



KOMISJA
EUROPEJSKA

Bruksela, dnia 28.7.2023 r.
COM(2023) 461 final

SPRAWOZDANIE KOMISJI DLA PARLAMENTU EUROPEJSKIEGO I RADY

Półroczne sprawozdanie z realizacji operacji zaciągania pożyczek, zarządzania długiem i powiązanych operacji udzielania pożyczek, sporządzone na podstawie art. 12 decyzji wykonawczej Komisji C(2022)9700

1 stycznia 2023 r. – 30 czerwca 2023 r.

Spis treści

1.	Wprowadzenie.....	1
2.	Realizacja operacji zaciągania pożyczek w pierwszej połowie 2023 r.....	2
3.	Koszty finansowania i salda płynności	5
4.	Inne cele pośrednie w pierwszej połowie 2023 r.	7
5.	Działania służące dalszemu rozwijaniu ekosystemu obligacji UE	8
6.	Przegląd emisji na drugą połowę 2023 r.	9
7.	Podsumowanie	9
Załącznik: Unijna strategia finansowania – cele, środki i wskaźniki wdrożenia.....		11

1. Wprowadzenie

Komisja zaciąga pożyczki w imieniu Unii Europejskiej od ponad 40 lat. W ciągu ostatnich trzech lat miała miejsce głęboka transformacja pozycji UE na europejskich rynkach kapitałowych i sposobu, w jaki je wykorzystuje, wdrażając duże programy, takie jak instrument SURE¹, NextGenerationEU i pomoc makrofinansowa (MFA)+ dla Ukrainy. Obecnie pozostające do spłaty zobowiązania UE wynikające z emisji obligacji wynoszą nieco ponad 400 mld EUR, z czego od 2020 r. wyemitowano ich ok. 370 mld EUR.

Aby skutecznie finansować emisję obligacji na taką skalę, Komisja musiała opracować całkowicie nowe podejście. Gdy przygotowała NextGenerationEU, opracowała zróżnicowaną strategię finansowania, podobną do tych, realizowanych przez największych emitentów długu państwowego w strefie euro. Zgodnie z najlepszymi praktykami stosowanymi przez tych emitentów zróżnicowana strategia finansowania przewiduje użycie różnych instrumentów finansowania (obligacje UE i eurobony) oraz metod finansowania (konsorcja i aukcje) w celu pokrycia długoterminowych i krótkoterminowych potrzeb finansowych.

W grudniu 2022 r. rozszerzono zakres zróżnicowanej strategii finansowania, aby umożliwić Komisji przeniesienie korzyści płynących z tej bardziej elastycznej i oszczędnej strategii zarządzania długiem na pomoc makrofinansową + dla Ukrainy i inne potencjalne przyszłe programy zaciągania i udzielania pożyczek. Powstało w ten sposób jednolite podejście do finansowania wszystkich unijnych programów zaciągania i udzielania pożyczek. Zgodnie z tym jednolitym podejściem do finansowania Komisja emituje obligacje UE sygnowane jedną marką, zamiast – jak w przeszłości – przeprowadzać odrębnie oznaczone emisje na potrzeby konkretnej polityki.

Ramka 1: Wykorzystanie wpływów z emisji obligacji UE

Za pośrednictwem NextGenerationEU (NGEU) Komisja może pozyskać do 806,9 mld EUR od połowy 2021 r. do 2026 r. w drodze emisji obligacji UE, co czyni z UE jednego z największych emitentów długu denominowanego w euro w tym okresie. Dotychczas wypłacono ponad 183 mld EUR: 153,4 mld EUR państwom członkowskim w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności (RFF) i 29,8 mld EUR do budżetu UE. Państwa członkowskie dokonują obecnie przeglądu swoich planów odbudowy i zwiększania odporności, aby m.in. uwzględnić zmianę przydziału bezzwrotnego wsparcia, ewentualnie zwrócić się o dodatkowe pożyczki lub dostosować się do nowych priorytetów i dodatkowych możliwości finansowania w ramach REPowerEU. Zmiana tych planów doprowadzi do zwiększenia skali wykorzystania pożyczek NGEU. Przedłożone plany należy poddać ocenie Komisji, a następnie zatwierdzeniu przez Radę.

Ponadto w 2023 r. UE przekaze Ukrainie do 18 mld EUR w postaci wysoce preferencyjnych pożyczek w ramach pomocy makrofinansowej +. Pożyczki te będą wypłacane w regularnych ratach, które pokryją około połowy krótkoterminowych potrzeb finansowych Ukrainy na 2023 r., zgodnie z szacunkami władz ukraińskich i Międzynarodowego Funduszu Walutowego.

¹ Europejski instrument tymczasowego wsparcia w celu zmniejszenia zagrożeń związanych z bezrobociem w sytuacji nadzwyczajnej (SURE).

W pierwszej połowie 2023 r. w ramach programu pomocy makrofinansowej + wypłacono Ukrainie już 9 mld EUR.

20 czerwca 2023 r. Komisja zaproponowała utworzenie specjalnego instrumentu finansowego dla Ukrainy o wartości do 50 mld EUR w formie dotacji i pożyczek na lata 2024–2027. Przewiduje się, że 33 mld EUR z tej kwoty przyjmie formę pożyczek, finansowanych z emisji obligacji UE rozpoczynającej się w 2024 r., pod warunkiem, że Parlament Europejski i Rada wyrażą na to zgodę.

Niniejsze sprawozdanie półroczne, sporządzone zgodnie z art. 12 decyzji wykonawczej Komisji C(2022) 9700, zawiera przegląd pierwszych sześciu miesięcy wdrażania jednolitego podejścia do finansowania. Nie oceniono w nim sposobu wykorzystania uzyskiwanych przychodów, w tym ich wykorzystania na wydatki ekologiczne, ponieważ zagadnienie to będzie przedmiotem odrębnych sprawozdań na podstawie rozporządzeń dotyczących poszczególnych instrumentów. Przeanalizowano również działania Komisji na rzecz dalszego rozwoju ekosystemu obligacji UE, podejmowane z myślą o zwiększeniu płynności obligacji UE i doprowadzeniu do tego, aby traktowano je w sposób zgodny z zasadami rynku, odzwierciedlający wolumeny emisji i zdolność kredytową UE. W sprawozdaniu przedstawiono ponadto przegląd emisji obligacji UE w drugiej połowie 2023 r.

W załączniku do niniejszego sprawozdania przedstawiono również nadrzędną strategię zarządzania długiem, którą Komisja kieruje się podczas wdrażania jednolitego podejścia do finansowania. Komisja opracowała tę strategię w odpowiedzi na zalecenie Europejskiego Trybunału Obrachunkowego, w którym Trybunał wezwał do opracowania takiej strategii i określenia wskaźników służących do monitorowania jej realizacji. Cele i środki leżące u podstaw tej strategii przedstawiono w załączniku, wraz ze wskaźnikami, które Komisja wykorzysta do monitorowania realizacji strategii.

Niniejsze sprawozdanie półroczne stanowi jeden z elementów procesu regularnego przekazywania Parlamentowi Europejskiemu i Radzie informacji, aby zapewnić przejrzystość i rozliczalność zarządzania długiem UE. Ponieważ ta zróżnicowana strategia finansowania staje się głównym podejściem do operacji zaciągania i udzielania pożyczek w UE w ramach rozporządzenia finansowego, niniejsze sprawozdanie oraz wszystkie przyszłe sprawozdania sporządza się zgodnie z art. 220a rozporządzenia finansowego, który wymaga regularnej i wyczerpującej sprawozdawczości na temat wszystkich aspektów strategii UE w zakresie zaciągania pożyczek i zarządzania długiem.

2. Realizacja operacji zaciągania pożyczek w pierwszej połowie 2023 r.

W pierwszej połowie 2023 r. Komisja kontynuowała realizację swoich celów polegających na skutecznym i efektywnym pozyskiwaniu funduszy na rynkach, przy zastosowaniu jednolitego podejścia do finansowania. W ten sposób Komisja, pomimo zmienności rynku, terminowo wypełniła wszystkie zobowiązania do wypłat w ramach NextGenerationEU i pomocy makrofinansowej +. Jednocześnie wolumeny emisji i terminy zapadalności mieściły się w ramach wcześniej określonych parametrów, a warunki finansowania odpowiednio odzwierciedlały wielkość UE i jej pozytywny rating. W poniższych sekcjach przedstawiono niektóre z najważniejszych elementów operacji zaciągania i udzielania pożyczek przez Komisję

w pierwszej połowie 2023 r. Dalsze szczegóły realizacji strategii finansowania Komisji w tym okresie przedstawiono w załączniku.

Wykonanie planu finansowania w pierwszej połowie 2023 r.

W grudniu 2022 r. Komisja ogłosiła plan finansowania na okres od stycznia do końca czerwca 2023 r. Był to pierwszy plan finansowania, który obejmował nie tylko NextGenerationEU, lecz także inne programy zaciągania i udzielania pożyczek, w szczególności pomoc makrofinansową + dla Ukrainy.

W pierwszej połowie 2023 r. Komisja zapowiedziała długoterminowe operacje finansowania o wartości do 80 mld EUR, a ostatecznie wyemitowała obligacje UE o wartości 78 mld EUR, przy średnim okresie zapadalności wynoszącym około 14 lat. Komisja wykorzystywała zarówno konsorcja (60 %), jak i aukcje (40 %). Te 15 transakcji rozłożono na całe sześć miesięcy, aby zapewnić regularną obecność na rynku. W pierwszej połowie 2023 r. zrealizowano większą liczbę transakcji niż w drugiej połowie 2022 r., co odzwierciedla wyższą docelową kwotę finansowania w pierwszej połowie 2023 r. (do 80 mld EUR w pierwszej połowie 2023 r. w porównaniu z 50 mld EUR w drugiej połowie 2022 r.). Transakcje miały również niższą średnią wielkość ze względu na trudne i zmienne warunki rynkowe w pierwszej połowie 2023 r.

Dzięki transakcjom przeprowadzonym w pierwszych sześciu miesiącach 2023 r. łączna kwota pozostających w obrocie obligacji UE wzrosła do nieco ponad 400 mld EUR, z czego ponad 44 mld EUR pozyskano z emisji obligacji ekologicznych w ramach NGEU. W pierwszej połowie 2023 r. Komisja pozyskała 7,732 mld EUR z dwóch wcześniej wyemitowanych obligacji ekologicznych. Te dwie transakcje zwiększyły pozostającą w obrocie kwotę tych dwóch obligacji i przyczyniły się do wytworzenia wysoce płynnej krzywej obligacji ekologicznych NextGenerationEU w ramach największego programu obligacji ekologicznych na świecie.

W pierwszej połowie 2023 r. Komisja wyemitowała również, na aukcjach odbywających się co dwa miesiące, 3-miesięczne i 6-miesięczne eurobony w celu zaspokojenia krótkoterminowych potrzeb w zakresie finansowania, przy czym na koniec czerwca 2023 r. kwota pozostających w obrocie eurobonów wyniosła 18,7 mld EUR. Na dwunastu aukcjach wyemitowano 24 eurobony UE o średniej wartości około 1 mld EUR każdy.

Wypłaty

Dzięki tym transakcjom UE nadal sprawnie finansowała plany odbudowy państw członkowskich w drodze terminowej wypłaty wpływów. Komisja dokonała wszystkich wypłat środków na rzecz państw członkowskich w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności zaraz po tym, jak wypłaty te stały się wymagalne, średnio w ciągu 6 dni roboczych od zatwierdzenia wypłaty. Nie było żadnych opóźnień.

W pierwszej połowie 2023 r. Komisja wypłaciła państwom członkowskim 14,7 mld EUR w ramach RRF. Z tej kwoty 12,7 mld EUR wypłacono w postaci bezzwrotnego wsparcia, a 2,0 mld EUR – w postaci pożyczek. W pierwszej połowie 2023 r. Komisja przekazała ponadto 6,9 mld EUR do budżetu UE w charakterze wkładu na rzecz programów takich jak program „Horyzont Europa”, Fundusz InvestEU, REACT-EU, Unijny Mechanizm Ochrony Ludności (rescEU), Europejski Fundusz Rolny na rzecz Rozwoju Obszarów Wiejskich (EFRROW) oraz Fundusz na rzecz Sprawiedliwej Transformacji.

Ogółem od uruchomienia NextGenerationEU latem 2021 r. Komisja udostępniła 184,2 mld EUR: 153,4 mld EUR bezzwrotnego wsparcia i pożyczek dla państw członkowskich (106,3 mld EUR w postaci bezzwrotnego wsparcia i 47,1 mld EUR w postaci pożyczek) w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności oraz 30,9 mld EUR na inne programy wydatków finansowane w ramach NextGenerationEU.

Oprócz tych wypłat związanych z NextGenerationEU, w pierwszej połowie 2023 r. Komisja wypłaciła Ukrainie 9 mld EUR w ramach programu pomocy makrofinansowej + finansowanego z emisji obligacji w ramach jednolitego podejścia do finansowania. Łącznie w pierwszej połowie 2023 r. Komisja wypłaciła około 30 mld EUR na rzecz NGEU i pomocy makrofinansowej + dla Ukrainy. Na tempo wypłat związanych z NGEU wpłynął również prowadzony przez państwa członkowskie przegląd planów odbudowy i zwiększania odporności. Zgodnie z obowiązującymi ramami prawnymi państwa członkowskie mogą wystąpić o dodatkowe pożyczki do sierpnia 2023 r., a do końca 2023 r. Komisja musi przydzielić pozostałe 30 % wsparcia bezzwrotnego i pożyczek dodatkowych. Jednocześnie należy również uwzględnić nowe priorytety REPowerEU, wraz z dodatkowymi zasobami. W związku z tym wszystkie państwa członkowskie skupiają swoje wysiłki na zmianie planów, aby dotrzymać tych przewidzianych prawem terminów i zrealizować te nowe priorytety.

Popyt inwestorów i płynność na rynku wtórnym

Pomimo zmienności stóp w tym okresie transakcje nadal cieszyły się znacznym zainteresowaniem na rynku, a nadwyżka zapisów na transakcje konsorcjalne w pierwszym półroczu 2023 r. mieściła się w przedziale od 6-krotnej do 15-krotnej. UE ma dostęp do dobrze wyważonej i zróżnicowanej bazy inwestorów, z dobrą reprezentacją różnych ich rodzajów, pochodzących z całego świata².

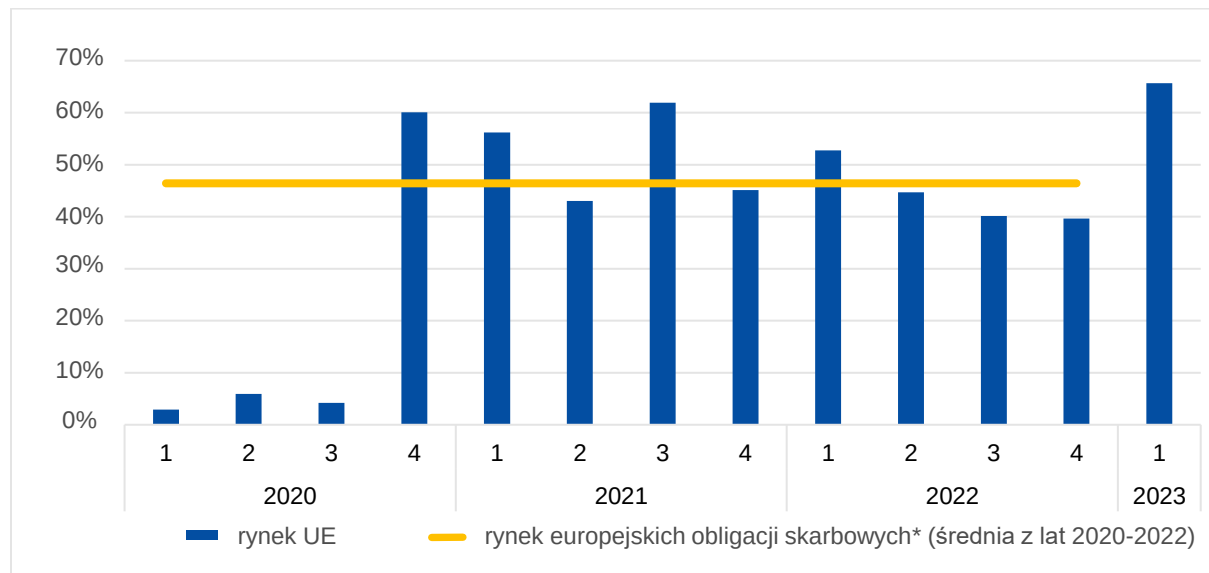
Znajduje to odzwierciedlenie w stabilnie niskim poziomie premii z tytułu nowych emisji³, której inwestorzy wymagają w ramach koncesji, gdy UE emituje obligacje za pośrednictwem konsorcjum. Premie z tytułu nowych emisji były nieco niższe niż w drugiej połowie 2022 r. W przypadku operacji finansowania w pierwszej połowie tego roku średnia premia z tytułu nowych emisji wyniosła nieco poniżej 2 punktów bazowych, przy czym jej najniższy poziom wyniósł 1 punkt bazowy, a najwyższy – 3 punkty bazowe. Ten niski poziom korekty cenowej w momencie emisji odzwierciedla fakt, że UE pozostała w tym okresie regularnym i przewidywalnym emitentem. W połączeniu z utrzymującym się silnym popytem ze strony

² Dotychczas emisje w UE przyciągnęły łącznie ponad 1600 inwestorów z 70 krajów. Około 65 % inwestorów jest zlokalizowanych w UE, a ponad 20 % to inwestorzy międzynarodowi działający ze Zjednoczonego Królestwa, a pozostali to inni inwestorzy międzynarodowi, głównie z siedzibą w Azji. Prawie 70 % emitowanych obligacji UE trafiało do inwestorów realizujących strategię „kup i trzymaj” (tj. zarządzających funduszami, towarzystw ubezpieczeniowych, funduszy emerytalnych i banków centralnych). Udział inwestorów, którzy wymagają różnych okresów zapadalności, jest również znaczący. Banki centralne i departamenty skarbowe banków (które zazwyczaj wolą inwestować przy terminach zapadalności do 10 lat) odpowiadają za około 45 % zakupów obligacji UE na rynkach pierwotnych, natomiast fundusze emerytalne i zakłady ubezpieczeń (które preferują terminy zapadalności powyżej 10 lat) odpowiadają za niemal 15 % tych zakupów.

³ Ta nowa premia z tytułu nowych emisji to premia wypłacana przez emitenta w celu przekonania inwestorów do zakupu jego obligacji na rynku pierwotnym zamiast na rynku wtórnym.

inwestorów świadczy to o zaufaniu rynków i daje pewność, że UE może nadal z powodzeniem plasować swoje obligacje na rynkach.

Kwartalny obrót na rynku wtórnym obligacji UE i europejskich obligacji skarbowych (% pozostającego wolumenu)



Źródło: Komisja Europejska na podstawie danych agencji Bloomberg.

Uwaga: rynek europejskich obligacji skarbowych obejmuje w tym przypadku obligacje skarbowe strefy euro, Europejski Instrument Stabilności Finansowej (EFSF) oraz Europejski Mechanizm Stabilności (EMS).

Dane dotyczące tego rynku za I kwartał 2023 r. nie były dostępne.

Płynność na rynku wtórnym obligacji UE także pozostała porównywalna z płynnością obserwowaną na rynkach europejskich obligacji skarbowych, w ujęciu uwzględniającym kwoty pozostające do spłaty. W pierwszej połowie 2023 r. zwiększono tę płynność dzięki szerokiemu wykorzystaniu istniejących linii finansowania, przy czym 70 % finansowania pozyskano z dodatkowych emisji uzupełniających wcześniej wyemitowane obligacje. Uruchomiono również nowe linie finansowania, aby zapewnić rynkowi nowe linie referencyjne.

3. Koszty finansowania i salda płynności

Koszty finansowania

W pierwszym półroczu 2023 r. wzrosły koszty odsetek i zarządzania długiem, co wynika z ogólnych warunków rynkowych. Szacuje się, że koszty finansowania⁴ w okresie od stycznia do czerwca 2023 r. wyniosły blisko 3,2 % w porównaniu z 2,6 % w poprzednim półroczu.

⁴ Koszty odsetek przypisuje się do budżetu tych państw członkowskich, które otrzymują pożyczki zgodnie z metodyką określoną w decyzji wykonawczej Komisji (UE) 2021/1095 i w zastępującej ją decyzji (UE) 2022/9701. W metodyce tej rozróżnia się trzy kategorie kosztów: (i) koszty finansowania wypłat bezzwrotnego wsparcia i pożyczek obliczone w odniesieniu do sześciomiesięcznych przedziałów czasowych, (ii) koszty utrzymywania płynności i zarządzania nią oraz (iii) koszty administracyjne.

Od początku 2022 r. dynamika wzrostu stóp procentowych odnotowana na rynkach finansowych dla wszystkich emitentów, w tym dla UE, była najwyższa na przestrzeni ostatnich dziesięcioleci. Stopy procentowe 10-letnich obligacji UE wzrosły z 0,09 % w chwili emisji inauguracyjnej 10-letniej obligacji NextGenerationEU w czerwcu 2021 r. do 1,53 % w maju 2022 r. i 2,82 % w listopadzie 2022 r. oraz do 3,05 % w przypadku ostatniej emisji w czerwcu 2023 r. Porównywalny wzrost zaobserwowano w przypadku emitentów o wysokim ratingu będących państwami strefy euro. Na przykład stopy procentowe niemieckich 10-letnich obligacji skarbowych wzrosły z około -0,20 % w czerwcu 2021 r. do blisko 1,0 % w maju 2022 r., 2,56 % pod koniec grudnia 2022 r. i 2,39 % w czerwcu 2023 r. Aby zaradzić bezprecedensowemu gwałtownemu wzrostowi kosztów finansowania zewnętrznego, Komisja zaproponowała w ramach przeglądu śródokresowego wieloletnich ram finansowych na lata 2021–2027 utworzenie specjalnego instrumentu przeznaczonego wyłącznie na pokrycie nadmiernych kosztów odsetek⁵.

Pomimo zwiększonej płynności, wysokiej wiarygodności kredytowej i stałej podaży obligacji UE ich rentowność stale przewyższała rentowność dużych emitentów długu państwowego. Różnice między rentownością obligacji UE a rentownością dużych emitentów długu państwowego można w dużej mierze wyjaśnić ugruntowaną konwencją rynkową polegającą na wycenianiu obligacji UE w oparciu o krzywą swapu. Niedawna analiza przeprowadzona przez ośrodek analityczny Bruegel⁶ wykazała, że to głównie wycena swapów prowadzi do wypłacania premii przez UE, co nie ma miejsca w przypadku innych emitentów o podobnych cenach, w stosunku do europejskich obligacji skarbowych, przy czym według niektórych informacji czynnik ten odpowiada aż za 90 % premii.

Zmiany krzywej swapu w stosunku do ceny obligacji skarbowych o silnej pozycji wynikają z szeregu czynników technicznych i strukturalnych niezwiązanych z jakością obligacji lub efektywnością unijnego programu emisji. Najważniejszym z tych czynników jest fakt, że inwestorzy preferują obligacje skarbowe o ugruntowanej pozycji, które można łatwo i tanio wykorzystać jako zabezpieczenie, a zjawisko to nasila się w czasach napięć rynkowych. Wpływ tych czynników był bardzo odczuwalny pod koniec pierwszego kwartału 2023 roku, po zawirowaniach w sektorze bankowym w USA i przejęciu europejskiego Credit Suisse przez UBS⁷. Zmniejszenie obaw o stabilność finansową sprawiło, że spread między obligacjami emitowanymi przez jednostki państwowe niższego szczebla lub obligacjami emitowanymi na szczeblu ponadnarodowym a europejskimi obligacjami skarbowymi wrócił do poziomów z początku półrocza. Spread 10-letnich obligacji UE w stosunku do 10-letnich niemieckich obligacji Bund wynosił 62 punkty bazowe na dzień 30 czerwca 2023 r., co oznacza spadek ze szczytowego poziomu 83 punktów bazowych w marcu 2023 r. i jest zgodne z poziomami obserwowanymi na początku półrocza.

⁵ Aby uzyskać dodatkowe informacje, zob. [wykaz dokumentów \(europa.eu\)](https://europea.eu).

⁶ [Koszty finansowania zewnętrznego UE: czynniki i dynamika w czasach rosnących stóp procentowych \(europa.eu\)](https://europea.eu).

⁷ Operacje zmniejszające ryzyko zazwyczaj prowadzą do znacznego przeniesienia środków do tradycyjnie bezpiecznych aktywów, takich jak obligacje skarbowe, co w konsekwencji zwiększa spread między obligacjami emitowanymi przez jednostki państwowe niższego szczebla lub obligacjami emitowanymi na szczeblu ponadnarodowym a europejskimi obligacjami skarbowymi.

W celu zapewnienia, aby wycena obligacji UE odpowiadała leżącym u ich podstaw wolumenom, a także płynności i wiarygodności kredytowej tego programu, Komisja podejmuje działania (zob. sekcja 5) na rzecz stworzenia warunków sprzyjających obrotowi i wycenie obligacji UE podobnych do tych, które mają zastosowanie do dużych emitentów długu państwowego, charakteryzujących się płynnością. Osiągnięcie tego rezultatu zależy również od tego, czy uczestnicy rynku odpowiednio zmieniają swoje zwyczaje i sposób oceny obligacji UE. Chociaż pojawiają się optymistyczne sygnały, że taka zmiana zachodzi, może to zająć trochę czasu.

Zarządzanie płynnością

Obecność Komisji na rynkach finansowych była regularna i przewidywalna, zgodnie z planem finansowania z grudnia 2022 r., zawierającym harmonogram aukcji i konsorcjów. Środki pieniężne wpływały jednak wolniej niż początkowo zakładano, co zwiększyło średni stan zasobów środków pieniężnych w pierwszej połowie 2023 r., wynoszący średnio 36,8 mld EUR w porównaniu z 25,1 mld EUR w poprzednim półroczu. Komisja ograniczyła pozyskiwanie środków pieniężnych z emisji obligacji, aby zapewnić stałą obecność na rynku i jednocześnie zminimalizować wzrost sald środków pieniężnych.

Wyższe kwoty zasobów płynności nie przełożyły się na znaczące koszty wspieranych programów, które wyniosły 23,3 mln EUR w odniesieniu do zasobów środków pieniężnych posiadanych od stycznia do czerwca 2023 r. Na koniec 2023 r. koszty te zostaną rozłożone proporcjonalnie między budżet UE i beneficjentów pożyczek.

4. Inne cele pośrednie w pierwszej połowie 2023 r.

12 czerwca 2023 r. Europejski Trybunał Obrachunkowy opublikował ustalenia ze sprawozdania specjalnego dotyczącego operacji zarządzania długiem w ramach NextGenerationEU. Trybunał ocenił w tym sprawozdaniu, czy Komisja opracowała skuteczne systemy zarządzania długiem zaciągniętym w celu sfinansowania NextGenerationEU. Sprawozdanie zawiera kompleksowy przegląd dotychczasowych unijnych operacji finansowania i zarządzania nimi, wraz z konstruktywnymi zaleceniami dotyczącymi przyszłych działań.

Trybunał ustalił, że „Komisji udało się szybko stworzyć system zarządzania długiem, który umożliwił pozyskanie w odpowiednim terminie funduszy na potrzeby NGEU (...)” oraz że „(...) koszty finansowania zewnętrznego odzwierciedlały pozycję rynkową Komisji. Komisja spełniła również wszystkie najważniejsze wymagania regulacyjne dotyczące portfela dłużnego i zarządzania ryzykiem”.

W sprawozdaniu zawarto również pięć zaleceń dotyczących dalszego usprawnienia zarządzania długiem przez Komisję: (i) ustanowienie odrębnej funkcji jednostki ds. analiz i strategii; (ii) wzmocnienie funkcji CRO; (iii) wdrożenie strategii kadrowej; (iv) sformułowanie jasnych celów w zakresie zarządzania długiem i określenie powiązanych wskaźników oraz (v) zapewnienie spójnego prowadzenia dokumentacji wewnętrznej.

Zalecenia Trybunału stanowią cenny wkład w działania Komisji zmierzające do wzmocnienia jej pozycji na rynkach kapitałowych (zob. sekcja 5 poniżej). Komisja już pracuje nad terminowym wdrożeniem tych zaleceń.

Niniejsze sprawozdanie stanowi już odpowiedź na czwarte zalecenie Trybunału, wzywające do opracowania nadrzędnej strategii zarządzania długiem na potrzeby wsparcia Komisji podczas wdrażania jednolitego podejścia do finansowania. Strategię zarządzania długiem przedstawiono w załączniku do niniejszego sprawozdania, w którym określono jej główne cele oraz sposób wykorzystywania przez Komisję najważniejszych instrumentów, którymi dysponuje. Strategii tej towarzyszy zbiór wskaźników, które posłużą do monitorowania realizacji strategii. Wskaźniki te będą aktualizowane i opatrywane uwagami w kolejnych wersjach.

5. Działania służące dalszemu rozwijaniu ekosystemu obligacji UE

Rozpoczęciem w styczniu 2023 r. stosowania jednolitego podejścia do finansowania osiągnięto istotny cel pośredni budowy solidnych ram, które pozwolą zaspokoić potrzeby finansowe UE w sposób możliwie najbardziej efektywny. Dzięki takiemu podejściu Komisja będzie mogła sprawnie i spójnie planować, realizować i ogłaszać wszystkie swoje emisje, z wykorzystaniem ram ryzyka, zgodności i zarządzania wspólnych dla wszystkich operacji zaciągania pożyczek.

Niemniej jednak, pomimo trwającej transformacji roli UE jako emitenta i stopniowej zmiany sposobu traktowania obligacji UE⁸, rynki nadal traktują i wyceniają obligacje UE w oparciu o krzywą swapu. Aby przyczynić się do przejścia na metodę wyceny, która lepiej odzwierciedla fundamentalne parametry emisji UE, Komisja podejmuje szereg działań mających na celu przyspieszenie rozwoju obligacji UE i zwiększenie ich płynności.

Aby ułatwić obrót obligacjami UE na rynku wtórnym, w IV kwartale 2023 r. Komisja wdroży ramy dotyczące zapewniania inwestorom kwotowań unijnych papierów wartościowych. Nastąpi to z pomocą głównych dealerów unijnych, którzy będą przekazywać te kwotowania za pośrednictwem powszechnie używanych platform obrotu, co usprawni opracowywanie informacji na temat przyszłych cen rynkowych unijnych papierów wartościowych na podstawie rynków terminowych i zmniejszy niepewność dealerów i inwestorów co do dokonywania transakcji. Dzięki temu systemowi kwotowania inwestorzy będą mogli mieć pewność, że ceny rynkowe unijnych papierów wartościowych UE podawane na platformach obrotu są wiarygodne i stosowane przez głównych dealerów w UE. Aby wdrożyć te nowe ustalenia zmieniono decyzję Komisji ustanawiającą sieć głównych dealerów. Ustalenia te wejdą w życie jesienią i zostaną wykorzystane do wybrania głównych dealerów, którzy od przyszłego roku otrzymają upoważnienia do kierowania i współkierowania.

Ponadto Komisja rozpoczęła przygotowania do wprowadzenia mechanizmu odkupu („repo”) w celu wsparcia uczestników rynku w obrocie obligacjami unijnymi. Za pośrednictwem tego mechanizmu Komisja tymczasowo udostępni swoje papiery wartościowe, czym pomoże głównym dealerom unijnym w zapewnieniu płynności obligacji UE. Komisja musi najpierw pozyskać i zbudować zdolności niezbędne do wdrożenia tego mechanizmu, który zostanie uruchomiony w połowie 2024 r.

⁸ Na przykład przeniesienie 29 czerwca 2023 r. obligacji UE do pierwszej kategorii redukcji wartości, tej samej, do której w zasadach kontroli ryzyka dotyczących operacji kredytowych EBC przypisuje instrumenty dłużne emitowane przez rządy centralne.

Komisja nadal aktywnie konsultuje się z uczestnikami rynku w celu określenia najbardziej skutecznego sposobu dalszego zwiększania płynności obligacji UE i stworzenia warunków do obracania nimi i wyceniania ich na zasadach zbliżonych do zasad mających zastosowanie do europejskich obligacji skarbowych. W tym celu Komisja rozpoczęła w czerwcu 2023 r. inauguracyjne badanie skierowane do inwestorów, w ramach którego chciała uzyskać od nich informacje o roli indeksów europejskich obligacji skarbowych jako punktów odniesienia przy podejmowaniu decyzji inwestycyjnych oraz opinie na temat znaczenia potencjalnego włączenia obligacji UE do takich indeksów. Komisja nadal poszukuje również sposobów poprawy wykorzystania obligacji UE jako zabezpieczeń w dwustronnych transakcjach zabezpieczonych.

Poczyniono również postępy we wdrażaniu unijnej usługi emisyjnej, która zostanie uruchomiona na początku stycznia 2024 r. Dzięki tej usłudze Komisja przejdzie – w odniesieniu do obligacji UE wyemitowanych po tej dacie – z systemu rozrachunkowego obejmującego komercyjnych dostawców usług rozrachunku na infrastrukturę rozrachunkową opartą na Eurosystemie. Obligacje UE rozliczane w systemie unijnej usługi emisyjnej będą korzystać z integracji z infrastrukturą płatniczą i rozliczeniową Eurosystemu (Target/Target2S) – jako europejskie obligacje skarbowe – co ułatwi wykorzystywanie ich jako zabezpieczenia w Eurosystemie.

6. Przegląd emisji na drugą połowę 2023 r.

28 czerwca 2023 r. Komisja opublikowała półroczny plan finansowania na okres od lipca do końca grudnia 2023 r. W drugiej połowie 2023 r. Komisja zamierza wyemitować obligacje UE o wartości 40 mld EUR, uzupełnione krótkoterminowymi eurobonami. Komisja wykorzysta te środki na finansowanie NextGenerationEU (w tym na możliwe płatności w ramach planu REPowerEU) i pomocy makrofinansowej + dla Ukrainy. Możliwe są również kolejne emisje o znacznie mniejszej skali w ramach istniejących programów pomocy makrofinansowej i Europejskiego Mechanizmu Stabilności.

Nowa emisja na wsparcie dla Ukrainy za pośrednictwem instrumentu na rzecz finansowania Ukrainy będzie wiązała się z dodatkową emisją na potrzeby udzielenia Ukrainie kolejnych pożyczek. Emisja ta rozpocznie się jednak dopiero w 2024 r. po przyjęciu przepisów ustanawiających ten instrument.

Docelowa kwota finansowania w drugiej połowie 2023 r. odzwierciedla oczekiwane potrzeby poszczególnych beneficjentów w zakresie wypłat, w szczególności państw członkowskich UE otrzymujących finansowanie w ramach Instrumentu na rzecz Odbudowy i Zwiększania Odporności. Państwa członkowskie dokonują obecnie przeglądu swoich planów odbudowy i zwiększania odporności, aby uwzględnić w nich zmianę przydziału bezzwrotnego wsparcia, zwrócić się o ewentualne dodatkowe pożyczki lub dostosować się do nowych priorytetów i dodatkowych możliwości finansowania w ramach REPowerEU. W tym kontekście emisja obligacji o wartości 40 mld EUR umożliwi UE pozyskanie potrzebnych kwot i utrzymanie regularnej obecności na rynku w drugiej połowie roku.

7. Podsumowanie

Dzięki jednolitemu podejściu do finansowania Komisja pozyskała w pierwszych sześciu miesiącach 2023 r. blisko 80 mld EUR na NextGenerationEU i pomoc makrofinansową + dla Ukrainy po stawkach współmiernych do pozycji Komisji na rynku. Do 30 czerwca 2023 r.

w ramach jednolitego podejścia do finansowania pozyskano na finansowanie NextGenerationEU i pomocy makrofinansowej + dla Ukrainy prawie 250 mld EUR. Dostępność dużych sald na drugą połowę roku, w połączeniu z tymczasowym spowolnieniem tempa wypłat, wynikającym z dokonywania przez państwa członkowskie przeglądu planów odbudowy i zwiększania odporności, skutkuje niższym planowanym poziomem emisji obligacji (40 mld EUR) w drugiej połowie roku.

W pierwszej połowie 2023 r. stopy procentowe nieznacznie wzrosły, nie tylko w przypadku UE, lecz także w przypadku wszystkich emitentów długu państwowego. Wzrost ten był wolniejszy niż w roku ubiegłym, a stopy procentowe zaczęły się stabilizować, ponieważ na rynkach panuje przekonanie, że banki centralne wprowadziły już większość podwyżek stóp procentowych niezbędnych do ograniczenia inflacji. Okres ten charakteryzował się znaczną zmiennością ze względu na zmieniające się oczekiwania rynkowe co do dalszych podwyżek stóp procentowych. Pomimo zmienności rynku emisja obligacji UE spotkała się w tym okresie z silnym i stabilnym popytem wśród inwestorów.

Z powodu konwencji rynkowej, zgodnie z którą obligacje UE wycenia się w oparciu o krzywą swapu, UE płaci premię powyżej stawek płaconych przez tych emitentów europejskich obligacji skarbowych, którzy są jednostkami państwowymi. Przyspieszyło to wzrost stóp rynkowych leżących u podstaw tego mechanizmu. Nowe jednolite podejście do finansowania dotyczące emisji obligacji UE stanowi ważny krok naprzód, jeżeli chodzi o konsolidację obecności UE na rynku. Komisja opracowuje jednak dodatkowe środki, aby doprowadzić do wyceniania obligacji UE w sposób podobny do wyceniania obligacji emitentów długu państwowego, którzy mają wysoki rating, ponieważ pozwoli to zmniejszyć premię płaconą w chwili emisji tych obligacji. Środki te obejmują system kwotowania cen, który ma zostać uruchomiony jesienią tego roku, oraz mechanizm repo (w połowie 2024 r.). Ponadto Komisja zachęca uczestników rynku do zwiększenia wykorzystania obligacji UE jako zabezpieczenia i uznania ich za zasługujące na włączenie do indeksów rynku obligacji skarbowych.

Wnioski i zalecenia zawarte w sprawozdaniu specjalnym Europejskiego Trybunału Obrachunkowego w sprawie zarządzania długiem zaciągniętym na potrzeby NextGenerationEU stanowią cenny wkład w prace Komisji na rzecz wzmocnienia pozycji UE na europejskich rynkach kapitałowych. Komisja już pracuje nad terminowym wdrożeniem tych zaleceń, a pierwszym krokiem w tym kierunku są cele i wskaźniki przedstawione w załączniku do niniejszego sprawozdania.

Załącznik: Unijna strategia finansowania – cele, środki i wskaźniki wdrożenia

Cel załącznika

W niniejszym załączniku określono główne cele, którymi Komisja kieruje się podczas wdrażania zróżnicowanej strategii finansowania w celu finansowania wszystkich unijnych programów zaciągania i udzielania pożyczek (jednolite podejście do finansowania). W załączniku przedstawiono szereg wskaźników służących do monitorowania wdrażania głównych elementów strategii, a mianowicie emisji obligacji, emisji bonów, zarządzania płynnością i komunikacji.

Cele finansowania unijnego

W ramach prawnych UE upoważniono Komisję do zaciągania w imieniu UE pożyczek na międzynarodowych rynkach kapitałowych w celu realizacji określonych programów UE. W przepisach ustanawiających te programy określono kwoty i ramy czasowe, w których kwoty te należy pozyskać, oraz zasady wykorzystania wpływów. Podczas pozyskiwania funduszy na podstawie tych ram Komisja ma dwa główne cele:

- **skuteczność:** zapewnienie, aby UE mogła wywiązać się z zobowiązań w ramach powiązanych programów pomocy finansowej, gdy stają się one wymagalne;
- **efektywność:** uzyskanie najkorzystniejszych warunków finansowych dla UE w perspektywie średnio- i długoterminowej:
 - i. dzięki rozsądnemu planowaniu i sprawnemu dokonywaniu transakcji,
 - ii. dzięki uzyskaniu najlepszych możliwych warunków w sytuacji panującej na rynku,
 - iii. przy utrzymaniu zdolności budżetu UE do ponoszenia ryzyka – określonej w szczególności na podstawie dostępnego dla danych operacji pokrycia ze środków budżetowych – oraz w ramach zarządzania ryzykiem w operacjach finansowych UE, zgodnie z realizowaną przez Komisję polityką wysokiego szczebla w zakresie ryzyka i zapewnienia zgodności z przepisami⁹.

Jak opisano w głównej części sprawozdania, aby osiągnąć te cele Komisja wprowadziła w 2021 r. zróżnicowaną strategię finansowania NextGenerationEU (decyzja wykonawcza Komisji C(2021) 2502).

Celem nadrzędnym jest stworzenie i utrzymanie warunków umożliwiających kompletność i wysoką płynność krzywej rentowności we wszystkich referencyjnych okresach zapadalności, co zapewni inwestorom dostępny i wiarygodny rodzaj aktywów finansowych na potrzeby inwestycji i obrotu. W konsekwencji UE jako emitent uzyska możliwie najkorzystniejsze warunki finansowania i zapewni właściwe zarządzanie powiązaniem ryzykiem.

Środki służące osiągnięciu celów

Komisja wdraża swoje podejście do finansowania w taki sposób, aby jak najlepiej wykorzystać do osiągnięcia głównych celów w zakresie skuteczności i efektywności wszystkie elementy, które kontroluje. Elementy te obejmują pięć głównych wymiarów:

⁹ [Polityka wysokiego szczebla w zakresie ryzyka i zapewnienia zgodności z przepisami w ramach NGEU \(europa.eu\).](https://european-council.europa.eu/media/en/press-articles/2021/04/2021042101_en.pdf)

- a) **Program obligacji UE:** Komisja organizuje emisję obligacji, przy wykorzystaniu wszystkich referencyjnych okresów zapadalności na całej krzywej (do 30 lat). Przy wybieraniu okresów zapadalności odpowiednich dla danych emisji, Komisja musi zapewnić, aby wynikające z nich przyszłe poziomy wykupu nie wykraczały poza poziomy konieczne do ochrony pułapów elastyczności budżetu UE i ratingu kredytowego UE. Jednocześnie – w ramach regularnego oferowania na rynku obligacji o dobrze zrównoważonym wachlarzu okresów zapadalności – Komisja zwraca szczególną uwagę na preferencje inwestorów i profil obligacji pozostających w obrocie. Komisja wykorzystuje do organizowania emisji transakcje konsorcjalne i aukcje. Formaty te mają różne cechy, ale dla pomyślnej realizacji programów finansowania potrzebne jest odpowiednie ich połączenie. Po solidnym ugruntowaniu programu emisji należy nadal usprawniać sposób wykorzystywania aukcji do emisji obligacji i z czasem rozwijać tę praktykę, aby osiągnąć poziom porównywalny z poziomami emitentów długu państwowego podobnych do UE, z należyтым poszanowaniem warunków rynkowych i potrzeb finansowych.
- b) **Program eurobonów:** Komisja wdraża program eurobonów, który zapewnia UE dostęp do rynku pieniężnego (okresy zapadalności do 1 roku, sprzedaż w drodze aukcji). Program ten jest bardzo ważnym narzędziem zarządzania ryzykiem służącym do ciągłego utrzymywania wystarczających poziomów środków pieniężnych i radzenia sobie z nieprzewidywalnymi warunkami na rynku finansowym lub potrzebami finansowania.
- c) **Zarządzanie płynnością:** Komisja podchodzi do wewnętrznego zarządzania przepływami pieniężnymi ostrożnie, co gwarantuje terminowe wywiązywanie się ze wszystkich zobowiązań płatniczych i pozwala zachować płynność. Ponadto Komisja stara się zarządzać saldami płynności w oparciu o prognozy wypłat, aby salda te odpowiadały potrzebom i aby ograniczyć wszelkie rzeczywiste lub ukryte koszty wynikające z tych sald.
- d) **Sieć głównych dealerów:** pomyślna realizacja strategii finansowania wymaga wsparcia ze strony solidnej sieci głównych dealerów, która może rozpowszechniać emitowane obligacje wśród inwestorów z całego świata oraz zarządzać ryzykiem finansowym związanym z aukcjami i konsorcjami. Komisja zamierza pozostawić tę sieć otwartą, aby mogło do niej dołączyć wiele różnych instytucji finansowych. Jednocześnie Komisja dąży do utrzymania konkurencji między członkami tej grupy i do wspólnego wykorzystania umiejętności, aby skutecznie wdrożyć i rozwijać strategię finansowania, w tym wspierać płynności emisji UE na rynku wtórnym.
- e) **Komunikacja z różnymi zainteresowanymi uczestnikami rynku i równorzędnymi emitentami:** Komisja regularnie, terminowo i otwarcie komunikuje się z uczestnikami rynku, co jest podstawowym warunkiem bycia wiarygodnym i zaufanym emitentem. W związku z tym Komisja w przejrzysty sposób informuje o poszczególnych aspektach swoich planów finansowania i o realizowanych transakcjach. Podstawą tej komunikacji są sześciomiesięczne plany finansowania, zawierające kwoty docelowe i harmonogram konsorcjów i aukcji w kolejnych sześciu miesiącach. UE stale i skutecznie informuje o swoich działaniach w roli regularnego wielkoskalowego emitenta, aby pogłębić i poszerzyć (pod względem geograficznym) swoją bazę inwestorów. Komisja aktywnie zarządza relacjami z inwestorami, aby zbudować i utrzymać ich zaufanie oraz dogłębnie poznać ich potrzeby.

We wdrażaniu powyższych działań pomaga zbiór mechanizmów kontrolnych, obejmujący dwie niezależne organizacyjnie „linie obrony”. Umożliwiają one sprawne dokonywanie i rozliczanie transakcji oraz pomagają kontrolować zachowania wszystkich stron zaangażowanych w realizację programu. Kontrole *ex ante* i *ex post* zapewniają, aby emisje UE przeprowadzano zgodnie z zasadami zarządzania i z uwzględnieniem warunków panujących na rynku.

Uwagi końcowe

Główne instrumenty przewidziane w programie pozwalają UE jak najlepiej wykorzystać wysoki rating kredytowy i zapewniają inwestorom regularny i przewidywalny napływ znacznych emisji. W konsekwencji UE dysponuje bardzo atrakcyjną platformą dla inwestorów o niskiej gotowości do podejmowania ryzyka, mającym duże potrzeby inwestycyjne, a także dla inwestorów, których potrzeby inwestycyjne wynikają z przepisów (banki centralne, departamenty skarbowe banków, podmioty zarządzające aktywami, fundusze emerytalne i zakłady ubezpieczeń).

Wskaźniki przedstawione poniżej, w tabeli 1, można uwzględnić w monitorowaniu wdrażania przez Komisję pięciu podstawowych elementów unijnego podejścia do finansowania, a tym samym jej postępów w osiąganiu nadrzędnych celów w zakresie skuteczności i efektywności. Komisja odniesie się do tych wskaźników w półrocznym sprawozdaniu z realizacji operacji zaciągania pożyczek, zarządzania długiem i powiązanych operacji udzielania pożyczek sporządzonym na podstawie art. 12 decyzji wykonawczej Komisji C(2022)9700 i przedstawi uwagi na temat wszelkich odnotowanych istotnych zmian.

Sprawne przeprowadzenie powyższych działań umożliwi Komisji osiągnięcie możliwie najkorzystniejszych rezultatów emisji dokonywanych w imieniu beneficjentów, w tym budżetu UE, który ponosi koszty bezzwrotnego wsparcia finansowanego z pożyczek. Koszt finansowania emisji UE, obliczony na podstawie średniej ważonej unijnych transakcji finansowania, zależy głównie od czynników poza kontrolą UE – w szczególności od szerszych stóp rynkowych, ale obecnie także od zmian krzywej swapu w stosunku do stopy rynkowej. Na bezwzględny koszt finansowania operacji UE wpływają zatem głównie czynniki inne niż skuteczne i efektywne wdrażanie jednolitego podejścia do finansowania. Jednak jego trwałe i skuteczne wdrożenie jest istotne dla pozycji UE na rynku i dla stopniowego zbliżania obrotu i wyceny obligacji UE do procesów stosowanych przy płynnych europejskich obligacjach skarbowych. Z tego powodu kryterium kosztów nie jest odpowiednim wskaźnikiem oceny wykorzystania przez Komisję kontrolowanych przez nią środków do osiągnięcia głównych celów skuteczności i efektywności.

Chociaż sposób wykorzystania przez Komisję instrumentów, którymi dysponuje w ramach strategii finansowania, nie może wpłynąć na te wskaźniki, informacje o wolumenach i kosztach mają bardzo duże znaczenie dla zrozumienia rozwoju programu finansowania. W związku z tym Komisja uwzględni w półrocznych sprawozdaniach informacje o łącznych wolumenach i średnich kosztach finansowania. Parametry tych operacji zaciągania pożyczek i zarządzania długiem, które mają zostać podjęte, określa się w corocznej decyzji Komisji o zaciągnięciu pożyczki i w towarzyszących półrocznych planach finansowania, co ogranicza ogólną ekspozycję budżetu UE i beneficjentów pożyczek¹⁰.

¹⁰ [C_2022_9702_F1_COMMISSION_IMPLEMENTING_DECISION_EN_V7_P1_2416109.PDF \(europa.eu\)](#).

Tabela 1: Wskaźniki wdrożenia dotyczące wykorzystania środków na potrzeby osiągnięcia celów Komisji w zakresie skuteczności i efektywności

Środek		Wskaźnik	Wartość w pierwszej połowie 2023 r. (o ile nie wskazano inaczej)	Uwagi o wykonaniu w pierwszej połowie 2023 r.
1) Wdrożenie programu obligacji UE	a) <u>Regularne emisje na całej krzywej:</u> regularne emisje obligacji UE (i obligacji ekologicznych w ramach NGEU) we wszystkich okresach zapadalności na całej krzywej (do 30 lat), aby zapewnić różnym rodzajom inwestorów możliwości inwestycyjne, jako sposób na utrzymanie silnego zainteresowania inwestorów, a tym samym swobody w ustalaniu wolumenów emisji i okresów zapadalności dla	i. <i>Udział % okresów zapadalności w ramach programu emisji</i>	1–4 lat: 22 % 4–8 lat: 15 % 8–12 lat: 17 % 12–17 lat: 11 % 17–23 lat: 16 % 23–31 lat: 19 %	W pierwszej połowie 2023 r. Komisja realizowała swój cel poprzez regularne emisje obligacji z różnymi terminami zapadalności, aby zapewnić płynność krzywej UE we wszystkich segmentach. Te transakcje finansowania rozłożono na całe półrocze, aby zapewnić regularną obecność na rynku. W tym półroczu przeprowadzono więcej transakcji niż w półroczu poprzednim ze względu na a) docelową kwotę finansowania na pierwszą połowę 2023 r., która wyniosła do 80 mld EUR (w porównaniu z 50 mld EUR w pierwszej połowie 2022 r.) oraz b) niższą średnią wielkość transakcji ze względu na trudne i zmienne warunki rynkowe panujące w momencie sporządzania planu finansowania na pierwszą połowę 2023 r. Chociaż emisje objęły wszystkie referencyjne zakresy zapadalności, średnio były nieznacznie ukierunkowane na część krzywej obejmującą dłuższe okresy (średni okres zapadalności emisji wyniósł 13,5 roku) ze względu na potrzebę rozłożenia wykupów w czasie oraz ze względu na większe zapotrzebowanie inwestorów na długoterminowe obligacje UE. Kontynuowano również emisje obligacji ekologicznych, choć na niższym poziomie niż w poprzednim półroczu, zgodnie ze skumulowanymi wydatkami ekologicznymi zgłoszonymi przez państwa członkowskie i po odpowiednim dopasowaniu emisji obligacji ekologicznych do tych wydatków.
		ii. <i>Rozkład emisji w czasie</i>	7 konsorcjów i 8 aukcji obligacji, czyli 2–3 emisje miesięcznie	
		iii. <i>Emisje obligacji ekologicznych</i> ¹¹	Około 8 mld EUR w postaci dodatkowych emisji uzupełniających obligacje z terminami zapadalności w 2048 r. i 2033 r.	

¹¹ Dodatkowe informacje o obligacjach ekologicznych w ramach NGEU przedstawiono w tablicy wskaźników obligacji ekologicznych w ramach NGEU pod adresem: [Tablica wskaźników \(europa.eu\)](#).

	poszczególnych transakcji w oparciu o warunki rynkowe.			
	b) <u>Odpowiednia równowaga między aukcjami i konsorcjami:</u> stosowanie różnych technik finansowania z zachowaniem odpowiedniej równowagi, w zależności od całkowitego wolumenu emisji i warunków rynkowych, w celu zarządzania ryzykiem realizacji, zwiększenia płynności na rynku wtórnym i ograniczenia kosztów finansowania zewnętrznego.	iv. <i>Proporcje między aukcjami i konsorcjami w %</i>	Około 40 % emisji obligacji dokonano w drodze aukcji	W pierwszej połowie 2023 r. Komisja zwiększyła udział obligacji wyemitowanych w drodze aukcji do blisko 40 %, czyli do poziomu wyższego niż w poprzednich półroczach finansowania. Było to zgodne z celem szerszego wykorzystania tej techniki, przy uwzględnieniu specyfiki rynku (np. jego zdolności absorpcyjnej) i potrzeb w zakresie emisji (np. możliwość uzupełnienia obligacji wcześniej wyemitowanych o dodatkową emisję w formie aukcji, a konieczność wprowadzenia nowych linii emisyjnych za pomocą konsorcjów).
	c) <u>Ustanowienie dużych i płynnych obligacji referencyjnych:</u> uzupełnienie obligacji UE wyemitowanych wcześniej	i. <i>Emisje nowych obligacji a wolumen dodatkowych emisji uzupełniających</i>	• 18 mld EUR w postaci nowych obligacji • 60,2 mld EUR w postaci dodatkowych emisji uzupełniających	Mając na uwadze płynność papierów wartościowych, Komisja wykorzystwała w ramach swoich transakcji istniejące linie finansowania, przy czym 70 % finansowania pozyskała z dodatkowych emisji uzupełniających obligacje wyemitowane wcześniej. Uruchomiono nowe linie finansowania, aby zapewnić rynkowi

	o dodatkową emisję, aby poziom niespłaconego wolumenu różnych linii emisyjnych był współmierny z dużymi i płynnymi liniami referencyjnymi.	ii. <i>Szybkość uzupełniania nowych obligacji dodatkowymi emisjami</i> ¹²	2 miesiące	nowe linie referencyjne w tych częściach krzywej, w których jest to potrzebne, w oparciu o zalecenia głównych unijnych dealerów. W ciągu półrocza wprowadzono na rynek nowe obligacje 3-, 10- i 15-letnie. W rezultacie średnia pozostająca do spłaty kwota na obligację wzrosła o około 4 mld EUR do ponad 13 mld EUR pod koniec półrocza, co pomogło zwiększyć płynność obligacji.
		iii. <i>Średnia wielkość obligacji pozostających w obrocie</i> ¹³	13–14 mld	
		iv. <i>Obrót w stosunku do wolumenu emisji</i>	Okolo 80 % w drugiej połowie 2022 r.	
		v. <i>Obrót (wartość bezwzględna)</i>	241 mld EUR w drugiej połowie 2022 r. w stosunku do 236 mld EUR w pierwszej połowie 2022 r.	
	d) <u>Zarządzanie profilem zapadalności emisji obligacji UE z należyтым uwzględnieniem:</u> • tymczasowego dodatkowego	i. <i>Średni okres zapadalności emisji</i>	13–14 lat	W pierwszej połowie 2023 r. średni okres zapadalności wyemitowanych obligacji wynosił 13–14 lat. Było to zgodne z celem Komisji, aby rozłożyć profil wykupów w czasie, a jednocześnie zachęcić inwestorów do dokonywania transakcji na rynku pierwotnym UE. Średni okres zapadalności pozostał poniżej maksymalnego średniego okresu zapadalności wynoszącego 17 lat, określonego w corocznej decyzji w sprawie
		ii. <i>Średni okres zapadalności długu pozostającego do spłaty</i>	Okolo 12 lat	

¹² Na podstawie średniej liczby miesięcy między emisją nowych obligacji a emisją dodatkową, z uwzględnieniem nowych linii uzupełnionych w ciągu półrocza dodatkową emisją.

¹³ Stosunek obligacji pozostających w obrocie do liczby obligacji na koniec półrocza. Na podstawie obligacji wyemitowanych w ramach zróżnicowanej strategii finansowania.

	marginesu elastyczności (na pożyczki związane z NGEU) i stałego marginesu elastyczności (na pomoc makrofinansową +) w ramach budżetu UE • przyszłych wypłat w danym roku • stabilnych przyszłych potrzeb przedłużenia okresu spłaty • potrzeby ochrony ratingu UE w celu zapewnienia niskich kosztów finansowania zewnętrznego w dłuższej perspektywie i silnego popytu ze strony głównych inwestorów.	iii. <i>Refinansowanie w perspektywie krótkoterminowej, tj. odsetek obligacji pozostających w obrocie i bonów z terminem zapadalności w najbliższych 12 miesiącach</i>	Mniej niż 10 %	zaciągania pożyczek na 2023 r. Średni okres zapadalności długu pozostałego do spłaty utrzymał się na stabilnym poziomie (około 12 lat) – głównie dzięki wcześniejszym emisjom. Poziom refinansowania również pozostał stabilny, co odzwierciedla wcześniejsze emisje i związany z nimi profil wykupu.
		iv. <i>Refinansowanie w perspektywie średnioterminowej, tj. odsetek obligacji pozostających w obrocie i bonów z terminem zapadalności w najbliższych 5 latach</i>	Mniej niż 30 %	
2) Wdrożenie programu eurobonów	Regularna emisja eurobonów o okresie zapadalności do 1 roku w drodze aukcji, aby przyciągnąć nowych	i. <i>Wolumen eurobonów pozostających w obrocie</i>	15-20 mld EUR	Komisja utrzymała emisje w ramach programu eurobonów na minimalnym poziomie ze względu na niskie potrzeby w zakresie płynności i wystarczające finansowanie długoterminowe. Organizowano dwie aukcje w miesiącu, aby pokryć koszty wykupu. Dług pozostały do spłaty utrzymywał się zatem na

	inwestorów (lub skłonić obecnych inwestorów do zainwestowania kolejnych portfeli) i wesprzeć zarządzanie płynnością.	ii. <i>Liczba aukcji eurobonów</i>	12	stabilnym poziomie około 15-20 mld EUR.
3) Zarządzanie płynnością	Zarządzanie pulą płynności w świetle zobowiązań płatniczych, potrzeb w zakresie wypłat i kosztów utrzymania środków pieniężnych, z należyтым uwzględnieniem panujących warunków rynkowych.	i. <i>Liczba płatności nieudanych z powodu braku płynności</i>	Brak	Komisja zaspokoiła potrzeby w zakresie wypłat i powiodły się wszystkie rozliczenia.
4) Sieć głównych dealerów	Przyciągnięcie wielu rodzajów instytucji finansowych silnie angażujących się we wspieranie emisji UE.	i. <i>Liczba instytucji, które w ostatnich sześciu miesiącach zobowiązały się do gwarantowania transakcji</i>	19	Główni unijni dealerzy nadal wspierali Komisję, a rotacja w ramach konsorcjów pomogła Komisji jak najlepiej zaangażować wszystkie banki kwalifikujące się do udziału w konsorcjum.
5) Komunikacja z różnymi zainteresowanymi uczestnikami rynku i równorzędnymi emitentami	Utrzymanie i budowanie zaufania bazy inwestorów, uczestników rynku i równorzędnych emitentów, aby rozwijać popyt na dług UE i zwiększać wiedzę UE o dynamice rynku	i. <i>Odchylenia od wcześniej ogłoszonych terminów publikacji planów finansowania</i>	Brak	Zgodnie z wcześniejszymi zapowiedziami Komisja utrzymała regularną i przewidywalną komunikację z uczestnikami rynku. Nie stwierdzono żadnych odchyleń od pierwotnej docelowej kwoty finansowania ogłoszonej w tym półroczu. Komisja regularnie publikowała statystyki dotyczące inwestorów, które utrzymywały się na stabilnym poziomie,
		ii. <i>Odchylenie od</i>	Mniej niż 2 mld EUR	

	i potrzebach inwestorów.	<i>wielkości ogłoszonych w planie finansowania</i>	lub mniej niż 2 %	a zróżnicowana baza inwestorów nadal rosła.
		iii. <i>Statystyki dotyczące inwestorów</i>	Według rodzaju: podmioty zarządzające funduszami – 31,4 %, departamenty skarbowe banków – 30,3 %, banki centralne/instytucje urzędowe – 16,4 %, fundusze ubezpieczeniowe i emerytalne – 14,7 %, banki – 5,2 %, fundusze hedgingowe – 2,0 %. Według państwa/regionu: Zjednoczone Królestwo – 21,0 %, Niemcy – 12,9 %, Francja – 12,9 %, Beneluks – 9,7 %, kraje nordyckie – 8,7 %, Włochy – 8,4 %, region Azji i Pacyfiku – 5,5 %, Półwysep Iberyjski – 9,6 %, pozostałe państwa UE – 7,0 %, pozostałe państwa Europy – 2,2 %, obie Ameryki – 0,4 %, Bliski Wschód i Afryka – 1,5 %.	