COMMISSION
EUROPÉENNE

Bruxelles, le 24.9.2025
COM(2025) 588 final

RAPPORT DE LA COMMISSION AU PARLEMENT EUROPÉEN ET AU CONSEIL

Rapport semestriel sur la réalisation des opérations d'emprunt et de gestion de la dette et des opérations de prêt connexes, établi conformément à l'article 13 de la décision d'exécution C(2023)8010 de la Commission

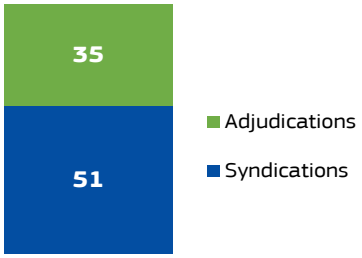
1er janvier 2025 – 30 juin 2025

Table des matières

1. Synthèse 3
2. Introduction 4
3. Mise en œuvre des opérations d'emprunt au premier semestre de 2025 5
4. Coût du financement et coûts de la gestion des liquidités 10
5. Mesures visant à développer davantage le marché des obligations de l'UE 13
6. Autres jalons au premier semestre de 2025 13
7. Perspectives d'émission pour le second semestre de 2025 14

FONDS LEVÉS AU COURS DU PREMIER SEMESTRE DE 2025

Obligations de l'UE
— 85,8 milliards d'EUR



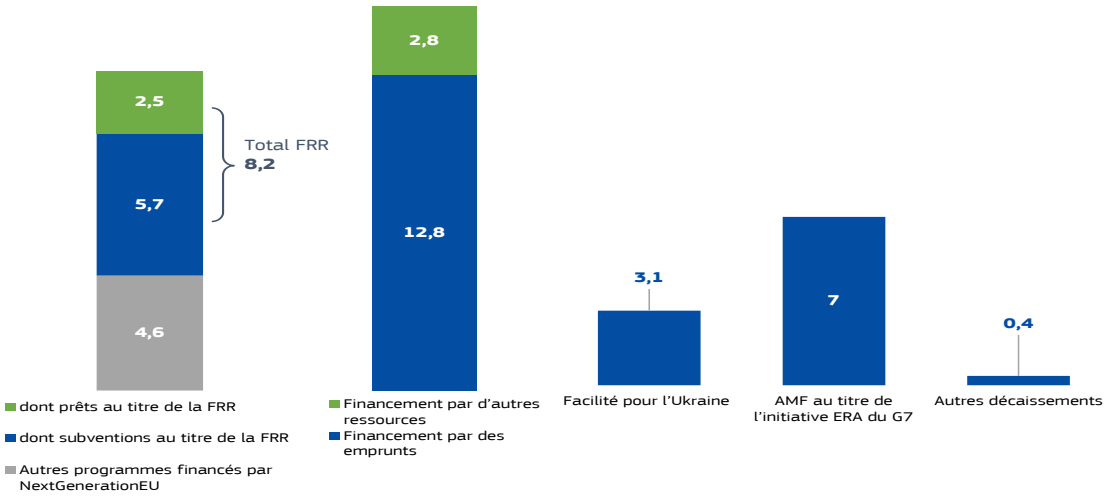
Titres de créance à court terme de l'UE
Encours au 30.6.2025



UTILISATION DU PRODUIT

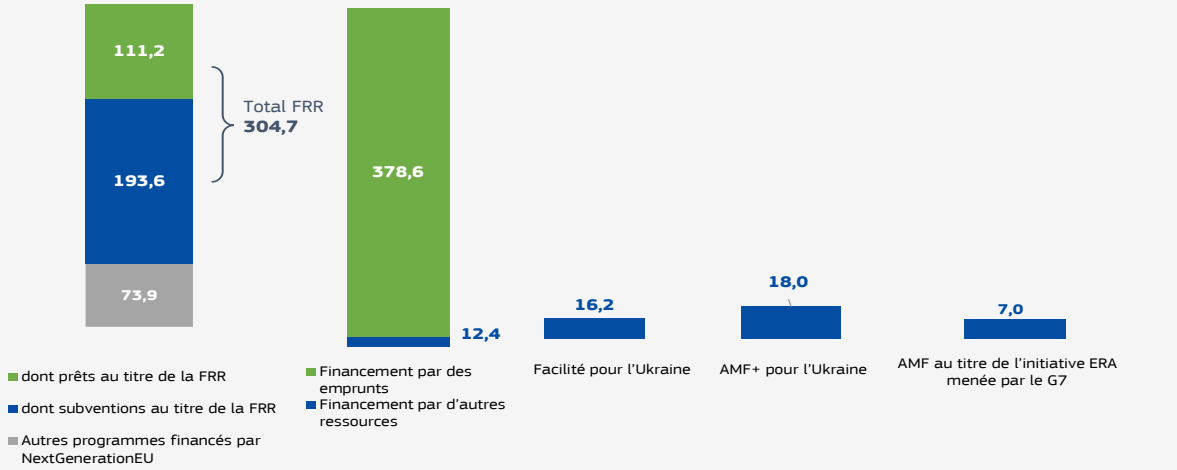
Total NextGenerationEU
12,8 milliards d'EUR

S1 2025



Total NextGenerationEU
378,6 milliards d'EUR

Depuis le début du programme



Tous les montants sont exprimés en milliards d'EUR

ENCOURS DES OBLIGATIONS DE L'UE

au 30 juin 2025

Total 661,6 milliards d'EUR



145,4 milliards d'EUR «back-to-back»

516,2 milliards d'EUR émis dans le cadre de l'approche unifiée en matière de financement

dont 441,1 milliards d'EUR d'obligations conventionnelles de l'UE

dont 75,1 milliards d'EUR d'obligations vertes NextGenerationEU

INFORMATIONS CLÉS concernant le S1 2025

- Six syndications et sept adjudications ont permis de lever 85,8 milliards d'EUR, avec une échéance moyenne d'environ 12 ans.
- La plupart des fonds ont été utilisés pour NextGenerationEU (12,8 milliards d'EUR) et pour l'appui à l'Ukraine (10,1 milliards d'EUR), avec des décaissements supplémentaires au titre de la facilité pour les réformes et la croissance en faveur des Balkans occidentaux (118 millions d'EUR) et de la facilité pour les réformes et la croissance en faveur de la Moldavie (270 millions d'EUR).
- Le coût du financement était de 3,17 % pour NextGenerationEU (contre 2,99 % au second semestre de 2024), de 2,72 % pour la facilité pour l'Ukraine, de 2,53 % pour le prêt d'assistance macrofinancière (AMF) au titre de l'initiative des prêts à l'Ukraine par l'accélération de l'utilisation des recettes extraordinaires (ERA) menée par le G7, de 2,77 % pour la facilité pour les réformes et la croissance en faveur des Balkans occidentaux et de 2,89 % pour la facilité pour les réformes et la croissance en faveur de la Moldavie.

1. Synthèse

Au cours du premier semestre de 2025, l'UE a levé 85,8 milliards d'EUR de financement à long terme dans le cadre de 6 syndications et de 7 adjudications. Sur ce montant, 6,9 milliards d'EUR ont été levés par l'intermédiaire d'obligations vertes NextGenerationEU. Fin juin 2025, l'encours des obligations de l'UE s'élevait à 661,6 milliards d'EUR (avec une échéance résiduelle moyenne d'environ 12 ans), dont 75,1 milliards d'EUR sous la forme d'obligations vertes NextGenerationEU. À la même période, l'encours des titres de créance à court terme de l'UE s'élevait à 33,3 milliards d'EUR.

Les 85,8 milliards d'EUR levés au cours du premier semestre de 2025 font partie du total des émissions d'obligations prévues par la Commission pour 2025, qui s'élève à environ 160 milliards d'EUR, dont 70 milliards d'EUR d'émissions annoncées pour le second semestre de 2025. Il s'agirait du niveau d'émissions annuel le plus élevé de l'UE à ce jour, dans le prolongement de l'augmentation constante observée les années précédentes (de 120 milliards d'EUR en 2023 à 140 milliards d'EUR en 2024).

Le produit de ces émissions a permis à la Commission de continuer à répondre en temps utile aux besoins de décaissement liés aux différents programmes financés par des emprunts. Parmi ces programmes, NextGenerationEU est le plus important: 378,6 milliards d'EUR de fonds levés au moyen d'emprunts de l'UE ont déjà été décaissés dans ce cadre. Toutefois, un montant considérable de soutien accordé au titre de la facilité pour la reprise et la résilience (FRR) doit encore être décaissé en 2025 et 2026[1].

Au cours du premier semestre de 2025, 12,8 milliards d'EUR issus du produit des émissions ont été décaissés pour mettre en œuvre les investissements et réformes dans le cadre de NextGenerationEU. L'Ukraine a reçu un total de 10,1 milliards d'EUR au titre de la facilité pour l'Ukraine et du programme d'AMF dans le cadre de l'initiative des prêts à l'Ukraine par l'accélération de l'utilisation des recettes extraordinaires menée par le G7. Des produits supplémentaires d'un montant de 270 millions d'EUR ont été utilisés pour financer un prêt au titre de la facilité pour les réformes et la croissance en faveur de la Moldavie et 118 millions d'EUR ont été utilisés pour octroyer des prêts à la Macédoine du Nord, à l'Albanie, au Monténégro et à la Serbie au titre de la facilité pour les réformes et la croissance en faveur des Balkans occidentaux.

On constate une augmentation de l'encaisse au cours du premier semestre de 2025, les décaissements au titre de NextGenerationEU ayant été inférieurs aux montants prévus sur la base des indications des États membres. Contrairement aux périodes de référence précédentes, où les soldes de trésorerie avaient généré des recettes, ces soldes de trésorerie ont généré, au cours de ces six mois, des coûts indicatifs d'environ 195 millions d'EUR en raison de leur profil de financement à long terme. La Commission gère activement ces soldes de trésorerie temporaires afin de réduire au minimum ces coûts de détention. L'accumulation des soldes de trésorerie est temporaire et résulte d'émissions effectuées selon un calendrier régulier et prévisible afin de garantir les meilleures conditions du marché, tandis que les décaissements dépendent des particularités de la mise en œuvre de chaque programme bénéficiant d'un soutien, et en particulier

[1] Dans sa communication du 4 juin 2025 intitulée «NextGenerationEU – La voie vers 2026» [COM(2025) 310 final], la Commission décrit les progrès accomplis dans la mise en œuvre des plans nationaux pour la reprise et la résilience et invite les États membres à accélérer cette mise en œuvre, car près de 335 milliards d'EUR devaient encore être décaissés au titre de la FRR au moment de la publication de la communication. Ce montant sera principalement financé par des emprunts, mais aussi, en partie, par d'autres ressources [à savoir le système d'échange de quotas d'émission (SEQE) et la réserve d'ajustement au Brexit]. Des décaissements supplémentaires de 700 millions d'EUR au titre de la FRR ont eu lieu en juin, après l'adoption de la communication.

de la FRR. À mesure que nous approcherons en 2026 de la date de fin des décaissements au titre de NextGenerationEU, les entrées et les sorties de financement convergeront.

Au cours du premier semestre de 2025, les émissions de l'UE ont continué de bénéficier d'une forte demande de la part des investisseurs, tandis que les rendements des obligations de l'UE se sont resserrés par rapport à la plupart des obligations souveraines européennes. L'écart de taux d'intérêt à 10 ans entre les obligations de l'UE et un panier 50/50 d'obligations souveraines allemandes et françaises s'est réduit, passant de 13 points de base au début de 2025 à 5 points de base à la fin du mois de juin 2025. Néanmoins, sous l'effet des conditions du marché qui ont concerné tous les émetteurs, le coût du financement de l'UE[2] a augmenté au cours de cette période, passant à 3,17 %, contre 2,99 % au cours de la période de financement précédente.

Dans le cadre des efforts qu'elle déploie sans relâche pour consolider et améliorer son programme d'émission d'obligations et de titres de créance à court terme de l'UE, la Commission a mis en place, en avril 2025, des adjudications d'obligations à trois jambes (adjudications pour trois échéances différentes), ce qui lui a permis d'augmenter les montants levés lors de chaque adjudication. Cette étape sera complétée par l'introduction d'attributions par adjudication au prix moyen à l'automne 2025, ce qui devrait renforcer la demande d'obligations vendues par adjudication. En janvier 2025, la Commission a également introduit des adjudications de titres de créance à trois jambes, avec le lancement d'une nouvelle ligne de titres de créance à court terme de l'UE ayant une échéance de 12 mois qui s'ajoute aux échéances existantes de 3 et 6 mois. Indépendamment de la Commission, les acteurs du marché ont poursuivi leurs initiatives. Après le lancement, en décembre 2024, d'un contrat à terme basé sur un indice, le lancement à partir de septembre 2025 d'un contrat à terme, réglé par livraison physique, sur les obligations de l'UE a été annoncé au cours du premier semestre de 2025.

Fin mai 2025, le Conseil a adopté le nouvel instrument dénommé «Agir pour la sécurité en Europe» (SAFE). Cet instrument permettra à l'UE de lever jusqu'à 150 milliards d'EUR par l'intermédiaire des marchés des capitaux d'ici la fin de 2030 afin de financer des prêts aux États membres qui pourront leur servir à accélérer l'acquisition de capacités de défense. Ce nouveau mandat, conjugué aux importants besoins de refinancement des obligations en circulation, implique une présence constante sur le marché de l'UE au-delà de 2027. Depuis le lancement de NextGenerationEU en juin 2021, la Commission a reçu des mandats en vue de financer d'autres politiques pour un montant total cumulé de 240 milliards d'EUR, avec des délais pour les nouvelles émissions de titres de créance s'étendant jusqu'en 2030. Tous les besoins de financement sont regroupés et financés par l'émission d'obligations et de titres de créance à court terme de l'UE dans le cadre d'un programme de financement unique, ce qui permet à l'UE d'affermir sa présence sur le marché en tant qu'émetteur.

2. Introduction

Depuis plus de 40 ans, la Commission emprunte des fonds au nom de l'Union européenne. Au cours des cinq dernières années, l'émission d'obligations de l'UE a fortement augmenté, l'UE faisant appel aux marchés des capitaux pour financer de grands programmes tels que SURE[3], NextGenerationEU et l'assistance financière à l'Ukraine (le programme AMF+, la facilité pour l'Ukraine et le prêt AMF dans le cadre de l'initiative des prêts ERA menée par le G7). Au 30 juin 2025, l'encours total de la dette de l'UE s'élevait à 694,9 milliards d'EUR, dont 33,3 milliards sous la forme de titres de créance à court terme de l'UE.

[2] Conformément à la méthode de répartition des coûts définie dans la décision d'exécution (UE, Euratom) 2024/1974 de la Commission.

[3] Instrument européen de soutien temporaire à l'atténuation des risques de chômage en situation d'urgence (SURE).

Le présent rapport semestriel[4] fait le point sur la réalisation des opérations d'emprunt entre le 1er janvier 2025 et le 30 juin 2025. Il présente également les perspectives concernant l'émission d'obligations de l'UE au cours du second semestre de 2025. Il n'évalue pas la manière dont le produit des émissions d'obligations de l'UE est utilisé, notamment en ce qui concerne les dépenses vertes, étant donné que cette question fait l'objet de rapports distincts, conformément au règlement applicable à chaque instrument[5].

À la suite de la recommandation de la Cour des comptes européenne de juin 2023[6], la Commission fait figurer à l'annexe du présent rapport des indicateurs qui peuvent être utilisés pour suivre la mise en œuvre de la stratégie globale de gestion de la dette[7] qui guide l'approche unifiée de la Commission en matière de financement[8].

3. Mise en œuvre des opérations d'emprunt au premier semestre de 2025

Au premier semestre de 2025, la Commission a continué de lever des fonds sur les marchés dans le cadre de son approche unifiée en matière de financement. Non seulement elle s'est acquittée dans les délais de toutes ses obligations de décaissement, mais elle a aussi maintenu les montants et les échéances des obligations émises dans les limites des paramètres prédéfinis, tandis que les conditions de financement ont été conformes à celles qui caractérisent un émetteur ayant la taille et la notation de l'UE. Les sections ci-dessous présentent certains des éléments clés des opérations d'emprunt et de prêt de la Commission au cours du premier semestre de 2025. D'autres indicateurs utilisés pour suivre la mise en œuvre de la stratégie de financement de la Commission sont examinés dans l'annexe du présent rapport.

[4] Élaboré conformément à l'article 13 de la décision d'exécution C(2023)8010 de la Commission, établissant les modalités de la mise en œuvre de l'approche unifiée en matière de financement pour les opérations d'emprunt et de gestion de la dette.

[5] Voir, par exemple, les rapports annuels relatifs à la facilité pour la reprise et la résilience et à l'assistance macrofinancière ainsi que le rapport d'impact et d'affectation des obligations vertes NextGenerationEU.

[6] Rapport spécial nº 16/2023:La Commission et la gestion de la dette liée à NextGenerationEU et réponses de la Commission.

[7] Le rapport semestriel sur l'exécution des opérations d'emprunt et de prêt de l'UE entre le 1er janvier 2023 et le 30 juin 2023 contient une description de la stratégie globale de gestion de la dette; voir le quatrième rapport semestriel sur l'exécution des opérations d'emprunt et de gestion de la dette et les opérations de prêt connexe.

[8] Pour tous les programmes antérieurs à NextGenerationEU, la Commission a eu recours à une approche de financement «back-to-back», en émettant des obligations et en transférant le produit directement aux pays bénéficiaires aux mêmes conditions (taux d'intérêt et échéance) que celles dont elle bénéficiait. Lorsque la Commission a mis en place NextGenerationEU en 2021, elle a établi une stratégie de financement diversifiée du même type que celle qu'appliquaient les plus grands émetteurs souverains de la zone euro, en utilisant différents instruments de financement (obligations de l'UE et titres de créance à court terme de l'UE) et techniques de financement (syndications et adjudications) pour couvrir les besoins de financement à long terme et à court terme. En décembre 2022, le Parlement et le Conseil ont modifié l'article 220 *bis* du règlement financier afin de permettre à la Commission d'élargir la stratégie de financement diversifiée à d'autres programmes d'emprunt de l'Union, créant une approche unifiée en matière de financement pour tous les programmes d'emprunt et de prêt de l'Union au titre de laquelle l'Union émet des obligations sous l'appellation unique d'«obligations de l'UE», et non plus sous des appellations différentes correspondant à différents programmes tels que NextGenerationEU, SURE et AMF.

EXECUTION DES OPERATIONS DE FINANCEMENT AU PREMIER SEMESTRE DE 2025

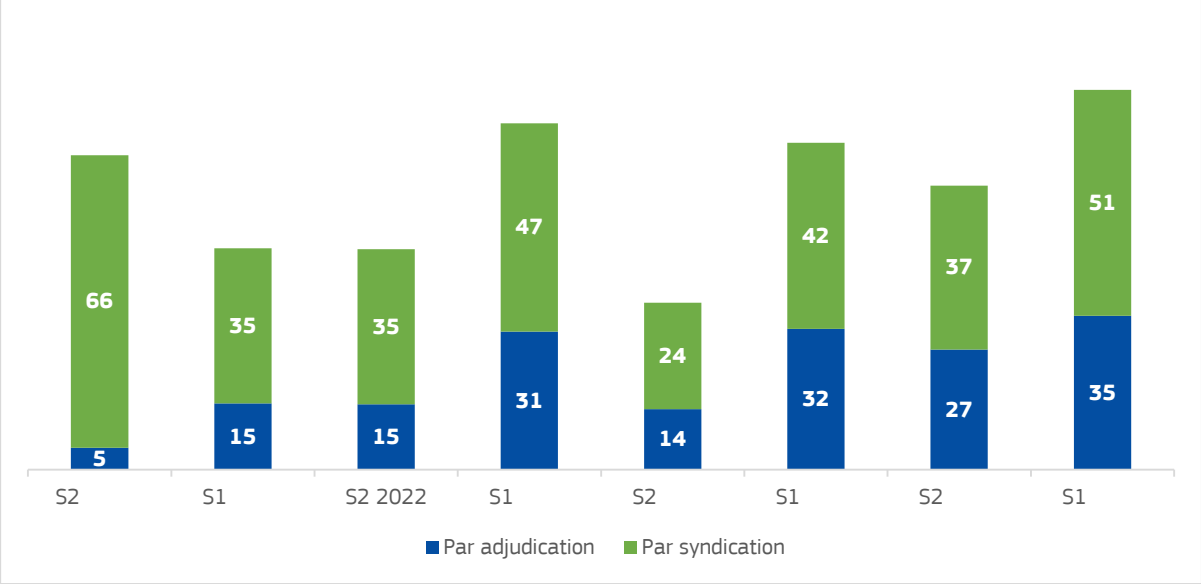
La Commission a levé un total de 85,8 milliards d'EUR d'obligations de l'UE[9], avec une échéance moyenne d'environ 12 ans (similaire à l'échéance moyenne pour les fonds levés au second semestre de 2024). Au cours du premier semestre de 2025, l'émission d'obligations vertes NextGenerationEU s'est élevée à 6,9 milliards d'EUR.

La Commission a utilisé une combinaison de six syndications (59 % du montant levé) et de sept adjudications (41 % du montant levé), conformément à l'objectif annoncé. En mars 2025, la Commission a introduit le recours aux adjudications d'obligations à trois jambes (ces adjudications ne comptaient auparavant que deux échéances) pour permettre une légère augmentation des volumes pour chaque adjudication. Les obligations de l'UE ont été émises à intervalles réguliers sur la période de six mois, en tenant compte des conditions de liquidité du marché tout en assurant une présence régulière sur le marché.

Les opérations effectuées au cours du premier semestre de 2025 ont porté le montant total de l'encours des obligations de l'UE au 30 juin 2025 à 661,6 milliards d'EUR, dont 516,2 milliards d'EUR ont été émis dans le cadre de l'approche unifiée de l'UE en matière de financement. La valeur totale de l'encours des obligations vertes NextGenerationEU s'élevait à 75,1 milliards d'EUR.

En janvier 2025, la Commission a également introduit des adjudications de titres de créance à trois jambes, avec le lancement d'une nouvelle ligne de titres de créance à court terme de l'UE ayant une échéance de 12 mois qui s'ajoute aux échéances existantes de 3 et 6 mois. Fin juin 2025, l'UE avait 33,3 milliards d'EUR d'encours de dettes sous la forme de titres de créance à court terme de l'UE.

Graphique 1: fonds levés dans le cadre de l'approche unifiée en matière de financement



* Les deux premières opérations au titre de NextGenerationEU ont eu lieu en juin 2021. Elles ont été incluses dans le nombre relatif aux opérations effectuées au S2 2021, car elles faisaient partie du même plan de financement que les opérations réalisées au S2 2021.

Tous les montants sont exprimés en milliards d'EUR

[9] À l'instar des semestres précédents, l'écart par rapport à l'objectif du plan de financement (90 milliards d'EUR au premier semestre de 2025) est dû à la sous-allocation par la Commission des montants finaux levés lors des adjudications d'obligations afin d'obtenir les conditions de financement les plus avantageuses pour ces opérations, compte tenu des offres existantes.

DECAISSEMENTS

Grâce au décaissement rapide (dans les neuf jours ouvrables en moyenne) de leur produit, ces opérations ont permis à la Commission de continuer de financer les plans nationaux pour la reprise et la résilience des États membres.

Globalement, au premier semestre de 2025, la Commission a décaissé un total de 23,3 milliards d'EUR pour toutes les politiques combinées; 12,8 milliards d'EUR ont été décaissés pour financer NextGenerationEU. Sur ce montant, 8,2 milliards d'EUR ont été utilisés pour financer les plans nationaux pour la reprise et la résilience des États membres au titre de la FRR. Ce montant peut être ventilé en 5,7 milliards d'EUR sous forme de subventions à 11 États membres et 2,5 milliards d'EUR sous forme de prêts à 3 États membres. Les 4,6 milliards d'EUR restants ont été utilisés pour financer des programmes gérés par l'UE soutenus par NextGenerationEU[10].

Dans l'ensemble, depuis l'été 2021, la Commission a décaissé 391 milliards d'EUR en faveur de NextGenerationEU, comprenant 205,9 milliards d'EUR sous forme de subventions, 111,2 milliards d'EUR sous forme de prêts aux États membres au titre de la FRR et 73,9 milliards d'EUR pour les programmes NextGenerationEU gérés par l'UE. Sur ce total de 391 milliards d'EUR de soutien à NextGenerationEU, 378,6 milliards d'EUR ont été financés par l'émission de titres de créance[11].

Outre les décaissements au titre de NextGenerationEU, la Commission a décaissé 10,1 milliards d'EUR en faveur de l'Ukraine au cours du premier semestre de 2025, dont 3,1 milliards d'EUR au titre de la facilité pour l'Ukraine et 7 milliards d'EUR au titre de l'initiative ERA menée par le G7.

Au cours du premier semestre de 2025, l'émission d'obligations de l'UE a également financé 118 millions d'EUR de prêts à la Macédoine du Nord, à l'Albanie, au Monténégro et à la Serbie au titre de la facilité pour les réformes et la croissance en faveur des Balkans occidentaux et 270 millions d'EUR de prêts au titre de la facilité pour les réformes et la croissance en faveur de la Moldavie.

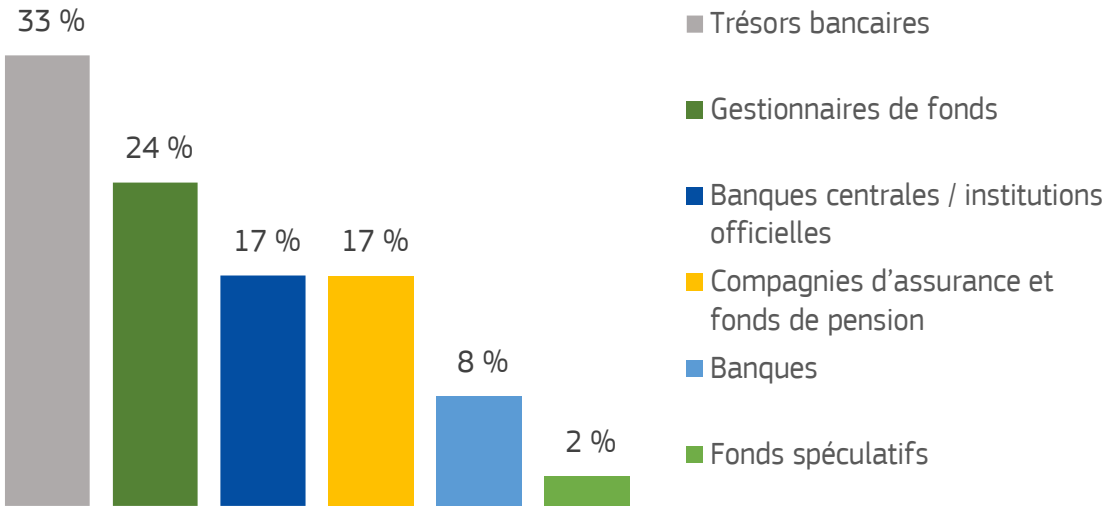
DEMANDE DES INVESTISSEURS ET LIQUIDITE DU MARCHE SECONDAIRE

Les émissions d'obligations de l'UE ont continué de bénéficier de la demande d'une base mondiale d'investisseurs équilibrée et diversifiée.

[10] Ceux-ci comprennent la plateforme «Technologies stratégiques pour l'Europe» (STEP), Horizon Europe, le Fonds InvestEU, ReactEU, le mécanisme de protection civile de l'Union (rescEU), le Fonds européen agricole pour le développement rural (Feader) et le Fonds pour une transition juste.

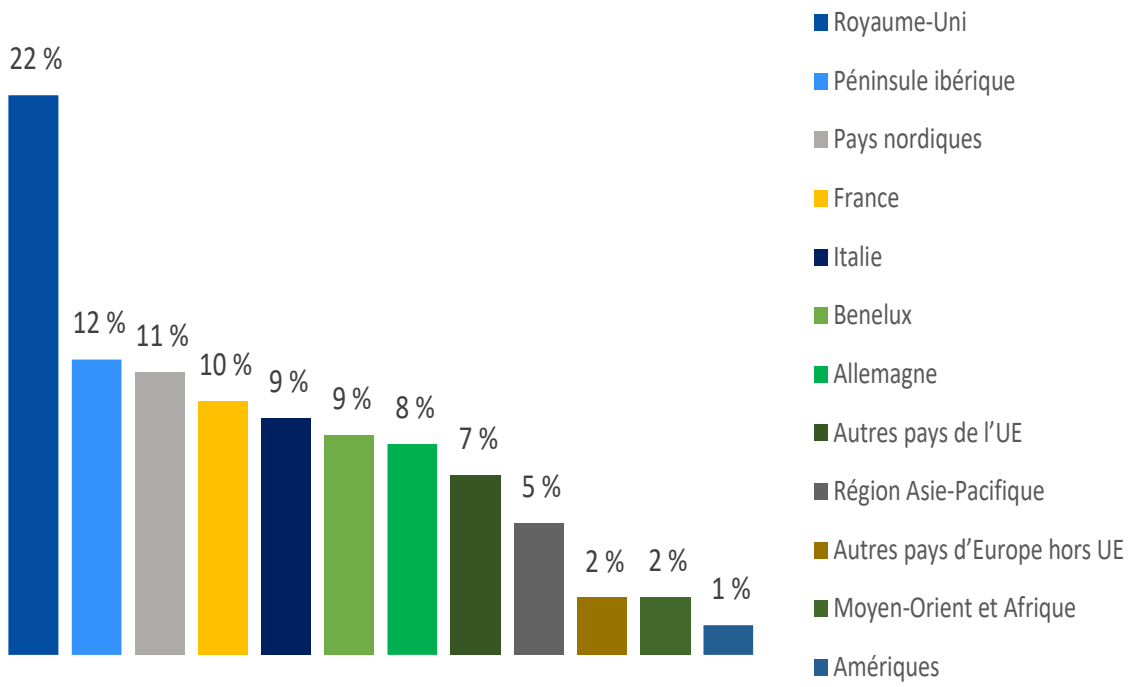
[11] Un montant supplémentaire de 12,4 milliards d'EUR de dépenses au titre de NextGenerationEU a été financé par d'autres sources [à savoir le système d'échange de quotas d'émissions (SEQE) et la réserve d'ajustement au Brexit].

Graphique 2: investisseurs dans les opérations syndiquées exécutées au premier semestre de 2025, ventilés par type d'investisseur



Au cours du premier semestre de 2025, plus de 40 % des obligations de l'UE émises par voie de syndication ont été achetées par des investisseurs ayant généralement des horizons d'investissement plus longs (c'est-à-dire des gestionnaires de fonds, des compagnies d'assurance et des fonds de pension). Les banques centrales/institutions officielles, qui préfèrent généralement investir dans des obligations ayant des échéances allant jusqu'à 10 ans, ont représenté environ 17 % des émissions syndiquées d'obligations de l'UE, tandis que les trésors bancaires ont constitué la principale source de demande, comptant pour 33 % des carnets d'ordres de syndication.

Graphique 3: investisseurs dans les opérations syndiquées exécutées au premier semestre de 2025, ventilés par pays/région



Depuis le lancement de NextGenerationEU, en 2021, les obligations de l'UE émises au moyen de syndications ont attiré plus de 1 900 investisseurs différents provenant de plus de 70 pays différents. Au cours du premier semestre de 2025, plus de 66 % des investissements dans les syndications d'obligations de l'UE provenaient d'investisseurs situés dans l'UE et plus de 22 % provenaient d'investisseurs internationaux exerçant leurs activités depuis le Royaume-Uni. Le reste provenait d'investisseurs internationaux établis en Asie ou dans d'autres pays européens non-membres de l'UE, tels que la Norvège et la Suisse.

Malgré les turbulences du marché causées par l'incertitude de la politique commerciale mondiale, les primes de nouvelle émission (PNI)[12], exigées par les investisseurs à titre de concession lorsque l'UE émet des obligations par voie de syndication, sont restées modérées au premier semestre de 2025, avec une moyenne d'environ 1,6 point de base. Cela correspond au niveau moyen des PNI enregistré en 2024, à savoir 1,65 point de base, et à celui des autres émetteurs sur des opérations comparables (mesurées selon leur taille et leur échéance).

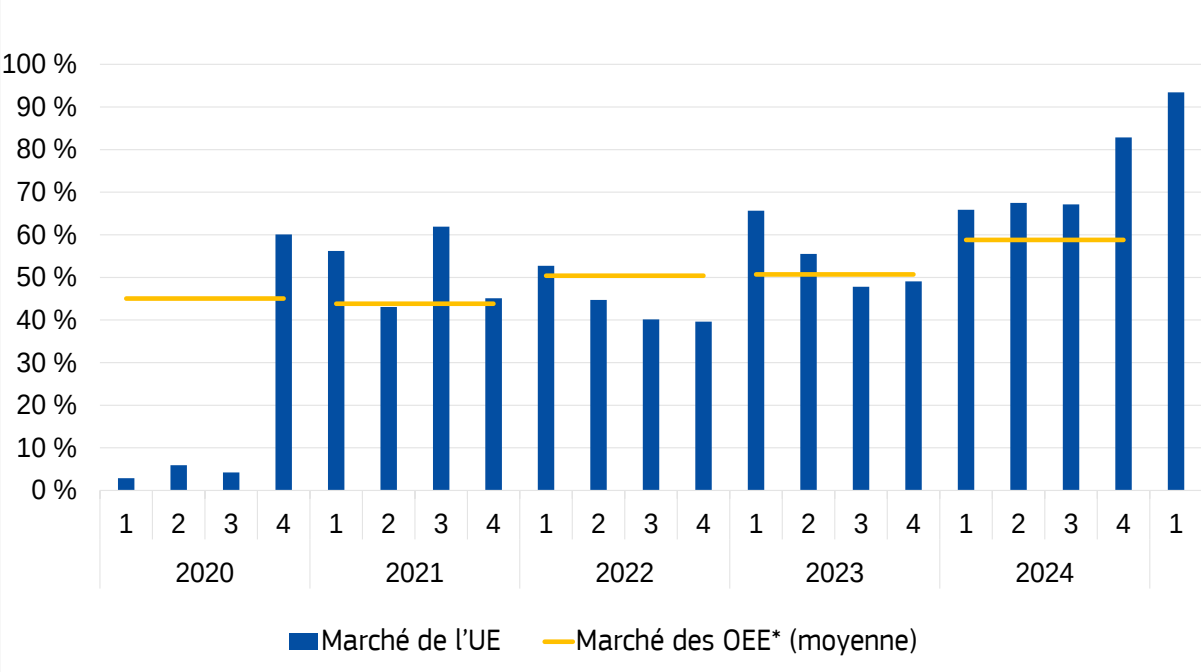
En parallèle, la liquidité des obligations de l'UE sur le marché secondaire est restée forte, soutenue par les modalités de cotation en vigueur depuis novembre 2023. Ces modalités permettent d'encourager les spécialistes en titres publics de l'UE à publier des prix fiables des obligations de l'UE sur les principales plateformes électroniques de négociation d'obligations. Depuis l'introduction de ces modalités de cotation, le volume quotidien d'obligations de l'UE négociées sur la principale plateforme de négociation électronique s'est établi en moyenne autour de 767 millions d'EUR, avec des pointes journalières supérieures à 2 milliards d'EUR. Au premier semestre de 2025, cette moyenne a été légèrement inférieure, les volumes d'échanges quotidiens s'établissant en moyenne à 643 millions d'EUR, compte tenu du climat d'investissement plus volatile.

La Commission a également favorisé la liquidité de la courbe des obligations de l'UE par l'abondement des lignes existantes, tout en créant de nouvelles lignes afin de répondre aux besoins

[12] Cette PNI est une prime que l'émetteur paie pour persuader les investisseurs d'acheter ses obligations sur le marché primaire plutôt que sur le marché secondaire.

des programmes et à la demande des investisseurs. En conséquence, l'encours moyen par obligation de l'UE s'est maintenu à environ 16 milliards d'EUR à la fin du premier semestre de 2025, en hausse par rapport aux 14,8 milliards d'EUR enregistrés fin 2024. De nouvelles lignes à 3, 10 et 7 ans ont également été lancées au cours du premier semestre de 2025.

Graphique 4: volumes d'échanges trimestriels sur le marché secondaire des obligations de l'UE et des obligations d'État européennes (% du niveau d'encours)



Source: Commission européenne, sur la base des données du sous-comité «marchés européens des dettes souveraines» du Comité économique et financier (ESDM).
Remarque: dans ce graphique, le marché des obligations d'État européennes (OEE) comprend les obligations émises par les États membres de la zone euro, le Fonds européen de stabilité financière et le Mécanisme européen de stabilité. Les données ne sont pas encore disponibles pour le T1 2025 et le T2 2025.

4. Coût du financement et coûts de la gestion des liquidités

COUT DU FINANCEMENT

La méthode de répartition des coûts dans le cadre de la stratégie de financement diversifiée permet à la Commission de lier les coûts de financement appliqués aux bénéficiaires (le budget de l'UE ou les bénéficiaires de prêts) aux conditions obtenues sur le marché lorsque les décaissements ont été financés[13]. En outre, cette méthode permet de répartir les coûts d'emprunt programme par

[13] En ce qui concerne NextGenerationEU, le coût des intérêts supportés est réparti entre le budget de l'UE et les États membres bénéficiaires de prêts, conformément à la méthode définie dans la décision d'exécution (UE) 2021/1095 de la Commission et dans la décision d'exécution (UE) 2022/9701 et la décision d'exécution (UE, Euratom) 2024/1974 de la Commission qui lui ont succédé. Cette méthode distingue trois catégories de coûts différentes: i) le coût du financement du soutien non remboursable et le coût des décaissements de prêts calculés pour des compartiments temporels de six mois; ii) le coût de la détention et de la gestion des liquidités; iii) les coûts administratifs. Un cloisonnement par programme est possible depuis l'entrée en vigueur de la décision d'exécution (UE, Euratom) 2024/1974 de la Commission au cours du second semestre de 2024. Afin d'éviter tout effet rétroactif, les programmes qui ont bénéficié d'un financement et d'un

programme. Cela cadre avec l'augmentation du nombre de programmes d'action financés par la stratégie de financement diversifiée dans le cadre de l'approche unifiée en matière de financement.

Conformément à cette méthode, le coût du financement des paiements au titre de NextGenerationEU dans le compartiment temporel de janvier à juin 2025 («TC8» dans le tableau ci-dessous) est estimé à 3,17 %, contre 2,99 % pour le compartiment temporel semestriel précédent. Le coût du financement des décaissements au titre de la facilité pour l'Ukraine, du programme d'AMF en faveur de l'Égypte et de la facilité pour les réformes et la croissance en faveur des Balkans occidentaux se situait entre 2,70 % et 2,80 % à la fin du mois de juin 2025. Le coût du financement du prêt AMF accordé à l'Ukraine dans le cadre de l'initiative ERA menée par le G7 s'élevait à 2,53 %.

Les différences de coûts de financement entre les compartiments de programme sont dues aux caractéristiques de chaque programme, telles que les différences dans les échéances moyennes des instruments d'emprunt[14].

Graphique 5: Coût du financement

Instrument «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 %

Facilité pour l'Ukraine	AMF+	AMF en faveur de l'Ukraine (initiative de prêts ERA menée par le G7)
2,72 %	3,16 %	2,53 %

AMF en faveur de l'Égypte	Programmes Balkans occidentaux (CP1)	Facilité pour les réformes et la croissance en faveur de la Moldavie
2,70 %	2,77 %	2,89 %

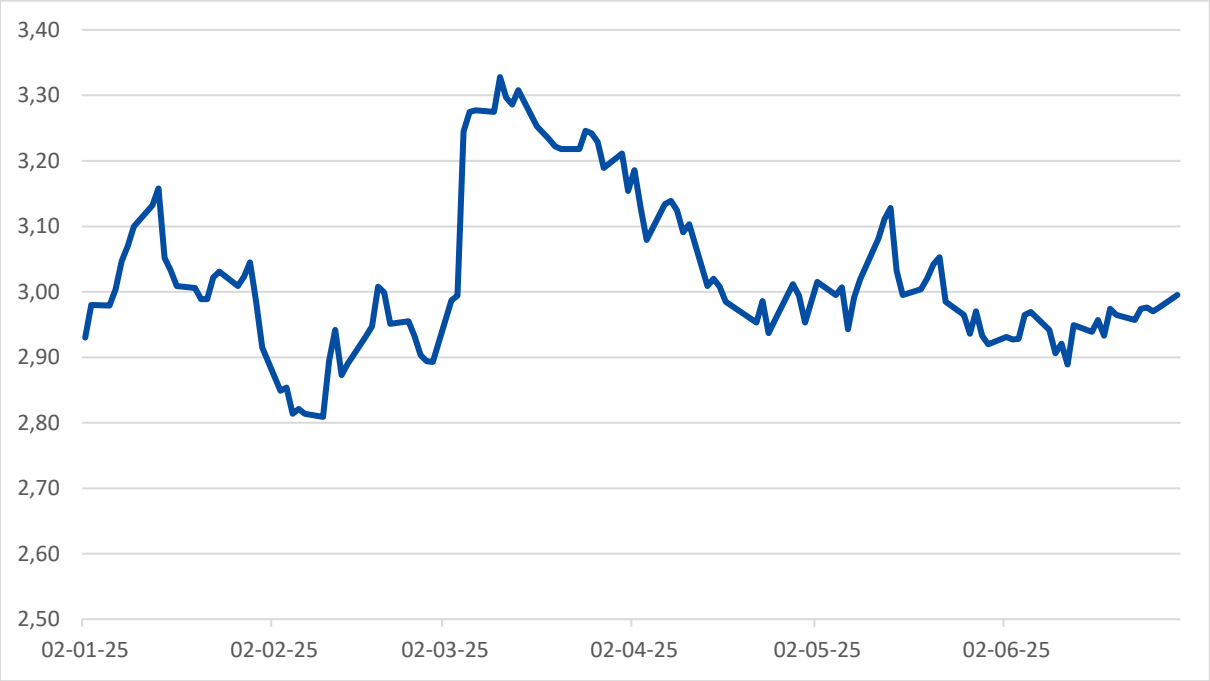
L'évolution du coût du financement reflète également les conditions qui prévalent sur le marché et qui ont une incidence sur le coût de l'emprunt pour les émissions de l'UE. Au cours des six premiers mois de 2025, les taux d'intérêt ont été très volatils en raison des incertitudes économiques et financières qui pèsent sur tous les émetteurs. Par conséquent, le taux d'intérêt des obligations de l'UE à 10 ans a fluctué entre 2,8 % et 3,3 % au cours du semestre pour s'établir à 2,95 % à la fin de cette période, contre 2,93 % au début du mois de janvier 2025. Dans le même temps, les écarts de rendement entre l'UE et la plupart des émetteurs d'obligations d'État européennes (OEE) se sont

décaissement avant la mise en œuvre de cette méthode (tels que les prêts AMF+ pour l'Ukraine et le financement relais exceptionnel au titre de la facilité pour l'Ukraine) restent groupés avec des opérations d'emprunt et de prêt au titre de NextGenerationEU dans le cadre de l'approche unifiée en matière de financement.

[14] Par exemple, NextGenerationEU a actuellement une échéance moyenne de financement plus longue que d'autres programmes, en raison de la structure du plafond temporaire spécifique des «ressources propres» qui couvre le profil de remboursement de ce programme. Afin de permettre une répartition harmonieuse dans le temps des actifs budgétaires qui seront utilisés pour rembourser les subventions NextGenerationEU, les obligations émises pour financer ces subventions ont généralement une échéance plus longue.

légèrement resserrés; l'écart de taux d'intérêt à 10 ans entre les obligations de l'UE et un panier 50/50 d'obligations souveraines allemandes et françaises a baissé d'environ 13 points de base au début de l'année à 5 points de base en juin 2025.

Graphique 6: Rendements des obligations de l'UE à 10 ans



COUTS DE GESTION DES LIQUIDITÉS

Au cours du premier semestre de 2025, le niveau moyen de l'encaisse s'est établi à 71,1 milliards d'EUR, contre 50,7 milliards d'EUR au second semestre de 2024. Cela s'explique principalement par les retards survenus dans les décaissements au titre de NextGenerationEU par rapport aux prévisions. En particulier, des décaissements d'une valeur de près de 45 milliards d'EUR prévus pour la fin du premier semestre de 2025 ont été reportés à plus tard durant l'été. D'autres programmes ont également connu de légers retards par rapport aux prévisions.

L'augmentation considérable de l'encaisse s'explique par la nécessité de maintenir un niveau élevé d'emprunts globaux compte tenu du montant important des fonds qui doivent encore être décaissés au titre du programme NextGenerationEU d'ici fin 2026[15]. Au vu des montants non négligeables de financement qui sont nécessaires au cours de la dernière année de mise en œuvre de NextGenerationEU, il est essentiel que la Commission poursuive ses opérations d'emprunt en respectant un calendrier régulier et prévisible afin de garantir les meilleures conditions du marché et une prévisibilité adéquate pour les investisseurs.

Alors que, les années précédentes, ils généraient un bénéfice, ces soldes de trésorerie ont commencé à entraîner un coût net en raison de l'évolution des taux d'intérêt. En effet, l'évolution rapide des taux directeurs et la pentification des courbes de rendement sur l'ensemble du marché ont accru les coûts de l'encaisse.

Afin de maximiser le rendement de l'investissement de ces soldes de trésorerie à court terme, la Commission a entrepris de vastes opérations de gestion des liquidités, en utilisant des dépôts à échéance fixe et des opérations de mise en pension pour investir entre 50 et 60 % des soldes de trésorerie en moyenne au cours des six premiers mois de 2025. Ces investissements à court terme

[15] Voir COM(2025) 310 final.

ont contribué à réduire le report négatif associé au solde de trésorerie investi de 20 à 25 points de base. Dans l'ensemble, le coût indicatif net de la gestion des liquidités pour le premier semestre de 2025 est estimé à environ 195 millions d'EUR[16], contre un revenu de 140 millions d'EUR perçu sur l'encaisse en 2024.

5. Mesures visant à développer davantage le marché des obligations de l'UE

La mise en œuvre des modalités de cotation à la fin de l'année 2023 et le lancement d'une facilité de mise en pension en octobre 2024 ont amélioré la résilience, la profondeur et la liquidité du marché des obligations de l'UE. Au cours du premier semestre de 2025, la Commission a continué d'investir dans l'approfondissement du marché des obligations de l'UE. Après le renforcement du programme de titres de créance à court terme de l'UE avec l'ajout d'une ligne de 12 mois en janvier 2025 (en plus des échéances existantes de 3 et 6 mois) et la mise en place du nouveau format d'adjudications d'obligations de l'UE à trois jambes en mars 2025, les travaux ont porté sur l'introduction d'attributions par adjudication au prix moyen.

Cette introduction permettra à la Commission de proposer à ses spécialistes en titres publics des montants complémentaires d'obligations (20 % du volume des adjudications initialement alloué) le lendemain de l'adjudication. Cette nouvelle option est utilisée par de nombreux programmes d'adjudication souverains pour inciter leurs spécialistes en titres publics à participer aux adjudications et susciter davantage l'intérêt des investisseurs. Des travaux préparatoires sont actuellement menés avec les parties prenantes concernées en vue de lancer de telles procédures d'attributions par adjudication au prix moyen à partir de l'automne 2025.

En parallèle, les initiatives indépendantes des acteurs du marché se sont poursuivies. Après le lancement, en décembre 2024, d'un contrat à terme basé sur l'indice ICE, EUREX a annoncé, en septembre 2025, le lancement d'un contrat à terme, réglé par livraison physique, portant sur les obligations de l'UE. Un marché de contrats à terme performant peut aider les acteurs du marché à fixer les prix des obligations de l'UE et à couvrir des positions ouvertes. Il s'agit donc d'un appui supplémentaire qui peut s'avérer précieux pour le fonctionnement du marché des obligations de l'UE et pour le rôle de ces dernières en tant qu'actifs liquides sûrs. Bien que la Commission n'ait aucun rôle direct ni aucune responsabilité dans le fonctionnement des contrats à terme, elle se félicite de ces initiatives indépendantes, qui témoignent de l'importance que revêt aux yeux des investisseurs le marché des obligations de l'UE, qui arrive rapidement à maturité.

6. Autres jalons au premier semestre de 2025

AGIR POUR LA SECURITE EN EUROPE (SAFE): UN NOUVEL INSTRUMENT FINANCIER DE L'UE QUI SERA FINANCE PAR DES EMPRUNTS DE L'UE

Le 27 mai 2025, le Conseil a adopté un règlement[17] établissant un nouvel instrument financier qui vise à aider les États membres à accélérer l'acquisition de capacités de défense: l'instrument «Agir pour la sécurité de l'Europe» (SAFE). Dans ce cadre, la Commission est chargée d'émettre un

[16] Une partie des opérations d'investissement à court terme arrivera à échéance au cours du second semestre de 2025. Conformément aux normes, le montant de quelque 195 millions d'EUR est présenté sans tenir compte de la rémunération qui aurait été perçue sur cette encaisse. Selon la méthode de la comptabilité d'exercice, le coût net de la gestion des liquidités pour le premier semestre de 2025 serait ramené à environ 160 millions d'EUR.

[17] Règlement (UE) 2025/1106 du Conseil du 27 mai 2025 établissant l'instrument «Agir pour la sécurité de l'Europe par le renforcement de l'industrie européenne de la défense» («instrument SAFE»).

montant maximal de 150 milliards d'EUR de financement supplémentaire jusqu'à la fin de l'année 2030. Le produit sera transféré aux États membres sous la forme de prêts destinés à financer l'acquisition d'importantes capacités de défense.

Les États membres ont jusqu'à la fin du mois de novembre 2025 pour présenter leurs demandes de prêt. Le montant des prêts et des préfinancements (pouvant atteindre 15 % du prêt) sera fixé dans des décisions d'exécution, sur la base desquelles les décaissements au titre du nouvel instrument seront effectués.

Compte tenu de la durée prolongée de l'instrument SAFE (jusqu'à la fin de 2030) et du fait que les décaissements sont axés sur la demande, la Commission pourra mobiliser les fonds de manière fluide et, le cas échéant, recourir à des financements à court et à long terme sur l'ensemble de la courbe des rendements. Étant donné que le financement sera intégré dans le cadre de l'approche unifiée de l'UE en matière de financement, les décaissements seront financés par des obligations de l'UE à long terme assorties de conditions concurrentielles et remboursés par les États membres bénéficiaires.

Le financement des prêts SAFE devrait commencer en 2026, lorsque les plans des États membres et les accords de prêts auront été approuvés. Toutes les émissions réalisées pour financer les prêts SAFE seront exécutées sous l'appellation unique d'«obligations de l'UE».

7. Perspectives d'émission pour le second semestre de 2025

La Commission a continué à mettre en œuvre un plan de financement régulier, prévisible et de grande ampleur tout au long du premier semestre de 2025, dans un contexte marqué par la volatilité des marchés. Ayant levé 85,8 milliards d'EUR de financements à long terme sous la forme d'obligations de l'UE depuis janvier 2025, la Commission a achevé son plan de financement pour le premier semestre de 2025 dans le respect du calendrier publié et des attentes du marché. Le produit a permis de financer diverses politiques de l'UE, notamment NextGenerationEU, l'assistance financière à l'Ukraine et des programmes en faveur de pays candidats à l'élargissement et de pays tiers.

Les émissions de l'UE ont continué de susciter une forte demande des investisseurs, comme en témoignent les carnets d'ordres pour les syndications ainsi que l'appui ferme et constant qui sous-tend les adjudications des titres de créance à court terme et des obligations de l'UE. Ce soutien démontre la sécurité et la liquidité qu'offrent les obligations de l'UE aux investisseurs européens et mondiaux qui recherchent de bonnes possibilités d'investissement dans des titres libellés en euros très bien notés.

Le 23 juin 2025, la Commission a annoncé son intention d'émettre jusqu'à 70 milliards d'EUR d'obligations de l'UE au cours du second semestre de 2025. Le plan de financement s'appuie sur le plan de financement de 90 milliards d'EUR établi pour le premier semestre de 2025 et correspond aux volumes annuels d'émissions prévus, annoncés précédemment, soit environ 160 milliards d'EUR pour 2025.

Cet objectif constituerait un record annuel d'émissions pour le programme d'obligations de l'UE, dans le prolongement des années précédentes (de 120 milliards d'EUR en 2023 à 140 milliards d'EUR en 2024), et cadrerait avec les besoins de financement des deux prochaines années, dont près de 335 milliards d'EUR de fonds relevant de la FRR sur la durée restante de ce programme. Dans sa communication du 4 juin 2025[18], la Commission décrit les progrès accomplis dans la mise en œuvre des plans nationaux pour la reprise et la résilience et invite les États membres à accélérer cette mise en œuvre. En outre, le produit sera utilisé pour fournir une assistance

[18] Voir NextGenerationEU — La voie vers 2026.

financière à l'Ukraine, aux pays candidats à l'élargissement et à des pays tiers, ainsi que pour reconduire les obligations arrivant à échéance.

Les montants levés par les obligations de l'UE seront complétés par un financement à court terme au moyen de titres de créance de l'UE. Les émissions d'obligations vertes NextGenerationEU (qui s'élèvent actuellement à 75,1 milliards d'EUR) resteront étroitement ajustées aux dépenses vertes déclarées par les États membres, qui financent le volet écologique de la FRR. La prochaine émission d'obligations vertes NextGenerationEU sera subordonnée à la notification et à la validation de dépenses supplémentaires liées au climat par les États membres dans le cadre de leurs plans nationaux pour la reprise et la résilience.

Annexe: indicateurs de mise en œuvre relatifs à l'utilisation des moyens permettant d'atteindre les objectifs d'efficience et d'efficacité de la stratégie globale de gestion de la dette de la Commission

Moyens		Indicateur	Valeur au S1 2025 (sauf indication contraire)	Commentaire sur l'exécution au S2 2024
Exécution du programme d'obligations de l'UE	a) Émissions régulières sur toute la courbe Émissions régulières d'obligations de l'UE (et d'obligations vertes NextGenerationEU) couvrant toutes les échéances de la courbe (jusqu'à 30 ans) afin d'offrir à divers types d'investisseurs des possibilités d'investissement, de manière à maintenir une forte demande de la part des investisseurs et ainsi de préserver la flexibilité de déterminer les volumes d'émission et les échéances pour les différentes opérations en fonction des conditions de marché.	*i. Ventilation par échéance du programme d'émission*	1-4 ans: 21 % 4-8 ans: 21 % 8-12 ans: 19 % 12-17 ans: 10 % 17-23 ans: 12 % 23-31 ans: 17 %	Au S1 2025, la Commission a poursuivi son objectif en émettant régulièrement des obligations d'échéances diverses pour fournir des liquidités sur tous les segments de la courbe de l'UE. Les opérations de financement ont été échelonnées sur le semestre afin de garantir une présence régulière sur le marché. Il y a eu plus d'opérations que lors du second semestre de 2024, étant donné que l'objectif de financement du premier semestre de 2025, d'un montant de 90 milliards d'EUR, était supérieur à l'objectif de financement du second semestre de 2024, qui était de 65 milliards d'EUR. Les émissions d'obligations vertes ont été légèrement inférieures à leur niveau du second semestre de 2024, ce qui cadre avec les dépenses vertes cumulées déclarées par les États membres et avec l'ajustement approprié des émissions d'obligations vertes à ces dépenses.
		ii. Répartition opportune des émissions	Six syndications et sept adjudications d'obligations, soit au moins deux émissions par mois.	
		iii. Émissions d'obligations vertes[19]	6,9 milliards d'EUR par abondements d'obligations de l'UE arrivant à échéance en 2033 et 2050.	
	b) Parvenir à un bon équilibre entre adjudications et syndications Utilisation de différentes techniques de financement en respectant un équilibre approprié, selon les volumes d'émission totaux et les conditions de marché, pour gérer les risques d'exécution, améliorer la liquidité sur le marché secondaire et réduire les coûts d'emprunt.	*i. Répartition des adjudications/syndications en pourcentage*	41 % des émissions d'obligations effectuées par adjudication.	Au S1 2025, la Commission a émis 41 % des obligations de l'UE par adjudication, soit une légère baisse par rapport au S2 2024 (42 %).
	c) Création d'obligations de référence liquides d'un montant élevé Abondement des obligations de l'UE pour porter l'encours des différentes lignes à	*i. Émissions sous la forme de nouvelles obligations par rapport au volume émis sous la forme d'abondements*	• 22 milliards d'EUR sous la forme de nouvelles obligations • 64 milliards d'EUR sous la forme d'abondements	Afin de renforcer la liquidité des titres de l'UE, la Commission a utilisé ses opérations pour abonder des lignes de financement existantes, environ 75 % du volume de financement ayant été levés grâce à des abondements.

[19] Informations supplémentaires sur les obligations vertes NextGenerationEU: Tableau de bord des obligations vertes NextGenerationEU.

Moyens		Indicateur	Valeur au S1 2025 (sauf indication contraire)	Commentaire sur l'exécution au S2 2024
	des niveaux correspondant à ceux des lignes de référence liquides d'un montant élevé.	*ii. Rythme d'abondement de nouvelles obligations*[20]	Environ trois mois	De nouvelles lignes de financement ont été lancées pour fournir au marché de nouvelles lignes de référence là où elles étaient nécessaires sur la courbe et sur la base des recommandations des spécialistes en titres publics de l'UE. De nouvelles obligations à 3, 10 et 20 ans ont été lancées au cours du premier semestre de 2025. En conséquence, l'encours moyen par obligation a augmenté pour atteindre environ 16 milliards d'EUR fin juin 2025, assurant ainsi la liquidité durable des obligations.
		iii. Volume moyen des encours des obligations[21]	Environ 16 milliards d'EUR	
		iv. Volume de transactions par rapport au volume d'émission	Environ 174 % au S1 2025, contre 155 % au S2 2024	
		v. Volume des transactions en valeur absolue	1 154 milliards d'EUR au S1 2025, contre 894 milliards d'EUR au S2 2024	
	d) Gestion du profil des échéances des émissions d'obligations de l'UE compte tenu: • de la marge de manœuvre supplémentaire temporaire (pour les emprunts liés à NextGenerationEU) et de la marge de manœuvre permanente (pour l'AMF+) dans le cadre du budget de l'UE • du remboursement futur des décaissements au cours d'une année donnée • de la stabilité des besoins futurs de refinancement • de la nécessité de protéger la notation de l'UE afin de garantir un faible coût d'emprunt à long terme et une forte demande de la part de sa base d'investisseurs.	*i. Échéance moyenne de l'émission*	Environ 12 ans	Au S1 2025, les émissions d'obligations avaient une échéance moyenne de 12 ans. Cela reflète l'objectif de la Commission d'échelonner le profil des remboursements dans le temps tout en attirant les investisseurs vers les opérations sur le marché primaire de l'UE. L'échéance moyenne est restée en deçà de l'échéance moyenne maximale de 17 ans fixée dans la décision d'emprunt annuelle pour 2025. La durée moyenne pondérée restant à courir avant l'échéance de l'encours de la dette a légèrement diminué (pour s'établir à environ 11 ans après être passée en dessous du seuil de 11,5 ans), sous l'effet du profil des émissions et de la réduction de la dette existante. Le refinancement est également resté stable, ce qui reflète les émissions passées et le profil de remboursement.
		ii. Durée moyenne restant à courir avant l'échéance de l'encours de la dette	Environ 11 ans	
		iii. Refinancement à court terme, c'est-à-dire le pourcentage de l'encours des obligations et des bons du Trésor arrivant à échéance dans les 12 prochains mois	Moins de 10 %	
		iv. Refinancement à moyen terme, c'est-à-dire le pourcentage de l'encours des obligations et des bons du Trésor	Moins de 37 %.	

[20] Sur la base du nombre moyen de mois entre la nouvelle émission et le premier abondement en considérant les nouvelles lignes abondées au cours du S1 2025.

[21] Encours des obligations par rapport au nombre d'obligations à la fin du S2 2024, sur la base des obligations émises dans le cadre de la stratégie de financement diversifiée.

Moyens		Indicateur	Valeur au S1 2025 (sauf indication contraire)	Commentaire sur l'exécution au S2 2024
		arrivant à échéance dans les cinq prochaines années		
Exécution du programme de bons du Trésor de l'UE	Émission régulière, par adjudication, de bons du Trésor de l'UE d'une échéance maximale d'un an pour attirer de nouveaux investisseurs (ou de nouveaux portefeuilles d'investisseurs existants) et pour soutenir la gestion des liquidités.	*i. Volume d'encours des bons du Trésor de l'UE*	Environ 30 milliards d'EUR	L'encours de la dette au titre du programme des titres de créance à court terme de l'UE a augmenté, passant d'environ 25 milliards d'EUR à environ 30 milliards d'EUR au cours de la période considérée dans le cadre de l'élaboration du programme afin de fournir des liquidités supplémentaires en cas de besoin. Cela comprenait également l'introduction d'une nouvelle ligne de titres de créance à court terme de l'UE à 12 mois.
		ii. Nombre d'adjudications de bons du Trésor de l'UE	12	
Gestion des liquidités	Gestion d'une réserve de liquidités sur la base des obligations de paiement, des besoins en matière de décaissements et des coûts de l'encaisse, compte tenu des conditions existantes du marché.	*i. Nombre de défauts de paiement dus à un manque de liquidités*	Aucun	La Commission a répondu à tous les besoins en matière de décaissements et il n'y a eu aucun défaut de règlement pendant le second semestre de 2024.
Réseau des spécialistes en titres publics	Attirer un large éventail d'établissements financiers manifestant un engagement fort à soutenir les émissions de l'UE.	*i. Nombre d'établissements ayant signé des engagements de souscription pour des opérations au cours des six derniers mois*	19 (contre 18 au S2 2024).	Les spécialistes en titres publics de l'UE ont continué de soutenir la Commission, tandis que la rotation lors des syndications a permis à la Commission de faire appel à toutes les banques qui remplissent les conditions pour faire partie d'un syndicat.
Communication avec les différentes parties prenantes du marché et avec les émetteurs comparables	Maintien et renforcement d'un climat de confiance avec la base d'investisseurs, avec les acteurs du marché et avec les émetteurs comparables pour soutenir la demande de dette de l'UE et permettre à l'Union de mieux comprendre la dynamique du marché et les besoins des investisseurs.	*i. Écarts par rapport aux calendriers préalablement annoncés pour la publication des plans de financement*	Aucun	La Commission a entretenu une communication régulière et prévisible avec les marchés, conformément aux annonces précédentes. Au cours du premier semestre de 2025, une affectation réduite d'environ 4 milliards d'EUR a eu lieu en raison de l'obtention de conditions de financement attrayantes lors des adjudications d'obligations. La Commission a régulièrement publié des statistiques sur les investisseurs, et sa base d'investisseurs diversifiée a continué d'augmenter.
		ii. Écart par rapport aux volumes annoncés dans le plan de financement	Environ 4 milliards d'EUR ou moins de 5 % (contre moins de 2 % au S2 2024).	
		iii. Statistiques sur la répartition des investisseurs	Par type: banques centrales/institutions officielles 17 %, gestionnaires de fonds 24 %, trésors bancaires 33 %, compagnies d'assurances et fonds de	

Moyens		Indicateur	Valeur au S1 2025 (sauf indication contraire)	Commentaire sur l'exécution au S2 2024
			pension 17 %, banques 8 %, fonds spéculatifs 2 % Par pays/région: Royaume-Uni 22 %, pays nordiques 11 %, France 10 %, Benelux 9 %, Italie 9 %, Asie-Pacifique 5 %, Allemagne 8 %, péninsule ibérique 12 %, autres pays de l'UE 7 %, autres pays d'Europe hors UE 2 %, Amériques 1 %, Moyen-Orient et Afrique 2 %	