EUROPA-
KOMMISSIONEN

Bruxelles, den 24.9.2025
COM(2025) 588 final

RAPPORT FRA KOMMISSIONEN TIL EUROPA-PARLAMENTET OG RÅDET

Halvårlig rapport om gennemførelsen af låntagnings-, gældsforvaltnings- og dermed forbundne långivningstransaktioner i henhold til artikel 13 i Kommissionens gennemførelsesafgørelse C(2023) 8010

1. januar 2025 til 30. juni 2025

Indholdsfortegnelse

1. Sammendrag 3
2. Indledning 4
3. Gennemførelse af låntagningstransaktioner i første halvår af 2025 5

Gennemførelse af finansieringstransaktioner i første halvår af 2025 5

Udbetalinger 6

Investorefterspørgsel og likviditet på det sekundære marked 7

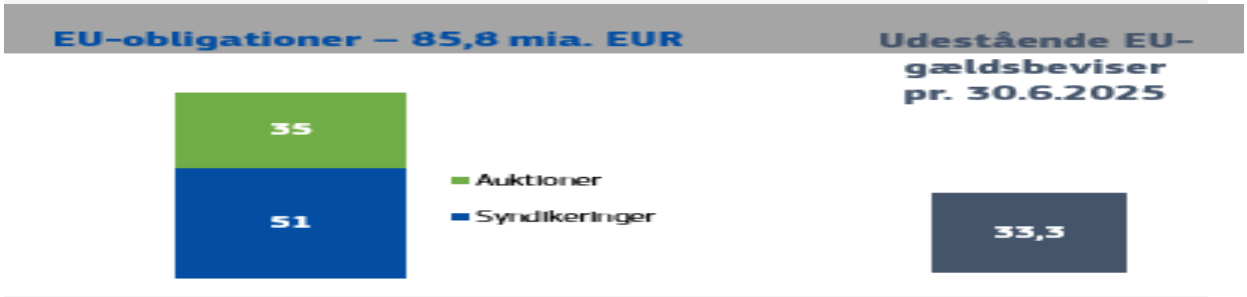
4. Finansierings- og likviditetsstyringsomkostninger 9

Finansieringsomkostninger 9

Likviditetsstyringsomkostninger 11

5. Skridt til yderligere udvikling af EU-obligationsmarkedet 12
6. Andre milepæle i første halvår af 2025 12
7. Udstedelsesperspektiver for andet halvår af 2025 13

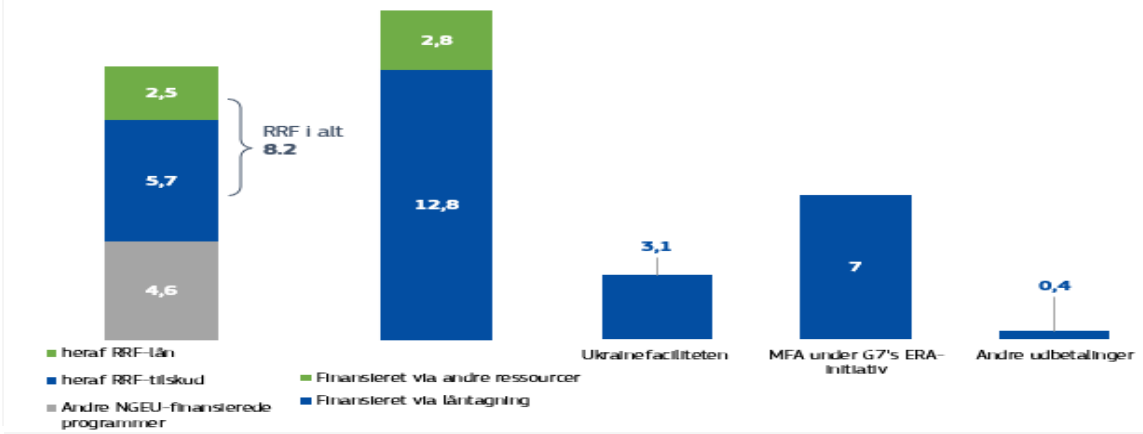
TILVEJEBRAGT FINANSIERING I FØRSTE HALVÅR AF 2025



ANVENDELSE AF PROVENUET

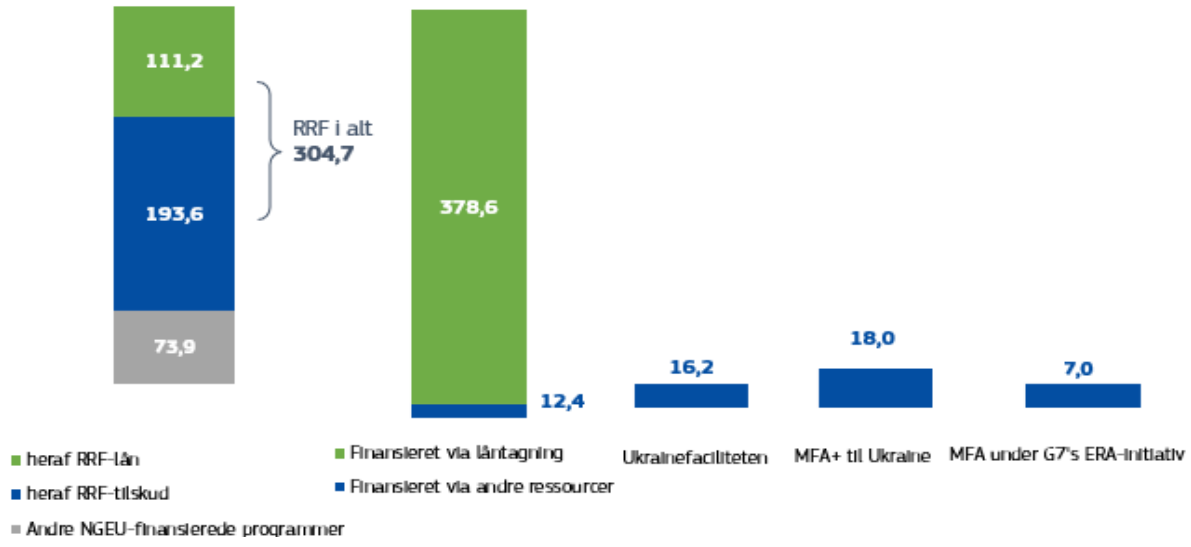
NextGenerationEU i alt 12,8 mia. EUR

1. halvår 2025



NextGenerationEU i alt 378,6 mia. EUR

Siden programmets start



Alle beløb i mia. EUR.

UDESTÅENDE EU-OBLIGATIONER

pr. 30.6.2025



145,4 mia. EUR efter back-to-back-metoden

516,2 mia. EUR i obligationer i alt efter den fælles finansieringsmetode

heraf 441,1 mia. EUR i konventionelle EU-obligationer

heraf 75,1 mia. EUR i grønne NextGenerationEU-obligationer

VIGTIGE FAKTA om første halvår af 2025

- Gennem seks syndikeringer og syv auktioner blev der rejst 85,8 mia. EUR med en gennemsnitlig løbetid på ca. 12 år.
- De fleste af midlerne blev anvendt til NextGenerationEU (12,8 mia. EUR) og til støtte for Ukraine (10,1 mia. EUR) samt yderligere udbetalinger under reform- og vækstfaciliteten for Vestbalkan (118 mio. EUR) og reform- og vækstfaciliteten for Moldova (270 mio. EUR).
- Finansieringsomkostningerne udgjorde 3,17 % for NextGenerationEU (sammenlignet med 2,99 % i andet halvår af 2024), 2,72 % for Ukrainefaciliteten, 2,53 % for lånet til makrofinansiel bistand (MFA) under G7-initiativet vedrørende lån baseret på fremskyndede ekstraordinære indtægter (ERA), 2,77 % for reform- og vækstfaciliteten for Vestbalkan og 2,89 % for reform- og vækstfaciliteten for Moldova.

1. Sammendrag

I første halvår af 2025 rejste EU 85,8 mia. EUR i langsigtet finansiering gennem seks syndikeringer og syv auktioner. Af dette beløb blev 6,9 mia. EUR rejst gennem grønne NextGenerationEU-obligationer. Ved udgangen af juni 2025 havde EU 661,6 mia. EUR i udestående EU-obligationer (med en gennemsnitlig restløbetid på ca. 12 år), hvoraf grønne NextGenerationEU-obligationer tegnede sig for 75,1 mia. EUR. Udestående EU-gældsbeviser udgjorde ved udgangen af juni 2025 33,3 mia. EUR.

De 85,8 mia. EUR, der blev rejst i første halvår af 2025, udgør en del af Kommissionens samlede planlagte obligationsudstedelser for 2025 på omkring 160 mia. EUR, hvor der for andet halvår af 2025 er planlagt en udstedelse på 70 mia. EUR. Det vil være den største årlige EU-udstedelse til dato, og den har afsæt i den støtte stigning i de foregående år (fra 120 mia. EUR i 2023 til 140 mia. EUR i 2024).

Provenuet fra disse udstedelser sikrede, at Kommissionen fortsat var i stand til rettidigt at opfylde de udbetalingsbehov, der er forbundet med de forskellige programmer, som finansieres ved låntagning. NextGenerationEU er det største af disse programmer, og der er allerede blevet udbetalt 378,6 mia. EUR af de midler, der er rejst gennem EU-låntagning. Der skal dog stadig udbetales betydelig støtte under genopretnings- og resiliensfaciliteten (RRF) i 2025 og 2026[1].

I første halvår af 2025 blev 12,8 mia. EUR af udstedelsesprovenuet udbetalt til gennemførelse af NextGenerationEU-investeringer og -reformer. Ukraine modtog i alt 10,1 mia. EUR under Ukrainefaciliteten og MFA-programmet i forbindelse med G7-initiativet vedrørende lån baseret på fremskyndede ekstraordinære indtægter (ERA). Yderligere 270 mio. EUR af provenuet blev anvendt til at finansiere et lån under reform- og vækstfaciliteten for Moldova, og der blev anvendt 118 mio. EUR til at yde lån til Nordmakedonien, Albanien, Montenegro og Serbien under reform- og vækstfaciliteten for Vestbalkan.

Likviditetsbeholdningerne var forhøjede i første halvår af 2025, eftersom NextGenerationEU-udbetalingerne lå under de forventede beløb baseret på medlemsstaternes tilkendegivelser. I modsætning til tidligere rapporteringsperioder, hvor kassebeholdningerne genererede indtægter, har kassebeholdningerne i denne seksmåneders periode medført omkostninger på anslået ca. 195 mio. EUR på grund af deres langsigtede finansieringsprofil. Kommissionen forvalter aktivt disse midlertidige kassebeholdninger for at minimere beholdningsomkostningerne. Akkumuleringen af kassebeholdninger er midlertidig og skyldes, at udstedelsen følger en regelmæssig og forudsigelig tidsplan, der skal sikre de bedste markedsvilkår, mens udbetalingerne følger den specifikke gennemførelse af det enkelte støttede program og i særdeleshed genopretnings- og resiliensfaciliteten. Efterhånden som slutdatoen for NextGenerationEU-udbetalinger nærmer sig (2026), vil de ind- og udgående finansieringsstrømme nærme sig hinanden.

I første halvår af 2025 nød EU-udstedelserne fortsat godt af en kraftig efterspørgsel fra investorerne, mens afkastet på EU-obligationer indsnævredes i forhold til de fleste europæiske statsobligationer. Det tiårige rentespænd mellem EU-obligationer og en kurv med 50 % tyske og 50 % franske statsobligationer faldt fra 13 basispoint i begyndelsen af 2025 til 5 basispoint ved

[1] I sin meddelelse af 4. juni 2025 med titlen "NextGenerationEU – Frem mod 2026" (COM(2025) 310 final) beskriver Kommissionen de fremskridt, der er gjort med gennemførelsen af de nationale genopretnings- og resiliensplaner, og opfordrer medlemsstaterne til at fremskynde gennemførelsen, da der på daværende tidspunkt stadig manglede at blive udbetalt knap 335 mia. EUR under genopretnings- og resiliensfaciliteten. Dette beløb vil hovedsagelig blive finansieret gennem låntagning, men også delvist gennem andre ressourcer (dvs. emissionshandelssystemet (ETS) og brexittilpasningsreserven). I juni måned blev der efter meddelelsens vedtagelse udbetalt yderligere 700 mio. EUR fra genopretnings- og resiliensfaciliteten.

udgangen af juni 2025. I denne periode steg EU's finansieringsomkostninger[2] ikke desto mindre til 3,17 % sammenlignet med 2,99 % i den foregående finansieringsperiode på grund af markedsvilkår, som påvirkede alle udstedere.

Som led i sine vedvarende bestræbelser på at konsolidere og forbedre sit udstedelsesprogram for EU-obligationer og EU-gældsbeviser indførte Kommissionen i april 2025 auktioner med tre forskellige obligationer (tre forskellige løbetider), hvilket gjorde det muligt at øge de rejste beløb ved hver auktion. Dette skridt vil blive suppleret af indførelsen af ikkekonkurrencebaserede tildelinger ved auktion i efteråret 2025, hvilket ventes at styrke efterspørgslen efter obligationer, der sælges gennem auktion. I januar 2025 indførte Kommissionen også auktioner med tre forskellige gældsbeviser, da den lancerede nye serier af 12-måneders EU-gældsbeviser ud over dem med løbetider på tre og seks måneder. Markedsaktørerne fortsatte deres initiativer uafhængigt af Kommissionen. Efter lanceringen af en indeksbaseret future i december 2024 blev det i første halvår af 2025 meddelt, at der fra september 2025 ville blive lanceret en fysisk afviklet futureskontrakt for EU-obligationer.

I slutningen af maj 2025 vedtog Rådet det nye instrument for sikkerhedstiltag for Europa (SAFE). Det gør det muligt for EU at rejse op til 150 mia. EUR via kapitalmarkederne inden udgangen af 2030 med henblik på finansiering af lån til medlemsstaterne, som kan anvendes til at fremskynde indkøb af forsvarskapabiliteter. Dette nye mandat er sammen med de betydelige refinansieringsbehov for allerede udestående obligationer ensbetydende med en stabil EU-tilstedeværelse på markedet efter 2027. Siden lanceringen af NextGenerationEU i juni 2021 har Kommissionen fået mandat til at finansiere andre politikker for tilsammen i alt 240 mia. EUR med tidsrammer for ny gældsudstedelse, der rækker frem til 2030. Alle finansieringsbehov samles og finansieres via udstedelsen af EU-obligationer og EU-gældsbeviser under et fælles finansieringsprogram, hvilket understøtter EU's tilstedeværelse på markedet som udsteder.

2. Indledning

Kommissionen har optaget lån på EU's vegne i mere end 40 år. I de seneste fem år er EU's udstedelse af obligationer på markedet steget markant, da EU er afhængig af kapitalmarkederne for at finansiere store programmer såsom SURE[3], NextGenerationEU og finansiel bistand til Ukraine (MFA+, Ukrainefaciliteten og MFA-lånet som led i G7's ERA-initiativ). Den 30. juni 2025 var EU's samlede udestående gæld på 694,9 mia. EUR, hvoraf EU-gældsbeviser tegnede sig for 33,3 mia. EUR.

I denne halvårlige rapport[4] gennemgås gennemførelsen af låntagningstransaktioner mellem den 1. januar 2025 og den 30. juni 2025. Der ses også på udstedelsesperspektiverne for EU-obligationer i andet halvår af 2025. I denne rapport vurderes det ikke, hvordan provenuet fra udstedelser af EU-obligationer bliver anvendt, herunder til grønne udgifter, da dette er omfattet af særskilte rapporter i overensstemmelse med forordningerne for hvert enkelt instrument[5].

[2] I overensstemmelse med omkostningsfordelingsmetoden i Kommissionens gennemførelsesafgørelse (EU) 2024/1974.

[3] Det europæiske instrument for midlertidig støtte til mindskelse af risiciene for arbejdsløshed i en nødsituation (SURE).

[4] Udarbejdet i overensstemmelse med artikel 13 i Kommissionens gennemførelsesafgørelse C(2023) 8010, som fastsætter ordningerne for gennemførelsen af den fælles finansieringsmetode for låntagnings- og gældsforvaltningstransaktioner.

[5] Jf. f.eks. årsberetningerne om genopretnings- og resiliensfaciliteten og makrofinansiel bistand samt tildelingsrapporten og miljøredegørelsen om grønne NextGenerationEU-obligationer.

I forlængelse af anbefalingen fra Den Europæiske Revisionsret i juni 2023[6] indeholder bilaget til denne beretning indikatorer, der kan anvendes til at overvåge gennemførelsen af den overordnede gældsforvaltningsstrategi[7], der ligger til grund for Kommissionens fælles finansieringsmetode[8].

3. Gennemførelse af låntagningstransaktioner i første halvår af 2025

I første halvår af 2025 fortsatte Kommissionen med at rejse midler på markederne ved hjælp af den fælles finansieringsmetode. Ud over at opfylde alle udbetalingsforpligtelserne til tiden forblev beløbene og løbetiderne for de udstedte obligationer inden for de forud fastsatte parametre, og finansieringsvilkårene svarede til dem, der gælder for udstedere af EU's størrelse og med EU's rating. I afsnittene nedenfor beskrives nogle af de vigtigste elementer i Kommissionens låntagnings- og långivningstransaktioner i første halvår af 2025. Yderligere indikatorer, der anvendes til at overvåge gennemførelsen af Kommissionens finansieringsstrategi, drøftes i bilaget til denne rapport.

GENNEMFØRELSE AF FINANSIERINGSTRANSAKTIONER I FØRSTE HALVÅR AF 2025

Kommissionen rejste i alt 85,8 mia. EUR i EU-obligationer[9] med en gennemsnitlig løbetid på ca. 12 år (hvilket svarer til den gennemsnitlige løbetid for den finansiering, der blev rejst i andet halvår af 2024). I første halvår af 2025 blev der udstedt grønne NextGenerationEU-obligationer til en værdi af 6,9 mia. EUR.

Kommissionen anvendte en kombination af seks syndikeringer (59 % af det rejste beløb) og syv auktioner (41 % af det rejste beløb) i overensstemmelse med det bebudede mål. I marts 2025 indførte Kommissionen auktioner med tre forskellige obligationer (der var tidligere blevet anvendt auktioner med to forskellige obligationer) for at gøre det muligt at øge mængderne pr. auktion en anelse. Der blev i løbet af seksmåneders perioden udstedt EU-obligationer med regelmæssige mellemrum under hensyntagen til likviditetsforholdene på markedet, samtidig med at der blev sikret en regelmæssig tilstedeværelse på markedet.

Transaktionerne i første halvår af 2025 bragte den samlede værdi af udestående EU-obligationer pr. 30. juni 2025 op på 661,6 mia. EUR, hvoraf 516,2 mia. EUR blev udstedt via EU's fælles

[6] Særberetning 16/2023: NGEU-gældsforvaltning i Kommissionen og Kommissionens svar.

[7] Den halvårlige rapport om gennemførelsen af EU's låntagnings- og långivningstransaktioner fra 1. januar 2023 til 30. juni 2023 indeholder en beskrivelse af den overordnede gældsforvaltningsstrategi, jf. den fjerde halvårlige rapport om gennemførelsen af EU's låntagnings- og långivningstransaktioner.

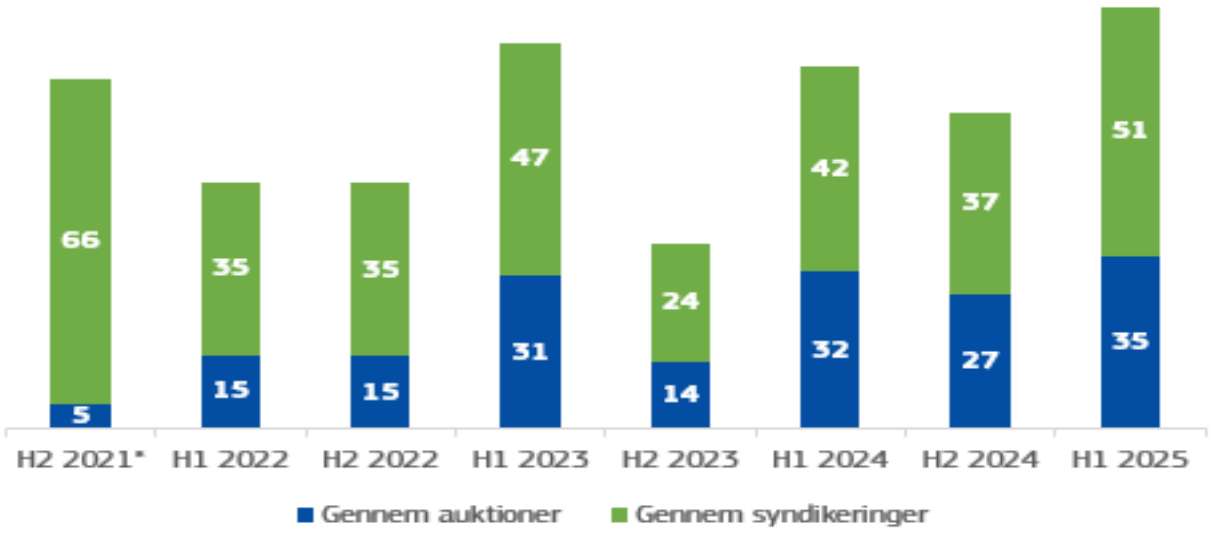
[8] For alle programmer før NextGenerationEU anvendte Kommissionen en back-to-back-finansieringsmetode, hvor den udstedte obligationer og overførte provenuet direkte til modtagerlandene på de samme vilkår (dvs. samme rentesats og løbetid), som den selv havde opnået. Da Kommissionen oprettede NextGenerationEU i 2021, fastlagde den en diversificeret finansieringsstrategi i stil med den, der anvendes af de største statslige udstedere i euroområdet, hvor der gøres brug af forskellige finansieringsinstrumenter (EU-obligationer og EU-gældsbeviser) og finansieringsteknikker (syndikeringer og auktioner) til at dække langsigtede og kortsigtede finansieringsbehov. I december 2022 ændrede Parlamentet og Rådet finansforordningens artikel 220a for at give Kommissionen mulighed for at udvide den diversificerede finansieringsstrategi til andre EU-låntagningsprogrammer og skabe en fælles finansieringsmetode for alle EU's låntagnings- og långivningsprogrammer, hvor EU-udstedelser foretages under den fælles betegnelse "EU-obligationer" i stedet for som særskilt betegnede obligationer for de enkelte programmer såsom NextGenerationEU, SURE og MFA.

[9] I overensstemmelse med tidligere halvår afspejler forskellen i forhold til målet i finansieringsplanen (90 mia. EUR i første halvår af 2025) Kommissionens underallokering i de endelige beløb, der blev rejst via obligationsauktioner, og skyldes hensynet til at sikre de mest attraktive finansieringsvilkår i disse transaktioner i lyset af de aktuelle bud.

finansieringsmetode. Den samlede værdi af udestående grønne NextGenerationEU-obligationer var 75,1 mia. EUR.

I januar 2025 indførte Kommissionen også auktioner med tre forskellige gældsbeviser, da den lancerede nye serier af 12-måneders EU-gældsbeviser ud over dem med løbetider på tre og seks måneder. Ved udgangen af juni 2025 havde EU udestående lån på 33,3 mia. EUR i form af EU-gældsbeviser.

Figur 2: Tilvejebragt finansiering gennem den fælles finansieringsmetode



* De første to NextGenerationEU-transaktioner fandt sted i juni 2021. De er medregnet i tallet for andet halvår af 2021, da de indgik i den samme finansieringsplan som de transaktioner, der fandt sted i andet halvår af 2021.

Alle beløb i mia. EUR.

UDBETALINGER

På baggrund af disse transaktioner fortsatte Kommissionen med at finansiere medlemsstaternes nationale genopretnings- og resiliensplaner gennem hurtig udbetaling af provenuet (inden for ni arbejdsdage i gennemsnit).

Samlet set udbetalte Kommissionen i første halvår af 2025 i alt 23,3 mia. EUR til alle politikker tilsammen. Der blev udbetalt 12,8 mia. EUR til finansiering af NextGenerationEU. Af det beløb blev 8,2 mia. EUR anvendt til at finansiere medlemsstaternes nationale genopretnings- og resiliensplaner under genopretnings- og resiliensfaciliteten. Heraf havde 5,7 mia. EUR form af tilskud til 11 medlemsstater, og 2,5 mia. EUR havde form af lån til tre medlemsstater. De resterende 4,6 mia. EUR blev anvendt til at finansiere EU-forvaltede programmer støttet af NextGenerationEU[10].

[10] Disse omfatter platformen for strategiske teknologier for Europa (STEP), Horisont Europa, InvestEU-fonden, ReactEU, EU-civilbeskyttelsesmekanismen (RescEU), Den Europæiske Landbrugsfond for Udvikling af Landdistrikterne (ELFUL) og Fonden for Retfærdig Omstilling.

Samlet set har Kommissionen siden sommeren 2021 udbetalt 391 mia. EUR til støtte for NextGenerationEU. Dette omfatter 205,9 mia. EUR i tilskud og 111,2 mia. EUR i lån til medlemsstaterne under genopretnings- og resiliensfaciliteten og 73,9 mia. EUR til de EU-forvaltede NextGenerationEU-programmer. Af de i alt 391 mia. EUR i støtte til NextGenerationEU er 378,6 mia. EUR blevet finansieret ved udstedelse af gæld[11].

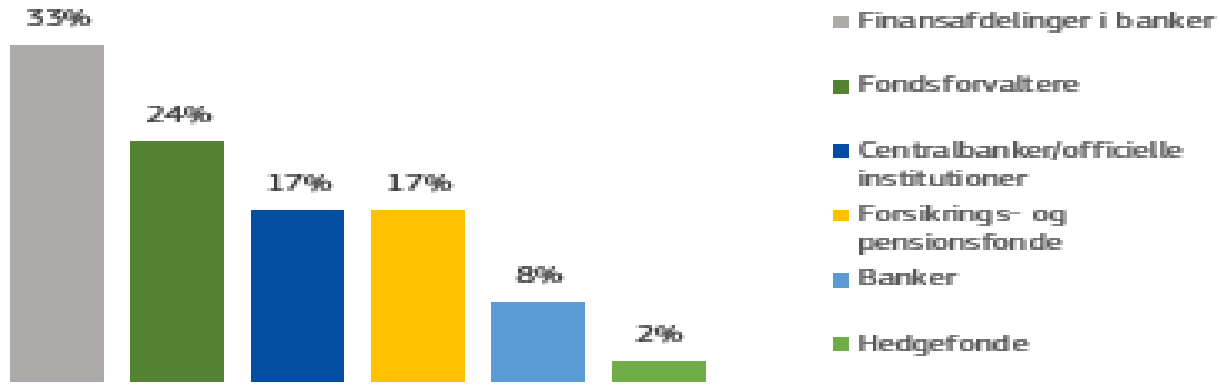
Ud over NextGenerationEU-udbetalingerne udbetalte Kommissionen 10,1 mia. EUR til Ukraine i første halvår af 2025, heraf 3,1 mia. EUR under Ukrainefaciliteten og 7 mia. EUR under MFA-programmet for Ukraine som led i G7's ERA-initiativ.

I første halvår af 2025 finansierede udstedelsen af EU-obligationer også lån til en værdi af 118 mio. EUR til Nordmakedonien, Albanien, Montenegro og Serbien under reform- og vækstfaciliteten for Vestbalkan og 270 mio. EUR i lån under reform- og vækstfaciliteten for Moldova.

INVESTOREFTERSPØRGSEL OG LIKVIDITET PÅ DET SEKUNDÆRE MARKED

EU-obligationsudstedelserne blev fortsat efterspurgt af et afbalanceret og diversificeret globalt investorgrundlag.

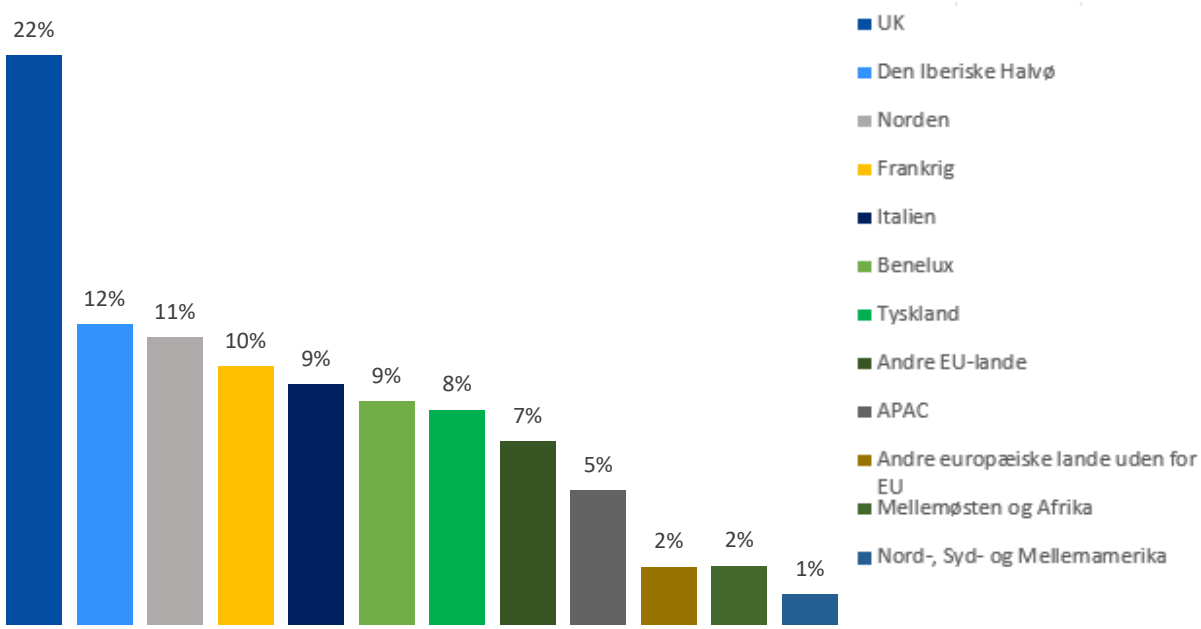
Figur 3: Investorer i syndikerede transaktioner gennemført i første halvår af 2025 efter investortype



I første halvår af 2025 blev over 40 % af de EU-obligationer, der blev udstedt gennem syndikering, købt af investorer med typisk længere investeringshorisonter (dvs. fondsforvaltere, forsikringsselskaber og pensionsfonde). Centralbanker/officielle institutioner, der normalt foretrækker at investere i obligationer med en løbetid på op til ti år, tegnede sig for ca. 17 % af de syndikerede EU-obligationsudstedelser, mens bankers finansafdelinger var den største enkeltstående kilde til efterspørgsel og aftog 33 % af de syndikerede obligationer.

[11] Derudover blev 12,4 mia. EUR i NextGenerationEU-udgifter finansieret via andre kilder (dvs. ETS og brexittilpasningsreserven).

Figur 4: Investorer i syndikerede transaktioner gennemført i første halvår af 2025 efter land/region



Syndikerede EU-obligationer har tiltrukket over 1 900 forskellige investorer fra over 70 forskellige lande, siden NextGenerationEU blev lanceret i 2021. I første halvår af 2025 kom over 66 % af investeringerne i syndikerede EU-obligationer fra investorer i EU, og over 22 % kom fra internationale investorer, der opererer fra Det Forenede Kongerige. Resten af investeringerne stammede fra internationale investorer i Asien og europæiske lande uden for EU såsom Norge og Schweiz.

På trods af de turbulente markedsforhold forårsaget af usikkerhed i den globale handelspolitik forblev den præmie for nyudstedelser[12], som investorer kræver som indrømmelse, når EU udsteder syndikerede obligationer, begrænset i første halvår af 2025 og lå i gennemsnit på ca. 1,6 basispoint. Dette svarede til den gennemsnitlige præmie for nyudstedelser på 1,65 basispoint i 2024 og til andre udstederes præmier for tilsvarende transaktioner (målt på størrelse og løbetid).

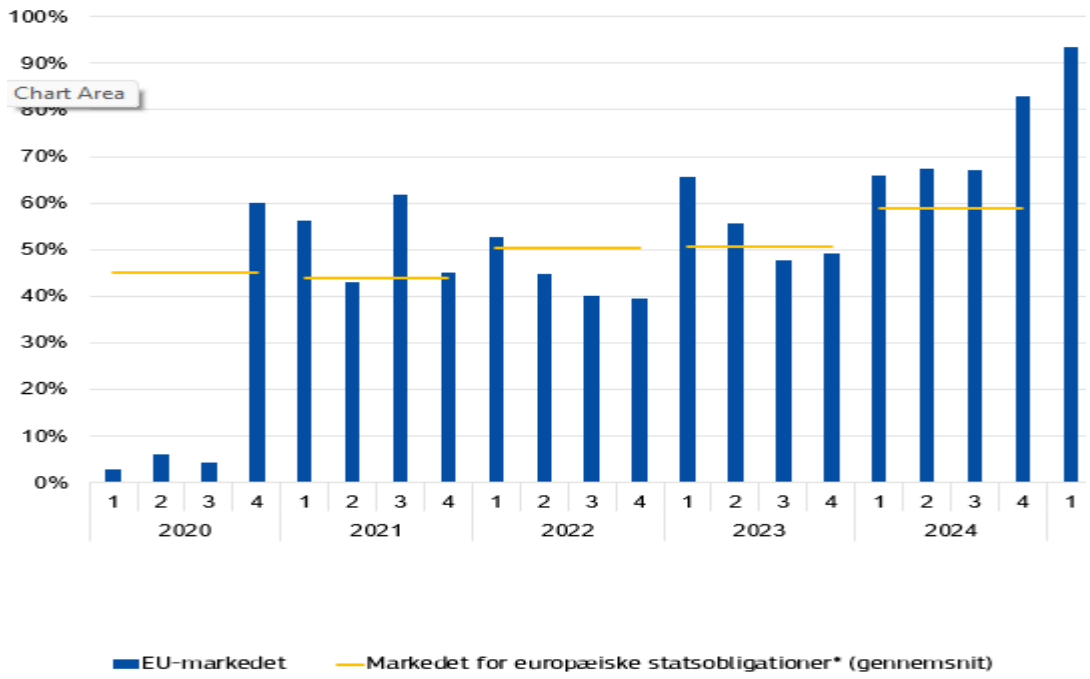
Samtidig forblev likviditeten på det sekundære marked for EU-obligationer stærk, understøttet af de prisstillelsesordninger, der har været gældende siden november 2023. Inden for rammerne af disse ordninger tilskyndes EU's primary dealere til at stille pålidelige priser på EU-obligationer på de førende elektroniske obligationshandelsplatforme. Siden disse prisstillelsesordninger blev indført, har de daglige handelsmængder for EU-obligationer på den vigtigste elektroniske handelsplatform i gennemsnit ligget på ca. 767 mio. EUR med daglige peaks på over 2 mia. EUR. I første halvår af 2025 var dette gennemsnit en anelse lavere med en gennemsnitlig daglig omsætning på 643 mio. EUR, hvilket afspejler det mere volatile investeringsmiljø.

Kommissionen støttede også likviditeten i EU-obligationskurven gennem tap-udstedelse af eksisterende serier og udstedte samtidig nye for at imødekomme programbehovene og investorernes efterspørgsel. Som følge heraf var det gennemsnitlige udestående beløb pr. EU-obligation på ca. 16 mia. EUR ved udgangen af første halvår af 2025, hvilket er en stigning fra

[12] Præmien for nyudstedelser er en præmie, som udstederen betaler for at få investorer til at købe sine obligationer på det primære marked i stedet for på det sekundære marked.

14,8 mia. EUR ved udgangen af 2024. Der blev også lanceret nye tre-, ti- og syvårs serier i første halvår af 2025.

Figur 5: Kvartalsvis omsætning på det sekundære marked for EU-obligationer og europæiske statsobligationer (% af den udestående mængde)



Kilde: Europa-Kommissionen på grundlag af data fra Det Økonomiske og Finansielle Udvalgs Underudvalg for EU-Statsobligationsmarkeder (ESDM).
Bemærk: I denne figur omfatter markedet for europæiske statsobligationer obligationer udstedt af eurolande, den europæiske finansielle stabilitetsfacilitet og den europæiske stabilitetsmekanisme. Der foreligger endnu ikke data for første og andet kvartal af 2025.

4. Finansierings- og likviditetsstyringsomkostninger

FINANSIERINGSOMKOSTNINGER

Omkostningsfordelingsmetoden under den diversificerede finansieringsstrategi gør det muligt for Kommissionen at knytte de finansieringsomkostninger, som modtagerne (EU-budgettet eller lånemodtagerne) bliver opkrævet, til de betingelser, der blev opnået på markedet, da udbetalingerne blev finansieret[13]. Desuden gør denne metode det muligt at fordele

[13] For NextGenerationEU fordeles de afholdte renteudgifter mellem EU-budgettet og de medlemsstater, der modtager lån, efter metoden i Kommissionens gennemførelsesafgørelse (EU) 2021/1095 og Kommissionens efterfølgende gennemførelsesafgørelser (EU, Euratom) 2022/9701 og (EU, Euratom) 2024/1974. Denne metode skelner mellem tre typer omkostninger: i) finansieringsomkostninger til finansiering af ikketilbagebetalingspligtig støtte og udbetalinger af lån beregnet for tidssegmenter på seks måneder, ii) omkostningerne til at råde over likvide beholdninger og styre likviditeten og iii) administrationsomkostninger. Opdeling i programsegmenter har været muligt siden Kommissionens gennemførelsesafgørelse (EU, Euratom) 2024/1974 trådte i kraft i andet halvår af 2024. For at undgå enhver form for tilbagevirkende kraft opføres programmer, der blev finansieret og modtog udbetalinger før indførelsen af denne metode (såsom MFA+-lån til Ukraine og ekstraordinær brofinansiering under

låneomkostningerne på et programrelateret grundlag. Dette afspejler det øgede antal politiske programmer, der finansieres via den diversificerede finansieringsstrategi under den fælles finansieringsmetode.

I overensstemmelse med denne metode er finansieringsomkostningerne for NextGenerationEU-betalinger i tidssegmentet januar-juni 2025 ("TC8" i tabellen nedenfor) anslået til 3,17 % sammenlignet med 2,99 % i det foregående seksmåneders tidssegment. Omkostningerne til finansiering af udbetalinger under Ukrainefaciliteten, MFA-programmet for Egypten og reform- og vækstfaciliteten for Vestbalkan lå på mellem 2,70 % og 2,80 % ved udgangen af juni 2025. Finansieringsomkostningerne for MFA-lånet til Ukraine som led i G7's ERA-initiativ var på 2,53 %.

Forskelle i finansieringsomkostningerne mellem programsegmenterne afspejler programmernes karakter, f.eks. forskelle i låneinstrumenternes gennemsnitlige løbetider[14].

Figur 6: Finansieringsomkostninger

NextGenerationEU	TC1	TC2	TC3	TC4	TC5	TC6	TC7	TC8
	0,15 %	1,38 %	2,61 %	3,22 %	3,53 %	3,19 %	2,99 %	3,17 %

Ukrainefaciliteten	MFA+	MFA Ukraine (G7's ERA)
2,72 %	3,16 %	2,53 %

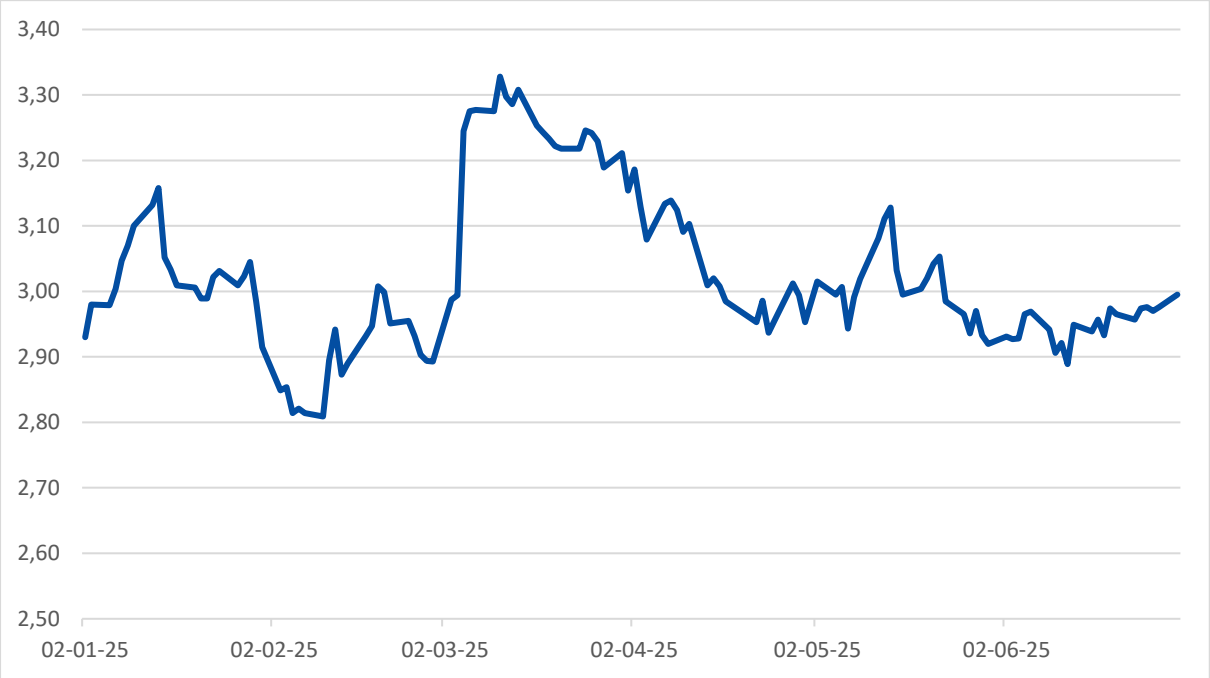
MFA Egypten	Vestbalkan (FP1)	Reform- og vækstfaciliteten for Moldova
2,70 %	2,77 %	2,89 %

Ændringerne i finansieringsomkostningerne afspejler også de gældende markedsvilkår, som påvirker låneomkostningerne i forbindelse med EU-udstedelser. Der var i løbet af de første seks måneder af 2025 stor volatilitet i renterne på grund af økonomisk og finansiel usikkerhed, som påvirkede alle udstedere. Som følge heraf varierede renten på tiårige EU-obligationer mellem 2,8 % og 3,3 % i løbet af halvåret, inden den endte på 2,95 % ved halvårets afslutning, sammenlignet med 2,93 % i begyndelsen af januar 2025. Samtidig blev rentespændene mellem EU og de fleste udstedere af europæiske statsobligationer indsnævret en anelse, idet det tiårige rentespænd mellem EU-obligationer og en kurv med 50 % tyske og 50 % franske statsobligationer faldt fra ca. 13 basispoint i begyndelsen af året til 5 basispoint ved udgangen af juni 2025.

Ukrainefaciliteten), fortsat sammen med låntagnings- og långivningstransaktioner for NextGenerationEU under den fælles finansieringsmetode.

[14] NextGenerationEU-finansieringen har f.eks. i øjeblikket en længere gennemsnitlig løbetid sammenlignet med andre programmer på grund af strukturen i det særlige midlertidige loft for "egne indtægter", der omfatter NextGenerationEU's tilbagebetalingsprofil. For at de budgetmæssige aktiver, der skal anvendes til at tilbagebetale NextGenerationEU-tilskud, kan fordeles jævnt over tid, har de obligationer, der udstedes til finansiering af NextGenerationEU-tilskud, typisk en længere løbetid.

Figur 7: Afkast af tiårige EU-obligationer



LIKVIDITETSSTYRINGSOMKOSTNINGER

I første halvår af 2025 var likviditetsbeholdningerne i gennemsnit på 71,1 mia. EUR sammenlignet med 50,7 mia. EUR i andet halvår af 2024. Dette skyldtes primært forsinkelser i NextGenerationEU-udbetalingerne i forhold til prognoserne. Navnlig blev de forventede udgående betalingsstrømme på knap 45 mia. EUR ved udgangen af første halvår af 2025 forsinket til hen på sommeren. Også andre programmer oplevede mindre forsinkelser i forhold til prognoserne.

Den betydelige stigning i likviditetsbeholdningerne er begrundet i behovet for at opretholde en høj samlet låntagning i betragtning af det store beløb, der stadig skal udbetales under NextGenerationEU-programmet fra nu og frem til udgangen af 2026[15]. I lyset af de betydelige finansieringsbeløb, der er behov for i det sidste år af NextGenerationEU's gennemførelse, er det afgørende, at Kommissionens låntagningstransaktioner fortsat følger en regelmæssig og forudsigelig tidsplan for at sikre de bedste markedsvilkår og give investorerne forudsigelighed.

Mens kassebeholdningerne i de foregående år gav overskud, har ændringen i renteforholdene betydet, at de er begyndt at generere en nettoomkostning. De hurtige ændringer i de pengepolitiske renter og de stejlere rentekurver på tværs af markedet har øget omkostningerne ved disse likviditetsbeholdninger.

[15] Jf. COM(2025) 310 final.

For at maksimere afkastet ved at investere disse kassebeholdninger på kort sigt foretog Kommissionen omfattende likviditetsstyringstransaktioner ved hjælp af tidsindskud og omvendte genkøbstransaktioner (repoforretninger) og investerede i gennemsnit omkring 50-60 % af kassebeholdningerne i de første seks måneder af 2025. Disse kortfristede investeringer bidrog til at reducere de beholdningsomkostninger, der er knyttet til den investerede kassebeholdning, med op til 20-25 basispoint. Samlet set udgør de anslåede nettoomkostninger til likviditetsstyring for første halvår af 2025 ca. 195 mio. EUR[16] sammenlignet med en indtægt fra likviditetsbeholdningen på 140 mio. EUR i 2024.

5. Skridt til yderligere udvikling af EU-obligationsmarkedet

Indførelsen af prisstillelsesordninger ved udgangen af 2023 og lanceringen af en repofacilitet i oktober 2024 forbedrede modstandsdygtigheden, dybden og likviditeten på EU-obligationsmarkedet. I første halvår af 2025 fortsatte Kommissionen med at investere i uddybningen af EU-obligationsmarkedet. Efter styrkelsen af EU-gældsbevisprogrammet med en serie med en løbetid på 12 måneder, som blev tilføjet i januar 2025 (ud over de eksisterende løbetider på tre og seks måneder), og de nye auktioner med tre forskellige EU-obligationer, der blev indført i marts 2025, er arbejdet nu rettet mod indførelsen af ikkekonkurrencebaseret tildeling ved auktion.

Indførelsen af ikkekonkurrencebaseret tildeling ved auktion vil give Kommissionen mulighed for at tilbyde sine primary dealere yderligere obligationer ved auktion (20 % af den oprindeligt tildelte mængde ved auktion) dagen efter obligationsauktionen. Denne nye funktion anvendes i statslige auktionsprogrammer for at give primary dealere et incitament til at deltage i auktioner og tiltrække flere investorer. Det forberedende arbejde med relevante interessenter er nu i gang, og målet er at lancere ikkekonkurrencebaserede tilbud fra efteråret 2025.

Samtidig fortsatte markedsaktørerne deres uafhængige initiativer. Efter lanceringen af den ICE-indeksbaserede futureskontrakt i december 2024 annoncerede EUREX, at den vil lancere fysisk leverede EU-obligationsfutures i september 2025. Et velfungerende futuresmarked kan hjælpe markedsdeltagere med at prissætte EU-obligationer og afdække åbne positioner. Det er derfor en yderligere potentielt værdifuld støtte til EU-obligationsmarkedets funktion og til EU-obligationers rolle som sikre likvide aktiver. Selv om Kommissionen ikke har nogen direkte rolle i eller ansvar for håndteringen af futureskontrakter, hilser den disse uafhængige initiativer velkommen som en anerkendelse af den betydning, som det hastigt modnende marked for EU-obligationer har for investorerne.

6. Andre milepæle i første halvår af 2025

SIKKERHEDSTILTAG FOR EUROPA (SAFE): ET NYT FINANSIELT EU-INSTRUMENT, DER SKAL FINANSIERES VED EU-LÅNTAGNING

Den 27. maj 2025 vedtog Rådet en forordning[17] om oprettelse af et nyt finansielt instrument, der skal hjælpe medlemsstaterne med at fremskynde indkøb af forsvarskapabiliteter – Sikkerhedstiltag for Europa (SAFE). Kommissionen kan inden for rammerne af dette instrument foretage udstedelser

[16] Dele af de kortfristede investeringstransaktioner forfalder i andet halvår af 2025. I overensstemmelse med gældende standarder opføres de ca. 195 mio. EUR uden at tage hensyn til den indtægt, der ville være opnået på disse beholdninger. Efter periodiseringsprincippet vil nettoomkostningerne til likviditetsstyring for første halvår af 2025 blive reduceret til ca. 160 mio. EUR.

[17] Rådets forordning (EU) 2025/1106 af 27. maj 2025 om oprettelse af instrumentet for sikkerhedstiltag for Europa (SAFE) gennem styrkelse af den europæiske forsvarsindustri.

på op til 150 mia. EUR i form af yderligere finansiering frem til udgangen af 2030. Provenuet vil blive overført til medlemsstaterne som lån til finansiering af indkøb af vigtige forsvarskapabiliteter.

Medlemsstaterne kan indgive deres låneanmodninger frem til udgangen af november 2025. Lånenes størrelse og eventuel forfinansiering (som kan udgøre op til 15 % af lånet) fastsættes i gennemførelsesafgørelser, på grundlag af hvilke udbetalingerne under det nye instrument vil blive foretaget.

Den forlængede tidsramme for SAFE (frem udgangen af 2030) og udbetalingernes efterspørgselsdrevne karakter betyder, at Kommissionen let og efter behov vil kunne mobilisere midlerne ved hjælp af kort- og langfristet finansiering på tværs af rentekurven. Da finansieringen integreres i EU's fælles finansieringsmetode, vil udbetalingerne blive finansieret af EU-obligationer med lang løbetid til konkurrencedygtige priser og blive tilbagebetalt af de medlemsstater, der modtager lånene.

Finansieringen af SAFE-lånene forventes at begynde i 2026, når medlemsstaternes planer og låneaftaler er blevet godkendt. Alle udstedelser med henblik på finansiering af SAFE-lån vil blive foretaget under den fælles betegnelse "EU-obligationer".

7. Udstedelsesperspektiver for andet halvår af 2025

Kommissionen fortsatte gennemførelsen af en regelmæssig, forudsigelig og storstilet finansieringsplan i hele første halvår af 2025 i en situation med volatile markeder. Eftersom Kommissionen siden januar 2025 har rejst 85,8 mia. EUR i langsigtet finansiering i form af EU-obligationer, har den fuldført sin finansieringsplan for første halvår af 2025 i overensstemmelse med den offentliggjorte tidsplan og markedsforventningerne. Provenuet er blevet anvendt til at finansiere en bred vifte af EU-politikker, herunder NextGenerationEU, finansiel bistand til Ukraine samt programmer for kandidatlande og lande uden for EU.

EU-udstedelserne mødte fortsat stor investorinteresse, hvilket afspejledes i ordrebøgerne for syndikeringer samt den stabile og vedvarende opbakning til auktioner over EU-gældsbeviser og EU-obligationer. Det vidner om den sikkerhed og likviditet, som EU-obligationer kan tilbyde europæiske og globale investorer, der søger gode investeringsmuligheder i højtratede eurodenominerede værdipapirer.

Den 23. juni 2025 meddelte Kommissionen, at den havde til hensigt at udstede EU-obligationer til en værdi af 70 mia. EUR i andet halvår af 2025. Finansieringsplanen bygger på finansieringsplanen på 90 mia. EUR for første halvår af 2025 og er i overensstemmelse med den tidligere meddelte forventede årlige udstedelsesmængde på ca. 160 mia. EUR for 2025.

Dette mål vil udgøre en udstedelsesrekord på årsbasis for EU-obligationsprogrammet med afsæt i de foregående år (fra 120 mia. EUR i 2023 til 140 mia. EUR i 2024) og afspejler finansieringsbehovene i de kommende to år, herunder knap 335 mia. EUR til genopretnings- og resiliensfaciliteten i den resterende løbetid af dette program. I sin meddelelse af 4. juni 2025[18] beskriver Kommissionen de fremskridt, der er gjort med gennemførelsen af de nationale genopretnings- og resiliensplaner og opfordrer medlemsstaterne til at fremskynde gennemførelsen heraf. Provenuet vil desuden blive anvendt til at yde finansiel bistand til Ukraine, kandidatlande og lande uden for EU samt til at refinansiere obligationer, der udløber.

Beløb, der rejses via EU-obligationer, vil blive suppleret med kortfristet finansiering gennem EU-gældsbeviser. Udstedelser af grønne NextGenerationEU-obligationer (som i øjeblikket beløber sig til 75,1 mia. EUR) vil fortsat blive nøje afstemt efter medlemsstaternes indberettede grønne udgifter og finansiere den grønne komponent i genopretnings- og resiliensfaciliteten. Yderligere udstedelse

[18] Jf. NextGenerationEU – Frem mod 2026.

af grønne NextGenerationEU-obligationer vil være betinget af, at medlemsstaterne anmelder og validerer yderligere klimarelevante udgifter i deres nationale genopretnings- og resiliensplaner.

BILAG: Gennemførelsesindikatorer for anvendelsen af midler til at nå Kommissionens mål for dens overordnede gældsforvaltningsstrategis effektivitet og virkningsfuldhed

Midler		Indikator	Værdi i første halvår af 2025 (medmindre andet er angivet)	Bemærkninger angående gennemførelsen i andet halvår af 2024
Gennemførelse af programmet for EU-obligationer	a) Regelmæssige udstedelser på tværs af kurven Regelmæssige udstedelser af EU-obligationer (og grønne NextGenerationEU-obligationer) for alle løbetider på tværs af kurven (op til 30 år) for at give investeringsmuligheder til forskellige typer investorer som et middel til at fastholde en stærk investorefterspørgsel og dermed fleksibilitet til at bestemme udstedelsesmængder og løbetider for individuelle transaktioner på grundlag af markedsvilkårene.	*i. Udstedelsesprogrammets løbetidsopdeling*	1-4 år: 21 % 4-8 år: 21 % 8-12 år: 19 % 12-17 år: 10 % 17-23 år: 12 % 23-31 år: 17 %	I første halvår af 2025 forfulgte Kommissionen sit mål gennem regelmæssige obligationsudstedelser med forskellige løbetider for at tilføre EU-kurven likviditet inden for alle segmenter. Finansieringstransaktionerne var fordelt ud over seksmåneders perioden for at sikre en regelmæssig tilstedeværelse på markedet. Der var flere transaktioner end i andet halvår af 2024, eftersom finansieringsmålet for første halvår af 2025 (op til 90 mia. EUR) var højere end finansieringsmålet for andet halvår af 2024 (65 mia. EUR). Udstedelsen af grønne obligationer var en anelse lavere end i andet halvår af 2024 og afspejler medlemsstaternes samlede indberettede grønne udgifter og en passende afstemning af udstedelsen af grønne obligationer i overensstemmelse hermed.
		ii. Passende fordeling af udstedelser	Seks syndikeringer og syv obligationsauktioner, dvs. mindst to udstedelser om måneden.	
		iii. Udstedelser af grønne obligationer[19]	6,9 mia. EUR gennem tap-udstedelse af EU 2033- og EU 2050-obligationer.	
	b) Opnåelse af en passende balance mellem auktioner og syndikeringer Anvendelse af forskellige finansieringsteknikker med en passende balance, afhængigt af den samlede udstedelsesmængde og markedsvilkårene, med henblik på at styre gennemførelsesrisici, forbedre likviditeten på det sekundære marked og mindske låneomkostningerne.	*i. Fordeling mellem auktion/syndikering i %*	41 % af obligationsudstedelserne via auktion.	I første halvår af 2025 udstedte Kommissionen 41 % af EU-obligationerne via auktion, hvilket er lidt under procentdelen i andet halvår af 2024 (42 %).
	c) Etablering af store og likvide toneangivende obligationer Tap-udstedelse af EU-obligationer for at bringe den udestående mængde af forskellige serier op på et niveau, der	*i. Udstedelser gennem nye obligationer i forhold til tap-udstedelser*	• 22 mia. EUR gennem nye obligationer • 64 mia. EUR gennem tap-udstedelser	For at støtte EU-værdipapirers likviditet anvendte Kommissionen sine transaktioner til at genåbne eksisterende serier, og ca. 75 % af finansieringen blev mobiliseret gennem tap-udstedelser.
		ii. Tempo for tapudstedelse	Ca. tre måneder	

[19] Yderligere oplysninger om grønne NextGenerationEU-obligationer: NextGenerationEU Green Bond Dashboard.

Midler	Indikator	Værdi i første halvår af 2025 (medmindre andet er angivet)	Bemærkninger angående gennemførelsen i andet halvår af 2024
svarer til store og likvide toneangivende serier.	*for nye obligationer*[20]		Der blev lanceret nye serier for at forsyne markedet med nye toneangivende serier, hvor det var nødvendigt på kurven og baseret på anbefalingerne fra EU's primary dealere. Der blev lanceret nye 3-årige, 10-årige og 20-årige obligationer i første halvår af 2025. Som følge heraf steg det gennemsnitlige udestående beløb pr. obligation til ca. 16 mia. EUR ved udgangen af juni 2025, hvilket sikrede obligationerne vedvarende likviditet.
	iii. *Gennemsnitlig størrelse på udestående obligationer*[21]	Ca. 16 mia. EUR	
	iv. *Omsætning i forhold til udstedelsesmængde*	Ca. 174 % i første halvår 2025 i forhold til 155 % i andet halvår af 2024	
	v. *Absolut omsætning*	1 154 mia. EUR i første halvår af 2025 i forhold til 894 mia. EUR i andet halvår af 2024	
d) Forvaltning af løbetidsprofilen for EU-obligationsudstedelser under behørig hensyntagen til: • det midlertidige ekstra råderum (for NextGenerationEU-relateret låntagning) og det permanente råderum (for MFA+) under EU-budgettet • den fremtidige tilbagebetaling af udbetalinger i et givet år • stabile fremtidige refinansieringsbehov • behovet for at beskytte EU's rating for at sikre lave låneomkostninger på langt sigt og en kraftig efterspørgsel fra EU's kerneinvestorer.	i. *Gennemsnitlig løbetid for udstedelser*	Ca. 12 år	I første halvår af 2025 havde EU-obligationsudstedelserne en gennemsnitlig løbetid på 12 år. Dette afspejlede behovet for at sprede tilbagebetalingsprofilen over tid og samtidig tiltrække investorer til transaktioner på det primære marked i EU. Den gennemsnitlige løbetid forblev under den maksimale gennemsnitlige løbetid på 17 år som fastsat i den årlige lånebeslutning for 2025. Den vægtede gennemsnitlige restløbetid for udestående gæld faldt en anelse (til ca. 11 år efter at være kommet under 11,5-års tærsklen) som følge af udstedelsesprofilen og afvikling af eksisterende gæld. Refinansieringen forblev også stabil, hvilket afspejler de tidligere udstedelser og tilbagebetalingsprofilen.
	ii. *Gennemsnitlig restløbetid for udestående gæld*	Ca. 11 år	
	iii. *Refinansiering på kort sigt, dvs. procentdel af udestående beholdninger af obligationer og gældsbeviser, der forfalder inden for de næste 12 måneder*	Under 10 %	
	iv. *Refinansiering på mellemlangt sigt, dvs. procentdel af udestående beholdning af obligationer og gældsbeviser, der forfalder inden for de næste fem år*	Under 37 %	

[20] Baseret på det gennemsnitlige antal måneder mellem en nyudstedelse og den første tap-udstedelse på grundlag af de nye serier, der blev genstand for tap-udstedelse i løbet af første halvår af 2025.

[21] Udestående obligationer i forhold til antallet af obligationer ved udgangen af andet halvår af 2024 baseret på obligationer udstedt i henhold til den diversificerede finansieringsstrategi.

Midler		Indikator	Værdi i første halvår af 2025 (medmindre andet er angivet)	Bemærkninger angående gennemførelsen i andet halvår af 2024
Gennemførelse af programmet for EU-gældsbeviser	Regelmæssig udstedelse af EU-gældsbeviser med løbetider på op til et år via auktion for at tiltrække yderligere investorer (eller yderligere porteføljer fra eksisterende investorer) og understøtte likviditetsstyringen.	*i. Udestående EU-gældsbeviser*	Omkring 30 mia. EUR	Udestående gæld under programmet for EU-gældsbeviser steg fra ca. 25 mia. EUR til ca. 30 mia. EUR i perioden som led i udviklingen af programmet for at tilføre yderligere likviditet, når det var nødvendigt. Dette omfattede også indførelsen af en ny serie af 12-måneders EU-gældsbeviser.
		ii. Antal auktioner over EU-gældsbeviser	12	
Likviditetsstyring	Forvaltning af en likviditetspulje på grundlag af betalingsforpligtelser, udbetalingsbehov og omkostninger i forbindelse med kassebeholdninger under behørig hensyntagen til de gældende markedsvilkår.	*i. Antal manglende udbetalinger på grund af manglende likviditet*	Ingen	Kommissionen opfyldte alle udbetalingsbehovene, og der manglede ingen betalinger i løbet af andet halvår af 2024.
Netværk af primary dealere	Tiltrækning af en bred vifte af finansielle institutioner med et stærkt engagement i at støtte EU-udstedelser.	*i. Antal institutioner, der har underskrevet tegningstilsagn for transaktioner i løbet af de seneste seks måneder*	19 (sammenlignet med 18 i andet halvår af 2024)	EU's primary dealere fortsatte med at støtte Kommissionen, og rotationen ved syndikeringerne hjalp Kommissionen med at gøre bedst mulig brug af alle de banker, der kunne deltage i en syndikering.
Kommunikation med forskellige markedsaktører og sammenlignelige udstedere	Opretholdelse og opbygning af tillid hos investorerne, markedsdeltagerne og sammenlignelige udstedere for at støtte efterspørgslen efter EU-gæld og forbedre EU's forståelse af markedsdynamikken og investorernes behov.	*i. Afvigelser fra de på forhånd meddelte tidspunkter for offentliggørelse af finansieringsplaner*	Ingen	Kommissionen opretholdt regelmæssig og forudsigelig kommunikation med markederne i overensstemmelse med tidligere meddelelser. I løbet af første halvår af 2025 var der et fald i tildelingen på 4 mia. EUR som følge af sikringen af attraktive finansieringsvilkår i obligationsauktionerne. Kommissionen offentliggjorde regelmæssigt investorstatistikker, og dens diversificerede investorgrundlag blev stadig større.
		ii. Afvigelse fra de mængder, der er bebudet i finansieringsplanen	Ca. 4 mia. EUR eller under 5 % (sammenlignet med under 2 % i andet halvår af 2024).	
		iii. Statistikker over fordeling af investorer	Efter type: centralbanker/officielle institutioner 17 %, fondsforvaltere 24 %, bankers finansafdelinger 33 %, forsikrings- og pensionsfonde 17 %, banker 8 %, hedgefonde 2 % Efter land/region: UK 22 %, Norden 11 %, Frankrig 10 %, Benelux 9 %, Italien 9 %, Asien	

Midler		Indikator	Værdi i første halvår af 2025 (medmindre andet er angivet)	Bemærkninger angående gennemførelsen i andet halvår af 2024
			og Stillehavsområdet 5 %, Tyskland 8 %, Den Iberiske Halvø 12 %, andre EU-lande 7 %, andre europæiske lande uden for EU 2 %, Nord-, Syd- og Mellemamerika 1 %, Mellemøsten og Afrika 2 %	