



Bruxelles, 22.2.2024  
COM(2024) 93 final

**RELAZIONE DELLA COMMISSIONE AL PARLAMENTO EUROPEO E AL  
CONSIGLIO**

**Relazione semestrale sull'esecuzione delle operazioni di assunzione di prestiti, gestione  
del debito ed erogazione di prestiti a norma dell'articolo 12 della decisione di esecuzione  
C(2022)9700 della Commissione**

**1° luglio 2023 – 31 dicembre 2023**

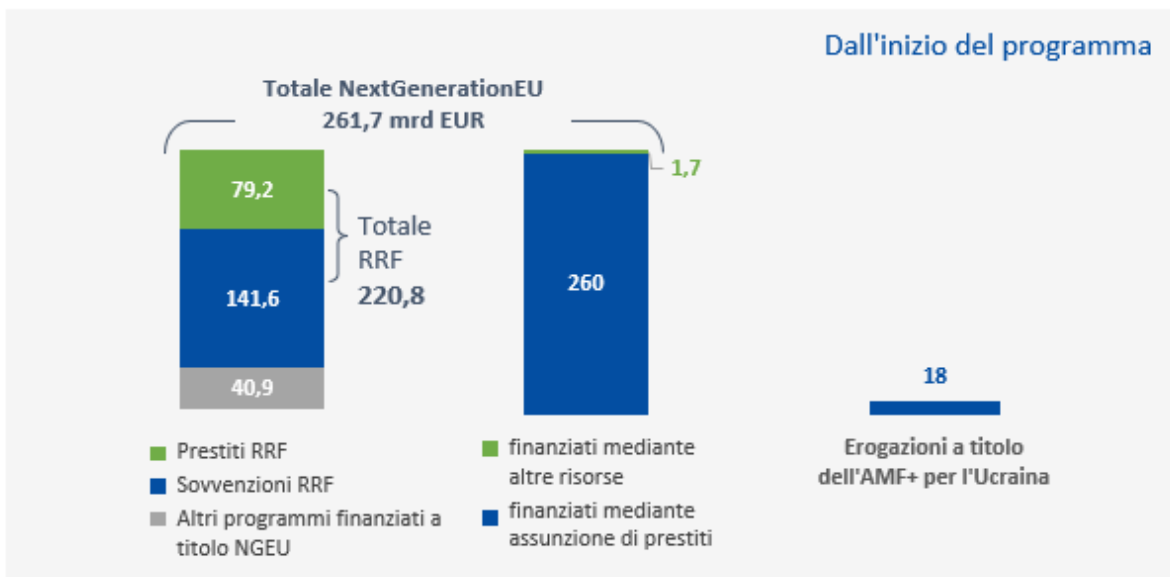
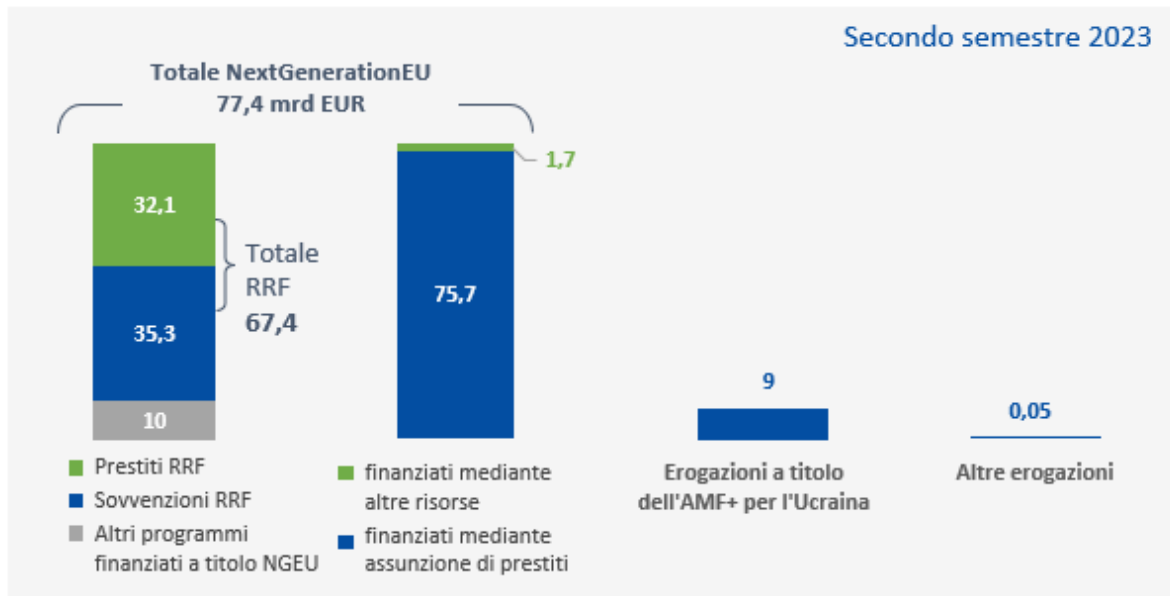
## Indice

1.	Sintesi .....	3
2.	Introduzione.....	3
3.	Esecuzione delle operazioni di assunzione di prestiti nel secondo semestre del 2023.....	4
4.	Costi di finanziamento e saldi delle disponibilità liquide .....	8
5.	Misure per l'ulteriore sviluppo dell'ecosistema delle obbligazioni dell'UE.....	10
6.	Altre tappe fondamentali nel secondo semestre del 2023 .....	11
7.	Prospettive delle emissioni per il primo semestre del 2024.....	12

## FINANZIAMENTI REPERITI NEL SECONDO SEMESTRE DEL 2023



## EROGAZIONI



Tutti gli importi sono espressi in miliardi di EUR

## OBBLIGAZIONI DELL'UE IN ESSERE

al 31.12.2023

Totale 443 mrd EUR



■ 156,9 mrd back-to-back

■ 286,4 mrd EUR nell'ambito dell'approccio unificato in materia di finanziamenti  
▨ di cui 48,9 mrd EUR di obbligazioni verdi NextGenerationEU

### DATI PRINCIPALI

- Nel 2023 sono stati reperiti 115,9 miliardi di EUR.
- Nel 2023 il costo del finanziamento è stato pari al 3,2 % nel primo semestre e al 3,6 % nel secondo semestre.
- I fondi reperiti sono stati utilizzati principalmente per finanziare NextGenerationEU (compreso REPowerEU) e prestiti AMF+ per l'Ucraina.
- NextGenerationEU rende l'economia dell'UE più verde e più digitale e permette un approvvigionamento energetico più diversificato.
- Nel 2023 i prestiti AMF+ hanno coperto gran parte delle esigenze di finanziamento a breve termine dell'Ucraina.

## 1. Sintesi

Nel secondo semestre del 2023 la Commissione ha reperito 37,7 miliardi di EUR, portando il totale reperito nel corso del 2023 a 115,9 miliardi di EUR. Nel 2023 nell'ambito di NextGenerationEU sono stati erogati 99,1 miliardi di EUR, che hanno reso l'economia dell'UE più verde e più digitale e hanno permesso un approvvigionamento energetico più diversificato. Nel 2023 l'Ucraina ha ricevuto 18 miliardi di EUR di prestiti AMF+ altamente agevolati che hanno coperto gran parte delle sue esigenze di finanziamento a breve termine per il 2023.

Il costo del finanziamento per l'UE ha continuato ad aumentare nel corso del secondo semestre del 2023, in linea con le condizioni di mercato, passando dal 3,2 % nel primo semestre al 3,6 % nel secondo semestre. Il differenziale tra le obbligazioni dell'UE a 10 anni e le obbligazioni tedesche a 10 anni è rimasto relativamente stabile, attestandosi alla fine dell'anno a quasi 73 punti base (rispetto ai 68 punti base registrati al 30 luglio 2023). Il picco di 81 punti base raggiunto nell'ottobre 2023 ha tuttavia evidenziato che, da quando il prezzo delle obbligazioni dell'UE è determinato rispetto alla curva swap, ogniqualvolta si affermi un clima di avversione al rischio, i rendimenti delle obbligazioni dell'UE sono più elevati rispetto a quelli dei titoli di Stato europei (EGB). Il prezzo di mercato del debito dell'UE a fine anno ha registrato un brusco calo (dal 3,7 % di ottobre al 2,8 % alla fine dell'anno per le obbligazioni dell'UE a 10 anni) in quanto le aspettative pendono attualmente per una riduzione dei tassi di interesse nel corso del 2024.

Nel secondo semestre del 2023 la Commissione ha compiuto ulteriori progressi nel rafforzamento dell'architettura portante del suo programma di emissioni. Oltre ad aver introdotto l'approccio unificato in materia di finanziamenti nel gennaio 2023, a novembre dello stesso anno la Commissione ha avviato un sistema riguardante la modalità di quotazione e all'inizio del 2024 ha completato il servizio di emissione dell'UE (EIS). Il completamento dell'EIS è frutto del partenariato tra la Commissione, la BCE e altre istituzioni del settore pubblico nazionali e dell'UE nella realizzazione del programma di emissione del debito dell'UE. La Commissione ha inoltre pubblicato la sua prima relazione completa sull'assegnazione dei proventi e sull'impatto delle obbligazioni verdi NGEU, che illustra come le emissioni di obbligazioni verdi NextGenerationEU siano sostenute da un pool di spese ammissibili programmate in tutti gli Stati membri e come tali spese contribuiscano a ridurre le emissioni di gas a effetto serra dell'UE.

Nel 2024 saranno adottate ulteriori misure per aumentare la liquidità, con l'avvio di un sistema di vendita con patto di riacquisto nel secondo semestre dell'anno. Inoltre, la Commissione ha iniziato a stabilire contatti con i fornitori di indici riguardo alle modalità di classificazione dei titoli dell'UE nei loro indici e continuerà a incoraggiare le controparti di mercato affinché si attribuisca alle obbligazioni dell'UE la stessa qualità di trattamento delle garanzie reali riservata alle obbligazioni sovrane in operazioni bilaterali garantite.

## 2. Introduzione

La Commissione assume prestiti per conto dell'Unione europea da più di 40 anni. Negli ultimi 3 anni l'emissione di obbligazioni dell'UE ha registrato un netto aumento perché l'Unione si affida ai mercati dei capitali per finanziare programmi di vasta portata quali SURE<sup>1</sup>, NextGenerationEU (NGEU) e l'assistenza macrofinanziaria+ (AMF+) per l'Ucraina. Alla fine del 2023 le passività in essere dell'UE ammontavano a poco più di 440 miliardi di EUR derivanti dall'emissione di obbligazioni, di cui circa 405 miliardi di EUR riguardavano passività prodotte dal 2020.

---

<sup>1</sup> Strumento europeo di sostegno temporaneo per attenuare i rischi di disoccupazione nello stato di emergenza (SURE).

La presente relazione semestrale esamina l'attuazione delle operazioni di assunzione di prestiti effettuate tra il 1° luglio 2023 e il 31 dicembre 2023, in conformità dell'articolo 12 della decisione di esecuzione C(2022)9700 della Commissione, che stabilisce le modalità di attuazione dell'approccio unificato in materia di finanziamenti per le operazioni di assunzione di prestiti e di gestione del debito<sup>2</sup>. La relazione presenta inoltre le misure che la Commissione sta adottando per sviluppare ulteriormente l'ecosistema delle obbligazioni dell'UE, con l'obiettivo di aumentare la liquidità delle obbligazioni dell'UE e di facilitare una posizione sul mercato che rifletta i volumi di emissione e la solidità creditizia dell'UE a vantaggio degli Stati membri. Essa delinea infine le previsioni relative all'emissione di obbligazioni dell'UE nella prima metà del 2024. La presente relazione non valuta in che modo i proventi ottenuti dalle emissioni di obbligazioni dell'UE siano stati utilizzati, spese verdi comprese, poiché questi aspetti sono oggetto di relazioni distinte in conformità dei regolamenti dei singoli strumenti<sup>3</sup>.

A seguito della raccomandazione della Corte dei conti europea<sup>4</sup>, l'allegato della presente relazione presenta gli indicatori che possono essere utilizzati per monitorare l'attuazione della strategia complessiva di gestione del debito che guida l'approccio unificato in materia di finanziamenti della Commissione<sup>5</sup>.

### **3. Esecuzione delle operazioni di assunzione di prestiti nel secondo semestre del 2023**

Nel secondo semestre del 2023 la Commissione ha continuato a reperire fondi sui mercati mediante il suo approccio unificato in materia di finanziamenti. Oltre a soddisfare in tempo utile tutti gli impegni di erogazione assunti nell'ambito di NextGenerationEU e dell'AMF+, gli importi di emissione e le scadenze si sono mantenuti entro i parametri predeterminati mentre i termini di finanziamento erano in linea con quelli di un emittente con la dimensione e il rating dell'UE. Le sezioni che seguono presentano alcune delle componenti chiave delle operazioni di assunzione e di erogazione di prestiti della Commissione nella seconda metà del 2023. Altri indicatori utilizzati per monitorare l'attuazione della strategia di finanziamento della Commissione sono esaminati nell'allegato della presente relazione.

#### **ESECUZIONE DELLE OPERAZIONI DI FINANZIAMENTO NELLA SECONDA METÀ DEL 2023**

Nel giugno 2023 la Commissione ha annunciato l'intenzione di emettere 40 miliardi di EUR di obbligazioni dell'UE tra luglio e fine dicembre 2023 per finanziare in particolare NextGenerationEU e l'AMF+ per l'Ucraina (a integrazione del piano di finanziamento di 80 miliardi di EUR del primo semestre del 2023). Il piano di finanziamento rispecchiava sia il fabbisogno di erogazioni previsto per il periodo restante del 2023 sia le disponibilità liquide all'inizio del semestre.

---

<sup>2</sup> Conformemente all'articolo 220 bis del regolamento finanziario (regolamento (UE, Euratom) 2018/1046 del Parlamento europeo e del Consiglio) che stabilisce le regole finanziarie applicabili al bilancio generale dell'Unione.

<sup>3</sup> Cfr. ad esempio le relazioni annuali sul [dispositivo per la ripresa e la resilienza, sull'attuazione dell'assistenza macrofinanziaria ai paesi terzi nel 2022](#) e "[Green bonds – Impact and allocation report – NGEU report 2023](#)".

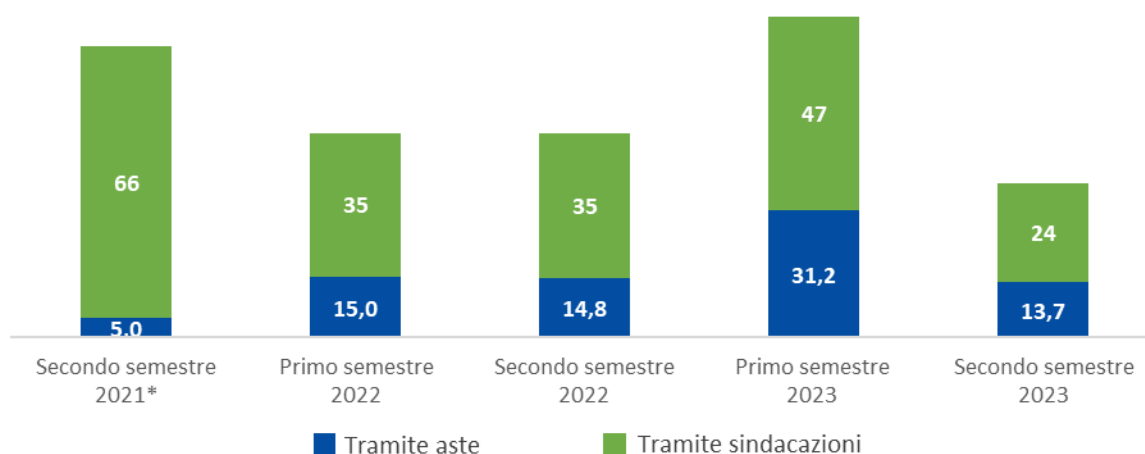
<sup>4</sup> [Relazione speciale 16/2023:La Commissione e la gestione del debito connesso a NextGenerationEU](#) e le [risposte della Commissione](#).

<sup>5</sup> Una descrizione della strategia complessiva di gestione del debito figura nella relazione semestrale sull'esecuzione delle operazioni di assunzione ed erogazione di prestiti dell'UE dal 1° gennaio 2023 al 30 giugno 2023, cfr. la [quarta relazione semestrale sull'esecuzione delle operazioni di assunzione di prestiti, gestione del debito ed erogazione di prestiti a norma dell'articolo 12 della decisione di esecuzione C\(2022\)9700 della Commissione \(europa.eu\)](#).

La Commissione ha completato il suo programma di finanziamento per il 2023 alla fine di novembre<sup>6</sup> reperendo nel corso dell'anno un totale di 115,9 miliardi di EUR di cui 37,7 miliardi di EUR reperiti nel secondo semestre, con una scadenza media di 13 anni (mentre per il finanziamento reperito nel primo semestre del 2023 la scadenza era di circa 14 anni).

La Commissione ha utilizzato una combinazione di sindacazioni (64 %) e aste (36 %) e ha mantenuto il rapporto del primo semestre del 2023. Le emissioni di obbligazioni dell'UE sono state distribuite sull'intero semestre, tenendo conto delle condizioni di liquidità del mercato e garantendo nel contempo la presenza regolare sul mercato. Tra le operazioni effettuate figurava la riapertura di due linee di obbligazioni verdi esistenti per un totale di 4,7 miliardi di EUR. Tali emissioni aggiuntive di obbligazioni verdi sono state effettuate a seguito della comunicazione di ulteriori spese per il clima da parte degli Stati membri a titolo del dispositivo per la ripresa e la resilienza (RRF).

**Grafico 2: Finanziamenti reperiti nell'ambito dell'approccio unificato in materia di finanziamenti**



\* Le prime due operazioni di NextGenerationEU sono state effettuate a giugno 2021 e sono state incluse nel dato relativo al secondo semestre del 2021 poiché facevano parte dello stesso piano di finanziamento delle operazioni effettuate nel secondo semestre del 2021.

*Tutti gli importi sono espressi in miliardi di EUR*

Con le operazioni effettuate nel secondo semestre del 2023 l'importo totale in essere delle obbligazioni dell'UE alla fine del 2023 ha raggiunto poco più di 440 miliardi di EUR. Di tale importo, 405 miliardi di EUR sono stati emessi a partire dall'avvio del programma SURE nel 2020 e di questi, 286 miliardi di EUR sono stati emessi in forma di obbligazioni dell'UE nell'ambito dell'approccio unificato dell'UE in materia di finanziamenti. Il resto delle obbligazioni in essere è stato emesso nell'ambito di politiche definite per finanziare prestiti con una durata corrispondente (ad esempio, i prestiti SURE e i prestiti AMF concessi all'Ucraina nel 2022 sono finanziati utilizzando tale approccio "back-to-back").

Dei 286 miliardi di EUR emessi nell'ambito dell'approccio unificato dell'UE in materia di finanziamenti, 48,9 miliardi di EUR sono stati emessi sotto forma di obbligazioni verdi NextGenerationEU.

<sup>6</sup> Dicembre di solito è un mese tranquillo nei mercati finanziari perché gli investitori tendono a chiudere i libri contabili prima della fine dell'anno, rendendo il mercato meno attraente per l'emissione primaria.

Nella seconda metà del 2023 la Commissione, per far fronte alle esigenze di finanziamento a breve termine, ha inoltre emesso mediante aste bimestrali buoni dell'UE a 3 e 6 mesi. A fine dicembre 2023, i crediti in essere mediante i buoni dell'UE ammontavano a 15,2 miliardi di EUR. La Commissione ha mantenuto al livello minimo le emissioni nell'ambito del programma dei buoni dell'UE alla luce del minor fabbisogno di finanziamenti a breve termine.

## EROGAZIONI

Grazie alle suddette operazioni, la Commissione ha continuato a finanziare i piani di ripresa e resilienza degli Stati membri attraverso l'erogazione tempestiva dei proventi. La Commissione ha effettuato tutte le erogazioni a favore degli Stati membri a titolo dell'RRF, in media entro 6 giorni lavorativi dall'autorizzazione dell'erogazione.

Nel secondo semestre del 2023 la Commissione ha erogato 67,4 miliardi di EUR a 18 Stati membri a titolo dell'RRF, di cui 1,7 miliardi di EUR in forma di prefinanziamenti relativi ai capitoli dedicati al piano REPowerEU. Di questi, 35,3 miliardi di EUR sono stati erogati sotto forma di sostegno a fondo perduto e 32,1 miliardi di EUR sotto forma di prestiti. Nel secondo semestre del 2023, nel quadro di NextGenerationEU, la Commissione ha inoltre trasferito 10 miliardi di EUR al bilancio dell'UE per contribuire a programmi quali Orizzonte Europa, il Fondo InvestEU, ReactEU, il meccanismo unionale di protezione civile (RescueEU), il Fondo europeo agricolo per lo sviluppo rurale (FEASR) e il Fondo per una transizione giusta.

Complessivamente, dall'inizio di NextGenerationEU nell'estate del 2021 la Commissione ha erogato 261,7 miliardi di EUR: i) 141,6 miliardi di EUR sotto forma di sostegno a fondo perduto e 79,2 miliardi di EUR sotto forma di prestiti a favore degli Stati membri a titolo dell'RRF; e ii) 40,9 miliardi di EUR per gli altri programmi di spesa finanziati da NextGenerationEU. Finora 260 miliardi di EUR a titolo di NextGenerationEU sono stati finanziati mediante prestiti e 1,7 miliardi di EUR mediante altre fonti (ossia il sistema di scambio di quote di emissione (ETS) e la riserva di adeguamento alla Brexit (BAR)).

In aggiunta alle erogazioni NextGenerationEU, nella seconda metà del 2023 la Commissione ha erogato 9 miliardi di EUR sotto forma di prestiti all'Ucraina a titolo del programma AMF+, finanziato mediante l'emissione di obbligazioni nell'ambito dell'approccio unificato in materia di finanziamenti. In tal modo l'importo totale dei finanziamenti erogati all'Ucraina a titolo del programma AMF+ nel 2023 raggiunge i 18 miliardi di EUR. Complessivamente, nel secondo semestre del 2023 la Commissione ha erogato in totale circa 86,4 miliardi di EUR a titolo di NextGenerationEU (compreso REPowerEU) e dell'AMF+ per l'Ucraina combinati insieme. Si tratta di un importo superiore alle erogazioni effettuate nel primo semestre del 2023 (circa 30 miliardi di EUR) durante il quale il ritmo dei flussi in uscita è stato temporaneamente influenzato dalla necessità di rivedere i piani nazionali per la ripresa e la resilienza (tra l'altro per integrarli con i capitoli dedicati al piano REPowerEU).

## DOMANDA DEGLI INVESTITORI E LIQUIDITÀ DEL MERCATO SECONDARIO

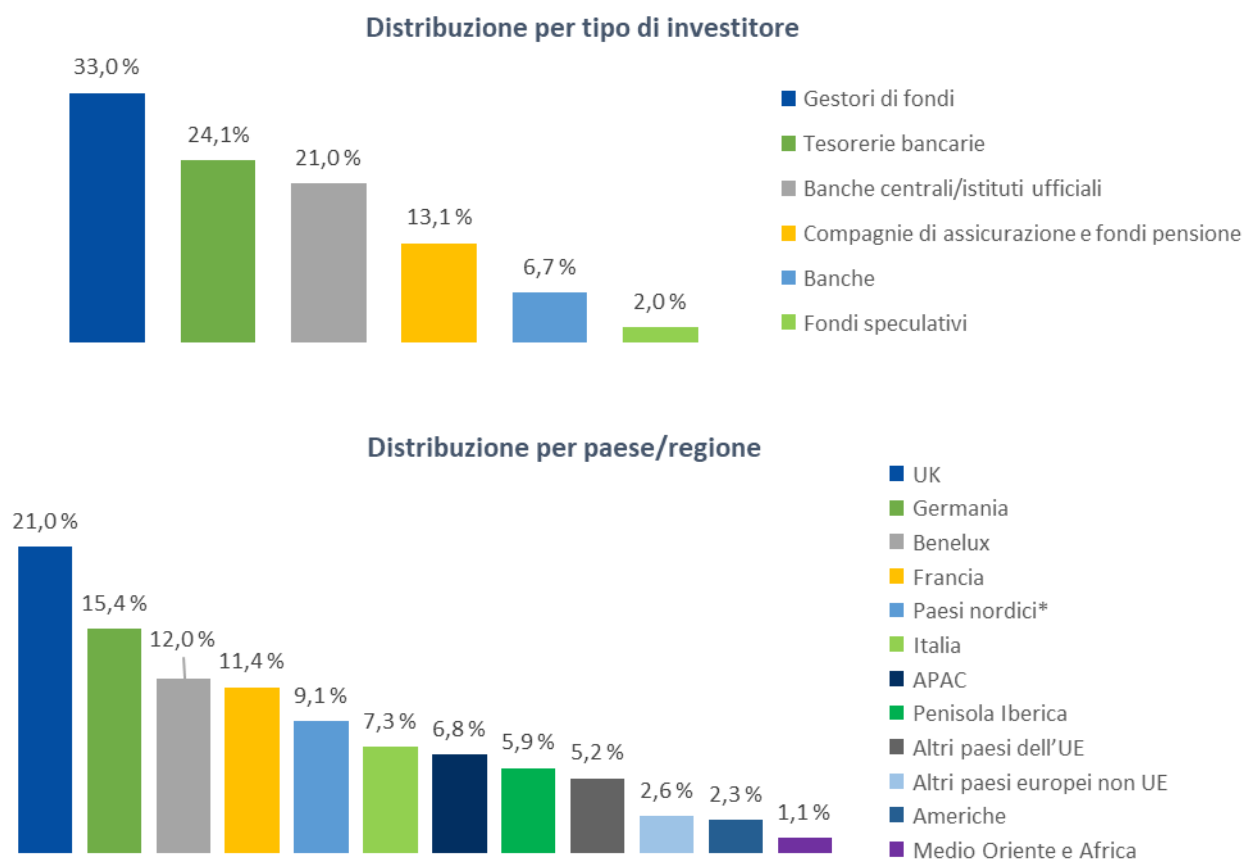
Nonostante la volatilità dei tassi osservata nel periodo, le emissioni di obbligazioni dell'UE hanno continuato a beneficiare della domanda proveniente da una base di investitori di vario tipo, ben equilibrata, diversificata e di livello mondiale<sup>7</sup>.

---

<sup>7</sup> Finora le emissioni dell'UE hanno attratto in totale oltre 1 700 investitori diversi di oltre 70 paesi. Oltre il 60 % degli investimenti in sindacazioni di obbligazioni dell'UE proviene da investitori situati nell'UE e oltre il 20 % da investitori internazionali che operano dal Regno Unito. Il resto proviene da investitori internazionali in Asia o in altri paesi europei non appartenenti all'UE, come la Norvegia e la Svizzera. Più del 65 % delle obbligazioni dell'UE emesse è andato a investitori con strategie di acquisto e mantenimento (gestori di fondi, compagnie di assicurazione, fondi pensione e banche centrali/istituti ufficiali). Vi è inoltre una buona



### Grafico 3: Suddivisione degli investitori



Nel secondo semestre del 2023, i nuovi premi di emissione<sup>8</sup>, richiesti dagli investitori a titolo di agevolazione nei casi in cui l'UE emette obbligazioni tramite sindacazione, si sono attestati a circa 2,5 punti base, in linea con quelli offerti da altri emittenti su operazioni comparabili (misurate in termini di entità e scadenza) durante il suddetto periodo.

Allo stesso tempo, la liquidità del mercato secondario delle obbligazioni dell'UE è stata costantemente in linea con i livelli osservati nei mercati dei titoli di Stato europei (EGB) più liquidi, se misurata rispetto alle consistenze in essere. La liquidità del mercato secondario per le obbligazioni dell'UE è stata sostenuta dall'introduzione il 1° novembre 2023 di modalità di quotazione in base alle quali gli operatori principali dell'UE sono incoraggiati a pubblicare, sulle principali piattaforme elettroniche di negoziazione di obbligazioni, prezzi delle obbligazioni dell'UE affidabili. Pur essendo agli inizi, la quotazione delle obbligazioni dell'UE sulle piattaforme interoperatore, misurata in volumi medi giornalieri, è già comparabile ai livelli osservati degli emittenti sovrani. A novembre 2023 i volumi di negoziazione giornalieri delle obbligazioni dell'UE erano in media di circa 900 milioni di EUR, a dicembre 2023 di 550 miliardi di EUR, con un picco massimo giornaliero di oltre 2 miliardi di EUR.

La liquidità del mercato secondario è stata sostenuta anche dalla combinazione tra la riapertura di linee esistenti e la creazione di nuove linee (nuove obbligazioni dell'UE a 5, 7 e 20 anni offerte a

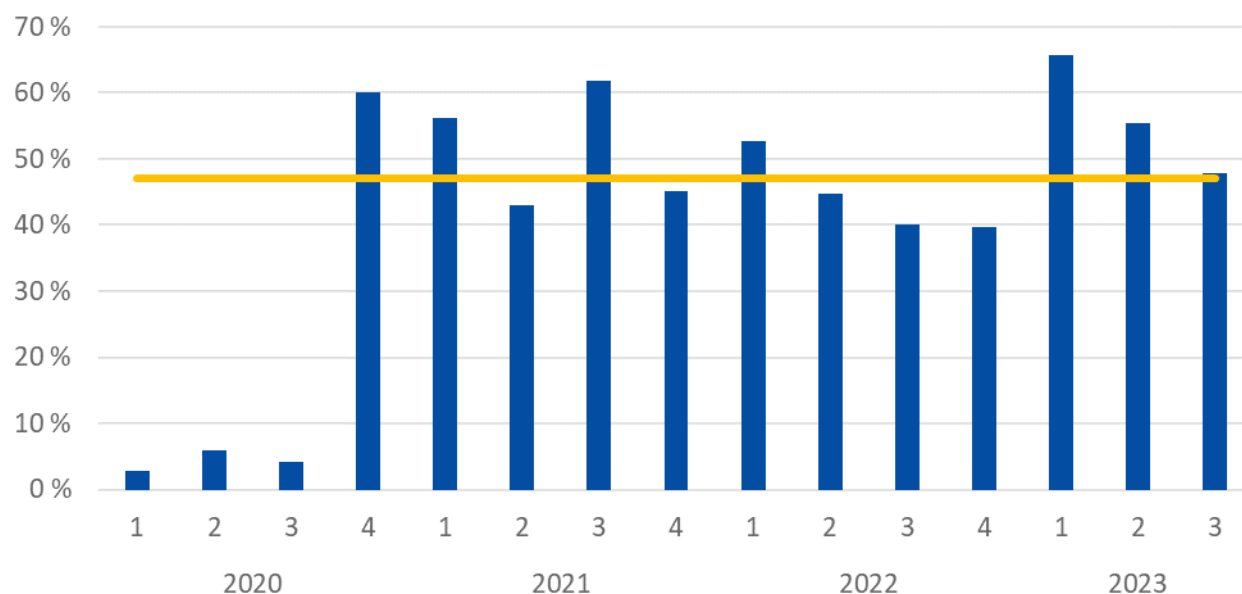
---

rappresentanza di investitori che chiede scadenze diverse: le banche centrali/gli istituti ufficiali e le tesorerie bancarie (che di solito preferiscono investire in scadenze fino a 10 anni) rappresentano circa il 45 % degli acquisti di obbligazioni dell'UE nei mercati primari, mentre i fondi pensione e le compagnie di assicurazione (che preferiscono scadenze superiori ai 10 anni) rappresentano quasi il 15 %.

<sup>8</sup> Questo nuovo premio di emissione (NIP) è un premio che l'emittente paga per convincere gli investitori ad acquistare le sue obbligazioni nel mercato primario piuttosto che nel mercato secondario.

partire dal secondo semestre del 2023). Di conseguenza alla fine del semestre l'importo medio in essere delle obbligazioni dell'UE si è mantenuto a circa 13 miliardi di EUR, il che ha garantito una regolare liquidità delle obbligazioni.

**Grafico 4: volume d'affari trimestrale del mercato secondario delle obbligazioni dell'UE e dei titoli di Stato europei (% del volume in essere)**



*Fonte:* Commissione europea, sulla base dei dati del sottocomitato CEF per i mercati UE del debito sovrano (ESDM).

Nota: il mercato dei titoli di Stato europei (EGB) comprende in questo caso i titoli sovrani della zona euro, il Fondo europeo di stabilità finanziaria e il meccanismo europeo di stabilità. I dati per il quarto trimestre del 2023 non sono ancora disponibili.

## 4. Costi di finanziamento e saldi delle disponibilità liquide

### COSTI DI FINANZIAMENTO

Nella seconda metà del 2023 i costi per interessi hanno registrato un aumento in linea con le condizioni generali del mercato. Il costo del finanziamento<sup>9</sup> per il periodo da luglio a dicembre 2023 è stimato prossimo al 3,6 %, rispetto al 3,2 % nel semestre precedente.

<sup>9</sup> I costi per interessi sostenuti sono imputati al bilancio e agli Stati membri beneficiari dei prestiti secondo la metodologia stabilita nella decisione di esecuzione (UE) 2021/1095 della Commissione sostituita dalla decisione di esecuzione della Commissione (UE) 2022/9701. Tale metodologia distingue tre diverse categorie di costi: i) i costi di finanziamento per finanziare l'erogazione del sostegno a fondo perduto e dei prestiti, calcolati secondo comparti temporali semestrali, ii) i costi di detenzione e gestione della liquidità e iii) i costi amministrativi.

## Grafico 5: Costo del finanziamento nel tempo

Secondo semestre 2021	Primo semestre 2022	Secondo semestre 2022	Primo semestre 2023	Secondo semestre 2023
0,14 %	1,16 %	2,51 %	3,20 %	3,56 %

Sebbene l'inflazione abbia subito un notevole rallentamento rispetto al picco di oltre il 10 % dell'ottobre 2022, le pressioni inflazionistiche sono rimaste tenacemente presenti. Fino all'ottobre 2023 le aspettative del mercato si sono fortemente orientate verso ulteriori aumenti dei tassi, determinando nel terzo trimestre del 2023 costi di emissione più elevati sia per l'UE sia per tutti gli altri emittenti.

Questi andamenti hanno determinato un'impennata delle curve dei rendimenti dei titoli di Stato che a ottobre 2023 hanno raggiunto i livelli più alti dal 2011: oltre il 3 % per le obbligazioni tedesche a 10 anni, oltre il 3,5 % per le obbligazioni francesi a 10 anni e quasi il 5 % per le obbligazioni italiane a 10 anni. Il differenziale tra le obbligazioni dell'UE a 10 anni e le obbligazioni tedesche a 10 anni è rimasto relativamente stabile nel corso del secondo semestre 2023, attestandosi alla fine dell'anno a quasi 73 punti base (rispetto ai 68 punti base registrati al 30 luglio 2023), in calo dal picco di 81 punti base di ottobre 2023. A metà del semestre il clima di avversione al rischio del mercato ha spinto gli investitori a perseguire politiche di investimento prudenti, favorendo gli EGB rispetto alle obbligazioni dell'UE e di altri emittenti di obbligazioni sub-sovrane o sovranazionali (SSA). In tal modo i differenziali tra le obbligazioni dell'UE e i principali EGB più liquidi si sono ampliati, sebbene questo non rispecchi le caratteristiche fondamentali (qualità del credito, liquidità, volume e regolarità) del programma di emissione di obbligazioni dell'UE. La Commissione svolge un'azione costante per incoraggiare i mercati a fissare un prezzo delle obbligazioni dell'UE più corrispondente alle caratteristiche sottostanti del programma succitate (cfr. Sezione 5).

Verso la fine dell'anno il rallentamento dell'inflazione è stato più rapido del previsto e pertanto le previsioni di ulteriori aumenti dei tassi sono state sostituite da previsioni di tagli anticipati e di maggior entità nel 2024. L'UE ha assistito a una diminuzione dei rendimenti delle sue obbligazioni a 10 anni che sono passati da un picco del 3,7 % in ottobre al 2,8 % a fine anno e a una riduzione dei differenziali rispetto alle obbligazioni tedesche e francesi con scadenza analoga.

### GESTIONE DELLA LIQUIDITÀ

La Commissione ha mantenuto una presenza regolare e affidabile nei mercati finanziari in linea con il piano di finanziamento annunciato nel giugno 2023, comprese le date pianificate per le aste e le sindacazioni. Tuttavia i flussi di cassa in uscita sono stati più lenti di quanto previsto inizialmente, inducendo un aumento delle giacenze monetarie medie nella seconda metà del 2023 che hanno raggiunto in media 58,7 miliardi di EUR rispetto a 36,8 miliardi di EUR nel semestre precedente. La Commissione ha ridotto il proprio consumo di liquidità attraverso l'emissione di buoni per garantire una presenza continua sul mercato, riducendo al minimo l'aumento dei saldi di cassa.

L'aumento delle disponibilità liquide non ha comportato costi per i programmi sostenuti. Al contrario, dal luglio al dicembre 2023 sono stati realizzati proventi netti pari a 79,7 milioni di EUR sulle giacenze monetarie. Tali proventi saranno ripartiti proporzionalmente tra il bilancio dell'UE e i beneficiari dei prestiti del dispositivo per la ripresa e la resilienza.

Nel 2024 la Commissione, basandosi sulla sua nuova autorizzazione, adotterà un approccio alla gestione della liquidità più attivo al fine di ottimizzare i rendimenti sulle giacenze monetarie.

## 5. Misure per l'ulteriore sviluppo dell'ecosistema delle obbligazioni dell'UE

L'elaborazione di un approccio unificato in materia di finanziamenti a partire da gennaio 2023 ha rappresentato una tappa fondamentale nella costituzione di un quadro solido per soddisfare le esigenze di finanziamento dell'UE nel modo più efficiente possibile. Questo approccio consente alla Commissione di pianificare, eseguire e comunicare tutte le emissioni in modo agile e coerente, nell'ambito di un quadro comune in materia di gestione dei rischi, conformità e governance per tutte le operazioni di assunzione di prestiti.

Eppure, nonostante questa trasformazione in atto dell'UE quale emittente e il passaggio graduale nel trattamento delle obbligazioni dell'UE<sup>10</sup>, i mercati continuano a trattare le obbligazioni dell'UE e a determinarne il prezzo rispetto alla curva swap. Nel giugno 2023 la Commissione ha condotto la sua prima indagine sugli investitori<sup>11</sup> con l'intento di ottenere i riscontri degli operatori di mercato sul programma di emissione dell'UE e sulle ulteriori misure per migliorare il funzionamento dei mercati obbligazionari dell'UE. Dall'indagine è emerso che la maggior parte (circa l'80 %) degli operatori di mercato ritiene che il programma di emissione di obbligazioni dell'UE sia comparabile a quello di EGB con un debito in essere simile in termini di volume elevato di offerta regolare, comunicazione di mercato, ricorso alle aste e strategia di finanziamento complessiva. L'indagine ha inoltre confermato l'importanza delle modalità di quotazione delle obbligazioni dell'UE (successivamente introdotte nel novembre 2023, cfr. sezione 3) e di un meccanismo di vendita con patto di riacquisto (previsto per il secondo semestre del 2024) per sostenere la transizione auspicata verso una fissazione dei prezzi delle obbligazioni dell'UE che rispecchi meglio le caratteristiche fondamentali delle emissioni dell'UE. A tale riguardo l'indagine sugli investitori ha messo in evidenza che anche il trattamento delle obbligazioni dell'UE come garanzia reale e l'inclusione delle obbligazioni dell'UE negli "indici sovrani" sono importanti<sup>12</sup>.

Sulla base dei riscontri ottenuti dagli operatori di mercato, nella seconda metà del 2023 sono continuati i preparativi per l'avvio di un meccanismo di vendita con patto di riacquisto (repo) per sostenere gli operatori di mercato nella negoziazione di obbligazioni dell'UE. Tramite il sistema di vendita con patto di riacquisto la Commissione offrirà i suoi titoli su base temporanea in caso di scarsità, aiutando così gli operatori principali dell'UE a fornire liquidità alle obbligazioni dell'UE. L'obiettivo è aprire lo sportello repo nell'estate 2024.

Inoltre la Commissione ha iniziato a valutare insieme ai fornitori di indici leader del mercato le modalità di classificazione nei loro indici dei titoli dell'UE. La discussione con i fornitori di indici verte sul quesito se il programma di emissione di obbligazioni dell'UE abbia superato le dimensioni per una sua inclusione tradizionale negli indici SSA essendo la sua presenza nel paniere degli indici di dimensioni sempre maggiori. La Commissione continuerà inoltre a incoraggiare le controparti del mercato affinché attribuiscono alle obbligazioni dell'UE la stessa qualità di trattamento delle garanzie reali riservata alle obbligazioni sovrane in operazioni bilaterali garantite.

Durante il secondo semestre del 2023, la Commissione, in stretta collaborazione con la BCE e la Banca nazionale del Belgio, ha inoltre portato a termine tutti i preparativi per l'avvio di un'infrastruttura di regolamento post-negoziazione basata sull'Eurosistema per tutti i nuovi titoli di debito dell'UE (ossia i nuovi codici ISIN per le obbligazioni dell'UE e i buoni dell'UE) nota come

---

<sup>10</sup> Ad esempio, a partire dal 29 giugno 2023 la BCE applica alle obbligazioni dell'UE, nel proprio quadro di controllo del rischio per le operazioni di credito, lo stesso scarto di garanzia (ossia una riduzione del valore se un titolo è utilizzato come garanzia) applicato agli strumenti di debito emessi dalle amministrazioni centrali.

<sup>11</sup> I rispondenti sono stati 128.

<sup>12</sup> Informazioni più dettagliate sui risultati dell'indagine sono disponibili [qui](#).

servizio di emissione dell'UE (EIS)<sup>13</sup>. L'avvio dell'EIS allinea l'infrastruttura di regolamento per i titoli di debito dell'UE a quella dei grandi emittenti sovrani dell'UE che beneficiano del sostegno delle banche centrali nazionali in qualità di agenti finanziari. Crea inoltre condizioni di parità per tutti i depositari centrali di titoli e per gli investitori che trattano obbligazioni emesse dall'UE. L'EIS offre anche il regolamento diretto di buoni e obbligazioni dell'UE in TARGET2-Securities (T2S) e facilita l'utilizzo di titoli di debito dell'UE come garanzia reale da parte delle controparti presso le banche centrali. La creazione dell'EIS è stata accompagnata da una revisione completa del programma di emissione di titoli di debito dell'UE, depositato presso la borsa di Lussemburgo e da essa approvato prima della fine dell'anno. Ciò ha consentito di svolgere senza difficoltà le prime operazioni regolate dall'EIS a gennaio 2024<sup>14</sup>.

## 6. Altre tappe fondamentali nel secondo semestre del 2023

### RELAZIONE SULL'ASSEGNAZIONE DEI PROVENTI E SULL'IMPATTO DELLE OBBLIGAZIONI VERDI NEXTGENERATIONEU

Nel rispetto degli obblighi di comunicazione di cui al quadro relativo alle obbligazioni verdi NGEU, il 1° dicembre 2023 la Commissione ha pubblicato la prima relazione completa sull'assegnazione dei proventi e sull'impatto delle obbligazioni verdi NGEU<sup>15</sup>.

La relazione fornisce agli investitori e ai portatori di interessi informazioni aggiornate sull'assegnazione dei proventi alla data limite del 1° agosto 2023 e, per la prima volta in assoluto, presenta gli impatti climatici degli investimenti finanziati dal programma di obbligazioni verdi NextGenerationEU.

La relazione illustra come le emissioni di obbligazioni verdi NextGenerationEU siano sostenute da un pool di spese ammissibili programmate in tutti gli Stati membri (190 miliardi di EUR di investimenti ammissibili rispetto alle attuali emissioni di obbligazioni verdi per un ammontare di 48,9 miliardi di EUR) e fornisce un aggiornamento sulle spese verdi effettivamente effettuate, comunicate dagli Stati membri.

La relazione stima inoltre che la piena esecuzione delle spese relative alle obbligazioni verdi di NextGenerationEU possa ridurre in modo permanente le emissioni di gas a effetto serra dell'UE fino a 44 milioni di tonnellate all'anno, pari a circa l'1,2 % di tutte le emissioni dell'UE. L'impatto climatico delle spese già realizzate, secondo i calcoli, è pari allo 0,5 % della riduzione totale stimata delle emissioni di gas a effetto serra derivante dalla piena attuazione del programma. Si prevede un aumento progressivo fino al 2026, in linea con l'aumento del conseguimento dei traguardi e degli obiettivi quantificabili. La capacità attuata di evitare le emissioni di gas a effetto serra sarà mantenuta ben oltre il 2026, per l'intera vita degli investimenti finanziati.

---

<sup>13</sup> Con questo servizio, la Commissione passerà dall'utilizzo di un sistema di regolamento comprendente i prestatori commerciali di servizi di regolamento a un'infrastruttura di regolamento basata sull'Eurosistema, in cui l'NBB assumerà il ruolo di depositario centrale di titoli e di agente di regolamento dell'emittente (Emittente-CSD) e la BCE assumerà il ruolo di agente pagatore. I titoli di debito dell'UE emessi per la prima volta prima del gennaio 2024 continueranno a seguire gli accordi post-negoziato della Commissione precedenti all'EIS, in cui Clearstream Luxembourg funge da CSD e BNP Paribas Luxembourg da banca di regolamento. La coesistenza del sistema preesistente e del sistema di regolamento EIS non presenta problemi operativi.

<sup>14</sup> Maggiori informazioni su questi ruoli sono disponibili nella [scheda informativa sul servizio di emissione dell'UE](#).

<sup>15</sup> "[Green bonds – Impact and allocation report – NGEU report 2023](#)".

## **7. Prospettive delle emissioni per il primo semestre del 2024**

Il 12 dicembre 2023 la Commissione ha pubblicato il suo piano di finanziamento semestrale per il periodo da gennaio a fine giugno 2024. Nella prima metà del 2024 la Commissione intende emettere 75 miliardi di EUR di obbligazioni dell'UE, integrate da buoni dell'UE a breve termine. La Commissione utilizzerà questi fondi per finanziare NextGenerationEU (incluse eventuali erogazioni a titolo di misure incluse nei capitoli dedicati a REPowerEU). Con la strategia di finanziamento unificata in vigore, anche altre politiche possono essere finanziate dall'emissione pianificata previo accordo delle autorità legislative dell'UE.

**Allegato: indicatori di attuazione relativi all'uso dei mezzi previsti per il conseguimento degli obiettivi di efficacia e di efficienza della strategia globale di gestione del debito della Commissione**

Mezzi	Indicatore	Valore nel secondo semestre del 2023 (salvo diversa indicazione)	Commento sull'esecuzione nel secondo semestre del 2023	
<p><b>Attuazione del programma di obbligazioni dell'UE</b></p>	<p>a) <b>Emissioni regolari lungo la curva</b> Emissioni regolari di obbligazioni dell'UE (e di obbligazioni verdi NGEU) con tutte le scadenze rispetto alla curva (fino a 30 anni) per offrire ai diversi tipi di investitori opportunità di investimento in modo da mantenere una forte domanda da parte degli investitori e quindi la flessibilità per determinare i volumi di emissione e le scadenze di singole operazioni sulla base delle condizioni del mercato.</p>	<p>i. <i>Suddivisione delle scadenze del programma di emissione</i></p>	<p>1-4 anni: 11 % 4-8 anni: 37 % 8-12 anni: 10 % 12-17 anni: 6 % 17-23 anni: 14 % 23-31 anni: 22 %</p>	<p>Nel secondo semestre del 2023 la Commissione ha perseguito l'obiettivo attraverso emissioni regolari di obbligazioni di diversa durata per fornire alla curva dell'UE liquidità su tutti i segmenti. Le operazioni di finanziamento sono state distribuite sul semestre per garantire una presenza regolare sul mercato. Nel corso del semestre sono state effettuate meno operazioni rispetto al semestre precedente a causa di un obiettivo di finanziamento inferiore per il secondo semestre 2023 pari a 40 miliardi di EUR (rispetto a 80 miliardi di EUR del primo semestre 2023).</p> <p>Pur assicurando la presenza in tutte le categorie di scadenze di riferimento, le emissioni erano leggermente indirizzate, in media, verso l'estremità lunga della curva (con una scadenza media delle emissioni di circa 13 anni), alla luce della necessità di distribuire i rimborsi nel tempo, ma anche di una domanda più forte degli investitori per obbligazioni dell'UE a lungo termine.</p> <p>Le emissioni di obbligazioni verdi sono state inferiori rispetto al semestre precedente in linea con l'obiettivo di finanziamento inferiore, le spese verdi complessive comunicate dagli Stati membri e l'opportuna calibrazione delle emissioni di obbligazioni verdi rispetto a tali spese.</p>
	<p>ii. <i>Distribuzione temporale delle emissioni</i></p>	<p>4 sindacazioni e 4 aste di obbligazioni, ossia 1-2 emissioni al mese.</p>		
	<p>iii. <i>Emissioni verdi</i><sup>16</sup></p>	<p>All'incirca 5 miliardi di EUR attraverso emissioni continuative di 2 048 e 2 033 obbligazioni.</p>		
	<p>b) <b>Raggiungimento di un adeguato equilibrio tra sindacazioni e aste</b></p>	<p>i. <i>Suddivisione asta / sindacazione in %</i></p>	<p>36 % delle obbligazioni emesse tramite asta.</p>	

<sup>16</sup> Ulteriori informazioni sulle obbligazioni verdi NGEU sono disponibili all'interno del quadro operativo delle obbligazioni verdi NGEU al link seguente: [Dashboard \(europa.eu\)](https://europa.eu).

Mezzi	Indicatore	Valore nel secondo semestre del 2023 (salvo diversa indicazione)	Commento sull'esecuzione nel secondo semestre del 2023
	Ricorso a diverse tecniche di finanziamento con un equilibrio adeguato, a seconda dei volumi totali di emissione e delle condizioni di mercato, per gestire i rischi di esecuzione, incrementare la liquidità del mercato secondario e migliorare gli oneri finanziari.		alla quota del precedente semestre di finanziamento. L'obiettivo è estendere l'uso di questa tecnica d'asta, tenendo conto al contempo delle specificità del mercato (ad esempio capacità di assorbimento del mercato) e delle esigenze di emissione (ad esempio capacità di riaprire l'emissione di obbligazioni esistenti tramite aste rispetto alla necessità di emettere nuove linee tramite sindacazioni).
<p><b>c) Istituzione di obbligazioni di riferimento grandi e liquide</b></p> <p>Riapertura dell'emissione di obbligazioni dell'UE per portare il volume in essere di differenti linee a livelli commisurati a linee di riferimento grandi e liquide.</p>	i. <i>Emissioni attraverso nuove obbligazioni rispetto al volume emesso attraverso emissioni continuative</i>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• 14 miliardi di EUR attraverso nuove obbligazioni</li> <li>• 23,7 miliardi di EUR attraverso emissioni continuative</li> </ul>	<p>Tenendo presente la liquidità dei suoi titoli la Commissione ha utilizzato le proprie operazioni per la riapertura di linee di credito esistenti, mobilitando il 63 % circa del volume del finanziamento attraverso emissioni continuative.</p> <p>Sono state create nuove linee di credito per offrire al mercato nuove linee di riferimento ove necessario sulla curva e sulla base delle raccomandazioni degli operatori principali dell'UE. Durante il semestre sono state emesse nuove obbligazioni a 5 anni, a 7 anni e a 20 anni.</p> <p>Di conseguenza alla fine del semestre l'importo medio in essere per obbligazione si è mantenuto a circa 13 miliardi di EUR, il che ha garantito una regolare liquidità delle obbligazioni.</p>
	ii. <i>Velocità di riapertura dell'emissione di nuove obbligazioni<sup>17</sup></i>	1-2 mesi	
	iii. <i>Entità media delle obbligazioni in essere<sup>18</sup></i>	Circa 13 miliardi	
	iv. <i>Fatturato relativo al volume delle emissioni</i>	Circa il 92 % nel 2023 contro l'80 % nel secondo semestre del 2022	
	v. <i>Fatturato assoluto</i>	397 miliardi di EUR nel secondo semestre del 2023	

<sup>17</sup> Sulla base del numero medio di mesi trascorsi tra la nuova emissione e la prima emissione continuativa quando si prendono in considerazione le nuove linee riaperte durante il semestre.

<sup>18</sup> Obbligazioni in essere sul numero di obbligazioni alla fine del semestre. Sulla base delle obbligazioni emesse nell'ambito della strategia di finanziamento diversificata.



Mezzi	Indicatore	Valore nel secondo semestre del 2023 (salvo diversa indicazione)	Commento sull'esecuzione nel secondo semestre del 2023	
		rispetto a 241 miliardi di EUR nel secondo semestre del 2022		
<p>d) <b>Gestione del profilo di scadenza delle emissioni di obbligazioni dell'UE tenendo conto di quanto segue:</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• margine di manovra supplementare temporaneo (per l'assunzione di prestiti relativi a NGEU) e margine di manovra permanente (per l'AMF+) nell'ambito del bilancio dell'UE</li> <li>• rimborso futuro delle erogazioni in un determinato anno</li> <li>• esigenze future di roll-over stabili</li> <li>• necessità di proteggere il rating dell'UE per assicurare ridotti oneri finanziari nel lungo periodo e una forte domanda dalla base di investitori principali.</li> </ul>	i. <i>Scadenza media dell'emissione</i>	Circa 13 anni	<p>Nel secondo semestre del 2023 le emissioni di obbligazioni avevano una scadenza media di 13 anni. Ciò rifletteva l'obiettivo della Commissione di distribuire il profilo dei rimborsi nel tempo e di attirare contestualmente gli investitori verso le operazioni del mercato primario dell'UE. La scadenza media è rimasta al di sotto della scadenza media massima di 17 anni stabilita nella decisione annuale di assunzione dei prestiti per il 2023.</p> <p>Il tempo medio di scadenza del debito in essere è rimasto stabile (all'incirca a 12 anni).</p> <p>Anche il rifinanziamento è rimasto stabile, come risultato delle emissioni pregresse e del relativo profilo di rimborso.</p>	
	ii. <i>Tempo medio di scadenza del debito in essere</i>	Circa 12 anni		
	iii. <i>Rifinanziamento nel breve termine, ossia percentuale della quota di obbligazioni e di buoni in essere in scadenza nei successivi 12 mesi</i>	Meno del 10 %		
	iv. <i>Rifinanziamento nel medio termine, ossia percentuale della quota di obbligazioni e di buoni in essere in scadenza nei successivi cinque anni</i>	Meno del 35 %		
<p><b>Attuazione del programma di buoni dell'UE</b></p>	Emissione regolare di buoni dell'UE con scadenze fino a un anno tramite asta per attirare investitori supplementari (o portafogli supplementari di investitori esistenti) e sostenere la gestione della liquidità.	i. <i>Volume dei buoni dell'UE in essere</i>	15-19 miliardi di EUR	<p>La Commissione ha mantenuto al livello minimo le emissioni nell'ambito del programma dei buoni dell'UE alla luce delle esigenze di liquidità e dei volumi di finanziamento a lungo termine. Sono state tenute fino a due aste al mese, solo per coprire i rimborsi. Il debito in essere nell'ambito del programma dei buoni dell'UE è quindi rimasto stabile a circa 15-19 miliardi di EUR lungo tutto il periodo.</p>
		ii. <i>Numero di aste di buoni dell'UE</i>	10	
<p><b>Gestione della</b></p>	Gestione di un pool di disponibilità	i. <i>Numero di mancati</i>	Nessuno	La Commissione ha soddisfatto con successo le esigenze

Mezzi	Indicatore	Valore nel secondo semestre del 2023 (salvo diversa indicazione)	Commento sull'esecuzione nel secondo semestre del 2023
<b>liquidità</b>	liquide per obbligazioni di pagamento, esigenze di erogazione e costi delle giacenze monetarie, con la dovuta considerazione per le condizioni del mercato prevalenti.	<i>pagamenti dovuti a carenza di liquidità</i>	di erogazione e non si sono verificati mancati regolamenti durante il semestre.
<b>Rete di operatori principali</b>	Attrarre una vasta gamma di istituti finanziari che mostrano un forte impegno a sostenere le emissioni dell'UE.	<i>i. Numero di istituti che hanno firmato impegni di sottoscrizione per operazioni negli ultimi sei mesi</i>	La Commissione ha continuato a essere sostenuta dagli operatori principali dell'UE e la rotazione alle sindacazioni ha consentito alla Commissione di avvalersi al meglio di tutte le banche ammissibili alla partecipazione a un sindacato.
<b>Comunicazione con diversi portatori di interesse del mercato e con emittenti equiparabili</b>	Mantenere e instaurare la fiducia con la base di investitori, operatori di mercato ed emittenti equiparabili per sostenere la domanda del debito dell'UE e migliorare la comprensione da parte dell'UE delle dinamiche di mercato e delle esigenze degli investitori.	<i>i. Scostamenti dalle tempistiche preannunciate per la pubblicazione dei piani di finanziamento</i>	La Commissione ha mantenuto una comunicazione regolare e affidabile con i mercati, in linea con gli annunci precedenti. Nel semestre in corso non si sono verificati scostamenti dall'obiettivo di finanziamento iniziale e il volume annunciato per le operazioni di finanziamento. Tuttavia nelle aste di obbligazioni si è registrata un'allocazione ridotta a 3 miliardi di EUR a causa dell'assicurazione di condizioni di finanziamento attraenti.
		<i>ii. Scostamento dai volumi annunciati nel piano di finanziamento</i>	La Commissione ha pubblicato regolarmente statistiche degli investitori che sono rimaste stabili e ha continuato a registrare un incremento nella base diversificata di investitori.
		<i>iii. Statistica della distribuzione degli investitori</i>	Meno di 3 miliardi di EUR o meno del 6 % (rispetto a meno del 2,5 % nel primo semestre 2023).
		Per tipo: banche centrali/istituti ufficiali 30,8 %, tesorerie bancarie 30,0 %, gestori di fondi 19,1 %, compagnie di assicurazione e fondi pensione 11,7 %, banche 5,9 %, fondi speculativi	

Mezzi	Indicatore	Valore nel secondo semestre del 2023 (salvo diversa indicazione)	Commento sull'esecuzione nel secondo semestre del 2023
		2,5 % Per paese/regione: Regno Unito 17,6 %, Benelux 16,2 %, Francia 12,3 %, Asia-Pacifico 10,0 %, Germania 9,1 %, paesi nordici 9,0 %, Italia 7,6 %, altri paesi UE 6,6 %, Penisola iberica 6,0 %, Americhe 2,1 % altri paesi europei 2,0 %, Medio Oriente e Africa 1,5 %.	