COMISSÃO
EUROPEIA

Bruxelas, 24.9.2025
COM(2025) 588 final

RELATÓRIO DA COMISSÃO AO PARLAMENTO EUROPEU E AO CONSELHO

Relaório semestral sobre a execução das operações de gestão da dívida, contração e concessão de empréstimos conexas, nos termos do artigo 13.º da Decisão de Execução C (2023) 8010 da Comissão

1 de janeiro de 2025 a 30 de junho de 2025

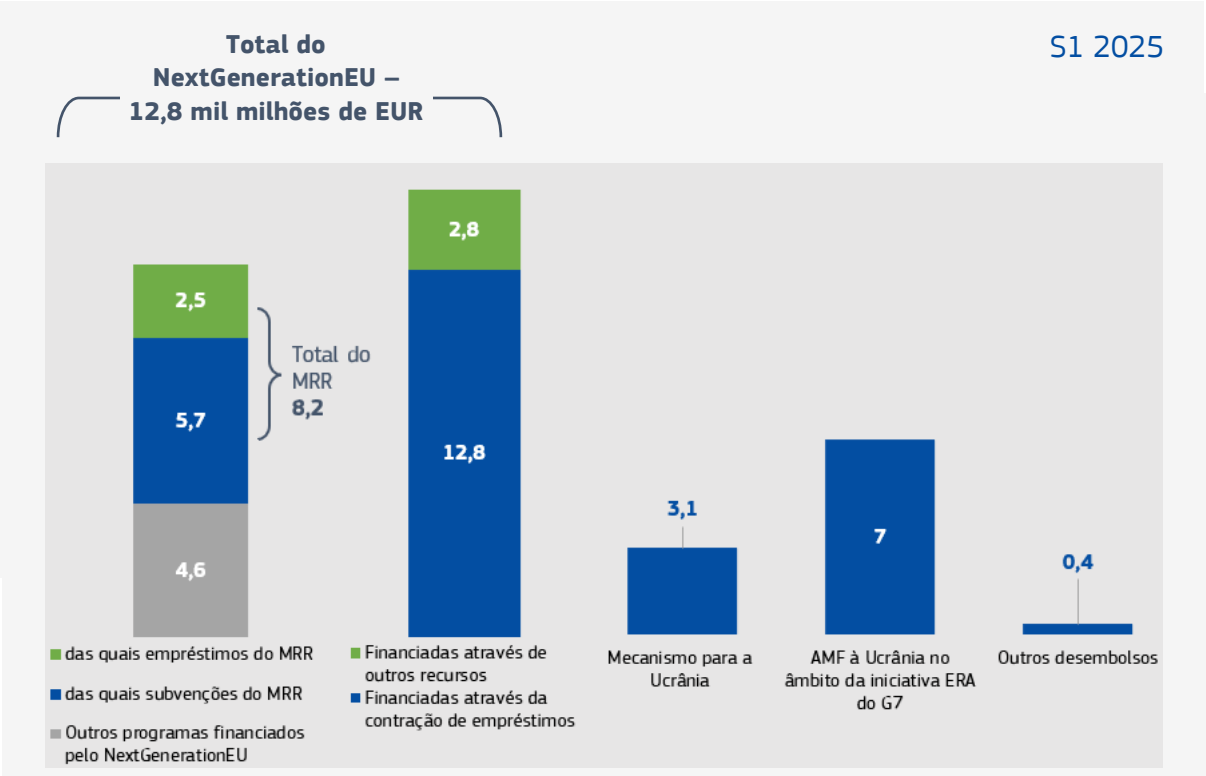
Índice

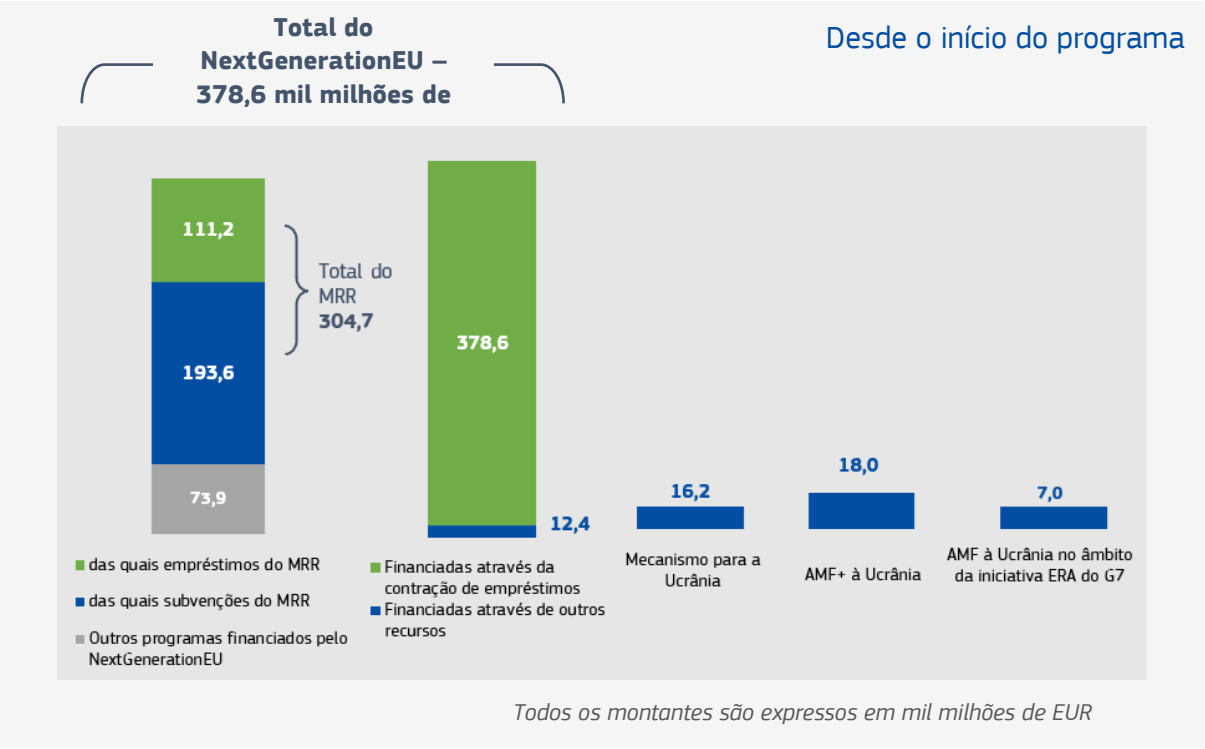
1. Resumo 4
2. Introdução 5
3. Execução das operações de contração de empréstimos no primeiro semestre de 2025 6
4. Custo do financiamento e custos de gestão de liquidez 11
5. Medidas para continuar a desenvolver o mercado de obrigações da UE 14
6. Outras etapas no primeiro semestre de 2025 15
7. Perspetivas de emissão no segundo semestre de 2025 15

FINANCIAMENTO MOBILIZADO NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2025



UTILIZAÇÃO DAS RECEITAS





Todos os montantes são expressos em mil milhões de EUR

OBRIGAÇÕES DA UE PENDENTES

em 30 de junho de 2025



145,4 mil milhões de EUR de obrigações recíprocas («back-to-back»)

516,2 mil milhões de EUR de obrigações no âmbito da abordagem de financiamento unificada

dos quais 441,1 mil milhões de EUR de obrigações convencionais da UE

dos quais 75,1 mil milhões de EUR de obrigações verdes no quadro do Instrumento de Recuperação da UE

FACTOS ESSENCIAIS relativos ao PRIMEIRO SEMESTRE DE 2025

- Seis consórcios de emissão e sete leilões mobilizaram 85,8 mil milhões de EUR, com um prazo médio de vencimento de cerca de 12 anos.
- A maioria dos fundos foi utilizada no quadro do NextGenerationEU (12,8 mil milhões de EUR) e para apoiar a Ucrânia (10,1 mil milhões de EUR), com desembolsos adicionais ao abrigo do Mecanismo para as Reformas e o Crescimento nos Balcãs Ocidentais (118 milhões de EUR) e do Mecanismo para as Reformas e o Crescimento na Moldávia (270 milhões de EUR).
- O custo do financiamento foi de 3,17 % para o NextGenerationEU (em comparação com 2,99 % no segundo semestre de 2024), 2,72 % para o Mecanismo para a Ucrânia, 2,53 % para o empréstimo de assistência macrofinanceira (AMF) no âmbito da iniciativa do G7 relativa aos empréstimos de utilização acelerada de receitas extraordinárias (ERA), 2,77 % para o Mecanismo para as Reformas e o Crescimento nos Balcãs Ocidentais e 2,89 % para o Mecanismo para as Reformas e o Crescimento na Moldávia.

1. Resumo

No primeiro semestre de 2025, a UE mobilizou 85,8 mil milhões de EUR de financiamento a longo prazo através de seis consórcios de emissão e sete leilões, dos quais 6,9 mil milhões de EUR através de obrigações verdes no quadro do NextGenerationEU. No final de junho de 2025, as obrigações da UE pendentes ascendiam a 661,6 mil milhões de EUR (com um prazo de vencimento residual médio de cerca de 12 anos), dos quais 75,1 mil milhões de EUR sob a forma de obrigações verdes no quadro do NextGenerationEU, enquanto os instrumentos financeiros de curto prazo da UE pendentes ascendiam a 33,3 mil milhões de EUR em junho de 2025.

Os 85,8 mil milhões de EUR mobilizados no primeiro semestre de 2025 fazem parte das emissões de obrigações previstas pela Comissão para 2025, num total de cerca de 160 mil milhões de EUR, tendo sido anunciada uma emissão no valor de 70 mil milhões de EUR para o segundo semestre de 2025. Esta representará a maior emissão anual da UE até à data, tendo em conta o aumento regular observado nos anos anteriores (de 120 mil milhões de EUR em 2023 para 140 mil milhões de EUR em 2024).

Graças às receitas destas emissões, a Comissão continuou a satisfazer atempadamente as necessidades de desembolso associadas aos diferentes programas financiados através da contração de empréstimos. Entre esses programas, o NextGenerationEU é o mais importante, no âmbito do qual já foram desembolsados 378,6 mil milhões de EUR de fundos angariados através de empréstimos contraídos pela UE. No entanto, em 2025 e 2026, ainda será necessário desembolsar uma parte significativa do apoio ao abrigo do Mecanismo de Recuperação e Resiliência (MRR)[1].

No primeiro semestre de 2025, foram desembolsados 12,8 mil milhões de EUR das receitas da emissão para a execução de investimentos e reformas no quadro do NextGenerationEU. A Ucrânia recebeu um total de 10,1 mil milhões de EUR ao abrigo do Mecanismo para a Ucrânia e do programa de assistência macrofinanceira (AMF) no âmbito da iniciativa do G7 relativa aos empréstimos de utilização acelerada de receitas extraordinárias (ERA). Foram ainda utilizados 270 milhões de EUR das receitas para financiar um empréstimo ao abrigo do Mecanismo para as Reformas e o Crescimento na Moldávia e 118 milhões de EUR para conceder empréstimos à Macedónia do Norte, à Albânia, ao Montenegro e à Sérvia ao abrigo do Mecanismo para as Reformas e o Crescimento nos Balcãs Ocidentais.

As reservas de liquidez aumentaram no primeiro semestre de 2025, uma vez que os desembolsos no quadro do NextGenerationEU ficaram aquém dos montantes previstos com base nas informações fornecidas pelos Estados-Membros. Ao contrário de períodos de relato anteriores, em que os saldos de tesouraria geraram receitas, neste semestre, esses saldos implicaram custos indicativos de cerca de 195 milhões de EUR devido ao seu perfil de financiamento a longo prazo. A Comissão gere ativamente estes saldos de tesouraria temporários, a fim de minimizar estes custos de detenção. A acumulação de saldos de tesouraria é temporária e resulta de emissões regulares e previsíveis destinadas a assegurar as melhores condições de mercado, enquanto os desembolsos seguem as especificidades da execução de cada programa financiado, em especial, o MRR. À medida que se aproxima a data-limite de 2026 para os desembolsos no quadro do NextGenerationEU, as entradas e saídas de fundos irão convergir.

[1] Na sua Comunicação de 4 de junho de 2025 intitulada NextGenerationEU – Rumo a 2026 [COM(2025) 310 final], a Comissão descreve os progressos realizados na execução dos planos nacionais de recuperação e resiliência e insta os Estados-Membros a acelerarem a execução, uma vez que, à data da comunicação, ainda era necessário desembolsar cerca de 335 mil milhões de EUR ao abrigo do MRR. Este montante será financiado, sobretudo, através da contração de empréstimos, mas também, em parte, por outros recursos [ou seja, o Sistema de Comércio de Licenças de Emissão (CELE) e a Reserva de Ajustamento ao Brexit (RAB)]. Em junho, após a adoção da comunicação, foram desembolsados mais 700 milhões de EUR ao abrigo do MRR.

No primeiro semestre de 2025, as emissões da UE continuaram a beneficiar de uma forte procura por parte dos investidores, enquanto as taxas de rendibilidade das obrigações da UE diminuíram em relação à maioria das obrigações de dívida pública europeias. O diferencial da taxa de juro a 10 anos entre as obrigações da UE e um cabaz composto por partes iguais (50/50) de obrigações soberanas alemãs e francesas diminuiu de cerca de 13 pontos de base, no início de 2025, para cinco pontos de base, no final de junho de 2025. No entanto, devido às condições de mercado que afetaram todos os emitentes, o custo de financiamento da UE[2] aumentou, durante esse período, para 3,17 %, em comparação com 2,99 % no período de financiamento anterior.

No âmbito dos seus esforços contínuos para consolidar e melhorar o programa de emissão de obrigações e de instrumentos financeiros de curto prazo da UE, a Comissão introduziu, em abril de 2025, leilões de obrigações em três segmentos (leilões para três prazos de vencimento diferentes), o que lhe permitiu aumentar os montantes obtidos em cada leilão. Esta medida será complementada pela introdução de atribuições não concorrenciais ligadas a leilões no outono de 2025, o que deverá estimular a procura de obrigações vendidas através de leilões. Em janeiro de 2025, a Comissão introduziu igualmente leilões de instrumentos financeiros de curto prazo em três segmentos, com o lançamento de uma nova linha de instrumentos financeiros da UE a 12 meses, para além dos prazos de vencimento de três e seis meses existentes. Paralelamente às medidas da Comissão, os intervenientes no mercado prosseguiram as suas próprias iniciativas. Após o lançamento, em dezembro de 2024, de um contrato de futuros baseado em índices, foi anunciado, no primeiro semestre de 2025, o lançamento de um contrato de futuros sobre obrigações da UE com liquidação física a partir de setembro de 2025.

No final de maio de 2025, o Conselho adotou o novo Instrumento de Ação para a Segurança da Europa (SAFE), no âmbito do qual a UE pode mobilizar até 150 mil milhões de EUR nos mercados de capitais até ao final de 2030, a fim de financiar empréstimos aos Estados-Membros que possam ser utilizados para acelerar a aquisição de capacidades de defesa. Este novo mandato, associado às necessidades significativas de refinanciamento das obrigações já pendentes, implica uma presença constante da UE no mercado para além de 2027. Desde o lançamento do NextGenerationEU, em junho de 2021, a Comissão recebeu mandatos para financiar outras políticas num montante total de 240 mil milhões de EUR, com prazos para novas emissões de dívida até 2030. Todas as necessidades de financiamento são agrupadas e financiadas através da emissão de obrigações e instrumentos financeiros de curto prazo da UE no âmbito de um programa de financiamento único, reforçando assim a presença da UE no mercado enquanto emitente.

2. Introdução

A Comissão tem vindo a contrair empréstimos em nome da UE há mais de 40 anos. Nos últimos cinco anos, assistiu-se a um aumento acentuado da emissão de obrigações da UE, uma vez que esta depende dos mercados de capitais para financiar grandes programas, como o instrumento SURE[3], o NextGenerationEU e a assistência financeira à Ucrânia (AMF+, Mecanismo para a Ucrânia e empréstimo de AMF no âmbito da iniciativa ERA do G7). Em 30 de junho de 2025, o saldo total da dívida da UE era de 694,9 mil milhões de EUR, dos quais 33,3 mil milhões de EUR sob a forma de instrumentos financeiros de curto prazo da UE.

[2] De acordo com a metodologia de repartição dos custos estabelecida na Decisão de Execução (UE) 2024/1974 da Comissão.

[3] Instrumento europeu de apoio temporário para atenuar os riscos de desemprego numa situação de emergência (SURE).

O presente relatório semestral[4] analisa a execução das operações de contração de empréstimos entre 1 de janeiro de 2025 e 30 de junho de 2025. Além disso, apresenta perspetivas para a emissão de obrigações da UE no segundo semestre de 2025. Não avalia a forma como as receitas das emissões de obrigações da UE são utilizadas, inclusive em despesas do foro ecológico, uma vez que esse aspeto é abordado em relatórios distintos ao abrigo dos regulamentos relativos a cada instrumento[5].

Na sequência da recomendação formulada pelo Tribunal de Contas Europeu (TCE), em junho de 2023[6], o anexo do presente relatório apresenta indicadores que podem ser utilizados para acompanhar a execução da estratégia global de gestão da dívida subjacente[7] à abordagem de financiamento unificada da Comissão[8].

3. Execução das operações de contração de empréstimos no primeiro semestre de 2025

No primeiro semestre de 2025, a Comissão continuou a mobilizar fundos nos mercados, recorrendo à sua abordagem de financiamento unificada. Além de terem sido cumpridos tempestivamente todos os compromissos de desembolso, os montantes e os prazos de vencimento das obrigações emitidas mantiveram-se dentro dos parâmetros preestabelecidos e as condições de financiamento foram consentâneas com as de um emitente da dimensão da UE e com a sua notação. As secções que se seguem apresentam algumas das principais componentes das operações de contração e concessão de empréstimos da Comissão nesse primeiro semestre. No anexo do presente relatório são analisados outros indicadores utilizados para acompanhar a execução da estratégia de financiamento da Comissão.

[4] Elaborado em conformidade com o artigo 13.º da Decisão de Execução C(2023) 8010 da Comissão, que estabelece as disposições para a aplicação da abordagem de financiamento unificada das operações de contração de empréstimos e de gestão da dívida.

[5] Ver, por exemplo, os relatórios anuais relativos ao Mecanismo de Recuperação e Resiliência e à assistência macrofinanceira e o relatório referente à afetação e ao impacto das obrigações verdes no quadro do NextGenerationEU.

[6] Relatório Especial 16/2023: Gestão da dívida do IRUE pela Comissão e Respostas da Comissão.

[7] O relatório semestral sobre a execução das operações de contração e concessão de empréstimos da UE, de 1 de janeiro de 2023 a 30 de junho de 2023, apresenta uma descrição da estratégia global de gestão da dívida; ver o quarto relatório semestral sobre a execução das operações de contração de empréstimos da UE.

[8] Para todos os programas anteriores ao NextGenerationEU, a Comissão adotou uma abordagem de financiamento recíproco, emitindo obrigações e transferindo as receitas diretamente para os países beneficiários nas mesmas condições (ou seja, com a mesma taxa de juro e o mesmo prazo de vencimento) em que as tinha obtido. Quando criou o NextGenerationEU, em 2021, a Comissão definiu uma estratégia de financiamento diversificada, semelhante à executada pelos maiores emitentes soberanos da área do euro, utilizando diferentes instrumentos de financiamento (obrigações e instrumentos financeiros de curto prazo da UE) e técnicas de financiamento (consórcios de emissão e leilões) para satisfazer as necessidades de financiamento a longo e a curto prazo. Em dezembro de 2022, o Parlamento e o Conselho alteraram o artigo 220.º-A do Regulamento Financeiro, a fim de permitir à Comissão alargar a estratégia de financiamento diversificada a outros programas de contração de empréstimos da UE, criando assim uma abordagem de financiamento unificada para todos os programas de contração e concessão de empréstimos da UE no âmbito da qual a UE emite «obrigações da UE» de denominação única, em vez de obrigações denominadas separadamente para programas individuais, como o NextGenerationEU, o instrumento SURE e a AMF.

EXECUÇÃO DE OPERAÇÕES DE FINANCIAMENTO NO PRIMEIRO SEMESTRE DE 2025

A Comissão mobilizou um total de 85,8 mil milhões de EUR em obrigações da UE[9], com um prazo médio de vencimento de cerca de 12 anos (semelhante ao prazo médio de vencimento do financiamento mobilizado no segundo semestre de 2024), enquanto a emissão de obrigações verdes no quadro do NextGenerationEU foi de 6,9 mil milhões de EUR.

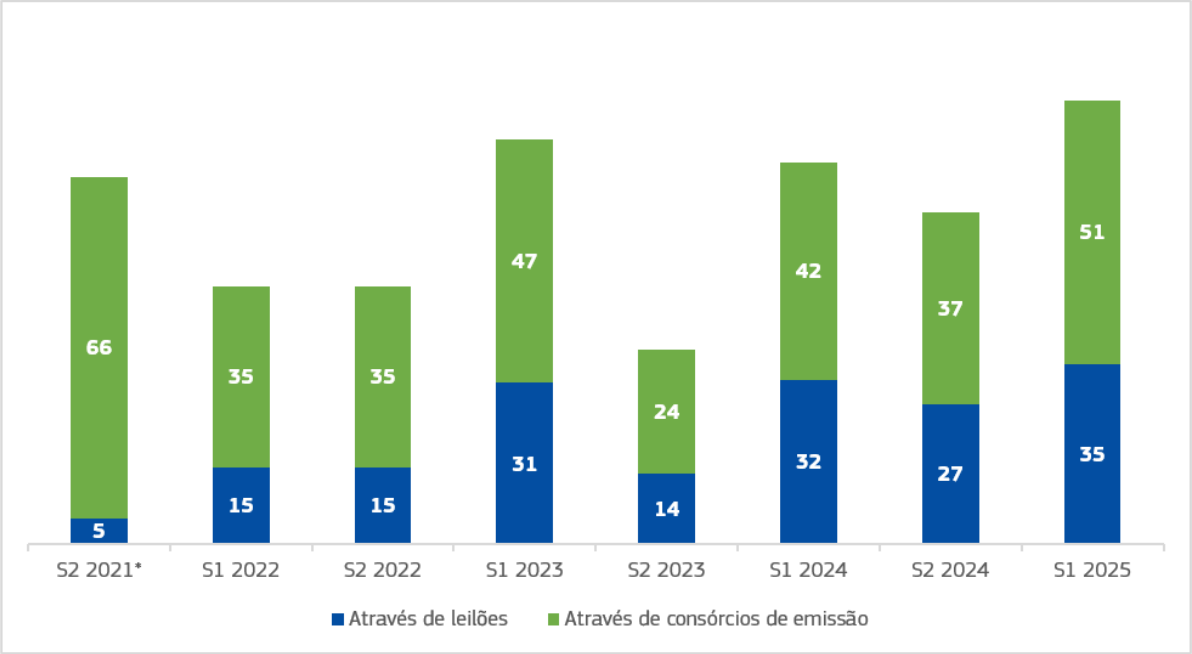
A Comissão utilizou uma combinação de quatro consórcios de emissão (59 % do montante mobilizado) e sete leilões (41 % do montante mobilizado), em conformidade com o objetivo anunciado. Em março de 2025, a Comissão introduziu leilões de obrigações em três segmentos (os leilões de obrigações em dois segmentos tinham sido utilizados anteriormente), a fim de permitir um ligeiro aumento dos volumes por leilão. As obrigações da UE foram emitidas a intervalos regulares ao longo do período de seis meses, tendo em conta as condições de liquidez do mercado e assegurando simultaneamente uma presença regular no mercado.

As operações realizadas no primeiro semestre de 2025 elevaram o montante total de obrigações da UE pendentes em 30 de junho de 2025 para 661,6 mil milhões de EUR, dos quais 516,2 mil milhões de EUR foram emitidos através da abordagem de financiamento unificada da UE. O valor total das obrigações verdes pendentes no quadro do NextGenerationEU foi de 75,1 mil milhões de EUR.

Em janeiro de 2025, a Comissão introduziu igualmente leilões de instrumentos financeiros de curto prazo em três segmentos, com o lançamento de uma nova linha de instrumentos financeiros da UE a 12 meses, para além dos prazos de vencimento de três e seis meses existentes. No final de junho de 2025, a UE dispunha de 33,3 mil milhões de EUR de crédito em dívida através de instrumentos financeiros de curto prazo da UE.

[9] Em consonância com os semestres anteriores, a diferença em relação ao objetivo do plano de financiamento (90 mil milhões de EUR no primeiro semestre de 2025) reflete a subutilização pela Comissão dos montantes finais obtidos através de leilões de obrigações, a fim de assegurar as condições de financiamento mais atrativas nestas operações, tendo em conta a licitação prevalecente.

Gráfico 1: Financiamento obtido no âmbito da abordagem de financiamento unificada



* As duas primeiras operações do NextGenerationEU ocorreram em junho de 2021 e foram incluídas no valor do segundo semestre de 2021, uma vez que faziam parte do mesmo plano de financiamento que as operações realizadas no segundo semestre de 2021.

Todos os montantes são expressos em mil milhões de EUR

DESEMBOLSOS

Graças a estas operações, a Comissão continuou a financiar os planos de recuperação e resiliência dos Estados-Membros através do desembolso rápido das receitas (em média, no prazo de nove dias úteis).

No primeiro semestre de 2025, a Comissão desembolsou um total de 23,3 mil milhões de EUR para todas as políticas combinadas, dos quais 12,8 mil milhões de EUR foram desembolsados para financiar o NextGenerationEU. Desse montante, 8,2 mil milhões de EUR foram utilizados para financiar os planos de recuperação e resiliência dos Estados-Membros ao abrigo do MRR, repartidos em 5,7 mil milhões de EUR sob a forma de subvenções a 11 Estados-Membros e em 2,5 mil milhões de EUR sob a forma de empréstimos a três Estados-Membros. Os restantes 4,6 mil milhões de EUR foram utilizados para financiar programas geridos pela UE e apoiados pelo NextGenerationEU[10].

Globalmente, desde o verão de 2021, a Comissão desembolsou 391 mil milhões de EUR para apoiar o NextGenerationEU. Este montante inclui 205,9 mil milhões de EUR em subvenções e 111,2 mil milhões de EUR em empréstimos aos Estados-Membros ao abrigo do MRR e 73,9 mil milhões de EUR para os programas do NextGenerationEU geridos pela UE. Do total de 391 mil milhões de EUR de apoio ao NextGenerationEU, 378,6 mil milhões de EUR foram financiados através da emissão de dívida[11].

[10] Estes programas incluem a Plataforma de Tecnologias Estratégicas para a Europa (STEP), o Horizonte Europa, o Fundo InvestEU, a React-EU, o Mecanismo de Proteção Civil da União (RescEU), o Fundo Europeu Agrícola de Desenvolvimento Rural (FEADER) e o Fundo para uma Transição Justa.

[11] Um montante adicional de 12,4 mil milhões de EUR relativo a despesas do NextGenerationEU foi financiado a partir de outras fontes (ou seja, CELE e RAB).

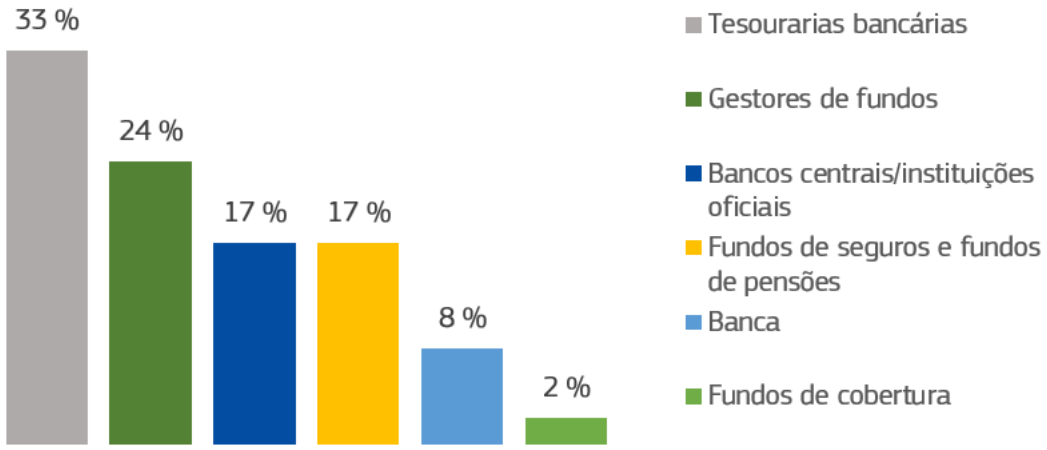
Para além dos desembolsos no quadro do NextGenerationEU, a Comissão desembolsou 10,1 mil milhões de EUR à Ucrânia durante o primeiro semestre de 2025, dos quais 3,1 mil milhões de EUR ao abrigo do Mecanismo para a Ucrânia e 7 mil milhões de EUR ao abrigo do programa de AMF à Ucrânia no âmbito da iniciativa ERA do G7.

No primeiro semestre de 2025, a emissão de obrigações da UE também financiou 118 milhões de EUR em empréstimos à Macedónia do Norte, à Albânia, ao Montenegro e à Sérvia ao abrigo do Mecanismo para as Reformas e o Crescimento nos Balcãs Ocidentais e 270 milhões de EUR em empréstimos ao abrigo do Mecanismo para as Reformas e o Crescimento na Moldávia.

PROCURA POR PARTE DE INVESTIDORES E LIQUIDEZ DO MERCADO SECUNDÁRIO

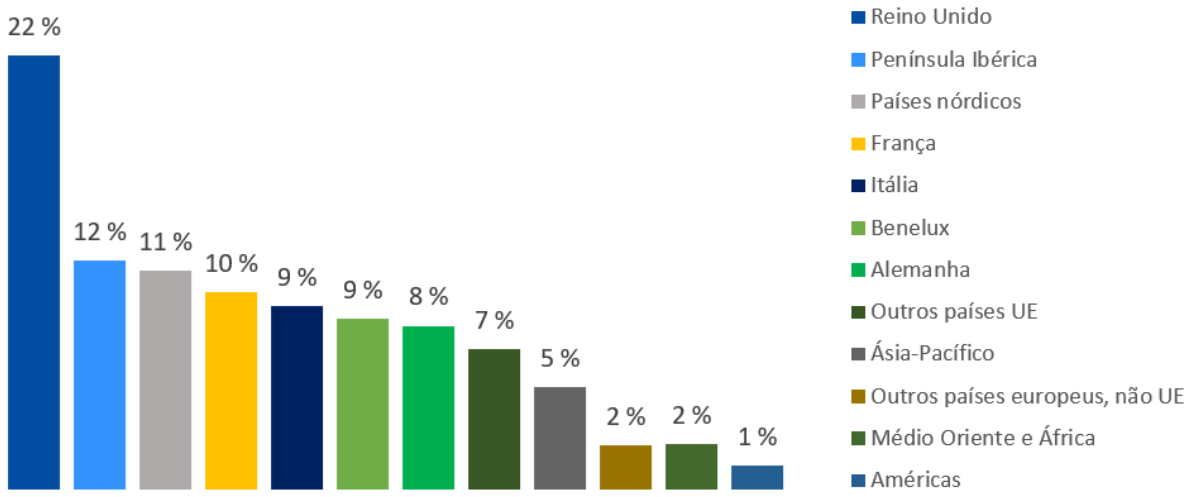
As emissões de obrigações da UE continuaram a beneficiar da procura de uma base de investidores mundial equilibrada e diversificada.

Gráfico 2: Investidores em operações através de consórcios de emissão executadas no primeiro semestre de 2025, por tipo de investidor



No primeiro semestre de 2025, mais de 40 % das obrigações da UE emitidas através de consórcios de emissão foram adquiridas por investidores com horizontes de investimento tipicamente mais longos (ou seja, gestores de fundos, companhias de seguros e fundos de pensões). Os bancos centrais / instituições oficiais, que normalmente preferem investir em obrigações com prazos de vencimento até 10 anos, representaram cerca de 17 % das obrigações da UE emitidas através de consórcios de emissão, enquanto os tesouros bancários foram a maior fonte de procura, representando 33 % das carteiras de ordens dos consórcios de emissão.

Gráfico 3: Investidores em operações através de consórcios de emissão executadas no primeiro semestre de 2025, por país / região



As obrigações da UE emitidas através de consórcios de emissão atraíram mais de 1 900 investidores diferentes de mais de 70 países diferentes desde o início do NextGenerationEU, em 2021. No primeiro semestre de 2025, mais de 66 % do investimento em consórcios de emissão de obrigações da UE é proveniente de investidores localizados na UE e mais de 22 % de investidores internacionais que operam a partir do Reino Unido. O restante provém de investidores internacionais sediados na Ásia ou noutros países europeus não pertencentes à UE, como a Noruega e a Suíça.

Apesar do ambiente de mercado turbulento causado pela incerteza da política comercial mundial, o prémio de novas emissões[12], exigido pelos investidores a título de concessão quando a UE emite obrigações através de consórcios de emissão, permaneceu moderado no primeiro semestre de 2025, com uma média de cerca de 1,6 pontos de base. Este valor estava em consonância com o prémio médio de emissão de 1,65 pontos de base exigido em 2024 e com os prémios de outros emitentes em operações comparáveis (medidas em termos de dimensão e prazo de vencimento).

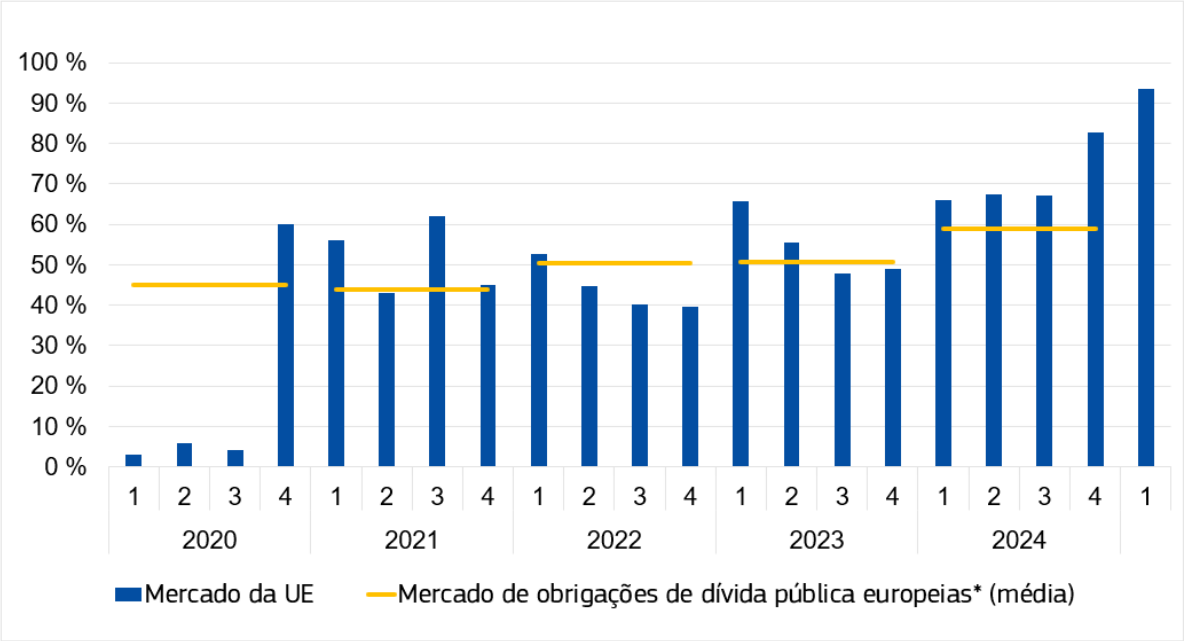
Ao mesmo tempo, a liquidez do mercado secundário das obrigações da UE manteve-se forte, apoiada pelas modalidades de cotação em vigor desde novembro de 2023. Ao abrigo dessas modalidades, os corretores principais da UE são incentivados a publicar preços fiáveis das obrigações da UE nas principais plataformas de negociação eletrónica de obrigações. Desde a introdução dessas modalidades de cotação, os volumes diários de negociação de obrigações da UE na principal plataforma eletrónica de negociação atingiram, em média, cerca de 767 milhões de EUR, com picos diários superiores a 2 mil milhões de EUR. No primeiro semestre de 2025, essa média foi ligeiramente inferior, com um volume de negócios médio diário de 643 milhões de EUR, refletindo o cenário de investimento mais volátil.

A Comissão também apoiou a liquidez da curva das obrigações da UE, utilizando as linhas existentes e criando novas linhas para satisfazer as necessidades do programa e a procura dos investidores. Em consequência, o montante médio pendente por obrigação da UE manteve-se em

[12] O prémio de novas emissões é um prémio que o emitente paga para persuadir os investidores a comprarem as suas obrigações no mercado primário e não no mercado secundário.

cerca de 16 mil milhões de EUR no final do primeiro semestre de 2025, em comparação com os 14,8 mil milhões de EUR no final de 2024. No primeiro semestre de 2025, foram igualmente lançadas novas linhas a três, a sete e a dez anos.

Gráfico 4: Volume de negócios trimestral no mercado secundário de obrigações da UE e de obrigações de dívida pública europeias (% de volume pendente)



Fonte: Comissão Europeia, com base nos dados do Subcomité dos Mercados da Dívida Soberana da UE (MEDS) do Comité Económico e Financeiro.
Nota: neste gráfico, o mercado de obrigações de dívida pública europeias engloba as obrigações soberanas da área do euro, o Fundo Europeu de Estabilidade Financeira e o Mecanismo Europeu de Estabilidade. Os dados relativos ao primeiro e segundo trimestres de 2025 ainda não estão disponíveis.

4. Custo do financiamento e custos de gestão de liquidez

CUSTO DO FINANCIAMENTO

A metodologia de repartição dos custos no âmbito da estratégia de financiamento diversificada permite à Comissão associar os custos de financiamento imputados aos beneficiários (o orçamento da UE ou os beneficiários de empréstimos) às condições obtidas no mercado no momento do financiamento dos desembolsos[13]. Além disso, permite repartir os custos de contração de

[13] No caso do NextGenerationEU, os custos dos juros incorridos são repartidos entre o orçamento da UE e os Estados-Membros beneficiários dos empréstimos, em conformidade com a metodologia definida na Decisão de Execução (UE) 2021/1095 da Comissão e nas decisões de execução subsequentes, a saber, a Decisão de Execução (UE) 2022/9701 da Comissão e a Decisão de Execução (UE) 2024/1974 da Comissão. Esta metodologia distingue três categorias de custos diferentes: i) o custo do financiamento dos desembolsos de apoios não reembolsáveis e de empréstimos calculado para divisões temporais de seis meses, ii) o custo da detenção e gestão da liquidez e iii) os custos administrativos. A divisão por programa tem sido possível desde que a Decisão de Execução (UE, Euratom) 2024/1974 da Comissão entrou em vigor no segundo semestre de 2024. A fim de evitar qualquer efeito retroativo, os programas que foram financiados e pagos antes da aplicação desta metodologia (como os empréstimos AMF+ à Ucrânia e o financiamento intercalar

empréstimos em função dos programas, o que reflete o aumento do número de programas de políticas financiados pela estratégia de financiamento diversificada no âmbito da abordagem de financiamento unificada.

Em consonância com esta metodologia, o custo do financiamento dos pagamentos no quadro do NextGenerationEU na divisão temporal de janeiro a junho de 2025 («DT8» no quadro *infra*) é estimado em 3,17 %, em comparação com 2,99 % na divisão temporal de seis meses anterior. O custo do financiamento dos desembolsos ao abrigo do Mecanismo para a Ucrânia, do programa de AMF ao Egito e do Mecanismo para as Reformas e o Crescimento nos Balcãs Ocidentais situava-se entre 2,70 % e 2,80 % no final de junho de 2025. O custo do financiamento do empréstimo AMF à Ucrânia no âmbito da iniciativa ERA do G7 foi de 2,53 %.

As diferenças entre os custos de financiamento das diferentes vertentes do programa refletem as características do mesmo, como as diferenças nos prazos médios de vencimento dos instrumentos de contração de empréstimos[14].

Gráfico 5: Custo do financiamento

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 %

Mecanismo para a Ucrânia	AMF+	AMF à Ucrânia (iniciativa ERA do G7)
2,72 %	3,16 %	2,53 %

AMF a favor do Egito	Balcãs Ocidentais (CP1)	Mecanismo para as Reformas e o Crescimento na Moldávia
2,70 %	2,77 %	2,89 %

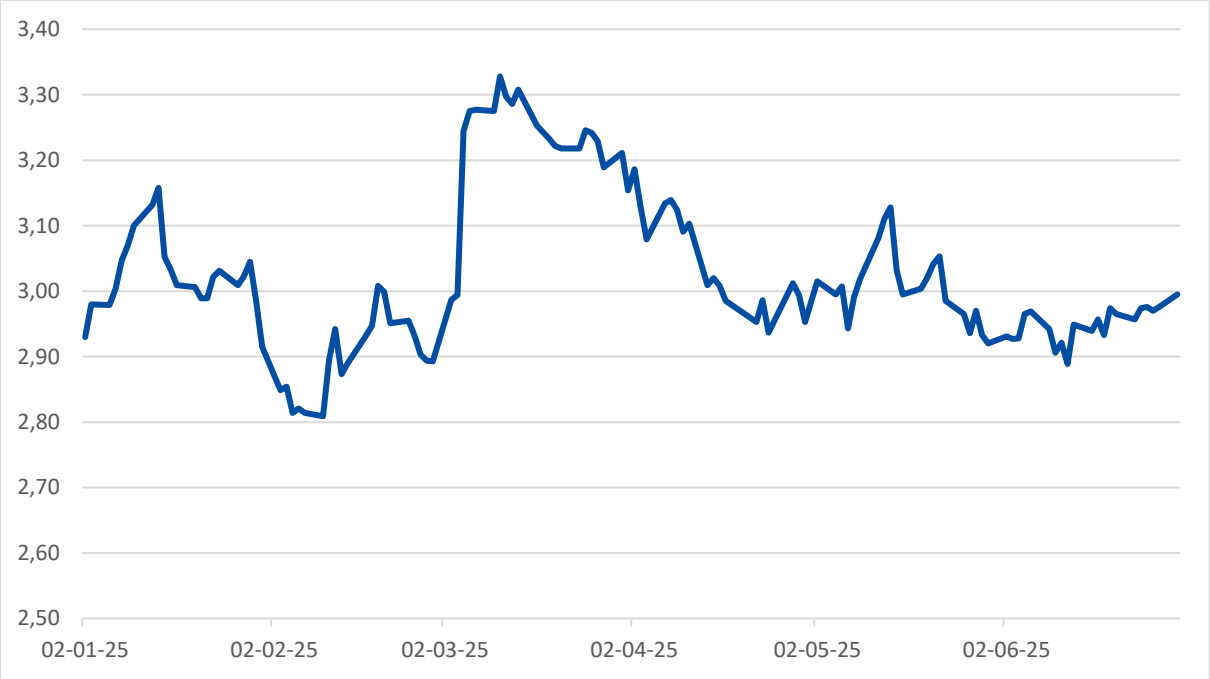
As alterações do custo do financiamento refletem igualmente as condições prevalecentes no mercado, que afetam o custo da contração de empréstimos para emissões da UE. Durante os primeiros seis meses de 2025, as taxas de juro apresentaram uma volatilidade significativa em resultado de incertezas económicas e financeiras que afetaram todos os emitentes. Consequentemente, a taxa de juro das obrigações da UE a 10 anos variou entre 2,8 % e 3,3 % durante o semestre, antes de se situar em 2,95 % no final do semestre, em comparação com 2,93 % no início de janeiro de 2025. Ao mesmo tempo, os diferenciais das taxas de rentabilidade entre a UE e a maioria dos emitentes de obrigações de dívida pública europeias diminuíram ligeiramente, com o diferencial da taxa de juro a 10 anos entre as obrigações da UE e um cabaz

excecional ao abrigo do Mecanismo para a Ucrânia) continuam a ser agrupados com as operações de contração e concessão de empréstimos do NextGenerationEU no âmbito da abordagem de financiamento unificada.

[14] Por exemplo, o NextGenerationEU tem atualmente um prazo médio de vencimento do financiamento mais longo do que outros programas, devido à estrutura do limite máximo temporário específico dos «recursos próprios» que abrange o perfil de reembolso deste instrumento. A fim de permitir que os ativos orçamentais que serão utilizados para reembolsar as subvenções do NextGenerationEU sejam repartidos de forma harmoniosa ao longo do tempo, as obrigações emitidas para financiar subvenções deste instrumento têm normalmente um prazo de vencimento mais longo.

composto por partes iguais (50/50) de obrigações soberanas alemãs e francesas a cair cerca de 13 pontos de base, no início de 2025, para 5 pontos de base, em junho de 2025.

Gráfico 6: Taxas de rentabilidade das obrigações da UE a 10 anos



CUSTOS DA GESTÃO DA LIQUIDEZ

No primeiro semestre de 2025, o nível médio das reservas de liquidez situou-se em 71,1 mil milhões de EUR, em comparação com 50,7 mil milhões de EUR no segundo semestre de 2024. Esta evolução deveu-se, principalmente, a atrasos nos desembolsos no quadro do NextGenerationEU, em comparação com o previsto. Em especial, os desembolsos previstos para o final do primeiro semestre de 2025, no valor de cerca de 45 mil milhões de EUR, foram adiados para o final do verão. Outros programas registaram também ligeiros atrasos em relação às previsões.

O aumento substancial das reservas de liquidez explica-se pela necessidade de manter um elevado nível geral de contração de empréstimos, tendo em conta o montante significativo de fundos que ainda é necessário desembolsar no quadro do NextGenerationEU até ao final de 2026[15]. Tendo em conta os montantes consideráveis de financiamento que serão necessários durante o último ano de execução do NextGenerationEU, é essencial que a Comissão prossiga as suas operações de contração de empréstimos num calendário regular e previsível, a fim de assegurar as melhores condições de mercado e preservar a previsibilidade para os investidores.

Embora estes saldos de tesouraria tenham gerado lucros em anos anteriores, a alteração do contexto das taxas de juro fez com que esses saldos começassem a gerar um custo líquido. Com efeito, as rápidas alterações das taxas de juro de referência e o agravamento das curvas de rendimento em todo o mercado aumentaram os custos dessas reservas de liquidez.

A fim de maximizar o retorno do investimento desses saldos de tesouraria a curto prazo, a Comissão realizou, nos primeiros seis meses de 2025, importantes operações de gestão da liquidez e investiu, em média, cerca de 50 % a 60 % dos saldos de tesouraria sob a forma de depósitos a

[15] Ver COM(2025)310 final.

prazo e operações de revenda/recompra. Estes investimentos de curto prazo contribuíram para reduzir em até 20 a 25 pontos de base o custo de financiamento negativo associado aos saldos de tesouraria investidos. No total, o custo indicativo líquido da gestão da liquidez no primeiro semestre de 2025 é estimado em cerca de 195 milhões de EUR[16], em comparação com um rendimento de 140 milhões de EUR proveniente de reservas de liquidez em 2024.

5. Medidas para continuar a desenvolver o mercado de obrigações da UE

A aplicação de acordos de cotação no final de 2023 e o lançamento de um mecanismo de recompra em outubro de 2024 melhoraram a resiliência, a profundidade e a liquidez do mercado de obrigações da UE. No primeiro semestre de 2025, a Comissão continuou a investir no aprofundamento do mercado de obrigações da UE. Na sequência do reforço do programa de instrumentos financeiros de curto prazo da UE, com a adição de uma linha de 12 meses (além dos prazos de vencimento de três e seis meses existentes) em janeiro de 2025, e do novo formato dos leilões de obrigações da UE em três segmentos, introduzido em março de 2025, os trabalhos centraram-se na introdução de atribuições não concorrenciais ligadas a leilões.

A introdução de atribuições não concorrenciais ligadas a leilões permitirá à Comissão oferecer aos seus corretores principais quantidades adicionais de obrigações leiloadas (20 % do volume de leilões inicialmente atribuído) no dia seguinte ao leilão de obrigações. Esta nova funcionalidade é utilizada por muitos programas de leilões de obrigações soberanas para incentivar os seus corretores principais a participarem nos leilões e despertar o interesse dos investidores. Estão atualmente em curso trabalhos preparatórios com as partes interessadas pertinentes, com o objetivo de lançar as ofertas não concorrenciais a partir do outono de 2025.

Ao mesmo tempo, prosseguiram as iniciativas independentes das partes interessadas no mercado. Na sequência do lançamento do contrato de futuros baseado no índice ICE, em dezembro de 2024, a EUREX anunciou, em setembro de 2025, o lançamento de contratos de futuros de obrigações da UE com liquidação física. Um mercado de futuros que funcione bem pode ajudar os participantes no mercado a fixar o preço das obrigações da UE e a cobrir posições abertas. Por conseguinte, constitui um apoio adicional potencialmente valioso para o funcionamento do mercado de obrigações da UE e para o papel destas últimas enquanto ativos líquidos seguros. Embora a Comissão não tenha qualquer função direta ou responsabilidade no funcionamento dos contratos de futuros, congratula-se com estas iniciativas independentes, reconhecendo a importância do rápido desenvolvimento do mercado de obrigações da UE para os investidores.

6. Outras etapas no primeiro semestre de 2025

AÇÃO PARA A SEGURANÇA DA EUROPA (SAFE): UM NOVO INSTRUMENTO FINANCEIRO DA UE A FINANCIAR ATRAVÉS DA CONTRAÇÃO DE EMPRÉSTIMOS PELA UE

Em 27 de maio de 2025, o Conselho adotou um regulamento[17] que cria um novo instrumento financeiro para ajudar os Estados-Membros a acelerar a aquisição de capacidades de defesa,

[16] Parte das operações de investimento de curto prazo vence no segundo semestre de 2025. Em consonância com as normas, o montante de cerca de 195 milhões de EUR é apresentado sem ter em conta a remuneração que teria sido obtida com essas reservas. Com base no princípio da especialização, o custo líquido da gestão da liquidez para o primeiro semestre de 2025 seria reduzido para cerca de 160 milhões de euros.

[17] Regulamento (UE) 2025/1106 do Conselho, de 27 de maio de 2025, que cria o Instrumento de Ação para a Segurança da Europa (SAFE) através do Reforço da Indústria Europeia de Defesa.

denominado Ação para a Segurança da Europa (SAFE). Ao abrigo deste instrumento, a Comissão está mandatada para emitir até 150 mil milhões de EUR de financiamento adicional até ao final de 2030. As receitas serão transferidas para os Estados-Membros sob a forma de empréstimos para financiar a aquisição de importantes capacidades de defesa.

Os Estados-Membros devem apresentar os seus pedidos de empréstimo até ao final de novembro de 2025. O montante dos empréstimos e os eventuais pré-financiamentos (que podem atingir 15 % do empréstimo) serão definidos nas decisões de execução que regulamentarão as condições de desembolso ao abrigo do novo instrumento.

A prorrogação do prazo do SAFE (até ao final de 2030) e a natureza dos desembolsos, que são determinados pela procura, permitirão à Comissão mobilizar os fundos de forma fluida e em função das necessidades, com financiamento de curto e de longo prazo em toda a curva de rendimentos. Uma vez que o financiamento será integrado no âmbito da abordagem de financiamento unificada da UE, os desembolsos serão financiados por obrigações da UE de longo prazo a preços competitivos e serão reembolsados pelos Estados-Membros beneficiários.

O financiamento dos empréstimos SAFE deverá ter início em 2026, logo que os planos e os acordos de empréstimo aos Estados-Membros tenham sido aprovados. Todas as emissões para o financiamento de empréstimos SAFE serão realizadas sob a denominação única «obrigações da UE».

7. Perspetivas de emissão no segundo semestre de 2025

A Comissão continuou a aplicar um plano de financiamento regular, previsível e em grande escala ao longo do primeiro semestre de 2025, num contexto de volatilidade dos mercados. Desde janeiro de 2025, a Comissão mobilizou financiamento a longo prazo no valor de 85,8 mil milhões de EUR sob a forma de obrigações da UE, concluindo o seu plano de financiamento para o primeiro semestre de 2025 de acordo com o calendário publicado e as expectativas do mercado. As receitas foram utilizadas para financiar um leque diversificado de políticas da UE, incluindo o NextGenerationEU, a assistência financeira à Ucrânia e programas destinados aos países candidatos à adesão e a países terceiros.

As emissões da UE continuaram a suscitar uma forte procura por parte dos investidores, como comprovam as carteiras de ordens dos consórcios de emissão e o apoio constante e regular de que beneficiam os leilões de instrumentos financeiros de curto prazo e de obrigações da UE. Esta forte procura demonstra a segurança e a liquidez que as obrigações da UE oferecem aos investidores europeus e mundiais que procuram boas oportunidades de investimento em títulos denominados em euros e com uma notação elevada.

Em 23 de junho de 2025, a Comissão anunciou a sua intenção de emitir até 70 mil milhões de EUR em obrigações da UE no segundo semestre de 2025. O plano de financiamento baseia-se no plano de financiamento de 90 mil milhões de EUR para o primeiro semestre de 2025 e está em consonância com os volumes de emissão anuais previstos para 2025, que ascendem a cerca de 160 mil milhões de EUR, tal como comunicado anteriormente.

Este objetivo deverá constituir um recorde anual de emissões no âmbito do programa de obrigações da UE e reflete as necessidades de financiamento para os próximos dois anos, tendo em conta a evolução observada nos últimos anos (de 120 mil milhões de EUR em 2023 para 140 mil milhões de EUR em 2024). Inclui também cerca de 335 mil milhões de euros de fundos do MRR para o período restante desse programa. Na sua Comunicação de 4 de junho de 2025[18], a Comissão descreve os progressos realizados na execução dos planos nacionais de recuperação e

[18] Ver a Comunicação da Comissão intitulada NextGenerationEU – Rumo a 2026.

resiliência e insta os Estados-Membros a acelerarem a sua execução. Além disso, as receitas serão utilizadas para prestar assistência financeira à Ucrânia, aos países candidatos à adesão e a países terceiros, bem como para prorrogar as obrigações vincendas.

Os montantes obtidos mediante a emissão de obrigações da UE serão complementados por financiamento de curto prazo através de instrumentos financeiros de curto prazo da UE. As emissões de obrigações verdes no quadro do NextGenerationEU (que ascendem atualmente a 75,1 mil milhões de EUR) continuarão a ser rigorosamente calibradas em relação às despesas do foro ecológico comunicadas pelos Estados-Membros, financiando assim a componente ecológica do MRR. A emissão de novas obrigações verdes no quadro do NextGenerationEU dependerá da notificação e validação, por parte dos Estados-Membros, de despesas adicionais no domínio do clima, no âmbito dos seus planos nacionais de recuperação e resiliência.

Anexo: Indicadores de execução sobre a correta utilização dos meios para cumprir os objetivos de eficiência e eficácia da estratégia global de gestão da dívida da Comissão

Meios		Indicador	Valor no S1 2025 (salvo indicação em contrário)	Observações sobre a execução no S2 2024
Execução do programa de obrigações da UE	a) Emissões regulares ao longo da curva Emissões regulares de obrigações da UE (e obrigações verdes no quadro do NextGenerationEU) em todos os prazos de vencimento ao longo da curva (até 30 anos), a fim de proporcionar oportunidades de investimento a diferentes tipos de investidores, o que permite manter uma forte procura por parte destes e, por conseguinte, a flexibilidade necessária para determinar os volumes de emissão e os prazos de vencimento das operações individuais com base nas condições de mercado.	*i. Repartição do programa de emissão por prazos de vencimento*	Entre 1 e 4 anos: 21 % Entre 4 e 8 anos: 21 % Entre 8 e 12 anos: 19 % Entre 12 e 17 anos: 10 % Entre 17 e 23 anos: 12 % Entre 23 e 31 anos: 17 %	No S1 de 2025, a Comissão prosseguiu o seu objetivo através de emissões regulares de obrigações com diferentes prazos de vencimento, a fim de proporcionar liquidez à curva de obrigações da UE em todos os segmentos. As operações de financiamento foram repartidas ao longo do período de seis meses, a fim de assegurar uma presença regular no mercado. O número de operações foi superior ao do S2 de 2024, uma vez que o objetivo de financiamento para o S1 de 2025, de até 90 mil milhões de EUR, foi superior ao objetivo de financiamento para o S2 de 2024, que foi de 65 mil milhões de EUR. A emissão de obrigações verdes foi ligeiramente inferior à do S2 de 2024, devido às despesas do foro ecológico cumulativas comunicadas pelos Estados-Membros e à calibração adequada das emissões de obrigações verdes em relação a essas despesas.
		ii. Distribuição atempada das emissões	Seis consórcios de emissão e sete leilões de obrigações, ou seja, uma ou duas emissões por mês.	
		iii. Emissões de obrigações verdes[19]	6,9 mil milhões de EUR através de emissões contínuas de obrigações da UE com prazo até 2033 e 2050.	
	b) Obtenção de um equilíbrio adequado entre leilões e consórcios de emissão Utilização de diferentes técnicas de financiamento com um equilíbrio adequado, em função dos volumes totais de emissão e das condições de mercado, a fim de gerir os riscos de execução, melhorar a liquidez do mercado secundário e reduzir os custos de contração de empréstimos.	*i. Proporção leilões / consórcios de emissão, em %*	41 % das emissões de obrigações efetuadas por leilão.	No S1 de 2025, a Comissão emitiu 41 % das obrigações da UE através de leilões, ligeiramente abaixo da percentagem do S2 de 2024 (42 %).
	c) Criação de obrigações de referência de grande dimensão e liquidez Aproveitamento das obrigações da UE	*i. Emissões através de novas obrigações face ao volume emitido através de emissões*	• 22 mil milhões de EUR através de novas obrigações • 64 mil milhões de EUR	A fim de apoiar a liquidez dos valores mobiliários da UE, a Comissão utilizou as suas operações para aproveitar as linhas de financiamento existentes, tendo aproximadamente 75 % do volume de financiamento sido

[19] Informações adicionais sobre as emissões de obrigações verdes no quadro do NextGenerationEU: Painel das obrigações verdes do NextGenerationEU.

Meios		Indicador	Valor no S1 2025 (salvo indicação em contrário)	Observações sobre a execução no S2 2024
	para colocar o volume pendente das diferentes linhas a níveis compatíveis com as linhas de referência de grande dimensão e liquidez.	*contínuas*	através de emissões contínuas	mobilizado através de emissões contínuas. Foram lançadas novas linhas de financiamento para dotar o mercado de novas linhas de referência nos pontos necessários da curva e com base nas recomendações dos corretores principais da UE. No primeiro semestre de 2025, foram lançadas novas obrigações a três, a 10 e a 20 anos. Em consequência, o montante médio pendente por obrigação aumentou para cerca de 16 mil milhões de EUR até ao final de junho de 2025, assegurando uma liquidez constante das obrigações.
		ii. Rapidez da utilização de novas obrigações[20]	Aproximadamente três meses	
		iii. Dimensão média das obrigações pendentes[21]	Cerca de 16 mil milhões de EUR	
		iv. Volume de negócios em relação ao volume de emissão	Aproximadamente 174 % no S1 2025 face a 155 % no S2 2024	
		v. Volume de negócios absoluto	1 154 mil milhões de EUR no S1 2025 face a 894 mil milhões de EUR no S2 2024	
	d) Gestão do perfil de vencimento das emissões de obrigações da UE, tendo devidamente em conta: • a margem de manobra adicional temporária (para a contração de empréstimos relacionada com o NextGenerationEU) e a margem de manobra permanente (para a AMF+) ao abrigo do orçamento da UE, • o resgate futuro dos desembolsos num determinado ano, • a estabilidade das futuras necessidades de refinanciamento, • a necessidade de proteger a notação da UE para assegurar custos de contração de empréstimos baixos a longo prazo e uma forte procura por parte da sua principal base de investidores.	*i. Prazo médio de vencimento das emissões*	Cerca de 12 anos	No S1 2025, as emissões de obrigações da UE tinham um prazo médio de vencimento de 12 anos, reflexo da necessidade de repartir o perfil dos resgates ao longo do tempo e, ao mesmo tempo, atrair investidores para as operações no mercado primário da UE. O prazo médio de vencimento manteve-se abaixo do prazo médio de vencimento máximo de 17 anos estabelecido na decisão anual de contração de empréstimos para 2025. O prazo médio ponderado até ao vencimento da dívida pendente diminuiu ligeiramente (para cerca de 11 anos depois de ter descido abaixo do limiar de 11,5 anos), devido ao perfil de emissão e à redução progressiva da dívida existente. O refinanciamento também se manteve estável, refletindo as emissões passadas e o perfil de resgate.
		ii. Prazo médio de vencimento da dívida pendente	Cerca de 11 anos	
		iii. Refinanciamento a curto prazo, ou seja, percentagem do stock de obrigações e instrumentos financeiros de curto prazo com vencimento nos próximos 12 meses	Menos de 10 %	
		iv. Refinanciamento a médio prazo, ou seja, percentagem do stock de obrigações e	Menos de 37 %	

[20] Com base no número médio de meses entre uma nova emissão e a primeira emissão contínua, tendo em conta as novas linhas emitidas de forma contínua durante o S1 2025.

[21] Obrigações pendentes acima do número de obrigações no final do S2 2024, com base em obrigações emitidas no âmbito da estratégia de financiamento diversificada.

Meios		Indicador	Valor no S1 2025 (salvo indicação em contrário)	Observações sobre a execução no S2 2024
		instrumentos financeiros de curto prazo com vencimento nos próximos cinco anos		
Execução do programa de instrumentos financeiros de curto prazo da UE	Emissão regular de instrumentos financeiros de curto prazo da UE com prazos de vencimento até um ano através de leilões para atrair investidores adicionais (ou carteiras adicionais de investidores existentes) e apoiar a gestão da liquidez.	*i. Volume pendente de instrumentos financeiros de curto prazo da UE*	Cerca de 30 mil milhões de EUR	A dívida pendente ao abrigo do programa de instrumentos financeiros de curto prazo da UE aumentou de cerca de 25 mil milhões de EUR para cerca de 30 mil milhões de EUR ao longo do período, no âmbito do desenvolvimento do programa, a fim de proporcionar liquidez adicional quando necessário. Tal incluiu também a introdução de uma nova linha de instrumentos financeiros da UE a 12 meses.
		ii. Número de leilões de instrumentos financeiros de curto prazo da UE	12	
Gestão da liquidez	Gestão de uma reserva de liquidez com base nas obrigações de pagamento, nas necessidades de desembolso e nos custos das reservas de tesouraria, tendo devidamente em conta as condições de mercado prevalecentes.	*i. Número de falhas de pagamento devido a falta de liquidez*	Nenhum	A Comissão satisfez todas as necessidades de desembolso e não se registaram falhas de liquidação durante o segundo semestre de 2024.
Rede de corretores principais	Atrair um vasto leque de instituições financeiras com um forte empenho em apoiar as emissões da UE.	*i. Número de instituições que assinaram compromissos de tomada firme de operações nos últimos seis meses*	19 (face a 18 no S2 2024)	Os corretores principais da UE continuaram a apoiar a Comissão, tendo a rotação dos consórcios de emissão ajudado a Comissão a utilizar da melhor forma todos os bancos elegíveis para fazer parte de um consórcio.
Comunicação com as diversas partes interessadas no mercado e os emitentes homólogos	Manter e reforçar a confiança da base de investidores, dos participantes no mercado e dos emitentes homólogos para apoiar a procura de dívida da UE e melhorar a compreensão, por parte da UE, da dinâmica do mercado e das necessidades dos investidores.	*i. Desvios em relação aos calendários previamente anunciados para a publicação dos planos de financiamento*	Nenhum	A Comissão manteve uma comunicação regular e previsível com os mercados, em conformidade com os anúncios anteriores. Durante o primeiro semestre de 2025, verificou-se uma redução da dotação de cerca de 4 mil milhões de EUR devido à obtenção de condições de financiamento atrativas nos leilões de obrigações. A Comissão publicou regularmente estatísticas sobre os investidores, e a sua base de investidores diversificada continuou a aumentar.
		ii. Desvio em relação aos volumes anunciados no plano de financiamento	Cerca de 4 mil milhões de EUR ou menos de 5 % (em comparação com menos de 2 % no S2 2024)	
		iii. Estatísticas de distribuição dos investidores	Por tipo: bancos centrais/instituições oficiais 17 %, gestores de fundos 24 %, tesourarias	

Meios		Indicador	Valor no S1 2025 (salvo indicação em contrário)	Observações sobre a execução no S2 2024
			bancárias 33 %, fundos de seguros e fundos de pensões 17 %, bancos 8 %, fundos de cobertura 2 % Por país/região: Reino Unido 22 %, Países nórdicos 11 %, França 10 %, Benelux 9 %, Itália 9 %, Ásia-Pacífico 5 %, Alemanha 8 %, Península Ibérica 12 %, outros países da UE 7 %, outros países europeus não pertencentes à UE 2 %, Américas 1 %, Médio Oriente e África 2 %	