



ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

2016-2020



ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ

ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ

ΓΡΑΦΕΙΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

16 ΦΕΒΡΟΥΑΡΙΟΥ 2016

Περιεχόμενα

Σύνοψη	2
1. Εισαγωγή	5
2. Κατευθυντήριες Γραμμές 2016-2020.....	6
3. Συνθήκες και Υποθέσεις Εργασίας που Διέπουν τη Στρατηγική	7
3.1. Βασικές Μακροοικονομικές Υποθέσεις Εργασίας και Παράγοντες Κινδύνου.....	7
3.1.1. Μακροοικονομική και Δημοσιονομική Κατάσταση και Προοπτικές	7
3.1.2. Παράγοντες Πιθανών Κινδύνων	8
3.1.3. Χρηματοδοτικές ανάγκες και χαρακτηριστικά χρηματοδότησης	9
3.2. Υποθέσεις εργασίας	11
3.3. Πιστοληπτική Αξιολόγηση και Προοπτικές.....	12
4. Χαρακτηριστικά Υφιστάμενου Χαρτοφυλακίου Χρέους.....	13
4.1. Δομή και Διάρθρωση Υφιστάμενου Χαρτοφυλακίου Χρέους.....	13
4.2. Κόστος και Κίνδυνοι του Υφιστάμενου Χαρτοφυλακίου Χρέους	14
5. Ανάλυση και Επεξηγήσεις.....	16
5.1. Εξομάλυνση του Χρονοδιαγράμματος Λήξεων Χρέους και Επιμήκυνση της Λήξης του Εμπορεύσιμου Χρέους.....	16
5.2. Περιορισμός Πιθανών Κινδύνων	17
5.3. Ανάπτυξη της Αγοράς Κυβερνητικών Τίτλων.....	18
5.4. Ελαχιστοποίηση του Κόστους Δανεισμού για το Εμπορεύσιμο Χρέος.....	19
5.5. Τυποποιημένη Ποσοτική Ανάλυση	20
5.6. Ανάλυση Κόστους – Κινδύνου Κάτω από Διαφορετικές Στρατηγικές	21
5.7. Επιλογή Στρατηγικής.....	24
6. Θεσμικό Πλαίσιο και Θέματα Εφαρμογής.....	25
Παράρτημα: Δημόσιο χρέος κατά είδος και δανειστή	28
Αποποίηση Ευθύνης	28

Σύνοψη

Η μεσοπρόθεσμη στρατηγική διαχείρισης του χρέους (ΜΣΔΔΧ) 2016-2020 αποσκοπεί στο να συνεχίσει την πρόοδο που επιτεύχθηκε το 2015, όπως προβλέφθηκε στη στρατηγική του 2015-2019. Αποτελεί ουσιαστικά μια ενημερωμένη έκδοση της προηγούμενης στρατηγικής υπό το πρίσμα των μακροοικονομικών εξελίξεων και την πρόσφατη βελτίωση της διαχείρισης του χρέους, αλλά όχι μια αλλαγή της στρατηγικής κατεύθυνσης. Η νέα στρατηγική χαρακτηρίζεται στο αρχικό της στάδιο από την έξοδο από το πρόγραμμα μακροοικονομικής προσαρμογής κατά το πρώτο εξάμηνο του 2016, και ως εκ τούτου προτίθεται να επιτύχει για τη Δημοκρατία σταθερή και αξιόπιστη χρηματοδότηση μέσω των αγορών, υπό την προϋπόθεση συνετών μακροοικονομικών πολιτικών και σταθερού περιβάλλοντος στις αγορές κεφαλαίου.

Η σύνταξη αυτής της ΜΣΔΔΧ έχει ωφεληθεί και βασίστηκε σε μεγάλο βαθμό στις Κατευθυντήριες Γραμμές Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας, όπως αναθεωρήθηκαν, στις σχετικές Κατευθυντήριες Αρχές για την Διαχείριση του Κρατικού Κινδύνου και τα Υψηλά Επίπεδα του Δημόσιου Χρέους (οι «Αρχές της Στοκχόλμης»), καθώς και σε δημοσιεύσεις του ΟΟΣΑ και του Institute of International Finance για τις βέλτιστες πρακτικές στις σχέσεις με επενδυτές. Η τεχνική βοήθεια που παραχωρήθηκε από το ΔΝΤ σχετικά με το σχεδιασμό και τη χάραξη της στρατηγικής και του ΕΜΣ για την εσωτερική οργάνωση, τις υποδομές και τις σχέσεις με επενδυτές υπήρξε εξαιρετικής σημασίας.

Η παρούσα ΜΣΔΔΧ αναμένεται να λειτουργήσει σε μια περίοδο ανάπτυξης σε χαμηλό όμως επίπεδο. Με την οικονομική μεγέθυνση και το δημοσιονομικό ισοζύγιο να προβλέπεται σε θετικό επίπεδο από το 2016 η αναλογία δημόσιου χρέους προς Α.Ε.Π. θα ακολουθήσει μια ταχεία πτωτική πορεία σε περίπου 80% μέχρι το έτος 2020. Όσο αφορά τα υπόλοιπα θεμελιώδη μακροοικονομικά μεγέθη η ανεργία θα παραμείνει σε ψηλά και πάνω από τα αποδεκτά επίπεδα. Η μεγαλύτερη πρόκληση, ωστόσο, θα είναι η βελτίωση της αδυναμίας του εγχώριου τραπεζικού τομέα σε σχέση με τα υψηλά επίπεδα μη εξυπηρετούμενων δανείων, η οποία παρά τα σημαντικά κανονιστικά μέτρα που έχουν ληφθεί, εκ φύσεως θα χρειαστεί μερικά χρόνια για να βελτιωθεί σημαντικά.

Στον ορίζοντα της στρατηγικής υπάρχει ένας αριθμός παραγόντων κινδύνου και προκλήσεων παρόλο που είναι διαχειρίσιμοι. Κίνδυνοι που σχετίζονται με τα δημοσιονομικά μπορεί να υλοποιηθεί αν και λαμβάνονται μέτρα για την προληπτική διαχείριση τους. Πιο συγκεκριμένα η δημοσιονομική επίπτωση των άμεσων και έμμεσων ενδεχόμενων υποχρεώσεων όπως κρατικών εγγυήσεων, υποχρεώσεων των φορέων γενικής κυβέρνησης και εκκρεμών αγωγών μπορεί να αποβεί ψηλότερη από την αναμενόμενη. Από την πλευρά των αγορών ελλοχεύει η δυνατότητα αποκλεισμού των κυπριακών κρατικών ομολόγων από πράξεις αναχρηματοδότησης της ΕΚΤ και τη συμμετοχή στο πρόγραμμα αγοράς κρατικών ομολόγων, εξελίξεις που αναμένονται να προκαλέσουν ανοδικές πιέσεις στο κόστος δανεισμού. Την ίδια στιγμή, σε αντίθεση με το παρελθόν, η δυνατότητα της κρατικής στήριξης προς τα πιστωτικά ιδρύματα είναι σχεδόν απίθανη σύμφωνα το νέο κανονιστικό πλαίσιο του Ενιαίου Μηχανισμού Εξυγίανσης που ισχύει από 1/1/2016.

Όσον αφορά τα χαρακτηριστικά του δημόσιου χρέους το χρονοδιάγραμμα αποπληρωμής δείχνει μια συγκέντρωση των λήξεων σε ορισμένα έτη, αν και ο μέσος όρος διάρκειας του χρέους προβλέπεται να υπερβεί τα 8 έτη. Αυτό αφήνει χώρο δράσης για την προληπτική διαχείριση του χρονοδιαγράμματος αποπληρωμής και μετριασμό της ανάγκης χρηματοδότησης από τις αγορές. Επιπλέον, στο τέλος του 2015 σχεδόν το ήμισυ της δομής των επιτοκίων (47%) προβλέπεται ότι θα είναι σε κυμαινόμενη βάση. Αξίζει να σημειωθεί, ωστόσο, ότι το μεγαλύτερο ποσοστό του χρέους με κυμαινόμενο επιτόκιο συνδέεται με τα επίσημα δάνεια από τον ΕΜΣ και το ΔΝΤ, ενώ άλλα τραπεζικά δάνεια φέρουν χαμηλά περιθώρια πάνω από τα βασικά επιτόκια. Ο μέσος χρόνος αναπροσαρμογής επιτοκίου προβλέπεται ότι θα είναι 3 χρόνια. Ο συναλλαγματικός κίνδυνος είναι χαμηλός καθώς σχεδόν το σύνολο του χαρτοφυλακίου είναι σε ευρώ.

Οι κατευθυντήριες γραμμές της παρούσας ΜΣΔΔΧ καθώς και του απορρέοντος Ετήσιου Χρηματοδοτικού Προγράμματος (ΕΤΧ) είναι οι εξής τέσσερις:

- i. εξομάλυνση του χρονοδιαγράμματος λήξης εμπορεύσιμου χρέους,
- ii. μείωση κινδύνου μέσω αύξησης ρευστών διαθεσίμων και διαχείρισης συναλλαγματικού και επιτοκιακού κινδύνου,
- iii. ανάπτυξη αγοράς κυβερνητικών τίτλων, και
- iv. ελαχιστοποίηση του κόστους δανεισμού μεσοπρόθεσμα

Για να επιλεγεί η κατάλληλη ΜΣΔΔΧ για την Κύπρο, κάτω από τις παρούσες συνθήκες, αξιολογήθηκαν τέσσερις εναλλακτικές στρατηγικές υπό τέσσερα διαφορετικά επιτοκιακά και συναλλαγματικά σενάρια. Σε αυτό το πλαίσιο ανάλυσης, χρησιμοποιήθηκε ένα Αναλυτικό Εργαλείο το οποίο αναπτύχθηκε από κοινού μεταξύ της Διεθνούς Τράπεζας και του Διεθνούς Νομισματικού Ταμείου ειδικά για το σχεδιασμό της ΜΣΔΔΧ. Αν και η ανάλυση κόστους – κινδύνου είναι ιδιαίτερα διαφωτιστική όταν αξιολογείται με αυτό το εργαλείο η απόφαση επιλογής της καταλληλότερης ΜΣΔΔΧ περιείχε σημαντικά στοιχεία πολιτικής πέρα από τα τεχνικά αποτελέσματα.

Κάτω από την επιλεχθείσα στρατηγική δίνεται έμφαση στην εξομάλυνση του χρονοδιαγράμματος αποπληρωμής δημόσιου χρέους. Ο δανεισμός θα γίνει κυρίως μέσω μακροπρόθεσμων ομολόγων εξωτερικού. Στην εγχώρια αγορά το μερίδιο των Γραμματίων Δημοσίου θα μειώνεται σταδιακά, παραχωρώντας περιθώριο για έκδοση κυβερνητικών ομολόγων σε κυπριακό δίκαιο.

Η επιλεχθείσα στρατηγική είναι συνεπής με το γενικό στόχο για μείωση του υφιστάμενου κινδύνου αναχρηματοδότησης του δημόσιου χρέους. Ταυτόχρονα, η επίδραση του κόστους λόγω επιτοκίου είναι μέσα στο πλαίσιο που απορρέει από τις Κατευθυντήριες Γραμμές και δεν δεικνύει οποιαδήποτε σοβαρή επίδραση για τη βιωσιμότητα του χρέους. Επιπρόσθετα, οι δείκτες κινδύνου για το εμπορεύσιμο χρέος βελτιώνονται σημαντικά. Συγκεκριμένα, αυτή η στρατηγική ακολουθεί τις Κατευθυντήριες Γραμμές 2016 – 2020 και οδηγεί στους στόχους που τέθηκαν στη ΜΣΔΔΧ. Το χρονοδιάγραμμα λήξης χρέους ομαλοποιείται ενώ υπάρχει μικρή συγκέντρωση μελλοντικών αποπληρωμών μετά το τέλος της περιόδου που καλύπτει η στρατηγική. Ένα στοιχείο της επιλεχθείσας στρατηγικής είναι η αύξηση του αποθέματος ρευστότητας που συμβάλλει στη διαχείριση του κινδύνου αναχρηματοδότησης πιο αποτελεσματικά από άλλες εναλλακτικές επιλογές. Πρόσθετα, η επιλεγείσα στρατηγική διαχείρισης δημόσιου χρέους αποφεύγει οποιαδήποτε συσσώρευση κινδύνων της αγοράς, κυρίως συναλλαγματικού κινδύνου ή κινδύνου επιτοκίου εστιάζοντας σε εκδόσεις σταθερού επιτοκίου σε ευρώ, ενώ επιτρέπει κάποια περιορισμένη ευελιξία για εκδόσεις σε άλλα νομίσματα ή / και διαφορετικές δομές επιτοκίου σε περίπτωση που μπορούν να επιτευχθούν ευνοϊκοί όροι. Την ίδια στιγμή, η στρατηγική που υιοθετείται διευκολύνει την ανάπτυξη της πρωτογενούς και δευτερογενούς εγχώριας αγοράς μέσω της σταδιακής μετακίνησης από Γραμμάτια Δημοσίου σε μεγαλύτερο μερίδιο εγχώριων κυβερνητικών ομολόγων.

Ακόμη και οι πιο προσεκτικά σχεδιασμένες στρατηγικές, δεν μπορούν να αποδώσουν τα αναμενόμενα αποτελέσματα, εάν δε δοθεί αρκετή προσοχή στην ποιότητα του μηχανισμού εφαρμογής. Για το σκοπό αυτό, θα ληφθούν συγκεκριμένα μέτρα για βελτίωση και ενίσχυση της οργανωτικής δομής του ΓΔΔΧ. Επιπρόσθετα, θα εφαρμοστούν βελτιώσεις όσον αφορά τον εσωτερικό έλεγχο του ΓΔΔΧ. Στο ίδιο πλαίσιο, ένα συγκεκριμένο λογισμικό σύστημα έχει προσδιοριστεί για τον εκσυγχρονισμό της εσωτερικής υποδομής. Ενώ τα πρώτα βήματα για την αναβάθμιση των σχέσεων με τους επενδυτές έχουν γίνει, η λειτουργία αυτή θα αποκτήσει ιδιαίτερη έμφαση καθώς θα καταβληθεί προσπάθεια για τη διεύρυνση της βάσης των επενδυτών και για την προώθηση των κυπριακών ομολόγων ως επενδυτική επιλογή.

Συμπερασματικά, αυτή η ΜΣΔΔΧ αντικατοπτρίζει όλες τις προγραμματισθείσες ενέργειες που πρέπει να γίνουν συντονισμένα ώστε να επιτευχθεί σταθερή πρόσβαση στις αγορές συνδυασμένη με δημοσιονομικά βιώσιμο κόστος δανεισμού κάτω από αποδεκτά επίπεδα χρηματοοικονομικού κινδύνου.

Ως εκ τούτου, τα Ετήσια Χρηματοδοτικά Προγράμματα που προκύπτουν από τη στρατηγική θα σχεδιαστούν και θα υλοποιηθούν βάσει της πιο πάνω επιλεγείσας ΜΣΔΔΧ.

1. Εισαγωγή

Η Μεσοπρόθεσμη Στρατηγική Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους (ΜΣΔΔΧ) είναι μια δήλωση πολιτικής η οποία παραθέτει λεπτομερώς την κατεύθυνση και τις ενέργειες για τη διαχείριση του δημόσιου χρέους κατά την περίοδο 2016 – 2020. Ο σκοπός της στρατηγικής είναι τριπλός:

- Ο καθορισμός και η επεξήγηση των στρατηγικών κατευθυντήριων γραμμών για τη χρηματοδότηση της κυβέρνησης
- Ο καθορισμός ενός πλαισίου ποσοτικών και ποιοτικών στόχων καθώς και η χρήση αναλυτικών εργαλείων για τη διευκόλυνση της λήψης στρατηγικών αποφάσεων
- Ο καθορισμός ενός πλαισίου για την ανάπτυξη μιας αποτελεσματικής στρατηγικής όσον αφορά τις σχέσεις με τους επενδυτές και γενικότερα της αγοράς

Η στρατηγική σκοπεύει να είναι ένα εγχειρίδιο πολιτικής το οποίο αναθεωρείται τουλάχιστον μία φορά το χρόνο σε κυλιόμενη βάση.

Νομικό Πλαίσιο

Η διαχείριση του δημόσιου χρέους στην Κύπρο διέπεται από τους περί της Διαχείρισης του Δημόσιου Χρέους Νόμους του 2012 μέχρι 2013 (στο εξής θα αναφέρεται ως «ο Νόμος»). Σύμφωνα με το Νόμο, η μεσοπρόθεσμη στρατηγική διαχείρισης δημόσιου χρέους καλύπτει ένα ορίζοντα 3 έως 5 ετών και ετοιμάζεται και αναθεωρείται τουλάχιστον μια φορά το χρόνο σε κυλιόμενη βάση από το Γραφείο Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους. Η ΜΣΔΔΧ υποβάλλεται για έγκριση στο Υπουργικό Συμβούλιο από τον Υπουργό Οικονομικών, μετά από σχετική ενημέρωση της Κοινοβουλευτικής Επιτροπής Οικονομικών και Προϋπολογισμού της Βουλής των Αντιπροσώπων. Η έγκριση του Υπουργικού Συμβουλίου δίνεται τέλος Οκτωβρίου του έτους που προηγείται του πρώτου έτους για τη χρονική περίοδο που αναφέρεται η Μεσοπρόθεσμη Στρατηγική. Μετά την τελική έγκριση οι δανειοληπτικές και άλλες λειτουργικές εργασίες που σχετίζονται με τη διαχείριση του χρέους εκτελούνται με βάση τη στρατηγική. Τα πιο πάνω κωδικοποιούνται μέσω του Ετήσιου Χρηματοδοτικού Προγράμματος ανά ημερολογιακό έτος.

Σκοπός της Διαχείρισης Χρέους

Ο αντικειμενικός σκοπός της διαχείρισης του δημόσιου χρέους είναι να διασφαλιστεί ότι οι χρηματοδοτικές ανάγκες πληρούνται εγκαίρως, και ότι το κόστος δανεισμού είναι το χαμηλότερο δυνατό, μεσοπρόθεσμα, μέσα στα πλαίσια ενός αποδεκτού επιπέδου κινδύνου.

Σκοπός της Στρατηγικής

Η ανάλυση καλύπτει το χρέος της κεντρικής κυβέρνησης, το οποίο αποτελεί περίπου το 98% του δημόσιου χρέους. Ο κίνδυνος ενδεχόμενων υποχρεώσεων, όπως για παράδειγμα η απαίτηση πληρωμής εγγυήσεων, καλύπτεται μέσω των επιπτώσεων τους στις δημοσιονομικές ανάγκες χρηματοδότησης. Όπως εξηγείται στο υπόλοιπο αυτού του εγγράφου, πιθανά θετικά γεγονότα, όπως η υλοποίηση των εσόδων από ιδιωτικοποιήσεις έχουν εξαιρεθεί από την ανάλυση.

Οδηγίες Ανάγνωσης

Η δομή της έκθεσης αρχίζει με τον ορισμό των Κατευθυντήριων Γραμμών και στόχων που θα εφαρμοστούν για τη διαχείριση του δημόσιου χρέους για τα έτη 2016-2020. Έπειτα στα Κεφάλαια 3 και 4, περιγράφονται οι συνθήκες και οι υποθέσεις εργασίας για τη στρατηγική διαχείρισης του χρέους. Το Κεφάλαιο 5 περιγράφει τις επεξηγήσεις και την ανάλυση που οδήγησαν στην επιλεχθείσα στρατηγική διαχείρισης δημόσιου χρέους και αποτελεί την βάση για τις Κατευθυντήριες Γραμμές της τρέχουσας στρατηγικής. Το Κεφάλαιο 6 περιγράφει συγκεκριμένα μέτρα που λήφθηκαν από το ΓΔΧ για την επίτευξη σταθερής πρόσβασης στις αγορές.

2. Κατευθυντήριες Γραμμές 2016-2020

Με βάση τους στόχους της διαχείρισης χρέους, ακολουθεί η ανάλυση η οποία οδηγεί στις στρατηγικές επιλογές για τη διαχείριση του χρέους μεσοπρόθεσμα. Οι στρατηγικές αποφάσεις λαμβάνουν τη μορφή κατευθυντήριων γραμμών και αντικατοπτρίζουν την επιθυμητή ισορροπία μεταξύ αναμενόμενου κόστους και κινδύνου.

Η κεντρική ιδέα των κατευθυντήριων γραμμών, και κατ' επέκταση της ΜΣΔΔΧ, είναι η μείωση των κινδύνων σε αποδεκτά επίπεδα για την μετά-προγραμματική περίοδο, στόχος ο οποίος υπερισχύει της ελαχιστοποίησης του κόστους.

Οι Κατευθυντήριες Γραμμές της στρατηγικής και του σχεδιασμού του Ετήσιου Χρηματοδοτικού Προγράμματος είναι οι ακόλουθες:

- Εξομάλυνση του χρονοδιαγράμματος λήξης δημόσιου χρέους και επιμήκυνση των λήξεων του εμπορεύσιμου χρέους
- Μείωση του κινδύνου μέσω αύξησης των ρευστών διαθεσίμων και της διαχείρισης συναλλαγματικού κινδύνου και κινδύνου επιτοκίου
- Ανάπτυξη της αγοράς κυβερνητικών τίτλων
- Ελαχιστοποίηση του κόστους δανεισμού του εμπορεύσιμου χρέους μεσοπρόθεσμα χωρίς αυτό να έρχεται σε σύγκρουση με τις πιο πάνω Κατευθυντήριες Γραμμές.

Οι Κατευθυντήριες Γραμμές μεταφράζονται σε συγκεκριμένες δράσεις και, όπου επιτρέπεται από τους στόχους, σε ποσοτικές στοχεύσεις, υπό μορφή αποδεκτών ορίων ή κατευθύνσεων. Αυτά περιγράφονται στον Πίνακα 1. Η λογική και το υπόβαθρο των Κατευθυντήριων Γραμμών αναλύεται στο Κεφάλαιο 5 «Ανάλυση και επεξηγήσεις».

Πίνακας 1: Επισκόπηση των κατευθυντήριων γραμμών, δράσεων και στόχων

Κατευθυντήριες Γραμμές	Δράσεις/Ποσοτικοί Στόχοι
Εξομάλυνση του χρονοδιαγράμματος λήξης δημόσιου χρέους και επιμήκυνση των λήξεων του εμπορεύσιμου χρέους	<ul style="list-style-type: none"> • Μέση εναπομένουσα διάρκεια εμπορεύσιμου χρέους: όχι μικρότερη από 5 χρόνια. <p>Το δημόσιο χρέος σε ό,τι αφορά τα χαρακτηριστικά αναχρηματοδότησης προβλέπεται να αποτελείται από τα ακόλουθα:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Βραχυπρόθεσμο χρέος μεταξύ 1-4% του συνολικού ύψους χρέους. Βραχυπρόθεσμο χρέος είναι το χρέος με αρχική διάρκεια έως 12 μήνες. • Μακροπρόθεσμο χρέος τουλάχιστον 96% του συνολικού ύψους χρέους ταυτόχρονα ικανοποιώντας τα όρια λήξεων: <ul style="list-style-type: none"> ○ Λήξεις μακροπρόθεσμου χρέους για 2016-2018: μέχρι €1.200 εκ. ○ Λήξεις μακροπρόθεσμου χρέους για το 2019 και μετά: μέχρι €2.200 εκ. <p>Μακροπρόθεσμο χρέος είναι οποιοδήποτε χρέος με αρχική διάρκεια μεγαλύτερη του 1 έτους.</p>
Μείωση κινδύνου	<ul style="list-style-type: none"> • Τα συνολικά ρευστά διαθέσιμα κατά τη διάρκεια του 2016 θα είναι στο ψηλότερο των τριών εξής κριτηρίων: οι συνολικές χρηματοδοτικές ανάγκες των επόμενων 12 μηνών, ή στο 1 δισ. ευρώ, ή στο

<p>Κυβέρνησης</p> <p>➤ Διαχείριση του συναλλαγματικού και επιτοκιακού κινδύνου.</p>	<p>διπλάσιο του βραχυπρόθεσμου χρέους.</p> <ul style="list-style-type: none"> • Το σύνολο των ρευστών διαθεσίμων για τα έτη 2017-2020 θα αναθεωρηθεί σε ετήσια βάση. <p>Το δημόσιο χρέος σε ό,τι αφορά τους κινδύνους της αγοράς προβλέπεται να αποτελείται από τα ακόλουθα:</p> <ul style="list-style-type: none"> • Έκθεση εμπορεύσιμου χρέους σε συναλλαγματικό κίνδυνο: όχι περισσότερο από 5% του συνολικού ύψους χρέους. Έκθεση του συνολικού χρέους σε συναλλαγματικό κίνδυνο: όχι μεγαλύτερο από 10% του συνολικού ύψους χρέους. • Έκθεση εμπορεύσιμου χρέους σε κυμαινόμενο επιτόκιο: όχι μεγαλύτερο από το 5% του συνολικού ύψους χρέους. Έκθεση του συνολικού χρέους σε κυμαινόμενο επιτόκιο: όχι μεγαλύτερο από 55% του συνολικού ύψους χρέους.
<p>Ανάπτυξη της αγοράς κυβερνητικών τίτλων</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Βελτίωση του μηχανισμού καθορισμού τιμών της εγχώριας αγοράς και αύξηση της προσβασιμότητας των ξένων επενδυτών. • Καθιέρωση μιας κατάλληλης δομής για να καταστεί δυνατός ένας μηχανισμός καθορισμού τιμών και η παροχή ρευστότητας στην αγορά εξωτερικού. • Δημιουργία κρατικής καμπύλης αποδόσεων.
<p>Ελαχιστοποίηση του κόστους δανεισμού για το εμπορεύσιμο χρέος μεσοπρόθεσμα</p>	<ul style="list-style-type: none"> • Βελτίωση σχέσεων με επενδυτές και παρακολούθησης αγοράς. • Επέκταση της επενδυτικής βάσης σε μέγεθος, γεωγραφικά και ανά κατηγορία.

3. Συνθήκες και Υποθέσεις Εργασίας που Διέπουν τη Στρατηγική

3.1. Βασικές Μακροοικονομικές Υποθέσεις Εργασίας και Παράγοντες Κινδύνου

3.1.1. Μακροοικονομική και Δημοσιονομική Κατάσταση και Προοπτικές

Η κυπριακή οικονομία βρίσκεται σε τροχιά ανάκαμψης. Η ανάπτυξη εκτιμάται στο 1,4% το 2015 που αναμένεται να αυξηθεί έως και 1,5% το 2016, υποστηριζόμενη από την εγχώρια κατανάλωση και ανθεκτική επίδοση στις εξαγωγές υπηρεσιών του τουρισμού και των επαγγελματικών επιχειρήσεων. Η μεσοπρόθεσμη προοπτική προβλέπει μια μέτρια αύξηση μεταξύ 1,8% και 2,2% για τα έτη 2017 έως 2020.

Η συμμόρφωση με τις προϋποθέσεις του προγράμματος ήταν γενικά ισχυρή. Οι δημοσιονομικοί στόχοι έχουν επιτευχθεί πέραν των απαιτούμενων με σημαντικό εύρος, γεγονός που αντανακλά τις καλύτερες από τις προβλεπόμενες εισπράξεις εσόδων και τη συνεπή εκτέλεση του προϋπολογισμού. Το δημοσιονομικό έλλειμμα αναμένεται να γίνει οριακά θετικό από το 2016 και να φθάσει το 1,7% του ΑΕΠ μέχρι το 2018. Ο δείκτης χρέους προς ΑΕΠ είναι σε καθοδική πορεία και αναμένεται να φθάσει περίπου το 80% μέχρι το έτος 2020, συμπεριλαμβανομένων των εσόδων από τις ιδιωτικοποιήσεις ή περίπου 91% σε ένα σενάριο χωρίς ιδιωτικοποιήσεις και χωρίς την υλοποίηση ανταλλαγής χρέους με περιουσιακά στοιχεία.

Ο τραπεζικός τομέας της Κύπρου έχει περάσει από μια φάση αναμόρφωσης και βρίσκεται τώρα σε μια ενισχυμένη θέση κεφαλαιακής επάρκειας και ρευστότητας. Το μέγεθός του έχει μειωθεί σε ένα μετριοπαθές σημείο ύψους 4 φορές το ΑΕΠ ή περίπου τον μέσο όρο της ΕΕ. Η έκθεση στο εξωτερικό έχει εξαλειφθεί και οι εγχώριες τραπεζικές δραστηριότητες αποτελούν το κύριο μέλημα. Ενώ έγιναν αποφασιστικά βήματα και έχει επιτευχθεί ταχεία πρόοδος σε ολόκληρο τον τραπεζικό τομέα, το υψηλό ποσοστό των μη εξυπηρετούμενων δανείων (47% των ακαθάριστων δανείων) έχει αντίκτυπο τόσο στους ισολογισμούς των τραπεζών, καθώς και στην ικανότητά τους να επεκτείνουν πιστώσεις στην οικονομία.

Βλέποντας προς τα εμπρός, η ποιότητα του ενεργητικού των τραπεζών πρέπει να παρακολουθείται και να αντιμετωπιστεί αποτελεσματικά, ακόμη και αν η φύση του ζητήματος απαιτεί χρόνο για την ουσιαστική πρόοδο που πρέπει να επιτευχθεί. Επιπλέον, η διατήρηση δημοσιονομικής πειθαρχίας αποτελεί αδήριτη ανάγκη. Διαρθρωτικά μέτρα και η ενίσχυση των πολιτικών για την ανάπτυξη θα είναι κρίσιμης σημασίας για την υποστήριξη της απασχόλησης και της ανταγωνιστικότητας σε μεσοπρόθεσμο έως μακροπρόθεσμο ορίζοντα.

3.1.2. Παράγοντες Πιθανών Κινδύνων

Παράγοντες κινδύνου πιθανόν να επηρεάσουν το κόστος δανεισμού, τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις και τη σταθερή πρόσβαση στις αγορές. Αυτά μπορούν να επηρεάσουν εσωτερικά τα δημόσια οικονομικά, τον τραπεζικό τομέα, ή να προέρχονται από εξωγενή γεωπολιτικά και οικονομικά γεγονότα. Στο πλαίσιο αυτό, η συνέχιση επαρκούς και συνεχούς πρόσβασης στην αγορά πρέπει να διασφαλιστεί.

Ενδεχόμενες υποχρεώσεις και άλλοι κίνδυνοι σχετικοί με τα δημοσιονομικά

Μια σειρά πιθανών κινδύνων μπορεί να επιβαρύνουν άμεσα τον κρατικό προϋπολογισμό ώστε οι δαπάνες να είναι υψηλότερες ή τα έσοδα να υπολείπονται των προϋπολογιζόμενων.

Οι άμεσες ενδεχόμενες υποχρεώσεις υπό μορφή εγγυήσεων θα μπορούσαν να αποτελέσουν πηγή κινδύνου. Το ύψος των κυβερνητικών εγγυήσεων κατά τα τέλη Ιουνίου 2015 ανερχόταν σε €3,129 δισ. ή γύρω στο 18% του ΑΕΠ. Αξίζει να σημειωθεί ότι το σύνολο των κυβερνητικών εγγυήσεων είναι εκπεφρασμένο σε ευρώ.

Όπως μπορεί κανείς να παρατηρήσει από τον Πίνακα 2 πιο κάτω, οι κύριοι δικαιούχοι εγγυήσεων είναι η Τράπεζα Κύπρου και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας οι οποίες ανέρχονται σε €1,3 δισ. (41% του χαρτοφυλακίου εγγυήσεων). Οι υπόλοιπες εγγυήσεις ύψους €1,8 δισ. (59% του χαρτοφυλακίου εγγυήσεων) έχουν παραχωρηθεί σε δημόσιους οργανισμούς, τοπικές αυτοδιοικήσεις, φυσικά πρόσωπα, μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς και ιδιωτικές εταιρείες.

Πίνακας 2: Κυβερνητικές εγγυήσεις ανά κατηγορία δικαιούχου, Μάρτιος 2015

Κατηγορία Δικαιούχου	Παραχωρηθείσες εγγυήσεις (€ εκ.)	Ποσοστό (%)
Δημόσιοι Οργανισμοί ^{1/}	1.229	39%
Πιστωτικά Ιδρύματα ^{2/}	1.000	32%
Τοπικές Αυτοδιοικήσεις	338	11%
Διεθνείς Οργανισμοί ^{3/}	285	9%
Φυσικά Πρόσωπα	200	6%
Εταιρείες	77	2%
Σύνολο	3.129	100

1/ Κυρίως τα Συμβούλια Αποχετεύσεως (€0,7 δισ.) και ΑΗΚ (€0,5 δισ.)

2/ Τράπεζα Κύπρου

3/ Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας

Το τρέχον μεσοπρόθεσμο δημοσιονομικό πλαίσιο καλύπτει τα έτη 2016-2018. Η σχετική πρόβλεψη στον προϋπολογισμό για εγγυήσεις που θα κληθούν πληρωτέες είναι € 50 εκ. για το 2016, η οποία θα αναθεωρηθεί αναλόγως για το 2017-2018 με βάση τη σχετική αξιολόγηση κινδύνου που θα διενεργηθεί από το Γενικό Λογιστήριο. Τονίζεται ότι η πρόνοια αυτή περιλαμβάνεται στις προβλέψεις για το δημοσιονομικό αποτέλεσμα και συνεπώς στις ανάγκες χρηματοδότησης που εξετάστηκαν στο πλαίσιο της παρούσας μεσοπρόθεσμης στρατηγικής διαχείρισης του χρέους. Ενώ το περίγραμμα του προϋπολογισμού για τα επόμενα έτη εφαρμογής της στρατηγικής (2019-2020) δεν έχει συνταχθεί ακόμη γίνεται υπόθεση ότι οι δημοσιονομικές προβλέψεις για τα έτη αυτά περιλαμβάνουν παρόμοια πρόβλεψη για καταβολές εγγυήσεων.

Δεδομένου ότι οι ενδεχόμενες υποχρεώσεις θα μπορούσαν να επηρεάσουν αρνητικά τόσο τη ρευστότητα του κράτους όσο και την αποτελεσματική εφαρμογή της ΜΣΔΔΧ, ένα νέο πλαίσιο πολιτικής για τη διαχείριση των εγγυήσεων έχει εγκριθεί, ενώ ο μηχανισμός αξιολόγησης του κινδύνου θα αποτελέσει αντικείμενο περαιτέρω βελτίωσης ¹.

Μια ευρύτερη αστάθεια των κεφαλαιαγορών στην Ευρωζώνη θα μπορούσε να παρεμποδίσει την πρόσβαση στη χρηματοδότηση. Ενώ άμεσοι δεσμοί με τις χώρες της Ευρωζώνης στη λεγόμενη περιφέρεια έχουν εξαλειφθεί, οι κίνδυνοι μετάδοσης μπορεί να προκύψουν λόγω της εμπιστοσύνης των επενδυτών παρά από βασικά οικονομικά μεγέθη. Αξίζει ωστόσο να σημειωθεί ότι η κυπριακή οικονομία έχει αντέξει προηγούμενες περιόδους περιφερειακής έντασης στην Ευρωζώνη. Επιπλέον, η προοπτική του αποκλεισμού των κυπριακών κρατικών ομολόγων από το Πρόγραμμα αγοράς ομολόγων και η ενδεχόμενη μη αποδοχή τους για τις πράξεις νομισματικής πολιτικής της ΕΚΤ, μετά την ολοκλήρωση του Προγράμματος Μακροοικονομικής Προσαρμογής, είναι πιθανόν να πιέσουν ανοδικά τις αποδόσεις και το κόστος δανεισμού από τις αγορές.

3.1.3. Χρηματοδοτικές ανάγκες και χαρακτηριστικά χρηματοδότησης

Χρηματοδοτικές ανάγκες

Οι ανάγκες χρηματοδότησης για την περίοδο της στρατηγικής αφορούν αποκλειστικά λήξεις χρέους. Ο κρατικός προϋπολογισμός προβλέπεται να είναι θετικός από το 2016 και να συνεχίζει

¹ Η Πολιτική Έκδοσης Νέων Εγγυήσεων καθώς και το Εγχειρίδιο Διαδικασιών Διαχείρισης και Παρακολούθησης είναι αναρτημένα στην ιστοσελίδα www.treasury.gov.cy.

με αυξανόμενη τάση μέχρι το 2020, συμβάλλοντας έτσι στη μείωση των δανειακών αναγκών. Οι ανάγκες χρηματοδότησης που εξετάστηκαν στο πλαίσιο της στρατηγικής δεν περιλαμβάνουν τη χρήση αποθεμάτων του Προγράμματος, τα έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις (περίπου 8% του ΑΕΠ) και μια πιθανή συμφωνία ανταλλαγής χρέους-περιουσιακών στοιχείων που αντιπροσωπεύει περίπου το 3% του ΑΕΠ. Η πηγή για τις χρηματοδοτικές ανάγκες κατά την περίοδο προγραμματισμού είναι η 8η αξιολόγηση του προγράμματος μακροοικονομικής προσαρμογής της Κύπρου².

Πηγές χρηματοδότησης

Οι κύριες πιθανές πηγές χρηματοδότησης για την 5-ετή περίοδο της ΜΣΔΔΧ είναι εμπορεύσιμοι τίτλοι. Οι πηγές της αγοράς μπορούν να διαχωριστούν περαιτέρω σε (α) ξένους κυβερνητικούς τίτλους και (β) εγχώριους κυβερνητικούς τίτλους, με τη διαφοροποίηση μεταξύ των δύο να αποδίδεται στη νομική βάση της έκδοσης και την προέλευση των επενδυτών και όχι στο νόμισμα και (γ) έκδοση χρέους σε ξένο συνάλλαγμα υποθέτοντας ότι αυτό θα γίνει βάσει ξένης νομοθεσίας και με ξένους επενδυτές. Από τις τρεις αυτές πηγές της αγοράς τα κρατικά ομόλογα εξωτερικού θα είναι το κύριο μέσο χρηματοδότησης για την περίοδο της στρατηγικής. Πιο συγκεκριμένα αυτό αναφέρεται σε ομόλογα που εκδίδονται κάτω από το Πρόγραμμα Ευρωπαϊκών Μεσοπρόθεσμων Ομολόγων (EMTN - Euro Medium Term Notes), που διέπονται από αγγλικό δίκαιο, εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών του Λονδίνου και εκκαθαρίζονται σε κύρια διεθνή αποθετήρια.

Τα Γραμμάτια Δημοσίου θα εξακολουθήσουν να εκδίδονται σε κάποιο ουσιώδες αλλά όχι υπερβολικά ψηλό επίπεδα, προκειμένου να ελαχιστοποιηθεί το κόστος χρηματοδότησης και για σκοπούς διαχείρισης των βραχυπρόθεσμων αναγκών ρευστότητας. Επιπλέον, χρηματοδότηση από τους Ευρωπαϊκούς Εμπορικούς Τίτλους θα αποσκοπεί ως δευτερεύουσα βραχυπρόθεσμη χρηματοδότηση και για τη συντήρηση μίας ποικιλίας στις πηγές χρηματοδότησης.

Σε λιγότερο βαθμό μη εμπορεύσιμα δάνεια θα συνεισφέρουν στην κρατική χρηματοδότηση. Αν και αυτά τα δάνεια που διοχετεύονται για συγκεκριμένα έργα υποδομής προσφέρουν μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση σε χαμηλό κόστος εντούτοις καλύπτουν μόνο ένα μικρό ποσοστό των ετήσιων χρηματοδοτικών αναγκών.

Μια επισκόπηση των διαθέσιμων μέσων δανεισμού της Δημοκρατίας παρουσιάζεται στον Πίνακα 3.

Πίνακας 3: Χαρακτηριστικά διαθέσιμων δανειστικών εργαλείων

Εργαλεία δανεισμού από τις αγορές				
Τίτλος	Διάρκεια	Είδος επιτοκίου	Νόμισμα	Εφαρμοστέο δίκαιο
Γραμμάτια Δημοσίου	μέχρι 12 μήνες	μηδενικό επιτόκιο, έκδοση κάτω του άρτιου	EUR	Κυπριακό
Ευρωπαϊκά Εμπορικά Χρεόγραφα	μέχρι 12 μήνες	μηδενικό επιτόκιο, έκδοση κάτω του άρτιου	EUR ή άλλο	Αγγλικό
Εγχώρια Ομόλογα για φυσικά πρόσωπα	6 χρόνια	σταδιακά αυξανόμενο	EUR	Κυπριακό

² IMF Country Report No. 15/271, Σεπτέμβριος 2015

Εγχώρια Ομόλογα	πέραν των 12 μηνών	Σταθερό, κυμαινόμενο, μηδενικό επιτόκιο	EUR	Κυπριακό
Ευρωπαϊκά Μεσοπρόθεσμα Ομόλογα	πέραν των 12 μηνών	Σταθερό, κυμαινόμενο, μηδενικό επιτόκιο	EUR ή άλλο	Αγγλικό
Εργαλεία δανεισμού από επίσημες πηγές				
Είδος και πιστωτής	Διάρκεια	Είδος επιτοκίου	Νόμισμα	Εφαρμοστέο Δίκαιο
Δάνεια από την Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και την Τράπεζα Αναπτύξεως του Συμβουλίου της Ευρώπης	Συνήθως πέραν των 10 ετών	Σταθερό ή κυμαινόμενο	EUR	Αγγλικό
Δάνεια από το ΔΝΤ (μέχρι τον Μάιο 2016)	Κατά μέσο όρο 7 έτη	Ημι-σταθερό και ημι-κυμαινόμενο	SDR	Διεθνές
Δάνεια από τον ΕΜΣ (μέχρι τον Μάρτιο 2016)	Κατά μέσο όρο 15 έτη	Κυμαινόμενο	EUR	Διεθνές

Επενδυτική βάση

Η εγχώρια επενδυτική βάση αποτελείται σε μεγάλο βαθμό από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα³ με ποσοστό κατοχής γύρω στο 86% των εγχώριων ομολόγων. Το υπόλοιπο ποσοστό κατέχεται κυρίως από ασφαλιστικές εταιρείες, ταμεία συντάξεων καθώς και ταμεία προνοίας. Η εγχώρια επενδυτική βάση είναι ομοιογενής και η συμπεριφορά της σχετίζεται σε μεγάλο βαθμό με τις εξελίξεις στον εγχώριο τραπεζικό τομέα.

Η υφιστάμενη βάση ξένων επενδυτών είναι κυρίως διαχειριστές κεφαλαίων και ταμεία αντιστάθμισης κινδύνου. Κατά την τελευταία έκδοση ETMN το Νοέμβριο του 2015, το μεγαλύτερο μέρος των επενδυτών ήταν διαχειριστές κεφαλαίων (52%) και τράπεζες / ιδιωτικές τράπεζες (24%). Γεωγραφικά προήλθε κυρίως από το Ηνωμένο Βασίλειο (62%), 21% των ομολόγων αγοράστηκε από άλλους ευρωπαίους επενδυτές, εξαιρουμένων των εγχώριων, ενώ το 13,5% της έκδοσης καλύφθηκε από εγχώριους επενδυτές.

Η τελευταία αυτή έκδοση συγκέντρωσε μεγαλύτερη ζήτηση από τράπεζες, διαχειριστές κεφαλαίων και επενδυτές με μακροπρόθεσμο ορίζοντα. Η τάση αυτή αναμένεται να συνεχιστεί με τη σταδιακή βελτίωση της πιστοληπτικής διαβάθμισης της Δημοκρατίας.

Η εισαγωγή και διακανονισμός των εγχώριων ομολόγων και των Γραμμάτων Δημοσίου γίνεται μόνο στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου και προσελκύει χαμηλή ζήτηση από ξένους επενδυτές. Αντίθετα, οι τίτλοι εξωτερικού που διακανονίζονται σε διεθνή αποθετήρια είναι πιο εύκολα προσιτοί και προσελκύουν αυξανόμενη ζήτηση από εγχώριους επενδυτές.

3.2. Υποθέσεις εργασίας

Μεσοπρόθεσμες Χρηματοδοτικές Παραδοχές

Οι υποθέσεις εργασίας που αφορούν το δημοσιονομικό ισοζύγιο και την αλλαγή του ΑΕΠ είναι η 8^η αξιολόγηση του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής για την Κύπρο.

³ Αυτό αποτελείται από 13 ιδρύματα εγχώριων τραπεζών ή υποκαταστημάτων ξένων τραπεζών. Ένας αριθμός παραρτημάτων ξένων τραπεζών και αντιπροσωπειών στο εγχώριο τραπεζικό σύστημα δεν συμμετέχουν στην αγορά κυπριακών κυβερνητικών τίτλων.

Πιθανά έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις δεν περιλαμβάνονται στις προβλέψεις των χρηματοδοτικών αναγκών. Αν και αυτό δεν είναι το βασικό σενάριο, για προληπτικούς λόγους και για τους σκοπούς της στρατηγικής μόνο γίνεται υπόθεση ότι δεν υπάρχουν δανειακές ανάγκες κατά τη διάρκεια της περιόδου της στρατηγικής οι οποίες θα καλυφθούν από έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις. Είναι σημαντικό να αναφερθεί ότι τα όποια έσοδα από ιδιωτικοποιήσεις θα χρησιμοποιηθούν για τη μείωση του δημόσιου χρέους. Επιπλέον, η χρηματοδότηση υποθέτει την υλοποίηση των προγραμματισμένων εκταμιεύσεων ΕΜΣ-ΔΝΤ μέχρι τον Μάιο 2016 χωρίς τη χρήση των αποθεμάτων του Προγράμματος.

Υποθέσεις σχετικά με το κόστος δανεισμού

Το μακροχρόνιο κόστος δανεισμού υπολογίστηκε βάσει της καμπύλης ομολόγων προθεσμιακών πράξεων (forward curve), των γερμανικών κρατικών ομολόγων. Οι καμπύλες προθεσμιακών πράξεων της Γερμανίας και της Κύπρου ακολουθούν ανοδική τάση αλλά της Κύπρου σε χαμηλότερο βαθμό λόγω του ότι το περιθώριο πιστωτικού κινδύνου και κινδύνου ρευστότητας σταδιακά μειώνεται. Το εγχώριο κόστος δανεισμού υπολογίστηκε βάσει ενός περιθωρίου πάνω στο κόστος δανεισμού από τις διεθνείς αγορές. Τα επιτόκια δανείων του ΕΜΣ λήφθηκαν από εκτιμήσεις του ΕΜΣ βασιζόμενα σε δεδομένα της αγοράς και σε υποθέσεις εργασίας του Προγράμματος από τον Ιούλιο 2015. Το επιτόκιο από άλλα δάνεια με κυμαινόμενο επιτόκιο προβλέφθηκε σύμφωνα με την καμπύλη προθεσμιακών πράξεων του επιτοκίου Euribor. Σημειώνεται ότι όλες οι υποθέσεις σχετικά με το κόστος δανεισμού εξαρτώνται από τις διεθνείς και εθνικές εξελίξεις στις αγορές σταθερού εισοδήματος και τις αγορές συναλλάγματος.

3.3. Πιστοληπτική Αξιολόγηση και Προοπτικές

Η παρούσα πιστοληπτική αξιολόγηση της Κυπριακής Δημοκρατίας έχει ως εξής:

DBRS:	B με σταθερό ορίζοντα
Fitch:	B+ με θετικό ορίζοντα
Moody's:	B1 με σταθερό ορίζοντα
Standard & Poor's:	BB- με θετικό ορίζοντα

Η πιστοληπτική αξιολόγηση βρίσκεται σε ανοδική πορεία από τα μέσα του 2013. Σε αυτή την περίοδο των 2,5 ετών η Κυπριακή Δημοκρατία αναβαθμίστηκε μεταξύ 3 μέχρι 5 βαθμίδες από τους προαναφερθέντες οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Γενικά η δυναμική που έχει δημιουργηθεί είναι ενθαρρυντική για περαιτέρω αναβαθμίσεις αν και εξακολουθούν να υπάρχουν παράγοντες κινδύνου κατά την περίοδο που καλύπτει η στρατηγική. Ένα κρίσιμο σημείο στον ορίζοντα των αξιολογήσεων θα είναι η αποκατάσταση της επενδυτικής βαθμίδας.

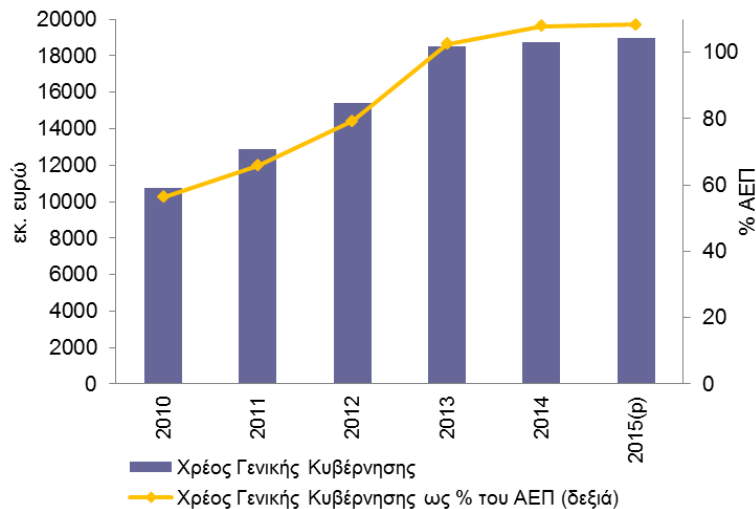
Παρόλο που μπορεί να μη συγκλίνει πάντοτε η εικόνα της αγοράς με τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις, η πιστοληπτική διαβάθμιση θα συνεχίσει να διατηρεί το ρόλο της στον καθορισμό της αντίληψης κινδύνου των επενδυτών και κατεύθυνσης τιμών, και είναι χρήσιμη για σύγκριση ομοειδών επενδύσεων. Αναμένεται ότι μια σταδιακή βελτίωση της αξιολόγησης θα έχει θετική επίδραση τόσο στη δομή της επενδυτικής βάσης όσο και στη συνολική ζήτηση τίτλων του δημοσίου στην Κύπρο. Αυτό με τη σειρά του μεταφράζεται, *ceteris paribus*, σε χαμηλότερο κόστος.

4. Χαρακτηριστικά Υφιστάμενου Χαρτοφυλακίου Χρέους

4.1. Δομή και Διάρθρωση Υφιστάμενου Χαρτοφυλακίου Χρέους

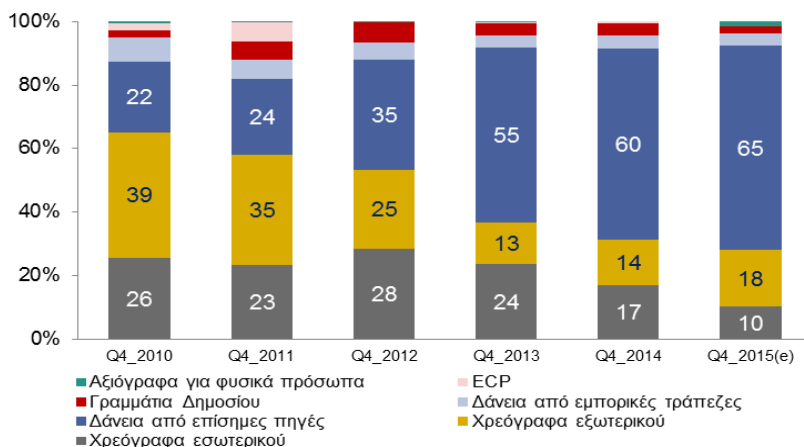
Η Κύπρος βίωσε μια απότομη επιδείνωση της κατάστασης του δημόσιου χρέους της κατά την περίοδο της κρίσης λόγω της δημοσιονομικής χαλάρωσης, της ανακεφαλαιοποίησης του χρηματοπιστωτικού τομέα και των αρνητικών ρυθμών ανάπτυξης. Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αυξήθηκε από 56% το 2010 σε περίπου 109% το 2015. Παρά την ταχεία αύξηση, κατά τα έτη 2014 έως 2015 το δημόσιο χρέος έχει στην πραγματικότητα σταθεροποιηθεί και η καθαρή συσσώρευση χρέους έχει διοχετευτεί προς την ενίσχυση των ρευστών διαθεσίμων. Το συνολικό ύψος του δημόσιου χρέους παρατίθεται στο Παράρτημα.

Διάγραμμα 1: Εξέλιξη Δημόσιου Χρέους



Η υφιστάμενη δομή του χρέους αποτελείται κυρίως από μη εμπορεύσιμο χρέος υπό μορφή δανείων από υπερεθνικούς οργανισμούς (κυρίως από ΕΜΣ, ΔΝΤ, ΕΤΕ) καθώς επίσης άλλες κυβερνήσεις και την Κεντρική Τράπεζα της Κύπρου. Το δεύτερο μεγαλύτερο μερίδιο στη δομή χρέους αποτελούν τα ομόλογα εξωτερικού το ποσοστό των οποίων αυξάνεται διατηρώντας έτσι την παρουσία της Δημοκρατίας στις διεθνείς αγορές. Αντίθετα, το μερίδιο των εγχώριων ομολόγων συνεχίζει να μειώνεται. Λόγω της μεγάλης αναδιάρθρωσης και απομόχλευσης του εγχώριου τραπεζικού τομέα δεν υπήρξε τα τελευταία χρόνια οποιαδήποτε σημαντική έκδοση στην εγχώρια αγορά. Οποιαδήποτε εγχώρια ζήτηση έχει απορροφηθεί στις εκδόσεις ομολόγων εξωτερικού.

Διάγραμμα 2: Διάρθρωση χρέους κατά χρηματοδοτικό εργαλείο



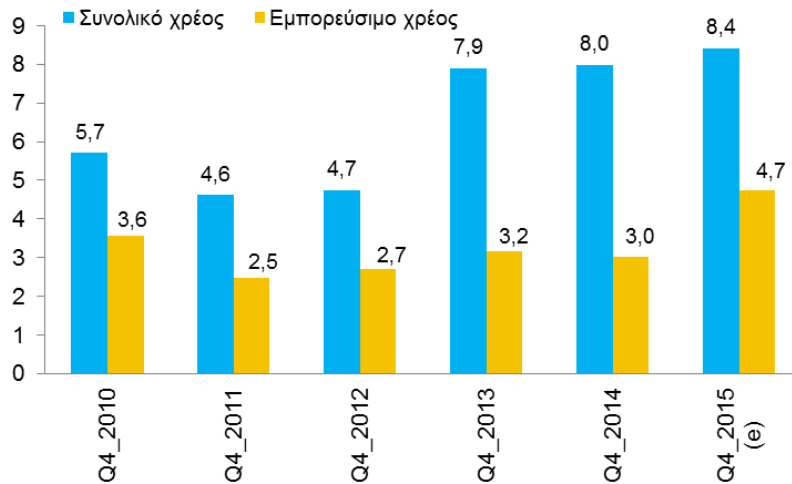
4.2. Κόστος και Κίνδυνοι του Υφιστάμενου Χαρτοφυλακίου Χρέους

Το μέσο σταθμικό κόστος του χρέους αναμένεται να είναι 2,7% στο τέλος του 2015 το οποίο είναι το χαμηλότερο επίπεδο από το 2010. Το κόστος μειώθηκε σημαντικά λόγω του χαμηλού επιτοκίου που φέρουν τα δάνεια που λήφθηκαν από το ΕΜΣ και το ΔΝΤ, αν και πρόκειται για δάνεια με χαρακτηριστικά δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου και λόγω της χαμηλής βάσης του Euribor. Παρόλα αυτά, το κόστος των Γραμματίων Δημοσίου και ξένων ομολόγων είναι το δεύτερο ψηλότερο στην Ευρωζώνης αν και ακολουθεί πτωτική πορεία.

Κίνδυνος Αναχρηματοδότησης

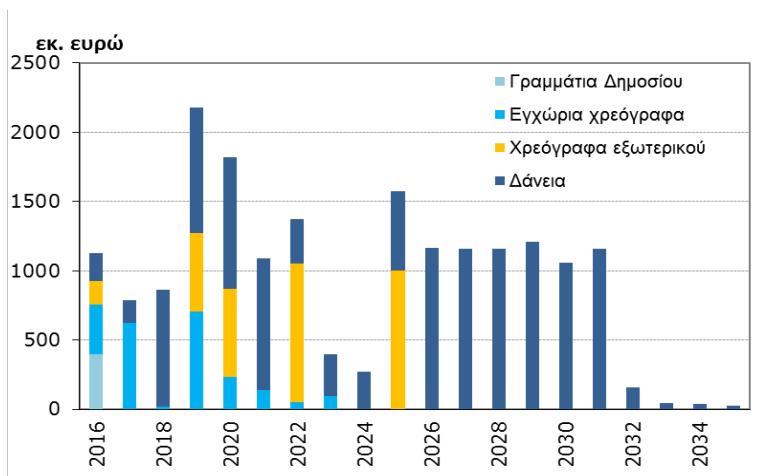
Στο τέλος του 2015 ο μέσος όρος διάρκειας χρέους αναμένεται να είναι στο ιστορικά ψηλό επίπεδο των 8,4 χρόνων (προκαταρκτική εκτίμηση). Αυτό είναι ένα φυσικό αποτέλεσμα λόγω των μακροπρόθεσμων δανείων από επίσημες πηγές με μέση σταθμική διάρκεια των δανείων του ΕΜΣ στα 15 χρόνια και στην σταδιακά μακρύτερη διάρκεια των νέων ομολόγων. Πράγματι, η μέση διάρκεια του εμπορεύσιμου χρέους αναμένεται να αυξηθεί σε 4,7 χρόνια παρουσιάζοντας σημαντική βελτίωση σε σχέση με τα προηγούμενα έτη.

Διάγραμμα 3: Μέση διάρκεια χρέους



Ενώ η συγκέντρωση λήξεων κατά την επόμενη τριετή περίοδο έχει μετριαστεί τα έτη 2019-2020 εξακολουθούν να έχουν το υψηλότερο επίπεδο λήξεων με περίπου το ένα πέμπτο του συνολικού χρέους ή €4 δισ. να λήγουν κατά τα έτη αυτά. Από αυτά περίπου €2,3 δισ. λήγουν εντός 9 μηνών από τα μέσα του 2019 έως τις αρχές του 2020.

Διάγραμμα 4: Χρονοδιάγραμμα λήξης χρέους, τέλος 2015

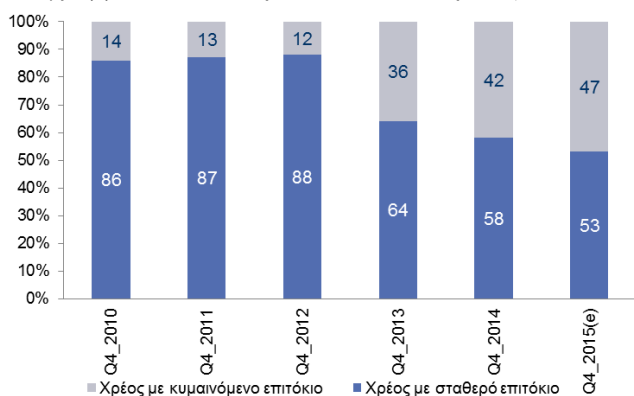


Επιτοκιακός και συναλλαγματικός κίνδυνος

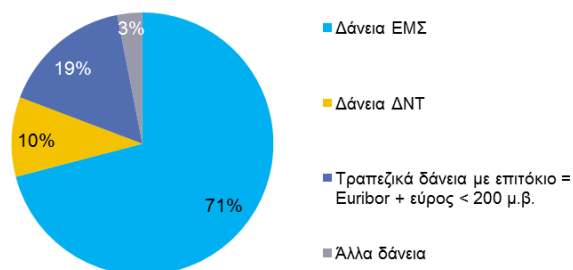
Στο τέλος Δεκεμβρίου 2015 η δομή του χρέους όσον αφορά το επιτόκιο προβλέπεται να είναι 53% του χρέους με σταθερό επιτόκιο και 47% του χρέους με κυμαινόμενο, όπως φαίνεται από το Διάγραμμα 5.

Ένας περαιτέρω διαχωρισμός του χρέους με μεταβλητό επιτόκιο (Διάγραμμα 6) δείχνει ότι το μεγαλύτερο μέρος σχετίζεται με τα δάνεια από επίσημες πηγές από τον ΕΜΣ και το ΔΝΤ, ενώ άλλα τραπεζικά δάνεια φέρουν χαμηλά περιθώρια πάνω από τα βασικά επιτόκια. Ο μέσος όρος αναπροσαρμογής των επιτοκίων αναμένεται να είναι 3 χρόνια.

Διάγραμμα 5: Σύνθεση επιτοκίου του χρέους

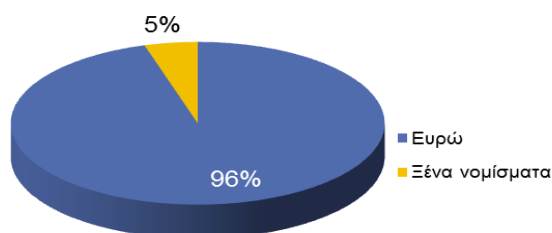


Διάγραμμα 6: Κατανομή κυμαινόμενου επιτοκίου



Ο συναλλαγματικός κίνδυνος του υφιστάμενου χαρτοφυλακίου χρέους είναι περιορισμένος λόγω του ότι περίπου 5% του χρέους είναι εκπροσωπημένο σε ξένο νόμισμα, το οποίο είναι αποκλειστικά σε Ειδικά Τραπεζικά δικαιώματα (ΕΤΔ). Τα ΕΤΔ είναι καλάθι πέντε νομισμάτων, από το οποίο το εγχώριο νόμισμα (Ευρώ) αποτελεί ένα σημαντικό μέρος.

Διάγραμμα 7: Σύνθεση νομίσματος του χρέους, τέλος 2015



5. Ανάλυση και Επεξηγήσεις

Το κεφάλαιο αυτό περιγράφει τις κατευθυντήριες γραμμές, αλλά κυρίως την τρέχουσα κατάσταση η οποία αποτελεί το έναυσμα των κατευθυντήριων γραμμών καθώς και τις κύριες δράσεις και τα ποσοτικά ορόσημα που συμβάλλουν στην αντιμετώπιση των υπό εξέταση ζητημάτων.

5.1. Εξομάλυνση του Χρονοδιαγράμματος Λήξεων Χρέους και Επιμήκυνση της Λήξης του Εμπορεύσιμου Χρέους

Μέχρι η πρόσβαση στις αγορές να είναι σταθερή και αξιόπιστη, είναι σημαντικό να διατηρηθούν χαμηλά τα ληξιπρόθεσμα χρέη για να κρατηθεί μία μέτρια εξάρτηση από τις αγορές. Ευρύτερα, ο στόχος είναι η μείωση τόσο των λήξεων χρέους σε συγκεκριμένα έτη, όσο και η συγκέντρωση λήξεων του χρέους σε διαδοχικά έτη.

Τα πρώτα τρία έτη της στρατηγικής χαρακτηρίζονται από χαμηλές λήξεις, γεγονός που έχει επιτευχθεί με τεχνικές διαχείρισης χρέους κατά τη διάρκεια του 2014 και 2015. Πράγματι, η διατήρηση χαμηλού όγκου λήξεων κατά τα πρώτα έτη μετά το Πρόγραμμα ήταν ένας από τους κύριους στόχους των πρόσφατων ενεργειών της διαχείρισης του δημόσιου χρέους. Κτίζοντας στο μέχρι στιγμής έργο η συγκέντρωση λήξεων για τα έτη 2019 και 2020 θα μπορούσε να βελτιωθεί περαιτέρω, καθώς περίπου το ένα πέμπτο του συνολικού χρέους είναι πληρωτέο εντός της περιόδου αυτής.

Το ύψος του βραχυπρόθεσμου χρέους κάθε χρόνο θα επηρεάζεται από τις συνολικές λήξεις χρέους του επόμενου έτους. Δεδομένης της γενικής κατεύθυνσης προς αύξηση των εκδόσεων των εγχώριων ομολόγων προς αντικατάσταση των Γραμματίων Δημοσίου, το βραχυπρόθεσμο χρέος προβλέπεται να κυμαίνεται μεταξύ 1%-4% του συνολικού χρέους.

Συνεπώς το μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο χρέος αναμένεται να είναι τουλάχιστον το 96% του συνολικού χρέους. Ταυτόχρονα, οι αποπληρωμές χρέους θα πρέπει να τύχουν χειρισμού ώστε, μεταξύ άλλων, να μην παραβιαστούν τα ανώτατα όρια των μεσο-μακροπρόθεσμων λήξεων χρέους. Ο προβλεπόμενος στόχος των μεσο-μακροπρόθεσμων λήξεων για τα έτη 2016-2018 είναι 1.200 εκ. ετησίως. Για το έτος 2019 και μετά αυτός ο στόχος αυξάνεται, σε €2.200 εκ. ετησίως. Ο περιορισμός του ύψους των μεσο-μακροπρόθεσμων λήξεων χρέους δε συνεπάγεται αύξηση του βραχυπρόθεσμου χρέους αλλά θα μπορούσε να επιτευχθεί μέσω έκδοσης ομολόγων μακρύτερης διάρκειας ή με τη χρήση τεχνικών διαχείρισης χρέους όπως ανταλλαγή ή επαναγορά χρέους.

Ως ένα περαιτέρω εργαλείο ελέγχου για τη συγκέντρωση λήξεων και των ενεργειών έκδοσης χρέους στις αγορές, στοχεύεται όπως η μέση εναπομένουσα διάρκεια του εμπορεύσιμου χρέους παραμείνει πάνω από 5 έτη στο τέλος της περιόδου στρατηγικής. Ενώ η μέση διάρκεια του χρέους του εμπορεύσιμου χρέους είναι ήδη 4,7 χρόνια αυτή θα επιδεινωθεί στο άμεσο μέλλον λόγω της επικείμενης συγκέντρωσης λήξεων των ομολόγων το 2019 - 2020 και επιπλέον το 2022. Η συνεχής προσπάθεια για να διατηρηθεί ένα σταθερό χρονοδιάγραμμα λήξεως στοχεύεται όπως αποκαταστήσει μέχρι το 2020 το επίπεδο μέσης λήξης των 5 ετών.

5.2. Περιορισμός Πιθανών Κινδύνων

Οι πιθανοί κίνδυνοι ώσπου να διασφαλιστεί η σταθερή πρόσβαση στις αγορές θα μετριαστούν μέσω της αύξησης των ρευστών διαθεσίμων και τον περιορισμό του κινδύνου που αφορά τη συναλλαγματική ισοτιμία και το επιτόκιο.

Ένα υψηλότερο επίπεδο ρευστών διαθεσίμων θα προστατεύσει από περιόδους αστάθειας της αγοράς. Πράγματι, το παράθυρο ευκαιρίας για την έκδοση νέων τίτλων μπορεί να μην ταιριάζει πάντα με το χρονοδιάγραμμα των χρηματοδοτικών αναγκών. Ένα αποθεματικό ρευστότητας μπορεί να παρέχει ευελιξία σε προσωρινές διαταραχές στις αγορές κεφαλαίων. Τα συνολικά ρευστά διαθέσιμα (το «αποθεματικό») για το 2016 θα είναι στο ψηλότερο των τριών εξής κριτηρίων: είτε οι συνολικές χρηματοδοτικές ανάγκες των επόμενων 12 μηνών, είτε στο διπλάσιο του βραχυπρόθεσμου χρέους, αλλά σε καμία περίπτωση κάτω του 1 δισ. ευρώ που αντιπροσωπεύει ένα ρεαλιστικό ποσό των ετήσιων χρηματοδοτικών αναγκών μεσοπρόθεσμα. Το σύνολο των ρευστών διαθεσίμων για τα έτη 2017-2020 θα αναθεωρηθεί σε ετήσια βάση.

Η επιλογή αυτή βασίζεται στην εκτίμηση των προοπτικών κινδύνου μετά το τέλος του Προγράμματος Μακροοικονομικής Προσαρμογής. Επιτρέπει, επίσης, ένα σημαντικό ύψος ρευστότητας που ενισχύεται από την εκτίμηση ότι οι προβλέψεις ταμειακών ροών είναι αρκετά ακριβείς, λόγω του γεγονότος ότι η μεγάλη πλειοψηφία των χρηματοδοτικών αναγκών αποτελείται από λήξεις χρέους και συνεπώς είναι ανάγκες σταθερές και γνωστές πολύ έγκαιρα. Το επίπεδο του αποθεματικού ρευστότητας θα επαναξιολογείται σε ετήσια βάση.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι, η στρατηγική επιλογή για διατήρηση υψηλών ρευστών διαθεσίμων είναι σημαντική για τη μείωση του κινδύνου ρευστότητας, προϋποθέτει όμως δημοσιονομικά κόστη. Γι' αυτό θα πρέπει να παρακολουθείται στενά και να συνοδεύεται από επενδυτική πολιτική για πλεονάζουσα ρευστότητα έτσι ώστε να μετριάξεται η επίπτωση του κόστους.

Καθώς η χρηματοδότηση από το ΔΝΤ αποδίδεται σ' ένα καλάθι νομισμάτων, ο συναλλαγματικός κίνδυνος αυξήθηκε τα τελευταία χρόνια. Ωστόσο, η έκθεση του χαρτοφυλακίου χρέους σε συναλλαγματικό κίνδυνο παραμένει χαμηλή και, όπως φαίνεται στο υποκεφάλαιο 5.6, κάτω από σενάρια αντοχής, η επίδραση ενός νομισματικού σοκ στο συνολικό κόστος εξυπηρέτησης του χρέους, είναι περιορισμένη. Επιπλέον, δεδομένης της δυνητικής διαφοροποίησης της επενδυτικής βάσης σε συνδυασμό με εκδόσεις σε ξένα νομίσματα, η ανάληψη του κινδύνου αυτού μπορεί να δικαιολογείται, αν και σε περιορισμένο βαθμό, λόγω των θετικών χαρακτηριστικών που προκύπτουν στη ρευστότητα και στον κίνδυνο αναχρηματοδότησης. Προβλέπεται έτσι ότι, οι εκδόσεις εμπορεύσιμου χρέους σε ξένο νόμισμα δεν θα ανέλθουν σε επίπεδο μεγαλύτερο του 5% του συνολικού χρέους, το οποίο αντιστοιχεί σε συνολική έκθεση σε ξένο νόμισμα μέχρι το 10% του συνολικού χρέους εντός της προγραμματικής περιόδου. Αυτός ο στόχος επιτρέπει κάποιο βαθμό ευελιξίας στην αγορά ενώ θα παραμείνει η επικέντρωση σε εκδόσεις σε ευρώ. Από πρακτικής άποψης, το μέγεθος αυτό επιτρέπει εκδόσεις σε ένα ελάχιστο ποσό που απαιτείται για συναλλαγές στη διεθνή αγορά.

Παρά το γεγονός ότι το μεγαλύτερο μέρος του χρέους με κυμαινόμενο επιτόκιο έχει αρκετά ευνοϊκούς όρους, η πιθανότητα του σχετικού κόστους ν' αυξηθεί είναι μεγάλη καθόσον αυτή την περίοδο τα επιτόκια είναι σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και μια αύξηση των βασικών επιτοκίων μεσοπρόθεσμα είναι σχεδόν βέβαιη. Το χρέος με κυμαινόμενο επιτόκιο αποτελεί ήδη ένα σημαντικό ποσοστό της τάξης του 47% του χαρτοφυλακίου του χρέους και αναμένεται να παραμείνει στο επίπεδο αυτό μέχρι το τέλος της περιόδου που καλύπτει η στρατηγική. Αν και είναι πιο επιθυμητό να υπάρχει ένα προφίλ σταθερού επιτοκίου, για να υπάρχει βεβαιότητα στις πληρωμές εξυπηρέτησης χρέους, ίσως είναι προτιμητέο να προσεγγιστούν κάποιοι καινούργιοι επενδυτές και να επιτευχθούν μεγαλύτερες διάρκειες χρέους προσφέροντας δομές με κυμαινόμενα επιτόκια. Συνεπώς, ένα ποσοστό 5% του εμπορεύσιμου χρέους σε κυμαινόμενο επιτόκιο θεωρείται αποδεχτό για να

αντισταθμιστεί ο σχετικός κίνδυνος επιτρέποντας ευελιξία στο δανεισμό. Όπως και στην περίπτωση εκδόσεων σε ξένο νόμισμα, εκδόσεις με κυμαινόμενο επιτόκιο ύψους 5% του εμπορεύσιμου χρέους θα επιτρέψει την έκδοση ενός ελάχιστου ποσού που απαιτείται συνήθως για τις συναλλαγές στις διεθνείς αγορές. Αυτό αντιστοιχεί σε συνολικό ποσοστό μέχρι 55% του συνολικού χρέους.

Ενώ αυτός ο διαχωρισμός είναι σημαντικός, είναι επίσης σημαντικό να τονιστεί ότι το μεγαλύτερο μέρος του χρέους με κυμαινόμενο επιτόκιο είναι σχετικά χαμηλού κινδύνου καθώς σχετίζεται με δάνεια από τον ΕΜΣ τα οποία χορηγούνται μέσω διαφόρων χρηματοδοτικών εργαλείων σταθερού επιτοκίου τα οποία θα δημιουργήσουν μια αύξηση στο κόστος δανεισμού μακροχρόνια. Με τη σταδιακή αποπληρωμή των επίσημων δανείων αρχίζοντας το 2017 το επίπεδο του χρέους με κυμαινόμενο επιτόκιο θα υποχωρεί καθώς παράλληλα θα εκδίδονται χρηματοδοτικά εργαλεία σταθερού επιτοκίου.

Για να αποφευχθούν αυξήσεις συναλλαγματικών και επιτοκιακών κινδύνων το Γραφείο Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους θα επικεντρωθεί σε αύξηση της έκθεσης σε χρέος με σταθερό επιτόκιο μέσω εκδόσεων σε ευρώ με σταθερό επιτόκιο ενώ θα παρακολουθεί στενά τις συνθήκες της αγοράς και για πιθανές ευκαιρίες που μπορεί να προκύψουν. Η πρακτική αυτή θα επαναξιολογηθεί προς το τέλος της περιόδου της ΜΣΔΔΧ.

5.3. Ανάπτυξη της Αγοράς Κυβερνητικών Τίτλων

Η ύπαρξη μιας αναπτυγμένης αγοράς τίτλων με ικανοποιητική ρευστότητα είναι αναγκαία τόσο για τη διατήρηση σταθερής πρόσβασης στις αγορές όσο και για τη μείωση του κόστους δανεισμού. Μια καλά λειτουργούσα αγορά μειώνει το κόστος δανεισμού, επιτρέπει την έκδοση πιο μακροπρόθεσμων τίτλων και μπορεί να λειτουργήσει ως ένα εργαλείο δημοσιονομικής πειθαρχίας με γρήγορη και ακριβή σηματοδότηση της αντίδρασης των επενδυτών προς τη δημοσιονομική πολιτική της κυβέρνησης. Εκτός του ότι είναι μια βιώσιμη πηγή χρηματοδότησης μια αποτελεσματική αγορά τίτλων έχει θετικές επιπτώσεις και προς τον ιδιωτικό τομέα.

Αυτός ο στόχος μπορεί να επιτευχθεί μέσω της δημιουργίας και διατήρησης ολοκληρωμένης καμπύλης αποδόσεων των κρατικών ομολόγων και της δημιουργίας ενός πιο ισχυρού μηχανισμού καθορισμού τιμών.

Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της κυπριακής αγοράς κυβερνητικών τίτλων είναι ο διαχωρισμός σε τίτλους κάτω από εγχώριο δίκαιο που διακανονίζονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου και σε τίτλους κάτω από αγγλικό δίκαιο που διακανονίζονται σε διεθνή αποθετήρια. Η σχετικά ρηχή ρευστότητα οδηγεί σε υψηλά κόστη για νέες εκδόσεις και μειώνει έτσι το διαθέσιμο αριθμό επενδυτών. Αυτό είναι ένα ζήτημα που το ΓΔΔΧ αντιμετωπίζει ως βασικό για τη μείωση του κόστους και ευελπιστεί να βελτιώσει κατά την υπό αναφορά χρονική περίοδο.

Η ανάπτυξη μιας καλά λειτουργούσας αγοράς κινητών αξιών είναι μια σταδιακή διαδικασία η οποία αναμένεται να διαρκέσει μερικά χρόνια για να ολοκληρωθεί. Αυτή η διαδικασία θα έχει δύο αλλά αλληλένδετα σκέλη: ανάπτυξη του βραχυπρόθεσμου και μεσοπρόθεσμου τμήματος της καμπύλης στην εγχώρια αγορά και του μεσοπρόθεσμου και μακροπρόθεσμου τμήματος της καμπύλης στην ξένη αγορά. Αυτό θα οδηγήσει σε μια πλήρη καμπύλη κρατικών αποδόσεων, με σημεία αναφοράς και χαμηλή ή καθόλου διαφορά στις τιμές μεταξύ της εγχώριας και ξένης αγοράς.

Ως ένα πρώτο βήμα σε αυτή τη διαδικασία έχουν καθιερωθεί μια λειτουργούσα αγορά Γραμματίων του Δημοσίου με συχνές δημοπρασίες σε προκαθορισμένες ημερομηνίες και η δημοσίευση ενός ημερολογίου δημοπρασιών. Το επόμενο βήμα θα είναι να δημιουργηθούν τα κίνητρα και η οργανωτική δομή μιας ομάδας εγχώριων τραπεζών για ανάρτηση από αυτές σε τακτά χρονικά

διαστήματα ενδεικτικών τιμών για τους εγχώριους τίτλους. Παράλληλα, οι ισχύουσες ρυθμίσεις για είσοδο των ξένων επενδυτών στην εγχώρια αγορά θα εξεταστούν και θα ενισχυθούν με απώτερο στόχο την επίτευξη πλήρους συστήματος “delivery vs payment” για τους διεθνείς επενδυτές. Οι ρυθμίσεις για βελτίωση του μηχανισμού καθορισμού τιμών και η άρση των εμποδίων εισόδου στην αγορά θα οδηγήσουν σε αύξηση του βάθους και της διαφοροποίησης της εγχώριας αγοράς.

Κατά τη διάρκεια της ΜΣΔΔΧ το ΓΔΔΧ θα εκδώσει ξανά εγχώρια ομόλογα σε μια προσπάθεια να αποκαταστήσει την ομαλή λειτουργία της εγχώριας αγοράς κυβερνητικών τίτλων. Η ύπαρξη εγχώριας αγοράς ομολόγων θα δρα ως συμπλήρωμα και όχι ως υποκατάστατο της διεθνούς αγοράς ομολόγων. Η ύπαρξη τέτοιας αγοράς είναι αναγκαία για τη διατήρηση της παρουσίας σε εγχώριο δίκαιο και για την παροχή περισσότερων επιλογών ως προς την επενδυτική βάση και τα εργαλεία δανεισμού.

Για ολοκλήρωση της καμπύλης αποδόσεων μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα ομόλογα EMTN θα εκδίδονται στην αγορά εξωτερικού. Οι εκδόσεις θα γίνονται σε μεγέθη και, όπου είναι δυνατό, διάρκειες αναφοράς. Ένας διαρθρωτικός στόχος που τοποθετείται προς το τέλος της περιόδου θα είναι η εισαγωγή μιας κατάλληλης δομής της αγοράς (π.χ. Βασικοί Διαπραγματευτές) για την παροχή ενός μηχανισμού αναζήτησης τιμών και ρευστότητας στην αγορά.

Σε μια μικρή αλλά ομαλά λειτουργούσα αγορά ομολόγων που παρέχει επαρκή ρευστότητα, η υπερτίμηση μίας νέας έκδοσης και άλλες διαφορές στην τιμή λόγω κινδύνων θα συγκλίνουν προς εκείνες αντίστοιχων χωρών με μια ανεπτυγμένη αγορά ομολόγων.

5.4. Ελαχιστοποίηση του Κόστους Δανεισμού για το Εμπορεύσιμο Χρέος

Το ΓΔΔΧ στοχεύει να ελαχιστοποιήσει το κόστος δανεισμού έτσι ώστε να βελτιώσει τη δημοσιονομική επίδοση και τη βιωσιμότητα του δημόσιου χρέους κατά το μέγιστο δυνατό δεδομένων των παραμέτρων κινδύνου όπως αυτές ορίζονται στις Κατευθυντήριες Γραμμές 2016 – 2020. Η ελαχιστοποίηση του κόστους δανεισμού επιδιώκεται να επιτευχθεί μέσω της βελτίωσης των σχέσεων με τους επενδυτές, διεύρυνσης της επενδυτικής βάσης και μέσω σημαντικής βελτίωσης των θεμελιωδών χαρακτηριστικών λειτουργίας της αγοράς χρέους της Δημοκρατίας. Ο τελευταίος παράγοντας έχει αναλυθεί στο υποκεφάλαιο 5.3.

Μία καλά διαφοροποιημένη επενδυτική βάση θα οδηγήσει σε ένα καλύτερο μηχανισμό καθορισμού τιμών καθώς θα εμπλέκονται περισσότεροι επενδυτές και η αυξημένη ζήτηση θα ωθήσει από μόνη της σε χαμηλότερα κόστη. Η ύπαρξη μιας ανομοιογενούς βάσης επενδυτών θα μειώσει την πιθανότητα να εγκαταλείψουν ταυτόχρονα την αγορά όλοι οι επενδυτές και κατά συνέπεια μειώνονται οι κίνδυνοι αναχρηματοδότησης. Πέραν από τις προφανείς θετικές επιπτώσεις προσέλκυσης περισσότερων επενδυτών, γερές επενδυτικές σχέσεις είναι σημαντικές καθώς μία καλά ενημερωμένη επενδυτική βάση είναι λιγότερο ευμετάβλητη και πιο σίγουρη στην επαφή της με τον δανειζόμενο.

Αυτά τα ποιοτικά χαρακτηριστικά θα πρέπει να οδηγήσουν σε ποσοτικές μειώσεις του κόστους δανεισμού μέσω καλύτερης τιμολόγησης και μείωσης του επιπλέον κόστους κινδύνου.

Η λειτουργία των σχέσεων με τους επενδυτές θα είναι συστηματική και θα βασίζεται σε μια μακροπρόθεσμη δέσμευση. Κύριες πτυχές της αφορούν: (i) την επέκταση της επενδυτικής βάσης σε μέγεθος, γεωγραφικά και ανά κατηγορία, και (ii) την παροχή τακτικής και έγκυρης ενημέρωσης στους επενδυτές για την ενίσχυση της εμπιστοσύνης, της προβλεψιμότητας και της σταθερότητας στις δράσεις του ΓΔΔΧ και της Κύπρου ως δανειζόμενου κράτους.

Λόγω της ιδιαίτερης σημασίας της λειτουργίας των επενδυτικών σχέσεων στο Κεφάλαιο 6 δίνεται περαιτέρω ανάλυση και συγκεκριμένες δράσεις επί του θέματος.

5.5. Τυποποιημένη Ποσοτική Ανάλυση

Για την επίτευξη των μεσοπρόθεσμων στόχων είναι αναγκαίο η στρατηγική δανεισμού να ακολουθεί και να τηρεί τις γενικές κατευθυντήριες γραμμές. Για την κατανόηση των διαφόρων μηχανισμών των επιλογών δανεισμού και για την επέκταση και εμβάθυνση της ανάλυσης, χρησιμοποιήθηκε ένα αναλυτικό εργαλείο που ανέπτυξαν από κοινού το ΔΝΤ και η Παγκόσμια Τράπεζα. Βάσει του εργαλείου αυτού σχεδιάστηκαν τέσσερις εναλλακτικές στρατηγικές με σκοπό να εξεταστούν τυποποιημένες περιπτώσεις ώστε να βοηθηθεί η εξαγωγή γενικών συμπερασμάτων. Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι αυτές είναι μόνο μερικές από πολλές πιθανές στρατηγικές αλλά αυτές οι τέσσερις επιλέγηκαν για να τονιστούν οι κύριες εναλλακτικές επιλογές.

Η υφιστάμενη στρατηγική της αύξησης της διάρκειας χρέους επανεξετάζεται υπό το φως της μείωσης του κόστους χρηματοδότησης, τόσο λόγω της μείωσης του πιστωτικού κινδύνου, καθώς και των χαμηλότερων βασικών επιτοκίων, και της μεταβολής της συναλλαγματικής ισοτιμίας ευρώ-δολαρίου κατά το τελευταίο έτος. Οι εναλλακτικές στρατηγικές παραμένουν επίσης οι ίδιες καθώς οι πιθανές βασικές κατευθύνσεις που μπορούν να ακολουθηθούν στη διαχείριση του χρέους παραμένουν ανοιχτές και ρεαλιστικές. Οι τέσσερις υπό εξέταση στρατηγικές είναι οι ακόλουθες:

Στρατηγική 1 (υφιστάμενη): επέκταση διάρκειας. Σύμφωνα με αυτή τη στρατηγική η χρηματοδότηση από τις αγορές γίνεται με μακροπρόθεσμα ομόλογα βάσει ξένου νομικού δικαίου, ενώ στην εγχώρια αγορά το μερίδιο των Γραμματίων Δημοσίου φθίνει και λαμβάνει χώρα μια μετατόπιση προς εγχώρια ομόλογα.

Στρατηγική 2: διαφοροποίηση της επενδυτικής βάσης. Αυτή η στρατηγική είναι παρόμοια με τη Στρατηγική 2, εκτός από το ότι η χρηματοδότηση από τις διεθνείς αγορές γίνεται κατά 50% σε ξένο παρά σε εγχώριο νόμισμα. Το ξένο νόμισμα που επιλέχθηκε είναι το USD.

Στρατηγική 3: μείωση κόστους. Η Στρατηγική αυτή προϋποθέτει χρηματοδότηση από την αγορά υπό τη μορφή βραχυπρόθεσμου χρέους ή κυβερνητικών ομολόγων μέγιστης διάρκειας 3 χρόνων. Η σύνθεση εξωτερικού – εγχώριου χρέους είναι ίση με τη χρηματοδότηση υπό μορφή ομολόγων ή γραμματίων, αντίστοιχα.

Στρατηγική 4: ανάπτυξη αγοράς εγχώριου χρέους. Αυτή η επιλογή προϋποθέτει μια ισχυρότερη παρουσία στην εγχώρια παρά τη διεθνή αγορά, από ότι καθορίστηκε στις προηγούμενες τρεις στρατηγικές. Ως εκ τούτου, οι εκδόσεις αφορούν εγχώριους τίτλους, μετακίνηση από Γραμμάτια Δημοσίου σε Ζετή και ακολούθως σε 5ετή εγχώρια ομόλογα. Σ' αυτή την Στρατηγική δεν γίνεται χρηματοδότηση από την εξωτερική αγορά.

Οι στρατηγικές υποβλήθηκαν σε τεστ αντοχής ως προς τον επιτοκιακό κίνδυνο και τον κίνδυνο ξένου συναλλάγματος.

- **Σενάριο 1: σοκ επιτοκίου.** Τα βραχυπρόθεσμα επιτόκια αυξάνονται κατά 1,00%, τα μακροπρόθεσμα κατά 2,00% ενώ τα επιτόκια των δανείων του ΕΜΣ και του ΔΝΤ κατά 0,50% και 0,25%, αντίστοιχα, δεδομένης της ημμεταβλητής φύσεως τους. Το επιτόκιο Euribor για τα δάνεια με κυμαινόμενα επιτόκια αυξάνεται κατά 1,00%. Αυτό είναι ένα μόνιμο σοκ το οποίο ισχύει για ολόκληρη την 5-ετή περίοδο.
- **Σενάριο 2: σοβαρό σοκ επιτοκίου.** Τα μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς παρουσιάζουν διπλάσια αύξηση από το Σενάριο 1. Αυτό είναι ένα μόνιμο σοκ που ισχύει για ολόκληρη την 5-ετή περίοδο.

- *Σενάριο 3: υποτίμηση εγχώριου νομίσματος.* Μία υποτίμηση της συναλλαγματικής ισοτιμίας της τάξης του 10% του EUR ως προς το USD καθώς επίσης και στα άλλα νομίσματα που συνθέτουν το καλάθι ΕΤΔ, εφαρμόζεται κατά τον τελευταίο χρόνο 2020. Για τον καθορισμό του μεγέθους του σοκ σε 10%, χρησιμοποιήθηκε η τυπική απόκλιση της ιστορικής ισοτιμίας EUR-USD. Το σοκ υπολογίστηκε, ως το διπλάσιο της ιστορικής τυπικής απόκλισης.
- *Σενάριο 4: συνδυασμός σοκ.* Αυτό αφορά ταυτόχρονο σοκ στις παραμέτρους του επιτοκίου της συναλλαγματικής ισοτιμίας, συνδυάζοντας τις παραμέτρους των Σεναρίων 1 και 3.

5.6. Ανάλυση Κόστους – Κινδύνου Κάτω από Διαφορετικές Στρατηγικές

Η ανάλυση κόστους-κινδύνου έχει εξεταστεί χρησιμοποιώντας το αναλυτικό εργαλείο για τη ΜΣΔΔΧ. Είναι σημαντικό να τονιστεί, ωστόσο ότι, το αναλυτικό εργαλείο προβαίνει σε μια ευρεία ανάλυση και ότι ο σκοπός του δεν είναι η πλήρης προσομοίωση του δανεισμού κάτι το οποίο δεν είναι ούτε και εφικτό. Τα αποτελέσματα πρέπει να ερμηνευτούν με προσοχή καθώς η ανάλυση γίνεται ενδεικτικά και δεν πρέπει να ερμηνευθεί ότι τα αποτελέσματα θα αποτελούν το πραγματικό κόστος και κινδύνους.

Στην τυποποιημένη ανάλυση το μέσο κόστος είτε μένει το ίδιο είτε αυξάνεται. Με την εφαρμογή των εναλλακτικών στρατηγικών το κόστος κυμαίνεται μεταξύ 2,7% και 3,0% στο τέλος της προγραμματικής περιόδου, από 2,7% στην αρχή της προγραμματικής περιόδου. Ταυτόχρονα οι δείκτες λήξεων χρέους επιδεινώνονται στα τέλη του 2020 με τη μέση διάρκεια να μειώνεται από 8,4 χρόνια σε ένα εύρος μεταξύ 4,7 και 6,4 ετών. Η τάση στους δείκτες κόστους και λήξης χρέους είναι αναπόφευκτη δεδομένης της επιστροφής στην πλήρη χρηματοδότηση από τις αγορές και τη μείωση της εναπομένουσας διάρκειας των δανείων από επίσημες πηγές.

Οι δείκτες αναπροσαρμογής του επιτοκίου για το συνολικό χρέος (μέσος χρόνος αναπροσαρμογής και αναπροσαρμογή χρέους εντός ενός έτους) επηρεάζονται κατά πολύ λόγω των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο του ΕΜΣ –ΔΝΤ. Ως εκ τούτου, λήφθηκαν υπόψη οι δείκτες αναπροσαρμογής του εμπορεύσιμου χρέους. Ομοίως, ενώ οι δείκτες της μέσης διάρκειας χρέους ολόκληρου του χαρτοφυλακίου, είναι βασικοί στατιστικοί δείκτες κινδύνου, η εξέταση των αντίστοιχων δεικτών της μέσης διάρκειας του εμπορεύσιμου χρέους είναι εξίσου σημαντικοί για την επιλογή στρατηγικής.

Το εύρος του κινδύνου επιτοκίου είναι αρκετά μεγάλο μεταξύ των εναλλακτικών στρατηγικών. Στο πλαίσιο των Στρατηγικών 1 και 2, υπάρχει μια σημαντική βελτίωση του επιτοκιακού κινδύνου σε σχέση με το υφιστάμενο. Όπως ήταν αναμενόμενο η Στρατηγική 3 παρουσιάζει τις χειρότερες επιδόσεις από πλευράς κινδύνου επιτοκίου, ενώ η Στρατηγική 4 ως επί το πλείστον καταλήγει σε μια χειρότερη έκβαση έναντι του υφιστάμενου επιπέδου κινδύνου.

Ένα χαρακτηριστικό το οποίο παρουσιάζει κοινή συμπεριφορά σε όλες τις στρατηγικές είναι η σύνθεση σταθερού και κυμαινόμενου επιτοκίου. Το χρέος με κυμαινόμενο επιτόκιο προκύπτει από τα μακροχρόνια δάνεια του ΕΜΣ, ΔΝΤ, ΕΤΕ κ.ά. και τα οποία είναι κυμαινόμενου ή ημιμεταβλητού επιτοκίου με χαμηλά περιθώρια. Αυτό είναι αναμενόμενο δεδομένου ότι οι στρατηγικές, εντός του πλαισίου των κατευθυντήριων γραμμών, δεν περιλαμβάνουν οποιοδήποτε εργαλείο με κυμαινόμενο επιτόκιο.

Ο συναλλαγματικός κίνδυνος είναι σταθερός σε όλες τις στρατηγικές με εξαίρεση τη Στρατηγική 2 η οποία αντανακλά τη διεύρυνση της επενδυτικής βάσης με αντίτιμο ένα ψηλότερο συναλλαγματικό κίνδυνο.

Μια επισκόπηση των δεικτών κόστους-κινδύνου κάτω από τις εναλλακτικές στρατηγικές παρουσιάζεται στον ακόλουθο πίνακα.

Πίνακας 4: Δείκτες κόστους-κινδύνου κάτω από εναλλακτικές στρατηγικές

Δείκτες Κινδύνου		2015	Τέλος 2020			
			Σ1	Σ2	Σ3	Σ4
Έμμεσο επιτόκιο (%)		2,7	3,0	3,0	2,7	2,8
Κίνδυνος αναχρηματοδότησης	Σταθμισμένη μέση διάρκεια χρέους (χρόνια)	8,4	6,4	6,0	4,7	5,1
	Σταθμισμένη μέση διάρκεια εμπορεύσιμου χρέους (χρόνια)	5,0	6,0	5,2	2,1	2,9
Κίνδυνος επιτοκίου	Μέση διάρκεια αναπροσαρμογής επιτοκίου συνολικού χρέους (χρόνια)	3,0	3,5	3,1	1,7	2,0
	Μέση διάρκεια αναπροσαρμογής επιτοκίου εμπορεύσιμου χρέους (χρόνια)	4,7	5,8	5,0	1,9	2,7
	Χρέος που αναπροσαρμόζεται εντός 1 έτους (% επί συνόλου)	52,0	54,3	54,3	59,3	58,5
	Εμπορεύσιμο χρέος που αναπροσαρμόζεται εντός 1 έτους (% επί συνόλου)	7,2	3,7	3,7	8,3	6,2
	% χρέους με σταθερά επιτόκια	53,4	53,3	53,3	53,0	51,7
Κίνδυνος συναλλάγματος	% χρέους εκπεφρασμένο σε ξένα νομίσματα	4,7%	3,8%	15,5%	3,8%	4,3%

Η **Στρατηγική 1** παρουσιάζει ένα πιο ευνοϊκό συνδυασμό κόστους-κινδύνου. Το κόστος βρίσκεται στο ανώτερο επίπεδο εντός των αποτελεσμάτων της στρατηγικής. Ταυτόχρονα, οι δείκτες κινδύνου είναι οι πλέον ευνοϊκοί μεταξύ όλων των στρατηγικών, χωρίς κάποιο δείκτη κινδύνου να υστερεί σε σχέση με οποιαδήποτε άλλη στρατηγική.

Η **Στρατηγική 2** διαφάνηκε να παρουσιάζει ψηλότερο κόστος από όλες τις άλλες στρατηγικές και εμπερικλείει μια σημαντική αύξηση του συναλλαγματικού κινδύνου. Οι υπόλοιποι παράμετροι κινδύνου οι οποίοι αφορούν μέση διάρκεια και κίνδυνο επιτοκίου είναι χειρότεροι από την υφιστάμενη Στρατηγική 1 και καλύτεροι από τις Στρατηγικές 3 και 4.

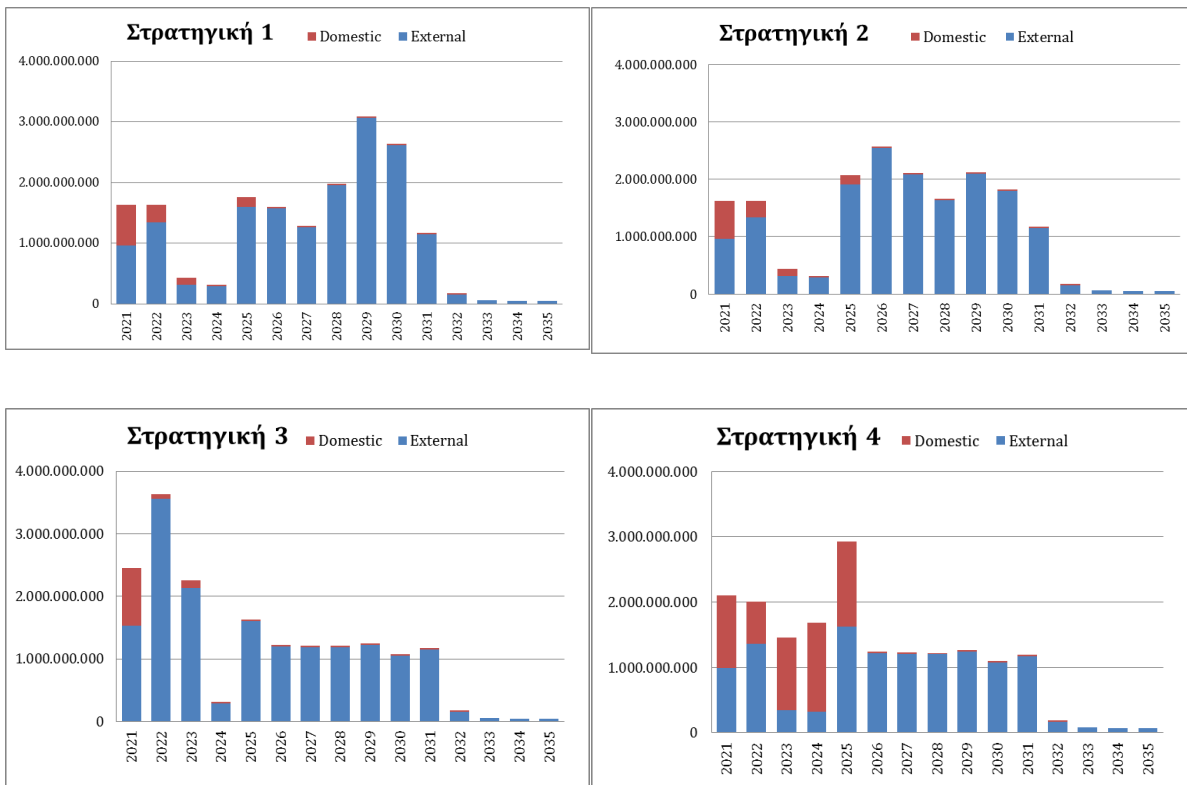
Η **Στρατηγική 3** είναι, μαζί με την Στρατηγική 4, η πιο ευνοϊκή από θέμα κόστους αλλά κατατάσσεται τελευταία όσον αφορά τη διάρκεια και τον κίνδυνο επιτοκίου. Ενώ το όφελος από το κόστος είναι κατά μέσο όρο γύρω στο 0,3% σε σχέση με τις άλλες στρατηγικές και άρα αξιοσημείωτο οι δείκτες κινδύνου είναι σημαντικά χειρότεροι.

Η **Στρατηγική 4** έχει συγκριτικά καλό αποτέλεσμα κόστους αλλά οι δείκτες κινδύνου παρουσιάζουν μέτρια απόδοση σε σχέση με τις άλλες στρατηγικές. Συγκεκριμένα, ενώ το κόστος παρουσιάζεται χαμηλό, το καινούριο εμπορεύσιμο χρέος έχει γενικά μικρότερη διάρκεια καθώς θα εκδίδεται σε μία αναπτυσσόμενη εγχώρια αγορά ομολόγων.

Το χρονοδιάγραμμα λήξεων χρέους σε κάθε στρατηγική παρέχει ιδιαίτερα σημαντική πληροφόρηση δεδομένου ότι ο κίνδυνος αναχρηματοδότησης είναι η κύρια πηγή αστάθειας του χαρτοφυλακίου του χρέους. Από τη Στρατηγική 3 προκύπτει ένα εξαιρετικά επικίνδυνο χρονοδιάγραμμα αναχρηματοδότησης το οποίο δεν μπορεί να θεωρηθεί βιώσιμο ακόμη και κάτω από επιθυμητές συνθήκες της αγοράς. Οι Στρατηγικές 1 και 2 παρουσιάζονται εξ' ίσου καλές σ' ό,τι αφορά το

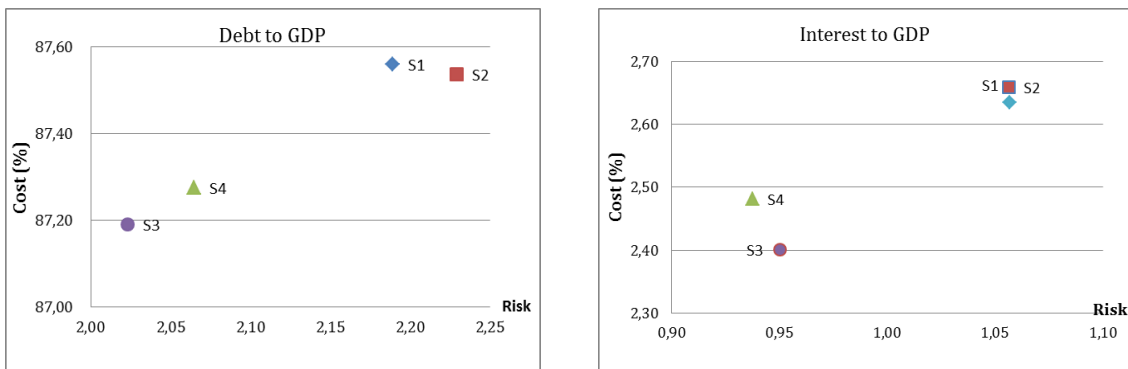
χρονοδιάγραμμα αναχρηματοδότησης, με τις λήξεις χρέους κατά την 5-ετή περίοδο μετά το τέλος της στρατηγικής (2021 – 2025) να είναι σε διαχειρίσιμα επίπεδα. Η Στρατηγική 4 προκαλεί μία συγκέντρωση λήξεων χρέους κατά την αρχική περίοδο αν και μεταγενέστερα, προκύπτει μια πιο ισορροπημένη κατανομή λήξεων χρέους.

Διάγραμμα 8: Προβλεπόμενο χρονοδιάγραμμα λήξεων τέλος του 2020 (Ευρώ)



Η παρουσίαση των στρατηγικών κάτω από σενάρια αντοχής απεικονίζονται στο Διάγραμμα 9. Οι γραφικές παραστάσεις δείχνουν τον κίνδυνο, ορισμένο ως η μέγιστη αλλαγή κάθε δείκτη κινδύνου σε κάθε σενάριο σε σχέση με το αρχικό σενάριο: Ο άξονας X δείχνει το αποτέλεσμα υψηλότερου ονομαστικού κόστους κάτω από σενάρια αντοχής.

Διάγραμμα 9: Αποτελέσματα των Στρατηγικών κάτω από σενάρια αντοχής



Όσον αφορά το δείκτη Χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι Στρατηγικές 1 και 2 παρουσιάζουν τα χειρότερα αποτελέσματα καθότι ο δείκτης αυτός αυξάνεται απότομα όταν υπόκειται σε σοκ. Αυτό βεβαίως είναι φυσικό επακόλουθο εφόσον η Στρατηγική 2 περιλαμβάνει δανεισμό σε ξένο νόμισμα και η Στρατηγική 1 συνδυάζει ένα μεγάλο μέρος του δανεισμού σε μακροχρόνιο χρέος και ως εκ τούτου έχει ψηλότερο κόστος. Για το δείκτη Χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ οι Στρατηγικές 3 και 4 παρουσιάζουν παρόμοια αποτελέσματα. Σε όρους τόκων ως ποσοστό του ΑΕΠ η Στρατηγικές 1 και 2 έχουν ψηλότερο κόστος και κατατάσσονται χαμηλά όσον αφορά ανθεκτικότητα σε σοκ. Η Στρατηγική 4 αντιδρά εξίσου ευαίσθητα στο σοκ όσο η Στρατηγική 3 αλλά με ψηλότερο αντίκτυπο κόστους. Η Στρατηγική 3 έχει «καλύτερο» αποτέλεσμα με ομαλότερες αντιδράσεις σε συνδυασμούς κόστους και κινδύνου από τις υπόλοιπες στρατηγικές.

5.7. Επιλογή Στρατηγικής

Η απόδοση των τεσσάρων στρατηγικών αξιολογήθηκε τόσο από πλευράς κινδύνου όσο και κόστους με τους παράγοντες κινδύνου σε γενικές γραμμές να λαμβάνουν μεγαλύτερη βαρύτητα από τα πλεονεκτήματα του κόστους. Λαμβάνοντας υπόψη το συνολικό αντιστάθμισμα κόστους – κινδύνου, επιλέχθηκε να συνεχίσει η εφαρμογή της Στρατηγικής 1.

Η Στρατηγική 1 ακολουθεί τις αρχές και οδηγεί στην εκπλήρωση των στόχων που τέθηκαν στις Κατευθυντήριες Γραμμές 2016 – 2020. Το χρονοδιάγραμμα χρέους εξομαλύνεται καθώς υπάρχει μικρή συγκέντρωση μελλοντικών αποπληρωμών μετά το τέλος της περιόδου στρατηγικής. Αυτή η στρατηγική, μέρος της οποίας είναι η αύξηση της ρευστότητας κατά το αρχικό της στάδιο, φαίνεται να συμβάλει τη διαχείριση του κινδύνου αναχρηματοδότησης πιο αποτελεσματικά σε σχέση με τις εξεταζόμενες εναλλακτικές.

Επιπλέον, η Στρατηγική 1 δεν οδηγεί σε συσσώρευση περεταίρω έκθεσης σε κινδύνους της αγοράς, σε μορφή είτε συναλλαγματικού κινδύνου είτε επιτοκιακού κινδύνου. Το αποτέλεσμα αυτό ακολουθεί τη γενικά συντηρητική στάση των Κατευθυντήριων Γραμμών όσον αφορά αυτές τις πτυχές κινδύνου οι οποίες προκαλούν αστάθεια στο κόστος εξυπηρέτησης του κυβερνητικού χρέους.

Ταυτόχρονα, η Στρατηγική 1 προωθεί την ανάπτυξη της εγχώριας πρωτογενούς και δευτερογενούς αγοράς μέσω της σταδιακής μετακίνησης από Γραμμάτια Δημοσίου σε υψηλότερο ποσοστό των εγχώριων ομολόγων ενώ παράλληλα επιτρέπει τη λήψη δράσεων στη ξένη αγορά και συνεπώς την προώθηση και επέκταση σχέσεων με τους επενδυτές και τις διεθνείς αγορές. Η επέκταση της βάσης επενδυτών μπορεί να επιτευχθεί χωρίς να είναι αναγκαία η έκδοση σε ξένο νόμισμα.

Συμπερασματικά, η στρατηγική αυτή είναι συνεπής με το γενικό στόχο μείωσης του κινδύνου αναχρηματοδότησης του συνολικού χαρτοφυλακίου χρέους καθώς οδηγεί σε ένα πιο επιθυμητό χρονοδιάγραμμα λήξης χρέους από το υφιστάμενο και από οποιαδήποτε άλλη στρατηγική. Η επίδραση στο κόστος της εν λόγω στρατηγικής, σε όρους επιτοκίου, είναι εντός του πλαισίου που παρατίθεται στις Κατευθυντήριες Γραμμές και δεν παρουσιάζει οποιαδήποτε σοβαρή επίδραση στη βιωσιμότητα του χρέους. Επισημαίνεται ότι, μεταξύ των τεσσάρων στρατηγικών οι δείκτες κινδύνου για το επιτόκιο παρουσιάζουν σταθερή και ικανοποιητική απόδοση και η έκθεση σε συναλλαγματικό κίνδυνο διατηρείται σε πολύ χαμηλό επίπεδο. Επίσης, οι δείκτες κινδύνου για το εμπορεύσιμο χρέος, το οποίο αντιπροσωπεύει το μέρος του χρέους που η στρατηγική ελέγχει καθ' όλη την περίοδο, βελτιώνονται σημαντικά όσον αφορά τη μέση διάρκεια, τη μέση διάρκεια αναπροσαρμογής επιτοκίου και τις αποπληρωμές εντός 12 μηνών, υποδεικνύοντας τα πλεονεκτήματα αυτής της στρατηγικής.

Για την επιλογή της στρατηγικής, θεωρήθηκε πιο ρεαλιστικό να δοθεί μεγαλύτερη βαρύτητα στους βασικούς δείκτες κόστους – κινδύνου και λιγότερη στα σενάρια αντοχής. Αυτό προκύπτει από το

γεγονός πως η ανάλυση σεναρίων δεν λαμβάνει υπόψη την πιθανότητα υλοποίησης των σεναρίων παρόλο που δεν μπορούμε να υποθέσουμε πως η πιθανότητα αυτή είναι χαμηλή. Παρά τους περιορισμούς της ανάλυσης σεναρίων η ευαισθησία της στρατηγικής δανεισμού κάτω από διαφορετικά σενάρια ύψους επιτοκίων είναι σχετική και δεν μπορεί να αγνοηθεί κατά την επιλογή της κατάλληλης στρατηγικής.

Λαμβάνοντας υπόψη τα πιο πάνω, τα αποτελέσματα των ασκήσεων αντοχής δείχνουν πως η Στρατηγική 1 δεν παρουσιάζει υπερβολικές διακυμάνσεις κάτω από σοκ της αγοράς. Οι επιπτώσεις κατά την διάρκεια των τεστ αντοχής θεωρούνται αποδεκτές, εντός του επιθυμητού πλαισίου κινδύνου-κόστους και ως προς τον δείκτη χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ και τον δείκτη επιτοκιακού κόστους ως προς ΑΕΠ. Κατ' ακρίβεια σε απόλυτους αριθμούς το αποτέλεσμα ως προς την σχέση κινδύνου-κόστους δεν είναι ούτε ιδιαίτερα ψηλό σε σχέση με τις άλλες υπό εξέταση στρατηγικές.

Είναι σημαντικό να τονιστεί ότι το εργαλείο ΜΣΔΔΧ είναι μία από τις μεθόδους επιλογής στρατηγικής και όχι η μοναδική. Παρά την μεγάλη χρησιμότητα του, τα τυποποιημένα αποτελέσματα του έχουν εξεταστεί με κριτική άποψη και τροποποιηθεί για να καταλήξουμε στο τελικό συμπέρασμα σχετικά με το ποια στρατηγική θα επιλεγεί.

6. Θεσμικό Πλαίσιο και Θέματα Εφαρμογής

Η υπόσταση, τα καθήκοντα και τις ευθύνες του ΓΔΔΧ ορίζονται στον περί της Διαχείρισης του Δημόσιου Χρέους Νόμο. Το ΓΔΔΧ αναλαμβάνει όλες τις εργασίες παρακολούθησης αγοράς και εκτέλεσης συναλλαγών (front office), στρατηγικής και προγραμματισμού (middle office) και κάποιες εργασίες εξυπηρέτησης του χρέους (back office). Οι βασικές εργασίες εξυπηρέτησης του χρέους όπως αποστολή εντολών πληρωμής, διακανονισμού και συμφιλίωσης του χρέους εκτελούνται από το Γενικό Λογιστήριο.

Συγκεκριμένα, το ΓΔΔΧ είναι υπεύθυνο για το σχεδιασμό της στρατηγικής και των ετήσιων χρηματοδοτικών προγραμμάτων, την εφαρμογή τους και την εκτέλεση όλων των συναλλαγών διαχείρισης χρέους. Επιπλέον ορίζει το μέγεθος της απαιτούμενης ρευστότητας και μπορεί να προχωρήσει σε επένδυση της πλεονάζουσας ρευστότητας. Όλα τα παραπάνω υπόκεινται στην έγκριση είτε άμεσα είτε μέσω ενός σχετικού πλαισίου από τον Υπουργό Οικονομικών ή/και το Υπουργικό Συμβούλιο.

Η Επιτροπή Διαχείρισης Χρέους στην ευρύτερη σύνθεση, που περιλαμβάνει τις υπεύθυνες Διευθύνσεις για τη δημοσιονομική πολιτική και τη χρηματοπιστωτική σταθερότητα, έχει συσταθεί για να διασφαλιστεί ότι όλες οι αρχές οι οποίες έχουν επιπτώσεις στη διαχείριση του δημόσιου χρέους ή επηρεάζονται από αυτή θα ενημερώνονται δεόντως. Για την αποφυγή σύγκρουσης συμφερόντων δεν λαμβάνει αποφάσεις όσον αφορά τη διαχείριση του δημόσιου χρέους, αλλά χρησιμεύει για την ανταλλαγή πληροφοριών. Η Επιτροπή Διαχείρισης Χρέους στην στενότερη της σύνθεση, στην οποία συμμετέχει το ΓΔΔΧ μόνο, έχει επίσης συσταθεί. Ο γενικός στόχος της Επιτροπής Διαχείρισης Χρέους και στις δύο συνθέσεις είναι να διασφαλιστεί η αποδοτική, αποτελεσματική και επαγγελματική διαχείριση του δημόσιου χρέους.

Το ΓΔΔΧ περαιτέρω υποβάλλει στη Βουλή των Αντιπροσώπων την ετήσια έκθεση διαχείρισης δημόσιου χρέους με όλες τις ενέργειες διαχείρισης του χρέους του προηγούμενου έτους, καθώς και το βαθμό συμμόρφωσης με την ισχύουσα στρατηγική και το βαθμό επίτευξής της.

Υποδομή

Με σχετικά σύντομη ιστορία το ΓΔΔΧ βρίσκεται σε συνεχή εξέλιξη και βελτίωση της οργάνωσης και της ικανότητάς του.

Με βάση τις συστάσεις από το ΔΝΤ και τον ΕΜΣ έχει υιοθετηθεί ένα σχέδιο δράσης από το Υπουργικό Συμβούλιο σχετικά με τα μέτρα και χρονοδιάγραμμα που θα ακολουθηθούν όσον αφορά

τη διακυβέρνηση, την εσωτερική οργάνωση, τον εσωτερικό έλεγχο, τη διαχείριση του λειτουργικού κινδύνου και τις υποδομές πληροφορικής του ΓΔΔΧ.

Ένα λειτουργικό μοντέλο με τη σχετική οργανωτική δομή θα αναπτυχθεί για την πιο αποτελεσματική διαχείριση των πόρων του ΓΔΔΧ ως μικρής οντότητας, και για να ευνοηθεί από συνέργειες εντός του Υπουργείου Οικονομικών. Το πλαίσιο εσωτερικού ελέγχου και του ελέγχου θα πρέπει να ενισχυθεί με τη συνεργασία της Υπηρεσίας Εσωτερικού Ελέγχου και της Ελεγκτικής Υπηρεσίας της Δημοκρατίας. Ενώ τα πρώτα βήματα της εκτίμησης κινδύνου και του εσωτερικού ελέγχου έχουν γίνει, είναι σημαντικό να γίνει περαιτέρω βελτίωση στην πολιτική και τις διαδικασίες ελέγχου. Επιπλέον, ο σκοπός, ευθύνη και η αρμοδιότητα του εσωτερικού ελέγχου θα τεθούν στο Έγγραφο Εσωτερικού Ελέγχου. Όσον αφορά την υποδομή πληροφορικής ένα συγκεκριμένο σύστημα έχει εντοπισθεί που αρμόζει στις ανάγκες του ΓΔΔΧ.

Σχέσεις με επενδυτές και παρακολούθηση αγορών

Το ΓΔΔΧ αναγνωρίζει την ανάγκη για περαιτέρω ανάπτυξη και βελτίωση της παρακολούθησης αγορών των δραστηριοτήτων που αφορούν τις επενδυτικές σχέσεις. Αυτό θα βοηθήσει το ΓΔΔΧ να έχει μια καλύτερη κατανόηση του περιβάλλοντος όπου δραστηριοποιείται και θα του επιτρέψει να ανταποκριθεί καλύτερα και ταχύτερα στις αλλαγές των συνθηκών της αγοράς, ενώ θα διευκολύνει επίσης την ανάπτυξη μιας πιο ενεργούς παρά αντιδραστικής προσέγγισης προς τους επενδυτές.

Οι στόχοι της λειτουργίας των επενδυτικών σχέσεων είναι να προβληθεί και να προωθηθεί το επενδυτικό προϊόν της Κύπρου, να δημιουργούν άμεσες σχέσεις με τους επενδυτές και ουσιαστικά να προσεγγιστούν περισσότεροι επενδυτές.

Οι επενδυτικές σχέσεις θα υλοποιηθούν με την:

- Παροχή συνεπούς και ακριβούς πληροφόρησης σχετικά με την κυπριακή οικονομία, έγκαιρα και σε τακτά διαστήματα
- Επικοινωνία μίας σαφούς, μακροπρόθεσμης στρατηγικής χρηματοδότησης

Οι δραστηριότητες επενδυτικών σχέσεων θα περιλαμβάνουν:

- Οργάνωση roadshows, αντίστροφων roadshows και τηλεφωνημάτων με επενδυτές
- Συμμετοχή σε συνέδρια της αγοράς
- Παραγωγή και διανομή προωθητικού υλικού
- Διατήρηση μίας βάσης επενδυτών και διασύνδεση των ενεργειών των επενδυτών με τις προσπάθειες προσέγγισης τους
- Σε συνδυασμό με την βάση επενδυτών διατήρηση μίας λίστας στοιχείων επικοινωνίας που να περιλαμβάνει επενδυτές, διεθνείς τράπεζες και τον τύπο.

Η παρακολούθηση των αγορών βασίζεται κυρίως σε αποτελεσματικές σχέσεις με τους επενδυτές, αλλά έχει ευρύτερο πεδίο εφαρμογής. Η παρακολούθηση των αγορών περιλαμβάνει μια καλή κατανόηση και την αναλυτική ικανότητα να δημιουργηθεί γνώση από τα δεδομένα της αγοράς, ερευνητικό υλικό, τον τύπο και πληροφορίες από άλλους οργανισμούς διαχείρισης δημόσιου χρέους. Στο πλαίσιο αυτό, το ΓΔΔΧ θα παρακολουθεί συνεχώς και θα αναλύει τις κεφαλαιαγορές. Μεταβλητές, όπως το κόστος και η επίδοση νέων εκδόσεων, θα παρακολουθούνται και θα συγκρίνονται με τις αντίστοιχες της Κύπρου. Επιπλέον, στο πλαίσιο των επενδυτικών σχέσεων η ζήτηση και οι προσδοκίες της αγοράς θα αξιολογούνται. Χτίζοντας πάνω σε αυτά, το ΓΔΔΧ θα μπορούσε να χρησιμεύσει ως πηγή πληροφοριών για την αγορά και για άλλους κρατικούς φορείς.

Οι προτεραιότητες, καθώς και λεπτομέρειες των δραστηριοτήτων και χρονοδιάγραμμα θα καθοριστούν σε ένα ετήσιο Σχέδιο Σχέσεων με Επενδυτές το οποίο θα εκπονείται για καθένα από τα έτη της στρατηγικής.



16 Φεβρουαρίου 2016

Παράρτημα: Δημόσιο χρέος κατά είδος και δανειστή

	Δεκ. 2014	Δεκ. 2015 (προκαταρκτικά στοιχεία)
<u>A. ΧΡΕΟΣ ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</u>	5.956	4.427
I. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ	4.180	4.028
1. Εγχώρια Ομόλογα	2.108	1.844
- Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα	1.604	1.383
- Μη-Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα	504	461
2. Αξιόγραφα για φυσικά πρόσωπα	87	289
- Φυσικά πρόσωπα	87	289
3. Δάνεια	1.985	1.895
- Κεντρική Τράπεζα της Κύπρου	1.297	1.241
- Δάνειο από ιδιωτική τράπεζα	417	394
- Δάνεια τοπικών αρχών	201	190
- Δάνεια ημικρατικών οργανισμών	70	70
II. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ	1.776	399
1. Γραμμάτια Δημοσίου	685	399
- Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα	327	311
- Μη-Νομισματικά Χρηματοπιστωτικά Ιδρύματα	358	88
2. Ανακεφαλαιοποίηση τραπεζικού τομέα	1.091	0
<u>B. ΧΡΕΟΣ ΕΞΩΤΕΡΙΚΟΥ</u>	12.861	14.500
I. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ	9.900	10.899
1. Μακροχρόνια Δάνεια	9.900	10.899
- Δάνεια της Κεντρικής Κυβέρνησης (Προϋπολογισμός)	9.882	10.884
Εκ των οποίων Δάνεια ΔΝΤ	443	882
Δάνεια ΕΜΣ	5.700	6.300
Εκ των οποίων για ανακεφαλαιοποίηση τραπεζικού τομέα	1.500	1.500
Άλλα	105	52
- Δάνεια ημικρατικών οργανισμών	18	15
2. Ευρωπαϊκά Μεσοπρόθεσμα Ομόλογα	2.669	3.372
3. Δάνεια για το ΕΤΧΣ	252	229
II. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ		
1. Ευρωπαϊκά Εμπορικά Χρεόγραφα	40	0
<u>Γ. ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΧΡΕΟΣ ΓΕΝΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ</u>	18.818	18.927

ΑΠΟΠΟΙΗΣΗ ΕΥΘΥΝΗΣ

Το έγγραφο αυτό ή απόσπασμά του δεν αποτελεί προσφορά για πώληση ή έκδοση ή πρόταση για αγορά κυβερνητικών ομολόγων της Κυπριακής Δημοκρατίας (Εκδότης) ή κίνητρο επένδυσης σε οποιαδήποτε Επικράτεια. Ούτε το έγγραφο αυτό ή απόσπασμά του, ούτε και το γεγονός της δημοσιοποίησης του πρέπει να αποτελέσουν βάση για οποιαδήποτε απόφαση επένδυσης. Οποιαδήποτε απόφαση για αγορά ομολόγων πρέπει να λαμβάνεται με βάση τους τελικούς όρους των ομολόγων καθώς και τις πληροφορίες για τον Εκδότη που ετοιμάζονται από ανεξάρτητους Οίκους. Ενδιαφερόμενοι επενδυτές συμβουλεύονται όπως διενεργούν οι ίδιοι ανεξάρτητη έρευνα για τη χρηματοοικονομική κατάσταση του Εκδότη και τα βασικά χαρακτηριστικά/κινδύνους των ομολόγων. Για το σκοπό αυτό μπορούν να ζητούν τη συμβουλή ενός αδειούχου/ εγκεκριμένου ειδικού (π.χ. Επιχείρησης Παροχής Επενδυτικών Υπηρεσιών) σχετικά με το κατά πόσο η επένδυση αυτή είναι κατάλληλη για αυτούς πριν πάρουν οποιαδήποτε απόφαση σε σχέση με τα ομόλογα του Εκδότη.