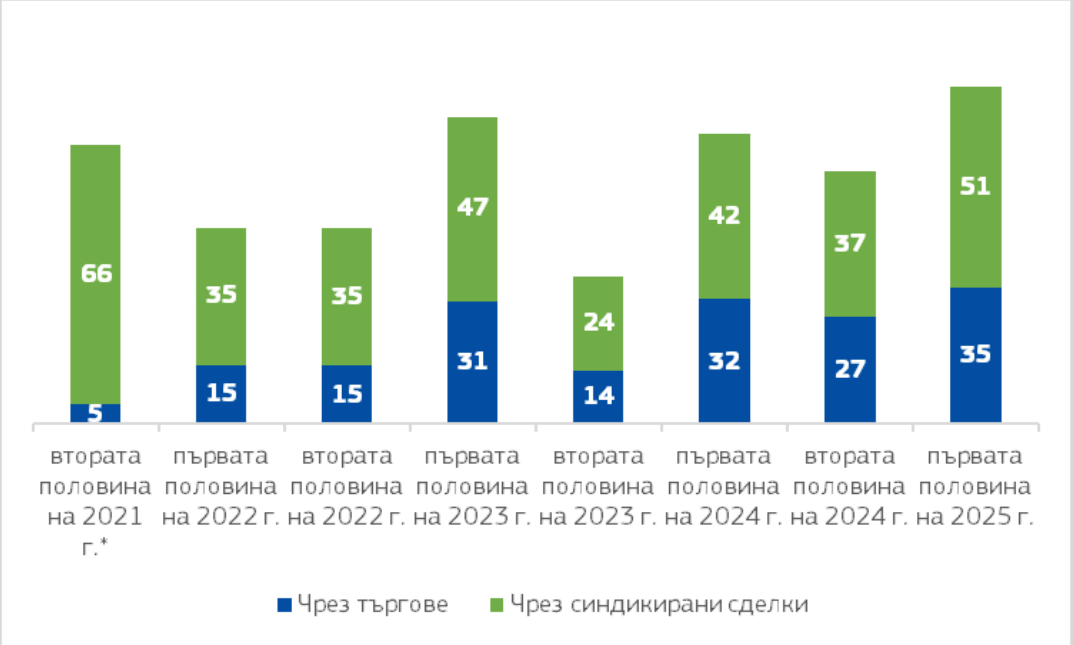
набрано през втората половина на 2024 г.). През първата половина на 2025 г. емитираните „зелени“ облигации по линия на NextGenerationEU бяха в размер на 6,9 млрд. евро.

В съответствие с обявената цел Комисията използва комбинация от шест синдикирани сделки (59 % от набраните средства) и седем търга (41 % от набраните средства). През март 2025 г. Комисията въведе използването на търгове за трикомпонентни облигации (преди това се използваха търгове за двукомпонентни облигации), за да се позволи леко увеличение на обемите на всеки търг. През шестмесечния период облигациите на ЕС бяха емитирани на редовни интервали, като се отчитаха условията на пазарна ликвидност и същевременно се осигуряваше редовно присъствие на пазара.

Със сделките през първата половина на 2025 г. общият размер на непогасените облигации на ЕС към 30 юни 2025 г. достигна 661,6 млрд. евро, от които 516,2 млрд. евро бяха емитирани по линия на единния подход на ЕС за финансиране. Общата стойност на непогасените „зелени“ облигации по линия на NextGenerationEU беше 75,1млрд. евро.

През януари 2025 г. Комисията въведе и търгове за трикомпонентни съкровищни бонове, като пусна нови 12-месечни линии съкровищни бонове на ЕС в допълнение към тези с 3-месечните и 6-месечните срокове до падежа. В края на юни 2025 г. ЕС имаше непогасени кредити в размер на 33,3 млрд. евро под формата на съкровищни бонове на ЕС.

Графика 1. Финансиране, набрано съгласно единния подход за финансиране



* Първите две сделки по линия на NextGenerationEU бяха осъществени през юни 2021 г. Те бяха включени в броя за втората половина на 2021 г., тъй като бяха част от същия план за финансиране като сделките, осъществени през втората половина на 2021 г.

Всички суми в млрд. евро

ПЛАЩАНИЯ

Благодарение на тези сделки Комисията продължи да финансира националните планове за възстановяване и устойчивост на държавите членки чрез бързо изплащане на постъпленията (средно в рамките на девет работни дни).

Като цяло през първата половина на 2025 г. Комисията изплати общо около 23,3 млрд. евро за всички политики заедно. 12,8 млрд. евро бяха изплатени за финансиране на NextGenerationEU. 8,2 млрд. евро от тази сума бяха използвани за финансиране на националните планове за

възстановяване и устойчивост на държавите членки в рамките на МВУ. Тази сума може да бъде разделена на 5,7 млрд. евро под формата на безвъзмездни средства за 11 държави членки и 2,5 млрд. евро под формата на заеми за 3 държави членки. Останалите 4,6 млрд. евро бяха използвани за финансиране на управлявани от ЕС програми, които се подпомагат от NextGenerationEU[10].

Като цяло от лятото на 2021 г. насам Комисията е изплатила 391 млрд. евро в подкрепа на NextGenerationEU. Тази сума включва 205,9 млрд. евро под формата на безвъзмездни средства, 111,2 млрд. евро под формата на заеми за държавите членки в рамките на МВУ и 73,9 млрд. евро за управляваните от ЕС програми по линия на NextGenerationEU. От общо 391 млрд. евро в подкрепа на NextGenerationEU 378,6 млрд. евро са финансирани чрез емитиране на дълг.[11]

Допълнително към плащанията по NextGenerationEU, през първата половина на 2025 г. Комисията изплати 10,1 млрд. евро на Украйна, от които 3,1 млрд. евро в рамките на механизма за Украйна и 7 млрд. евро по програмата за МФП за Украйна като част от инициативата ERA на Г-7.

През първата половина на 2025 г. с емитирането на облигации на ЕС бяха финансирани също така заеми в размер на 118 млн. евро за Северна Македония, Албания, Черна гора и Сърбия по Инструмента за реформи и растеж за Западните Балкани и заеми в размер на 270 млн. евро по Инструмента за реформи и растеж за Молдова.

ТЪРСЕНЕ ОТ СТРАНА НА ИНВЕСТИТОРИТЕ И ЛИКВИДНОСТ НА ВТОРИЧНИЯ ПАЗАР

Емисиите на облигации на ЕС продължиха да бъдат обект на търсене от страна на добре балансирана и диверсифицирана инвеститорска база в глобален мащаб.

[10] Сред тях са платформата за стратегически технологии за Европа (STEP), „Хоризонт Европа“, фондът InvestEU, ReactEU, Механизмът за гражданска защита на ЕС (RescEU), Европейският земеделски фонд за развитие на селските райони (ЕЗФРСР) и Фондът за справедлив преход.

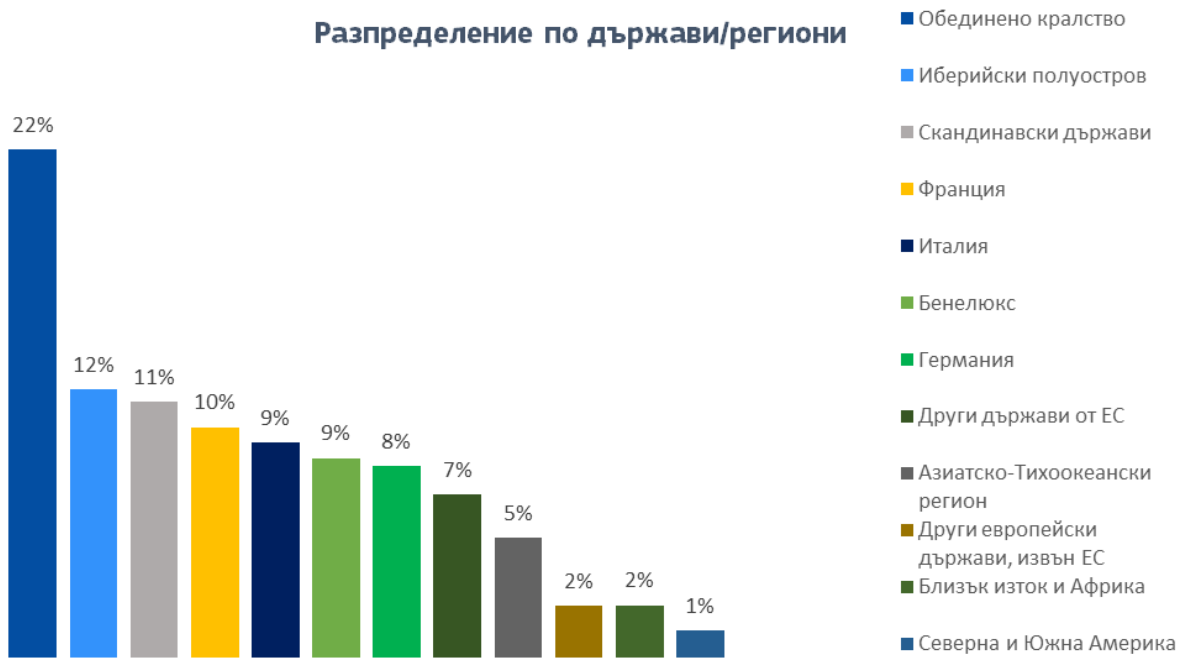
[11] Още 12,4 млрд. евро от разходите по линия на NextGenerationEU бяха финансирани от други източници (т.е. от СТЕ и от РППБ).

Графика 2. Инвеститори в синдикирани сделки през първата половина на 2025 г. по вид инвеститор



През първата половина на 2025 г. над 40 % от облигациите на ЕС, емитирани чрез синдикирани сделки, са закупени от инвеститори с обичайно по-дългосрочни инвестиционни хоризонти (т.е. лица, управляващи фондове, застрахователни дружества и пенсионни фондове). Централните банки/официалните институции, които обикновено предпочитат да инвестират в облигации със срок до падежа до 10 години, са формирали около 17 % от емисиите на облигации на ЕС чрез синдикирани сделки, докато банковите трезори са били най-големият източник на търсене, съставлявайки 33 % от записванията в дневниците на нарежданията при синдикирани сделки.

Графика 3. Инвеститори в синдикирани сделки през първата половина на 2025 г. по държави/региони



Емитираните чрез синдикирани сделки облигации на ЕС са привлекли над 1900 различни инвеститори от над 70 различни държави от началото на NextGenerationEU през 2021 г. През първата половина на 2025 г. над 66 % от инвестициите в синдикирани сделки за облигации на ЕС са от инвеститори, намиращи се в ЕС, а над 22 % са от международни инвеститори, работещи от Обединеното кралство. Останалата част е от международни инвеститори от Азия или други европейски държави извън ЕС като Норвегия и Швейцария.

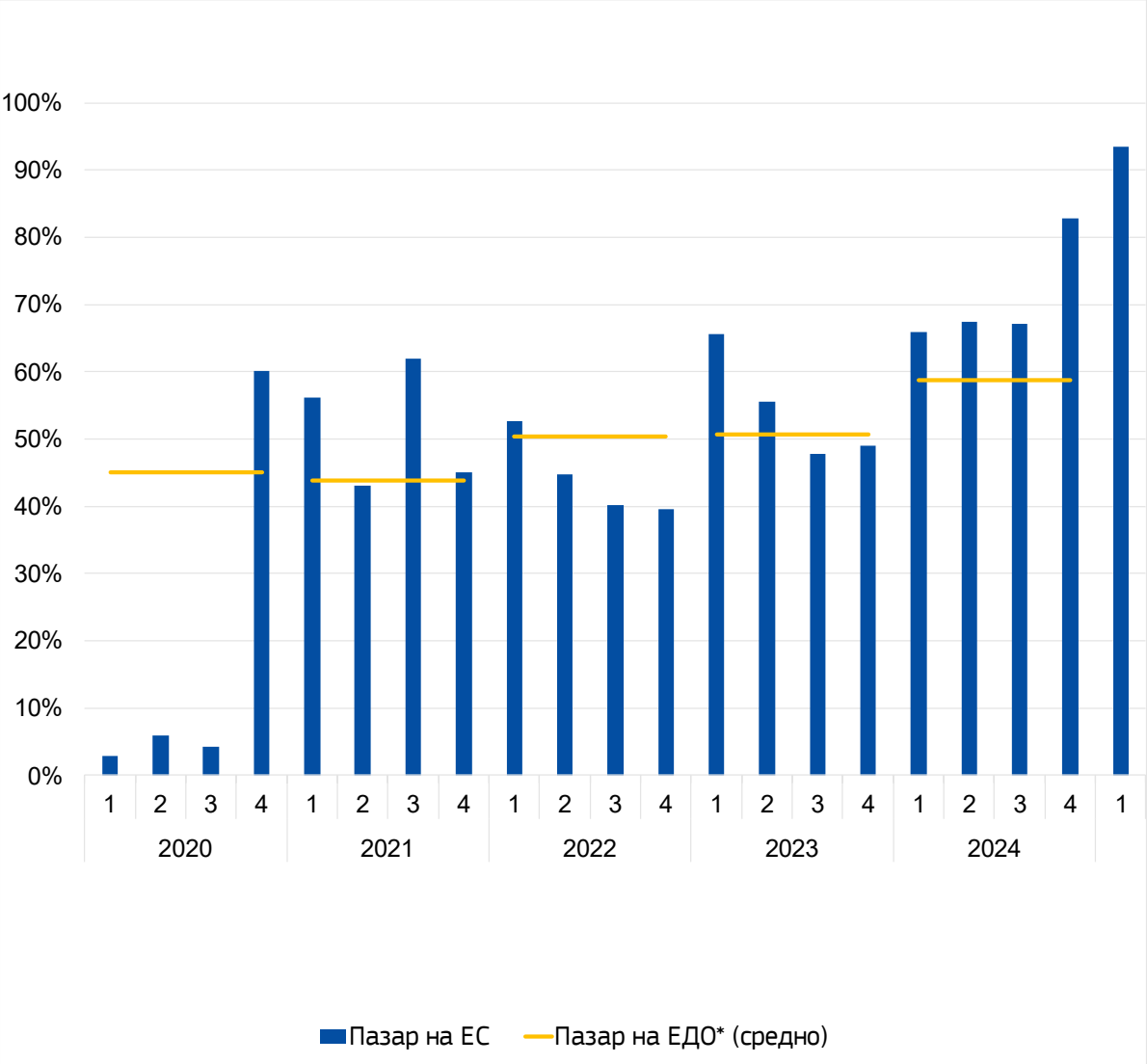
Въпреки нестабилната пазарна среда, породена от несигурността в глобалната търговска политика, премията при нови емисии (ПНЕ)[12], , която се изисква от инвеститорите като отстъпка, когато ЕС емитира облигации чрез синдикирани сделки, остана ниска през първата половина на 2025 г. със средна стойност от около 1,6 базисни пункта. Това е в съответствие със средната премия при нови емисии от 1,65 базисни пункта през 2024 г. и с премиите на други емитенти при сравними сделки (измерени по размер и срок до падежа).

В същото време ликвидността на вторичния пазар на облигациите на ЕС остана силна, като за нея продължиха да способстват действащите от ноември 2023 г. насам условия за котиране. Съгласно тези условия първичните дилъри от ЕС се насърчават да публикуват надеждни цени на облигациите на ЕС на водещите електронни платформи за търговия с облигации. След въвеждането на тези условия за котиране средните дневни обеми на търговията с облигации на ЕС на основната електронна платформа за търговия са около 767 млн. евро, като най-високите дневни стойности надхвърлят 2 млрд. евро. През първата половина на 2025 г. тази средна стойност беше малко по-ниска, като средният дневен оборот възлизаше на 643 млн. евро, което отразява по-нестабилната инвестиционна обстановка.

Комисията също така подкрепи ликвидността на кривата на облигациите на ЕС, като използва продължаващите линии, като същевременно създаде нови, за да отговори на нуждите на програмите и търсенето от страна на инвеститорите. В резултат на това в края на първата половина на 2025 г. средният непогасен размер на една облигация на ЕС беше около 16 млрд. евро, което представлява увеличение спрямо равнището от 14,8 млрд. евро в края на 2024 г. През първата половина на 2025 г. бяха пуснати също така тригодишни, десетгодишни и седемгодишни линии.

[12] ПНЕ представлява премия, която се плаща от емитента с цел да убеди инвеститорите да купуват неговите облигации на първичния пазар, вместо на вторичния пазар.

Графика 4. Обороти по тримесечие на вторичния пазар на облигации на ЕС и европейски държавни облигации (% от непогасения обем)



Източник: Европейска комисия, въз основа на данни на подкомитета „Пазари на ЕС за държавни дългови инструменти“ (ESDM) към Икономическия и финансов комитет.
Забележка: В тази графика пазарът на европейски държавни облигации (ЕДО) включва облигациите, емитирани от държавите от еврозоната, Европейския фонд за финансова стабилност и Европейския механизъм за стабилност. За първото и второто тримесечие на 2025 г. все още няма налични данни.

4. Разходи за финансиране и разходи за управление на ликвидността

РАЗХОДИ ЗА ФИНАНСИРАНЕ

Методиката за разпределяне на разходите по линия на диверсифицираната стратегия за финансиране дава възможност на Комисията да обвърже разходите за финансиране, начислявани на бенефициерите (бенефициерите по бюджета на ЕС или по заеми), с условията,

получени на пазара към момента на финансиране на плащанията[13]. Освен това чрез тази методика разходите по заеми могат да бъдат разпределяни в зависимост от програмата. Това отразява по-големия брой програми по политиките, финансирани чрез диверсифицираната стратегия за финансиране по линия на единния подход за финансиране.

В съответствие с тази методика разходите за финансиране на плащанията за NextGenerationEU във времевото разделение януари—юни 2025 г. („BP8“ в таблицата по-долу) се оценяват на 3,17 % в сравнение с 2,99 % за предходното шестмесечно времево разделение. Към края на юни 2025 г. разходите за финансиране на плащанията по линия на механизма за Украйна, програмата за МФП за Египет и Инструмента за реформи и растеж за Западните Балкани са между 2,70 % и 2,80 %. Разходите за финансиране на заема за МФП за Украйна като част от инициативата ERA на Г-7 възлизат на 2,53 %.

Разликите в разходите за финансиране между отделните програмни разделения отразяват характеристиките на програмата, като например разликите в средния срок до падежа на инструментите за получаване на заеми[14].

Графика 5. Разходи за финансиране

NextGenerationEU	BP1	BP2	BP3	BP4	BP5	BP6	BP7	TC8
	0,15 %	1,38 %	2,61 %	3,22 %	3,53 %	3,19 %	2,99 %	3,17 %

Механизъм за Украйна	МФП+	МФП+ за Украйна (инициативата ERA на Г-7)
2,72 %	3,16 %	2,53 %

МФП за Египет	Западни Балкани (P1)	Инструмент за реформи и растеж за Молдова

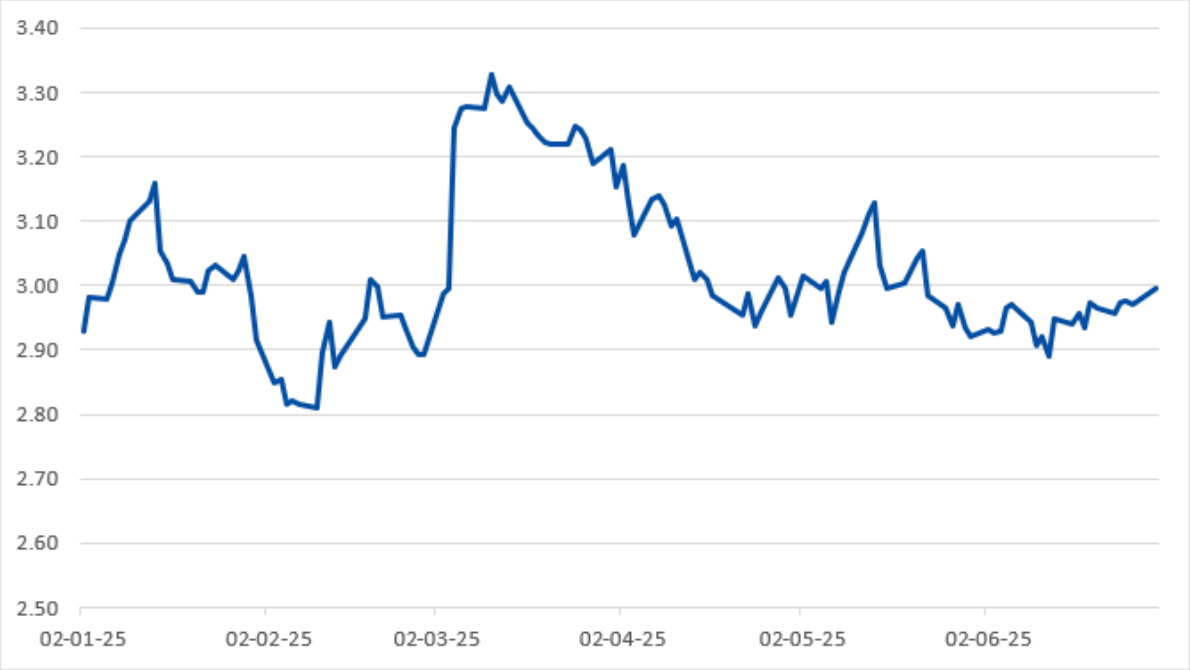
[13] По отношение на NextGenerationEU разходите за лихви се разпределят към бюджета на ЕС и към държавите членки, получаващи заеми в съответствие с методиката, определена в Решение за изпълнение (ЕС) 2021/1095 на Комисията и неговите приемници — Решение за изпълнение (ЕС) 2022/9701 на Комисията и Решение за изпълнение (ЕС) 2024/1974 на Комисията. В съответствие с тази методика се прави разграничение между три различни категории разходи: i) разходи за финансиране на изплащането на безвъзмездна подкрепа и заеми, изчислени за шестмесечни времеви разделения; ii) разходи за поддържане и управление на ликвидността; и iii) административни разходи. Разделянето по програми е възможно от влизането в сила на Решение за изпълнение (ЕС, Евратом) 2024/1974 на Комисията през втората половина на 2024 г. За да се избегне всякакво обратно действие, програмите, които са били финансирани и по които са били извършени плащания преди прилагането на тази методика (като заемите по линия на МФП+ за Украйна и извънредното мостово финансиране по линия на механизма за Украйна), остават обединени с операциите по получаване и отпускане на заеми за NextGenerationEU по линия на единния подход за финансиране.

[14] Например средният срок до падежа на финансирането по линия на NextGenerationEU понастоящем е по-дълъг в сравнение с други програми поради структурата на специалния временен таван за собствените ресурси, който обхваща профила на погасяванията за NextGenerationEU. За да се даде възможност за плавно разпределение във времето на бюджетните активи, които ще бъдат използвани за изплащане на безвъзмездните средства по линия на NextGenerationEU, облигациите, емитирани за финансиране на тези средства, обикновено имат по-дълъг срок до падежа.

2,70 %	2,77 %	2,89 %

Промените в разходите за финансиране отразяват и преобладаващите пазарни условия, които оказват влияние върху разходите по заеми за емисиите на ЕС. През първите шест месеца на 2025 г. лихвените проценти отчетоха значителна променливост в резултат на икономическата и финансовата несигурност, засягаща всички емитенти. В резултат на това лихвеният процент по 10-годишните облигации на ЕС вариераше между 2,8 % и 3,3 % през полугодието, като го завърши на равнище от 2,95 % в сравнение с 2,93 % в началото на януари 2025 г. В същото време спредовете на доходност между емитенти от ЕС и повечето ЕДО леко се свиха, като разликата в 10-годишния кредитен спред между облигациите на ЕС и кошницата от 50/50 германски/френски държавни облигации намаля от около 13 базисни пункта в началото на годината до 5 базисни пункта през юни 2025 г.

Графика 6. Доходност на 10-годишните облигации на ЕС



РАЗХОДИ ЗА УПРАВЛЕНИЕ НА ЛИКВИДНОСТТА

През първата половина на 2025 г. средното равнище на ликвидните наличности е 71,1 млрд. евро в сравнение с 50,7 млрд. евро през втората половина на 2024 г. Това се дължи главно на забавяния в плащанията по NextGenerationEU спрямо прогнозите. По-конкретно изходящите плащания в размер на близо 45 млрд. евро, предвидени за края на първата половина на 2025 г., бяха отложени за по-късно през лятото. При други програми също бяха отбелязани леки забавяния в сравнение с прогнозите.

Значителното увеличение на ликвидните наличности се обяснява с необходимостта да се поддържат високи общи заеми, като се има предвид големият размер на средствата, които все още предстои да бъдат изплатени по програмата NextGenerationEU от сега до края на 2026 г.[15]. Предвид значителните суми финансиране, необходими през последната година от изпълнението на NextGenerationEU, е от съществено значение Комисията да продължи да

[15] Вж. COM(2025) 310 final.

извършва операциите си по получаване на заеми по редовен и предвидим график, за да се гарантират най-добрите пазарни условия и да се осигури предвидимост за инвеститорите.

Докато през предходните години тези парични салда генерираха печалба, промяната в лихвената среда доведе до това, че те започнаха да генерират нетни разходи. Бързите промени в лихвените проценти по паричната политика и изкривяването на кривите на доходността на пазара увеличиха разходите за тези ликвидни наличности.

С цел да се увеличи максимално възвръщаемостта от инвестирането на тези парични салда в краткосрочен план, Комисията проведе широкомащабни операции по управление на ликвидността, като използва срочни депозити и сделки за обратно изкупуване (репо сделки), като средно около 50—60 % от паричните салда бяха инвестирани през първите шест месеца на 2025 г. Тези краткосрочни инвестиции спомогнаха за намаляване на отрицателния пренос, свързан с инвестираните парични салда, с до 20–25 базисни пункта. Като цяло, нетните ориентировъчни разходи за управление на ликвидността за първата половина на 2025 г. се оценяват на около 195 млн. евро[16], в сравнение с приход от ликвидните наличности в размер на 140 млн. евро през 2024 г.

5. Стъпки за по-нататъшно развитие на пазара на облигации на ЕС

С въвеждането на условия за котиране в края на 2023 г. и стартирането на механизъм за репо сделки през октомври 2024 г. се подобриха устойчивостта, дълбочината и ликвидността на пазара на облигации на ЕС. През първата половина на 2025 г. Комисията продължи да инвестира в задълбочаването на пазара на облигации на ЕС. След укрепването на програмата за съкровищни бонове на ЕС с добавянето на 12-месечна линия през януари 2025 г. (в допълнение към съществуващите 3- и 6-месечни срокове до падежа) и на новия формат на търгове за трикомпонентни облигации на ЕС, въведен през март 2025 г., работата беше насочена към въвеждането на неконкурентни тръжни разпределения.

Въвеждането на неконкурентни тръжни разпределения ще даде възможност на Комисията да предложи на своите първични дилъри допълнително количество облигации за продажба (20 % от първоначално разпределения обем) на следващия ден след търга. Тази нова опция се използва в много програми за тръжна продажба на държавни облигации с цел съответните първични дилъри да бъдат стимулирани да участват в търговете и да се привлече по-голям интерес от страна на инвеститорите. В момента се извършва подготвителна работа със заинтересованите страни с цел стартиране на неконкурентните оферти от есента на 2025 г.

В същото време продължиха независимите инициативи от страна на заинтересованите страни на пазара. След пускането на фючърсния договор, основан на индекса ICE, през декември 2024 г., EUREX обяви пускането през септември 2025 г. на фючърсни договори за облигации на ЕС с физическо изпълнение. Един добре функциониращ фючърсен пазар може да помогне на участниците да определят цената на облигациите на ЕС и да хеджират отворени позиции. Следователно това е още една потенциално ценна подкрепа за функционирането на пазара на облигации на ЕС и за тяхната роля като ликвидни безопасни активи. Въпреки че Комисията няма пряка роля или отговорност за функционирането на фючърсните договори, тя приветства тези независими инициативи като признание за значението, което бързо развиващият се пазар на облигации на ЕС има за инвеститорите.

[16] Част от краткосрочните инвестиционни операции са със срок до падежа през втората половина на 2025 г. В съответствие със стандартите сумата от около 195 млн. евро е представена без да се взема предвид възнаграждението, което би било спечелено от тези наличности. На базата на принципа на начисляването нетните разходи за управление на ликвидността за първата половина на 2025 г. биха се намалили до около 160 млн. евро.

6. Други ключови етапи през първата половина на 2025 г.

ИНСТРУМЕНТ „МЕРКИ ЗА СИГУРНОСТТА НА ЕВРОПА“ (SAFE): НОВ ФИНАНСОВ ИНСТРУМЕНТ НА ЕС, КОЙТО ЩЕ СЕ ФИНАНСИРА ЧРЕЗ ЗАЕМИ ОТ ЕС

На 27 май 2025 г. Съветът прие регламент[17], с който се създава нов финансов инструмент за подпомагане на държавите членки да ускорят придобиването на отбранителни способности — „Мерки за сигурността на Европа“ (SAFE). Съгласно този инструмент Комисията е упълномощена да отпусне до 150 млрд. евро допълнително финансиране до края на 2030 г. Постъпленията ще бъдат прехвърлени на държавите членки под формата на заеми за финансиране на придобиването на важни отбранителни способности.

Държавите членки имат срок до края на ноември 2025 г. да подадат своите заявления за заеми. Размерът на заемите и всяко предварително финансиране (което може да достигне до 15 % от заема) ще бъдат определени в решения за изпълнение, въз основа на които ще се извършват плащанията по новия инструмент.

Удълженият срок на SAFE (до края на 2030 г.) и фактът, че плащанията се определят от търсенето, означават, че Комисията ще може да мобилизира средствата безпроблемно и според нуждите с краткосрочно и дългосрочно финансиране по цялата крива на доходността. Тъй като финансирането ще бъде интегрирано в рамките на единния подход на ЕС за финансиране, плащанията ще бъдат финансирани чрез облигации на ЕС с дълъг срок на падежа и на конкурентни цени и ще бъдат изплатени от държавите членки бенефициери.

Очаква се финансирането на заемите по линия на SAFE да започне през 2026 г., след като плановете и споразуменията за заем на държавите членки бъдат одобрени. Всички емисии за финансиране на заемите по линия на SAFE ще се осъществяват под единното наименование „облигации на ЕС“.

7. Перспективи за емитирането за втората половина на 2025 г.

Комисията продължи да изпълнява редовен, предвидим и мащабен план за финансиране през първата половина на 2025 г. на фона на нестабилни пазари. След като от януари 2025 г. набра 85,8 млрд. евро дългосрочно финансиране под формата на облигации на ЕС, Комисията изпълни плана си за финансиране за първата половина на 2025 г. в съответствие с публикувания график и пазарните очаквания. Постъпленията бяха използвани за финансиране на разнообразни политики на ЕС, включително NextGenerationEU, финансова помощ за Украйна и програми за държавите, обхванати от процеса на разширяване, и държави извън ЕС.

Емисиите на ЕС продължиха да отговарят на силното търсене от страна на инвеститорите, както е видно от дневниците на нарежданията за синдикирани сделки и от стабилната и последователна подкрепа за търговете за съкровищни бонове и облигации на ЕС. Това е свидетелство за сигурността и ликвидността, които облигациите на ЕС предлагат на европейските и световните инвеститори, търсещи добри инвестиционни възможности във високорейтингови ценни книжа в евро.

На 23 юни 2025 г. Комисията обяви намерението си да емитира облигации на ЕС в размер до 70 млрд. евро през втората половина на 2025 г. Планът за финансиране се основава на плана за финансиране в размер на 90 млрд. евро за първата половина на 2025 г. и е в съответствие

[17] Регламент на Съвета (ЕС) 2025/1106 от 27 май 2025 г. за създаване на инструмента „Мерки за сигурността на Европа (SAFE) чрез укрепване на европейската отбранителна промишленост“.

с предварително обявените очаквани годишни обеми на емисиите от около 160 млрд. евро за 2025 г.

Тази цел би представлявала годишен рекорд на емисиите по програмата за облигации на ЕС, надграждайки предходните години (от 120 млрд. евро през 2023 г. до 140 млрд. евро през 2024 г.) и отразявайки нуждите от финансиране през следващите две години, включително близо 335 млрд. евро от средствата по МВУ за остатъка от срока на действие на програмата. В своето съобщение от 4 юни 2025 г.[18] Комисията описва напредъка, постигнат при изпълнението на националните планове за възстановяване и устойчивост, и призовава държавите членки да ускорят тяхното изпълнение. Освен това постъпленията ще бъдат използвани за предоставяне на финансова помощ на Украйна, държавите, обхванати от процеса на разширяване, и държави извън ЕС, както и за рефинансиране на облигации с настъпващ падеж.

Сумите, набрани чрез облигации на ЕС, ще бъдат допълнени с краткосрочно финансиране чрез съкровищни бонове на ЕС. Емисиите на „зелени“ облигации по линия на NextGenerationEU (които понастоящем възлизат на 75,1 млрд. евро) ще продължат да бъдат тясно съобразени с отчетените екологосъобразни разходи на държавите членки, като финансират компонента за „екологизиране“ на МВУ. По-нататъшното емитиране на „зелени“ облигации по линия на NextGenerationEU ще бъде обвързано с уведомяването и валидирането на допълнителни разходи, свързани с климата, от държавите членки в рамките на техните национални планове за възстановяване и устойчивост.

[18] Вж. NextGenerationEU — Пътят към 2026 г.

Приложение: Показатели за изпълнението относно използването на средствата за постигане на целите за ефикасност и ефективност на общата стратегия на Комисията за управление на дълга

Средства		Показател	Стойност през първата половина на 2025 г. (освен ако не е посочено друго)	Коментар за изпълнението през втората половина на 2024 г.
Изпълнение на програмата за облигации на ЕС	а) Редовни емисии по цялата крива Редовни емисии на облигации на ЕС (и „зелени“ облигации по линия на NextGenerationEU) във всички срокове до падежа по цялата крива (до 30 години) с цел предоставяне на инвестиционни възможности на различните видове инвеститори като начин за поддържане на стабилно търсене от тяхна страна и с това на гъвкавост за определяне на обемите на емисиите и сроковете до падежа за отделни сделки въз основа на пазарните условия.	*i. Разделяне на интервали на срока до падежа на програма за емитиране*	1—4 години: 21 % 4—8 години: 21 % 8—12 години: 19 % 12—17 години: 10 % 17—23 години: 12 % 23—31 години: 17 %	През първата половина на 2025 г. Комисията преследва целта си чрез редовни емисии на облигации с различна срочност с цел да се осигури ликвидност по всички сегменти на кривата на ЕС. Сделките по финансиране бяха разпределени през шестмесечието, за да се осигури редовно присъствие на пазара. Сделките бяха повече в сравнение с втората половина на 2024 г., тъй като целта за финансиране през първата половина на 2025 г., а именно до 90 млрд. евро, беше по-висока от целта за финансиране през втората половина на 2024 г. — 65 млрд. евро. Емисиите на „зелени“ облигации бяха малко по-ниски, отколкото през втората половина на 2024 г., което отразява кумулативните докладвани екологосъобразни разходи от страна на държавите членки и подходящото калибриране на емисиите на „зелени“ облигации спрямо тези разходи.
		ii. Навременно разпределение на емисии	Шест синдикирани сделки и седем търга на облигации, водещи до най-малко две емисии месечно.	
		iii. Емитиране на „зелени“ облигации[19]	6.9 млрд. евро чрез продължаващи емисии на облигации на ЕС с падеж през 2033 г. и 2050 г.	
	б) Постигане на подходящ баланс между търгове и синдикирани сделки Използване на различни техники за финансиране с осигуряване на подходящ баланс в зависимост от общите обеми на емитиране и пазарните условия с цел управление на рисковете при изпълнение, подобряване на ликвидността на вторичния пазар и подобряване на разходите по заеми.	*i. Разделяне на търг/синдикирани сделки в %*	41 % от емитираните облигации са чрез търг.	През първата половина на 2025 г. Комисията емитира 41 % от облигациите на ЕС чрез търг, което е малко под дела през втората половина на 2024 г. (42 %).
		i. Емисии чрез нови облигации спрямо	• 22 млрд. евро чрез нови облигации	За да подкрепи ликвидността на ценните книжа на ЕС, Комисията използва сделките си, за да се възползва от

[19] Допълнителна информация относно „зелените“ облигации по линия на NextGenerationEU: информационното табло за „зелени“ облигации по линия на NextGenerationEU

Средства		Показател	Стойност през първата половина на 2025 г. (освен ако не е посочено друго)	Коментар за изпълнението през втората половина на 2024 г.
	в) Въвеждане на големи и ликвидни референтни облигации Продължаващи емисии на облигации на ЕС с цел довеждане на непогасения обем на различните линии до равнища, съизмерими с големи и ликвидни референтни линии.	*обем, емитиран чрез продължаващи емисии*	• 64 млрд. евро чрез продължаващи емисии	съществуващите линии за финансиране, като приблизително 75 % от обема на финансирането беше мобилизиран чрез продължаващи емисии. С цел осигуряването на пазара на нови референтни линии, където е необходимо по кривата и въз основа на препоръките на първичните дилъри от ЕС бяха стартирани нови линии за финансиране. През първата половина на 2025 г. бяха пуснати нови тригодишни, десетгодишни и двадесетгодишни облигации. В резултат на това към края на юни 2025 г. средната непогасена сума на облигация нарасна до около 16 млрд. евро, което осигури постоянна ликвидност на облигациите.
		ii. *Темп на продължаването на емисии на нови облигации*[20]	Приблизително три месеца	
		iii. *Среден размер на непогасените облигации*[21]	Около 16 млрд. евро	
		iv. *Съотношение между оборот и обем на емитиране*	Приблизително 174 % през първата половина на 2025 г. спрямо 155 % през втората половина на 2024 г.	
		v. *Абсолютен оборот*	1154 млрд. евро през първата половина на 2025 г. спрямо 894 млрд. евро през втората половина на 2024 г.	
	г) Управление на профила на емисиите на облигации на ЕС по срок до падежа при надлежно отчитане на: • временния допълнителен марж (за получени заеми, свързани с NextGenerationEU) и постоянния марж (за МФП+) в рамките на бюджета на ЕС; • бъдещото обратно изкупуване на плащания през всяка една година; • стабилните бъдещи потребности от рефинансиране;	i. *Среден срок до падежа на емисия*	Около 12 години	През първата половина на 2025 г. емисиите на облигации на ЕС бяха със среден срок до падежа от 12 години. Това отразява необходимостта от разсрочване на профила на обратно изкупуване, като в същото време се привлекат инвеститори към сделки на първичния пазар в ЕС. Средният срок до падежа продължава да е под максималния среден срок до падежа от 17 години, определен в годишното решение за получаване на заеми за 2025 г. Среденопретегленият срок до падежа на неизплатения дълг леко намаля (до около 11 години, след като премина
		ii. *Среден срок до падежа на неизплатен дълг*	Около 11 години	
		iii. *Рефинансиране в краткосрочен план, т.е. процент от непогасените наличности от облигации и съкровищни бонове с падеж през*	По-малко от 10 %.	

[20] Въз основа на средния брой месеци между новата емисия и първата продължаваща емисия, като се вземат предвид новите линии, които са продължени през първата половина на 2025 г.

[21] Непогасени облигации върху брой облигации към края на втората половина на 2024 г., въз основа на облигациите по линия на диверсифицираната стратегия за финансиране.

Средства		Показател	Стойност през първата половина на 2025 г. (освен ако не е посочено друго)	Коментар за изпълнението през втората половина на 2024 г.
	• необходимостта от защита на рейтинга на ЕС, за да се осигурят ниски разходи по заеми в дългосрочен план и силно търсене от страна на основната инвеститорска база.	*следващите 12 месеца*		под границата от 11,5 години) в резултат на профила на емитиране и рефинансирането на съществуващия дълг. Рефинансирането също продължава да е стабилно, което е отражение на предишни емисии и профила на обратно изкупуване.
		iv. *Рефинансиране в средносрочен план, т.е. процент от непогасените наличности от облигации и съкровищни бонове с падеж през следващите пет години*	По-малко от 37 %.	
Изпълнение на програмата за съкровищни бонове на ЕС	Редовно емитиране на съкровищни бонове на ЕС със срокове до падежа до 1 година чрез търг с цел привличане на допълнителни инвеститори (или допълнителни портфейли на съществуващи инвеститори) и подпомагане на управлението на ликвидността.	i. *Непогасен обем съкровищни бонове на ЕС*	Около 30 млрд. евро	Неизплатеният дълг по програмата за съкровищни бонове на ЕС нарасна от около 25 млрд. евро на около 30 млрд. евро през периода като част от развитието на програмата за осигуряване на допълнителна ликвидност при необходимост. Това включваше и въвеждането на нова 12-месечна линия съкровищни бонове на ЕС.
		ii. *Брой търгове за съкровищни бонове на ЕС*	12	
Управление на ликвидността	Управление на пул за ликвидност въз основа на задължения за плащане, нужди от плащания и разходите за парични наличности, като се вземат предвид преобладаващите условия на пазара.	i. *Брой неуспешни плащания поради липсата на ликвидност*	Няма	Комисията посрещна успешно нуждите от изплащане на средства, като през втората половина на 2024 г. нямаше случаи на неизпълнение на сетълмента.
Мрежа от първични дилъри	Привличане на широк кръг финансови институции, показващи силен ангажимент към подпомагане на емисиите на ЕС.	i. *Брой институции, подписали поемането на ангажименти за сделки през последните шест месеца*	19 (в сравнение с 18 през втората половина на 2024 г.)	Първичните дилъри в ЕС продължиха да подпомагат Комисията, а ротацията в синдикираните сделки помогна на Комисията да използва по най-добрия начин всички банки, отговарящи на условията да бъдат част от синдикирана сделка.
Комуникация с различни заинтересовани страни и	Поддържане и изграждане на доверие с инвеститорската база, пазарните участници и равностойните емитенти с цел подпомагане на търсенето на	i. *Отклонение от предварително обявените срокове за публикуване на*	Няма	Комисията поддържа редовна и предвидима комуникация с пазарите в съответствие с предишни съобщения.

Средства		Показател	Стойност през първата половина на 2025 г. (освен ако не е посочено друго)	Коментар за изпълнението през втората половина на 2024 г.
равностойни емитенти на пазара	дълг на ЕС и подобряване на разбирането на ЕС за пазарната динамика и нуждите на инвеститорите.	*плановете за финансиране*		През първата половина на 2025 г. се получи намалено разпределение от около 4 млрд. евро поради осигуряването на атрактивни условия за финансиране на търговете за облигации. Комисията редовно публикува статистически данни за инвеститорите, а диверсифицираната ѝ инвеститорска база продължи да нараства.
		ii. *Отклонение от обемите, обявени в плана за финансиране*	Около 4 милиарда евро или по-малко от 5 % (в сравнение с по-малко от 2 % през втората половина на 2024 г.).	
		iii. *Статистически данни за разпределението на инвеститорите*	По вид: централни банки/официални институции — 17 %, лица, управляващи фондове — 24 %, банкови трезори — 33 %, застрахователни и пенсионни фондове — 17 %, банки — 8 %, хедж фондове — 2 %. По държава/регион: Обединено кралство — 22 %, скандинавски държави — 11 %, Франция — 10 %, Бенелюкс — 9 %, Италия — 9 %, Азиатско-Тихоокеански регион — 5 %, Германия — 8 %, Иберийски полуостров — 12 %, други държави от ЕС — 7 %, други европейски държави, извън ЕС — 2 %, Северна и Южна Америка — 1 %, Близък изток и Африка — 2 %.	