

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ 2020-2022

ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ

ΓΡΑΦΕΙΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ | ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ
ΣΕΠΤΕΜΒΡΙΟΣ 2019

ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ 2020-2022

Επιτρέπεται η αναπαραγωγή του εγγράφου ή αποσπάσματος αυτού εφόσον αναφέρεται η πηγή.

Γραφείο Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους
Γωνία Μιχαήλ Καραολή και Γρηγόρη Αυξεντίου
Υπουργείο Οικονομικών
1439 Λευκωσία

Τηλ. 22601182
www.mof.gov.cy/pdmo

Το έγγραφο στρατηγικής ετοιμάστηκε βάσει στοιχείων μέχρι 31 Αυγούστου 2019.

Περιεχόμενα

1.	Σύνοψη	3
2.	Εισαγωγή	4
	2.1. Νομικό και θεσμικό πλαίσιο	4
	2.2. Ο αντικειμενικός σκοπός της διαχείρισης δημόσιου χρέους και το εύρος της στρατηγικής	4
3.	Βασικές μακροοικονομικές υποθέσεις εργασίας και παράγοντες κινδύνου	5
4.	Χρηματοδοτικές ανάγκες και χρηματοδοτικές πηγές.....	6
5.	Ανασκόπηση των αποτελεσμάτων της Στρατηγικής Διαχείρισης 2016-2020	8
	5.1. Ανασκόπηση των εργασιών διαχείρισης δημόσιου χρέους.....	8
	5.2. Αποτελέσματα στους δείκτες κόστους.....	8
	5.2.1. Κόστος του χαρτοφυλακίου χρέους	9
	5.2.2. Επιβάρυνση της οικονομίας από το δημόσιο χρέος	9
	5.3. Αποτελέσματα στους δείκτες κινδύνου	10
	5.3.1. Κίνδυνος αναχρηματοδότησης.....	10
	5.3.2. Επιτοκιακός κίνδυνος.....	11
	5.3.3. Συναλλαγματικός κίνδυνος.....	12
	5.3.4. Κίνδυνος ρευστότητας	12
	5.4. Εξέλιξη της πιστοληπτικής αξιολόγησης, των πιστωτικών περιθωρίων και της επενδυτικής βάσης	12
6.	Στρατηγικό Πλαίσιο 2020-2022	16
	6.1. Επιλεγμένη στρατηγική εκδόσεων	16
	6.2. Κατευθυντήριες γραμμές και στρατηγικοί στόχοι	16
	6.2.1. Περιορισμός κινδύνων.....	16
	6.2.2. Ανάπτυξη της αγοράς κυβερνητικών τίτλων	18
	6.2.3. Σχέσεις με επενδυτές.....	20
	6.3. Συσχέτιση με τη Στρατηγική Διαχείρισης 2016-2020	22
	6.4. Ενδεχόμενοι κίνδυνοι στην υλοποίηση της Στρατηγικής	22
7.	Τελικές διατάξεις.....	23

1. Σύνοψη

Μια ισχυρή στρατηγική διαχείρισης του δημόσιου χρέους αποτελεί βασικό στοιχείο υγιών μακροοικονομικών μεγεθών. Η προηγούμενη στρατηγική, η Μεσοπρόθεσμη Στρατηγική Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους 2016-2020, έχει οδηγήσει σε ένα πιο ανθεκτικό χαρτοφυλάκιο δημόσιου χρέους και στην αύξηση της προβολής των κυπριακών ομολόγων στις διεθνείς αγορές. Στο πλαίσιο του στόχου ενός χαρτοφυλακίου με χαμηλό κίνδυνο σε λογικό κόστος, η βασική στρατηγική που ακολουθήθηκε μέχρι σήμερα θα συνεχιστεί κατά την περίοδο 2020-2022 και θα στοχεύει στην συνέχιση των όσων έχουν επιτευχθεί.

Σύμφωνα με την επιλεγείσα στρατηγική, τα μακροπρόθεσμα διεθνή ομόλογα σταθερού επιτοκίου παραμένουν η πιο ρεαλιστική επιλογή και θεωρούνται συνεπώς ως το εργαλείο για την επίτευξη του καλύτερου δυνατού αποτελέσματος για το αποδεκτό επίπεδο κόστους-κινδύνου. Υπό την προϋπόθεση κανονικών συνθηκών της αγοράς, το πλαίσιο εντός του οποίου θα διεξάγονται οι χρηματοδοτικές ενέργειες αποτελείται από τρεις κατευθυντήριες γραμμές:

(i) Λόγω του ότι ο κίνδυνος αναχρηματοδότησης επισημαίνεται ως ο σημαντικότερος από τους χρηματοοικονομικούς κινδύνους του υφιστάμενου χαρτοφυλακίου, πρέπει να διατηρηθεί ένα ισορροπημένο προφίλ λήξης του χρέους με διαχειρίσιμες ακαθάριστες ανάγκες χρηματοδότησης. Ταυτόχρονα, η συντριπτική πλειοψηφία του καινούριου χρέους που θα αναληφθεί θα είναι σε μορφή σταθερού επιτοκίου και σε ευρώ, προκειμένου να περιοριστούν οι κίνδυνοι επιτοκίου και συναλλαγματικής ισοτιμίας (Ενότητα 6.2.1).

(ii) Μέσω της έκδοσης διεθνών ομολόγων, το απόθεμα των κρατικών τίτλων στην αγορά θα αυξηθεί τα επόμενα χρόνια, καθώς αυτά θα αντικαταστήσουν χρέος που θα λήγει διαφορετικού τύπου (π.χ. δάνεια), παρά τη μείωση του συνολικού δημόσιου χρέους. Έτσι, η ανάπτυξη της αγοράς κρατικών τίτλων θα συνεχίσει να αποτελεί σημαντικό στρατηγικό στόχο κατά την επόμενη τριετία αποτελούμενο από δύο πτυχές. Στην πρωτογενή αγορά, θα εκδίδεται τακτικά ομόλογο αναφοράς μέσω του ιδίου χρηματοδοτικού εργαλείου, του Προγράμματος EMTN, με συνοχή στα χαρακτηριστικά έκδοσης. Στη δευτερογενή αγορά, μια ομάδα τραπεζών θα λειτουργεί αρχικά σε εθελοντική βάση ως χρηματιστές (dealers) εντός συγκεκριμένης λειτουργικής υποδομής για την ενδυνάμωση του μηχανισμού καθορισμού τιμών, της διαφάνειας και της ρευστότητας της αγοράς των διεθνών ομολόγων (Ενότητα 6.2.2).

(iii) Το Γραφείο Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους θα συνεχίσει τις προσπάθειες για τη διατήρηση επαφών με υφιστάμενους και νέους επενδυτές, την παρακολούθηση της συμπεριφοράς των επενδυτών και τη σύνδεση των τελευταίων με τις δραστηριότητες προώθησης των κυβερνητικών ομολόγων. Ο γενικός στόχος είναι η περαιτέρω επέκταση της ζήτησης κυβερνητικών ομολόγων της Κύπρου σε περισσότερους και λιγότερο συσχετισμένους επενδυτές (Ενότητα 6.2.3).

Οι πιο πάνω κατευθυντήριες γραμμές είναι αλληλένδετες, και μια δράση μπορεί να συμβάλει ταυτόχρονα σε πολλαπλές κατευθυντήριες γραμμές. Εν κατακλείδι, τα πιο πάνω αναμένεται να συμβάλουν θετικά στη συγκράτηση του κόστους του χαρτοφυλακίου χρέους.

Πέρα από τις ευρύτερες κατευθυντήριες γραμμές, καθορίζονται ποσοτικοί στόχοι αναφοράς ώστε να συγκεκριμενοποιηθεί η διάθεση ανάληψης κινδύνου-κόστους. Η Στρατηγική αφήνει περιθώρια για ευελιξία ώστε να διευκολύνεται η αντίδραση σε ασυνήθιστες συνθήκες της αγοράς ή αρνητικά οικονομικά γεγονότα.

2. Εισαγωγή

Η Μεσοπρόθεσμη Στρατηγική Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους (ΜΣΔΔΧ) 2020-2022 είναι ένα έγγραφο πολιτικής που περιγράφει την κατεύθυνση και τις δράσεις της διαχείρισης δημόσιου χρέους κατά τη διάρκεια αυτής της περιόδου. Έχει σχεδιαστεί για να αντικαταστήσει αλλά και να συνεχίσει την προηγούμενη στρατηγική που ίσχυε από το 2016.

Ο στόχος της στρατηγικής είναι διπλός:

- Ο καθορισμός και επεξήγηση των στρατηγικών κατευθυντήριων γραμμών για τις χρηματοδοτικές δράσεις του κράτους και την ανάπτυξη της αγοράς κυπριακών ομολόγων
- Η εφαρμογή ενός πλαισίου με ποσοτικούς και ποιοτικούς στόχους προς την επίτευξη των κατευθυντήριων γραμμών

Η υφιστάμενη σχέση κόστους-κινδύνων του χαρτοφυλακίου, οι αναμενόμενες συνθήκες στις αγορές και το μακροοικονομικό πλαίσιο χρησιμοποιήθηκαν ως δεδομένα για τον σχεδιασμό της στρατηγικής.

2.1. Νομικό και θεσμικό πλαίσιο

Η διαχείριση του δημόσιου χρέους στην Κύπρο διέπεται από τους περί της Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους Νόμους του 2012 μέχρι 2016 (στο εφεξής 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 ετησίως από το Γραφείο Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους. Η στρατηγική 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 της έναρξης της στρατηγικής. Μετά την τελική έγκριση, οι δανειοληπτικές και άλλες λειτουργικές εργασίες σχεδιάζονται με βάση τη στρατηγική. Οι ενέργειες για κάθε ημερολογιακό έτος εισάγονται στο Ετήσιο Χρηματοδοτικό Πρόγραμμα.

Το ΓΔΔΧ ιδρύθηκε βάσει του ίδιου Νόμου το 2012 εντός του Υπουργείου Οικονομικών με κύριες αρμοδιότητες: (i) τη διενέργεια όλων των δανειοληπτικών και άλλων εργασιών διαχείρισης χρέους περιλαμβανομένων εργασιών διαχείρισης χαρτοφυλακίου και συναλλαγές σε παράγωγα, και (ii) τη διαχείριση επαρκούς ρευστότητας για τις ανάγκες της κυβέρνησης και επένδυση πλεονάζουσας ρευστότητας.

2.2. Ο αντικειμενικός σκοπός της διαχείρισης δημόσιου χρέους και το εύρος της στρατηγικής

Ο αντικειμενικός σκοπός της διαχείρισης του δημόσιου χρέους είναι η έγκαιρη διασφάλιση των χρηματοδοτικών αναγκών σε ένα κόστος δανεισμού που είναι το χαμηλότερο δυνατό σε μεσοπρόθεσμο ορίζοντα, εντός ενός αποδεκτού επιπέδου κινδύνων.

Η ανάλυση καλύπτει το χρέος κεντρικής κυβέρνησης η οποία αποτελεί σχεδόν το 100% του χρέους γενικής κυβέρνησης. Όσο αφορά το εύρος των χρηματοδοτικών αναγκών που αναλύθηκαν, οι πηγές κινδύνου, όπως κυβερνητικές εγγυήσεις, ή δυνητικά έσοδα περιλαμβάνονται στη στρατηγική μόνο στο βαθμό που έχουν ενσωματωθεί στις δημοσιονομικές προβλέψεις.

3. Βασικές μακροοικονομικές υποθέσεις εργασίας και παράγοντες κινδύνου

Κατά την περίοδο στρατηγικής ο ρυθμός ανάπτυξης προβλέπεται να παραμείνει θετικός και πάνω από τον μέσο όρο της ευρωζώνης αλλά θα επιβραδυνθεί από 3,2% το 2019 σε 2,9% το 2020, μέχρι 2,7% το 2022 λόγω επιδείνωσης του εξωτερικού περιβάλλοντος. Πράγματι, οι πιο άμεσοι κίνδυνοι για τις μακροοικονομικές προοπτικές πηγάζουν από εξωγενείς παράγοντες, κυρίως την επιβράδυνση της παγκόσμιας και ευρωπαϊκής οικονομίας, και συνέπειες από την έξοδο της Μεγάλης Βρετανίας από την ΕΕ. Οι πρώτες ενδέχεται να επηρεάσουν ξένες επενδύσεις στην Κύπρο ενώ το Brexit κυρίως τον τουριστικό τομέα εάν επέλθει υποτίμηση της στερλίνιας ή/και χαμηλοί ή αρνητικοί ρυθμοί ανάπτυξης της Βρετανικής οικονομίας.

Κύριοι τομείς ανάπτυξης αναμένεται να παραμείνουν το λιανικό εμπόριο, ο τουριστικός τομέας, οι επαγγελματικές υπηρεσίες -κυρίως χρηματοοικονομικές, ναυτιλιακές και υπηρεσίες πληροφορικής - και ο κατασκευαστικός τομέας. Οι πιο μακροχρόνιες προοπτικές ανάπτυξης για την Κύπρο παραμένουν θετικές λαμβάνοντας υπόψη κυρίως τις μεταρρυθμίσεις που βρίσκονται σε εξέλιξη, τις επενδύσεις σε υποδομές που γίνονται στο παρόν στάδιο και το άκρως μορφωμένο εργατικό δυναμικό.

Ο πληθωρισμός αναμένεται να παραμείνει υποτονικός για διάφορους λόγους όπως οι τιμές πετρελαιοειδών και το ανταγωνιστικό εγχώριο λιανικό περιβάλλον αλλά σταδιακά αναμένεται να αυξηθεί από 0,5% το 2019 σε 1,5% το 2022. Η ανεργία έφτασε το 6,5% τον Ιούνιο 2019, το χαμηλότερο σημείο των τελευταίων ετών και αναμένεται να μειωθεί περαιτέρω μέχρι το 5% το 2022.

Το δημοσιονομικό ισοζύγιο αναμένεται να παραμείνει θετικό τα επόμενα τρία χρόνια με το δημοσιονομικό πλεόνασμα να κυμαίνεται από 2,7% το 2020 έως 2,3% το 2022. Μετά από μία αύξηση το 2018 λόγω της πώλησης της Συνεργατικής Κεντρικής Τράπεζας το χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ αναμένεται να επανέλθει σε καθοδική πορεία καθώς οι παράμετροι που επηρεάζουν την εξέλιξη του χρέους είναι όλοι θετικοί. Ο λόγος του χρέους προς ΑΕΠ προβλέπεται στο 97% το 2019 με σταθερή μείωση στο 81% το 2022. Η υλοποίηση ενδεχόμενων δημοσιονομικών κινδύνων δεν αναμένεται να εκτροχιάσει την μείωση του δημόσιου χρέους λόγω του περιθωρίου που αφήνει το δημοσιονομικό πλεόνασμα.

Τα εγχώρια συστημικά τραπεζικά ιδρύματα έχουν βελτιώσει την δυνατότητα απορρόφησης ζημιών με τον δείκτη κεφαλαίων CET1 να συγκρίνεται ευνοϊκά με τον ευρωπαϊκό μέσο όρο. Η ποιότητα ενεργητικού έχει βελτιωθεί σημαντικά εφόσον τα μη εξυπηρετούμενα δάνεια μειώθηκαν κατά 50% το 2018 και κατά 63% τα τελευταία τέσσερα χρόνια. Ωστόσο με το επίπεδο των μη εξυπηρετούμενων δανείων ακόμη ψηλά στο 31%, η βελτίωση της ποιότητας ενεργητικού θα παραμείνει προτεραιότητα τα επόμενα χρόνια. Οι τράπεζες διαθέτουν μεγάλο απόθεμα ρευστότητας και έχουν ενισχύσει τη ζήτηση για τα κυπριακά ομόλογα. Ωστόσο, ενδεχόμενες ρυθμιστικές αλλαγές στην ευρωζώνη όσο αφορά την μεταχείριση της έκθεσης των τραπεζών σε κρατικά ομόλογα πιθανόν να περιορίσουν τη ζήτηση ειδικά αν η μεταχείριση σχετίζεται με την πιστοληπτική αξιολόγηση των κρατικών ομολόγων.

Η Κύπρος παρουσιάζει αρνητική εξωτερική θέση, δηλαδή είναι χρεώστης έναντι άλλων χωρών, αν και η καθαρή αρνητική θέση μειώθηκε τα τελευταία χρόνια στο 37% του ΑΕΠ από 72% του ΑΕΠ το 2014. Η τάση αυτή αναμένεται να συνεχιστεί κατά τη διάρκεια της στρατηγικής περιόδου. Παρόλα αυτά, το κυβερνητικό χρέος εξωτερικού (δάνεια και ομόλογα) θα συνεχίσει να αποτελεί ένα σημαντικό συστατικό στοιχείο της αρνητικής εξωτερικής θέσης.

4. Χρηματοδοτικές ανάγκες και χρηματοδοτικές πηγές

Χρηματοδοτικές ανάγκες

Η περίοδος στρατηγικής 2020-2022 χαρακτηρίζεται από χαμηλές έως μέτριες χρηματοδοτικές ανάγκες, που απορρέουν από ένα περιορισμένο πρόγραμμα λήξεων χρέους υποστηριζόμενο από δημοσιονομικά πλεονάσματα. Σε σχέση με το μέγεθος της οικονομίας, οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες θα κυμανθούν μεταξύ 2% και 7% του ΑΕΠ κατά την τριετή περίοδο.

Πίνακας 1: Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες κεντρικής κυβέρνησης

Σε δισ. ευρώ	2020	2021	2022
Μακροχρόνιες λήξεις χρέους	1,6	1,1	2,2
Δημοσιονομικό (έλλειμμα)/πλεόνασμα	0,6	0,6	0,6
Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες	1,0	0,5	1,6

Δανειστικά εργαλεία

Τα διεθνή κρατικά ομόλογα αποτελούν το κύριο μέσο δανεισμού καθώς προσελκύουν τόσο τους διεθνείς επενδυτές όσο και τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Πιο συγκεκριμένα, πρόκειται για ομόλογα που εκδίδονται μέσω του Προγράμματος Euro Medium Term Note, διέπονται από αγγλικό δίκαιο και είναι εισηγμένα στο Χρηματιστήριο Αξιών Λονδίνου. Το αποθετήριο είναι το Euroclear/Clearstream.

Τα εγχώρια ομόλογα είναι πιο ελκυστικά στους μικρότερους θεσμικούς εγχώριους επενδυτές. Ως εκ τούτου, η ικανότητα έκδοσης μεγάλων ποσών είναι περιορισμένη. Τα εγχώρια ομόλογα για φυσικά πρόσωπα που διατίθενται στο κοινό από το 2014, είναι ένα προϊόν που έχει καθιερωθεί μεν, αποτελεί εκ φύσεως όμως μία μικρή πηγή χρηματοδότησης.

Στις βραχυπρόθεσμες διάρκειες, τα Γραμμάτια Δημοσίου παραμένουν το κύριο χρηματοδοτικό προϊόν, και χρησιμοποιούνται επιπλέον για περιορισμό του κόστους δανεισμού και διαχείριση ρευστότητας. Το Πρόγραμμα Ευρωπαϊκών Εμπορικών Χρεογράφων (Euro Commercial Papers) παρέμεινε ανενεργό τα τελευταία χρόνια αλλά μπορεί να χρησιμοποιηθεί ως εναλλακτική χρηματοδότηση ειδικότερα για προσέλκυση ξένων επενδυτών στην βραχυπρόθεσμη αγορά.

Τα διμερή δάνεια συνεισφέρουν στην κρατική χρηματοδότηση σε μικρότερο βαθμό. Τα δάνεια αυτά που διοχετεύονται σε έργα υποδομής γενικά έχουν χαμηλό κόστος χρηματοδότησης, καλύπτουν όμως μόνο ένα μικρό μερίδιο των ετήσιων χρηματοδοτικών αναγκών.

Στον Πίνακα 2 παρουσιάζεται μία επισκόπηση των διαθέσιμων δανειακών μέσων της Κυπριακής Δημοκρατίας.

Πίνακας 2: Χαρακτηριστικά δανειστικών εργαλείων

Εμπορεύσιμα εργαλεία				
Κυβερνητικός τίτλος	Διάρκεια	Είδος επιτοκίου	Εφαρμοστέο δίκαιο	Επενδυτική βάση
Γραμμάτια Δημοσίου	Μέχρι 12 μήνες	Μηδενικό επιτόκιο, έκδοση κάτω του άρτιου	Κυπριακό	Εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα
Ευρωπαϊκά Εμπορικά Χρεόγραφα	Μέχρι 12 μήνες	Μηδενικό επιτόκιο, έκδοση κάτω του άρτιου	Αγγλικό	Ξένοι θεσμικοί επενδυτές
Ομόλογα για φυσικά πρόσωπα	6 έτη	Σταδιακά αυξανόμενο	Κυπριακό	Φυσικά πρόσωπα
Εγχώρια Ομόλογα	Πέραν των 12 μηνών	Σταθερό/κυμαινόμενο ή μηδενικό	Κυπριακό	Κυρίως εγχώρια τραπεζικά ιδρύματα και μικροί θεσμικοί επενδυτές
Ευρωπαϊκά Μεσοπρόθεσμα Ομόλογα	Πέραν των 12 μηνών	Σταθερό/κυμαινόμενο ή μηδενικό	Αγγλικό	Ξένοι θεσμικοί επενδυτές
Μη εμπορεύσιμα εργαλεία				
Είδος	Διάρκεια	Είδος επιτοκίου	Εφαρμοστέο δίκαιο	Πιστωτές
Δάνεια	Συνήθως πέραν των 10 ετών	Σταθερό ή κυμαινόμενο	Αγγλικό	Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων και Τράπεζα Αναπτύξεως του Συμβουλίου της Ευρώπης

5. Ανασκόπηση των αποτελεσμάτων της Στρατηγικής Διαχείρισης 2016-2020

Η προηγούμενη στρατηγική εγκρίθηκε από το Υπουργικό Συμβούλιο και δημοσιεύτηκε τον Φεβρουάριο 2016. Στη συνέχεια η στρατηγική επικυρώθηκε για τα έτη 2017 και 2018. Το παρόν κεφάλαιο παρέχει μία σύνοψη των κυρίων γεγονότων και των αποτελεσμάτων της στρατηγικής όσο αφορά το κόστος και χρηματοοικονομικούς κινδύνους μέχρι τα τέλη 2019.

5.1. Ανασκόπηση των εργασιών διαχείρισης δημόσιου χρέους

Οι προσπάθειες για επιστροφή στις κεφαλαιαγορές και βελτίωση του χρονοδιαγράμματος λήξης χρέους άρχισαν πριν την εφαρμογή της Στρατηγικής 2016-2020. Μετά από σχεδόν τέσσερα χρόνια απουσίας, η πρώτη διεθνής έκδοση της Κύπρου μετά την κρίση διενεργήθηκε το 2014, σε χαμηλή πιστοληπτική διαβάθμιση και ενώ το Πρόγραμμα Οικονομικής Προσαρμογής ΕΕ-ΔΝΤ βρισκόταν ακόμη σε εξέλιξη. Το 2015 έγιναν δύο εκδόσεις ομολόγων αναφοράς, με τη μέση διάρκεια εμπορεύσιμου χρέους να φτάνει τα 4,7 έτη στα τέλη του 2015, από μόλις 2,7 έτη το 2012.

Κατά τα επόμενα χρόνια στα πλαίσια της Στρατηγικής 2016-2020, υπήρξε μία εξελισσόμενη αλλά επικεντρωμένη στρατηγική διαχείρισης χρέους που είχε ως αποτέλεσμα (i) οι διεθνείς εκδόσεις ομολόγων να γίνουν συχνότερες και σε σταδιακά μεγαλύτερες διάρκειες, (ii) την προσέλκυση αυξανόμενου αριθμού επενδυτών τόσο σε αριθμό όσο και σε διασπορά, και (iii) τη σταδιακή συμπίεση των περιθωρίων (spreads) κυρίως λόγω της ταχείας βελτίωσης της πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Οι εργασίες διαχείρισης χρέους επεκτάθηκαν πέραν των εκδόσεων χρέους σε σημαντικές συναλλαγές διαχείρισης υποχρεώσεων (liability management). Οι συνολικές ανταλλαγές/επαναγορές ομολόγων και προπληρωμές δανείων ανήλθαν στα 0,8 δισ. και 3,3 δισ. ευρώ αντίστοιχα σε ονομαστική αξία, συνεισφέροντας ουσιαστικά στους στόχους της στρατηγικής.

Το τρίτο σημαντικό στοιχείο που συνέθεσε τα χαρακτηριστικά του δημόσιου χρέους την περίοδο αυτή ήταν η ογκώδης έκδοση χρέους για διευκόλυνση της πώλησης της Συνεργατικής Κεντρικής Τράπεζας στην Ελληνική Τράπεζα. Οι εν λόγω εκδόσεις οι οποίες ήταν εκτός των συνήθων πράξεων διαχείρισης χρέους και του σχετικού στρατηγικού πλαισίου είχαν βραχυπρόθεσμη έως μεσοπρόθεσμη διάρκεια και τιμολογήθηκαν σε επιτόκια πάνω από τα αντίστοιχα της αγοράς. Το γεγονός αυτό επηρέασε αρνητικά τους δείκτες κόστους και κινδύνων του χρέους αλλά δεν εκτροχίασε οριστικά την αρχική τάση, η οποία επανήλθε το 2019.

5.2. Αποτελέσματα στους δείκτες κόστους

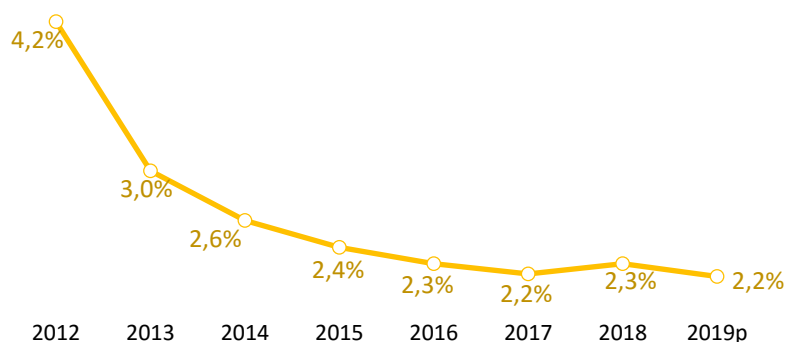
Κατά την περίοδο 2016-2019, οι πληρωμές τόκων σε απόλυτους αριθμούς έμειναν σταθερές γύρω στα 500 εκ. ευρώ. Αυτό οφείλεται σε εξελίξεις στις αγορές και την πιστοληπτική αξιολόγηση. Το περιβάλλον χαμηλών έως αρνητικών επιτοκίων επηρέασε άμεσα όλο το χρέος σε κυμαινόμενα επιτόκια καθώς και το νεοεκδοθέν χρέος. Ταυτόχρονα, η γρήγορη βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης οδήγησε σε συμπίεση των πιστωτικών περιθωρίων της Κύπρου έναντι επιτοκίων αναφοράς. Το περιθώριο του 9-ετούς κυπριακού ομολόγου έναντι του γερμανικού ομολόγου αναφοράς μειώθηκε από 368 μ.β. κατά μέσο όρο το 2016 σε 147 μ.β. κατά μέσο όρο τους πρώτους 8 μήνες του 2019.

Το μέσο σταθμικό κόστος του δημόσιου χρέους καθώς και η επιβάρυνση του χρέους στην οικονομία και τα δημόσια έσοδα έχουν σημειώσει τα τελευταία έτη συνεχή βελτίωση.

5.2.1. Κόστος του χαρτοφυλακίου χρέους

Το περιβάλλον χαμηλών επιτοκίων που επικρατούσε σε όλη την περίοδο στρατηγικής συνέβαλε στη συγκράτηση των τόκων, τόσο μέσω της εξυπηρέτησης του χρέους όσο και στις νέες εκδόσεις. Οι νέες εκδόσεις ευνοήθηκαν επίσης από την βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης και τη μείωση των πιστωτικών περιθωρίων, έτσι ώστε παρά την σταδιακή αύξηση της διάρκειας των νέων ομολόγων δεν επήλθε ουσιώδης επίδραση στο κόστος.

Διάγραμμα 1: Μέσο σταθμικό κόστος δημόσιου χρέους



5.2.2. Επιβάρυνση της οικονομίας από το δημόσιο χρέος

Το κόστος του δημόσιου χρέους όσο αφορά τους τόκους που επιβαρύνουν τα δημόσια οικονομικά και ως προς τη συνολική οικονομία ακολούθησε τα τελευταία χρόνια μια καθοδική πορεία (Διάγραμμα 2).

Οι πληρωμές τόκων ως μερίδιο των κρατικών εσόδων μειώθηκαν από 8,1% το 2015 σε περίπου 5,7% το 2019. Αυτό οφείλεται σε μία διπλή εξέλιξη: ενώ οι πληρωμές για τόκους έμειναν γενικά σταθερές κατά την περίοδο αυτή, τα κρατικά έσοδα αυξήθηκαν ως αποτέλεσμα της οικονομικής ανάκαμψης και ανάπτυξης.

Οι τόκοι ως ποσοστό του ΑΕΠ, που αποτελούν μία μεταβλητή πρόβλεψης της βιωσιμότητας του δημόσιου χρέους, μειώθηκαν από 3,2% στο 2,3% κατά την ίδια περίοδο. Αυτή η βελτίωση οφείλεται και πάλι εν μέρει στην επίδραση του παρονομαστή.

Διάγραμμα 2: Επιβάρυνση του δημόσιου χρέους στην οικονομία



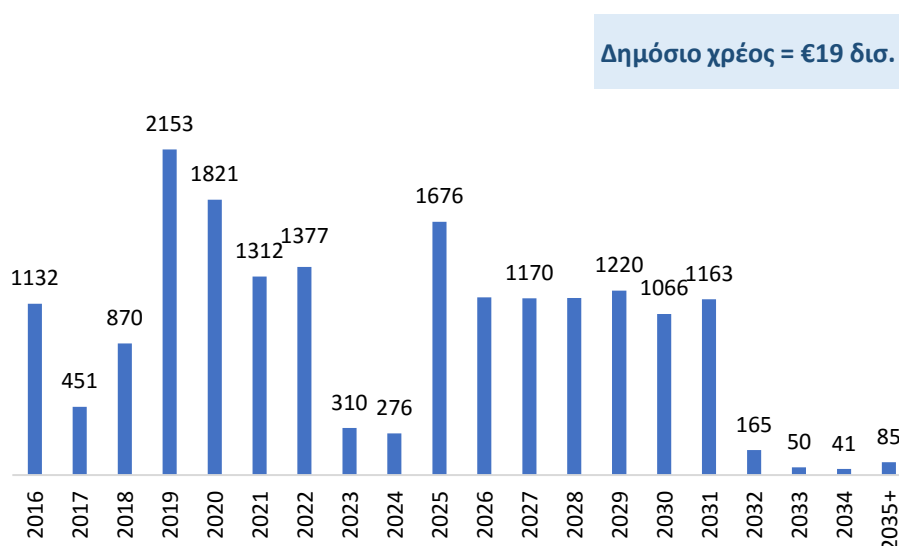
5.3. Αποτελέσματα στους δείκτες κινδύνου

5.3.1. Κίνδυνος αναχρηματοδότησης

Η εξομάλυνση του προφίλ αποπληρωμών και η επιμήκυνση της μέσης διάρκειας χαρτοφυλακίου ήταν στο επίκεντρο των ενεργειών διαχείρισης του χρέους. Τα αποτελέσματα ήταν εμφανή σε όλους τους δείκτες που απεικονίζουν τον κίνδυνο αναχρηματοδότησης. Τα Διαγράμματα 3 και 4 δείχνουν τις αλλαγές στο προφίλ αποπληρωμών μεταξύ 2015 και 2019.

Στο τέλος του 2019 το χρονοδιάγραμμα αποπληρωμών είναι πιο επιβαρυνμένο στα έτη 2023-2024 και 2028 ως αποτέλεσμα των ομολόγων που εκδόθηκαν κατά την προηγούμενη τριετή περίοδο. Ενώ κατά την έναρξη της στρατηγικής, το ψηλότερο σημείο αποπληρωμών ήταν σε 3 έτη, αυτό ωθήθηκε στα 9 έτη στα τέλη 2019. Επιπλέον, το προφίλ αποπληρωμών έφθασε μέχρι το 2049, έναντι του έτους 2035 κατά την έναρξη της στρατηγικής.

Διάγραμμα 3: Χρονοδιάγραμμα αποπληρωμής, τέλη 2015

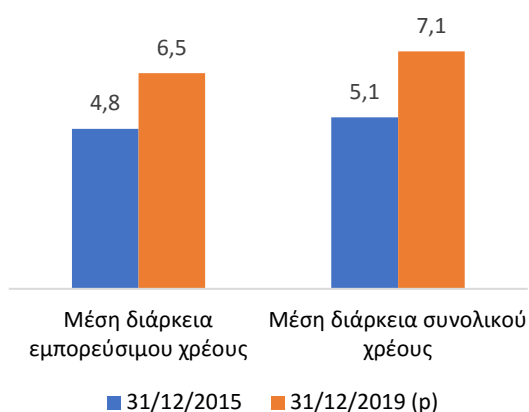


Διάγραμμα 4: Χρονοδιάγραμμα αποπληρωμής, προβολή για τέλη 2019

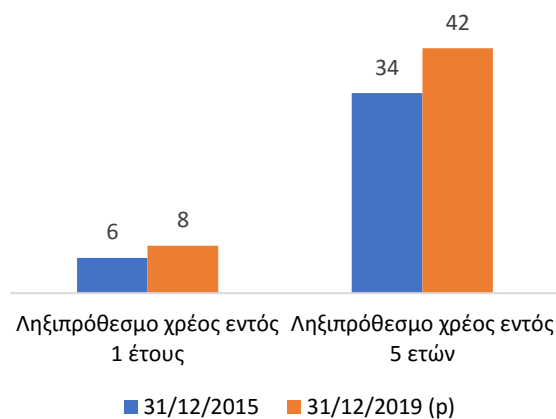


Άλλοι δείκτες που χρησιμοποιούνται συνήθως για τον κίνδυνο αναχρηματοδότησης είναι η μέση υπολειπόμενη διάρκεια του χρέους, καθώς και το οφειλόμενο χρέος εντός ενός και πέντε ετών. Αυτοί φαίνονται στα Διαγράμματα 5 και 6 αντίστοιχα και παρουσιάζουν μικτά αποτελέσματα. Ενώ η μέση διάρκεια τόσο του εμπορεύσιμου όσο και του συνολικού χρέους έχει επιμηκυνθεί, το οφειλόμενο χρέος εντός περιόδου 1 και 5 ετών έχει αυξηθεί. Η εξέλιξη αυτή σχετίζεται με το χρέος που εκδόθηκε στα πλαίσια πώλησης της Συνεργατικής Κεντρικής Τράπεζας, δηλαδή χρέος εκτός των συνήθων δραστηριοτήτων χρηματοδότησης της κυβέρνησης. Αυτά τα ομόλογα με αρχική διάρκεια από μερικούς μήνες μέχρι 4 έτη, αποτελούν στα τέλη του 2019 το 9% του συνολικού χρέους και αποτελούν τον κύριο λόγο για τη συγκέντρωση λήξεων τα επόμενα έτη.

Διάγραμμα 5: Μέση διάρκεια χρέους (έτη)



Διάγραμμα 6: Λήξεις χρέους εντός ενός και 5 ετών (% επί συνόλου)

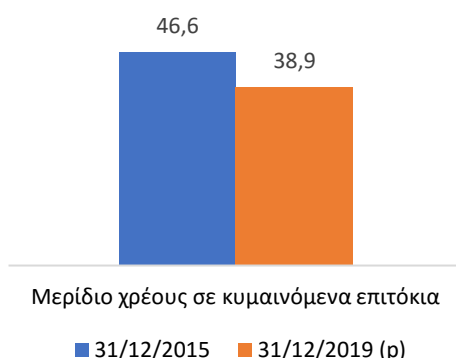


5.3.2. Επιτοκιακός κίνδυνος

Μεταξύ 2016-2019 ένα πολύ μικρό ποσοστό, μικρότερο του 1% του νεοεκδοθέντος χρέους ήταν σε κυμαινόμενα επιτόκια και αφορούσε μόνο μακροπρόθεσμα δάνεια από υπερεθνικούς οργανισμούς για έργα υποδομής.

Το μερίδιο του χρέους σε κυμαινόμενα επιτόκια μειώθηκε μετά την έκδοση των ομολόγων για διευκόλυνση της πώλησης της Συνεργατικής Κεντρικής Τράπεζας. Από 47% του χρέους στα τέλη του 2015, το ποσοστό χρέους σε κυμαινόμενα επιτόκια αναμένεται να μειωθεί κάτω του 40% στα τέλη 2019 (Διάγραμμα 7).

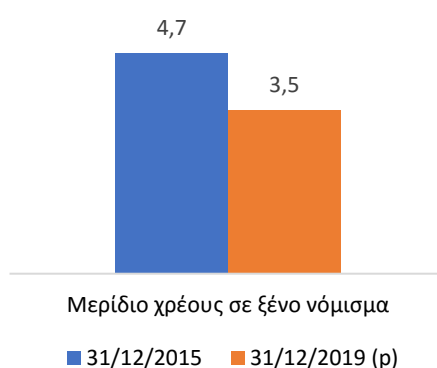
Διάγραμμα 7: Χρέος σε κυμαινόμενο επιτόκιο (% επί συνόλου)



5.3.3. Συναλλαγματικός κίνδυνος

Στην αρχή της περιόδου στρατηγικής το χρέος εκπεφρασμένο σε ευρώ πλησίασε το 5% του συνόλου λόγω του δανεισμού από το ΔΝΤ σε Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα. Μέχρι το τέλος του 2019 το μερίδιο αυτό εκτιμάται στο 3,5%. Δεν υπήρχαν νέες εκδόσεις χρέους σε ξένο νόμισμα κατά τη διάρκεια της στρατηγικής περιόδου και η μείωση του μεριδίου σχετίζεται με την μερική προπληρωμή του δανείου προς το ΔΝΤ το 2017.

Διάγραμμα 8: Χρέος σε ξένο νόμισμα (% επί συνόλου)



5.3.4. Κίνδυνος ρευστότητας

Λαμβάνοντας υπόψη τη σταδιακά μεγαλύτερη ευκολία πρόσβασης στις αγορές και το κόστος τήρησης αποθεμάτων, η προληπτική ρευστότητα μειώθηκε από ανάγκες 12 μηνών σε ανάγκες 9 μηνών από τον Ιανουάριο 2018. Τα ελάχιστα ρευστά διαθέσιμα τηρήθηκαν εντός του στόχου καθ' όλη τη διάρκεια της περιόδου.

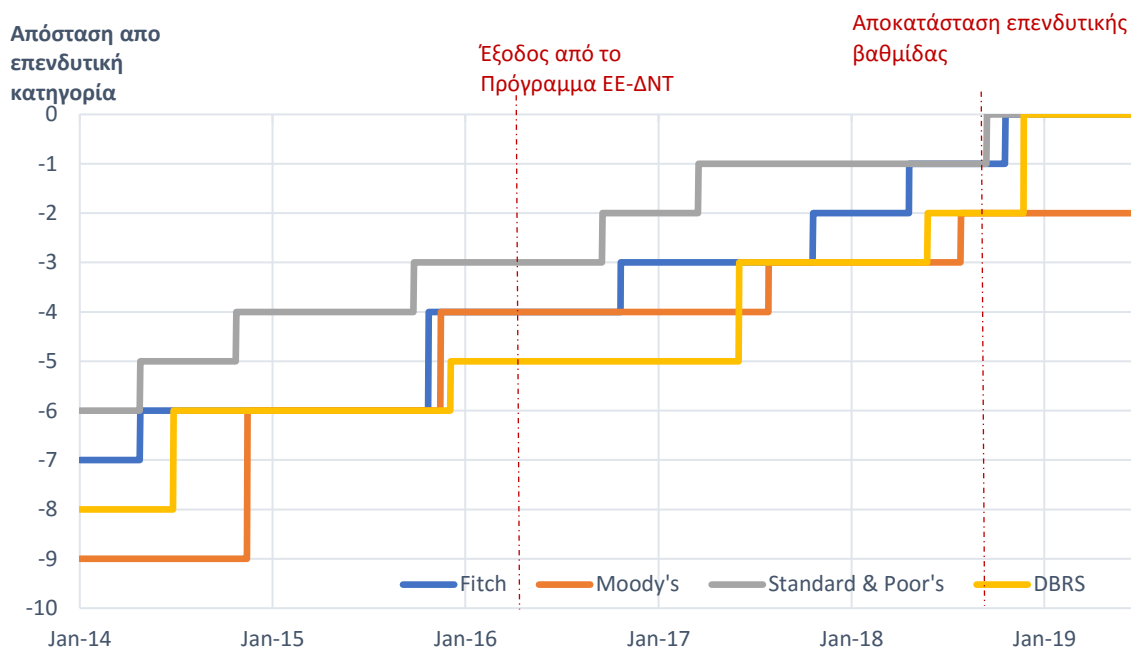
5.4. Εξέλιξη της πιστοληπτικής αξιολόγησης, των πιστωτικών περιθωρίων και της επενδυτικής βάσης

Μετά την έντονη επιδείνωση πριν και κατά τη διάρκεια της κρίσης η πιστοληπτική αξιολόγηση της Κυπριακής Δημοκρατίας ανέκαμψε γρήγορα και σταθερά, ώστε να γίνει μόνο μία από τις λίγες χώρες

που επανήλθαν στην επενδυτική κατηγορία ξεπερνώντας προηγούμενη αξιολόγηση «πολύ ψηλού πιστωτικού κινδύνου», δηλαδή κατηγορίας “C”. Συγκεκριμένα, κατά την έναρξη της στρατηγικής περιόδου τον Ιανουάριο 2016 η αξιολόγηση βρισκόταν ακόμη στα επίπεδα «B», προχωρώντας σταδιακά στο επίπεδο «BBB-» το φθινόπωρο 2018.

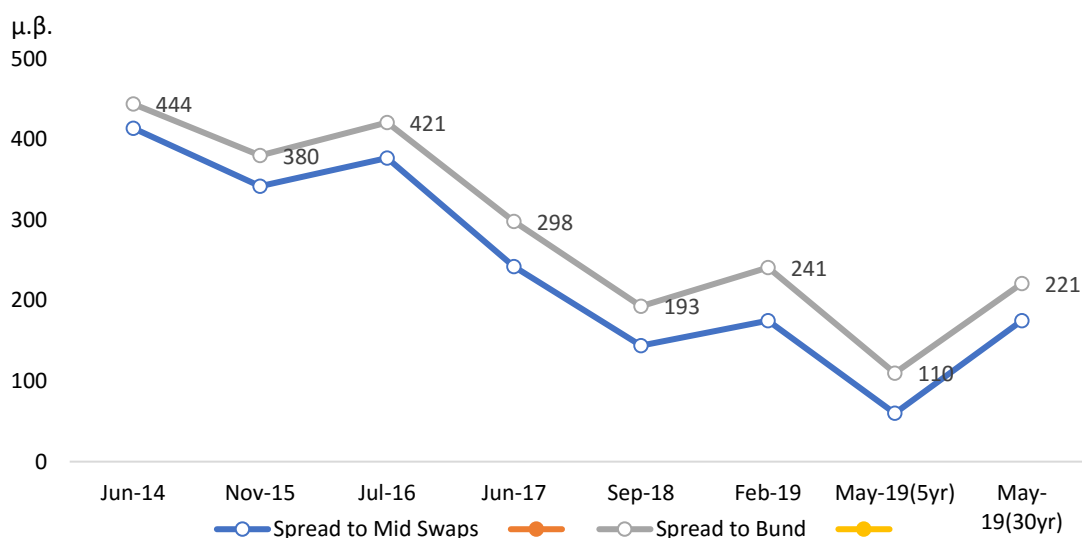
Το Διάγραμμα 9 δείχνει την εξέλιξη της πιστοληπτικής αξιολόγησης σε σχέση με την απόσταση (σε βαθμίδες) από την επενδυτική κατηγορία.

Διάγραμμα 9: Μακροπρόθεσμη πιστοληπτική αξιολόγηση της Κυπριακής Δημοκρατίας 2014-2019



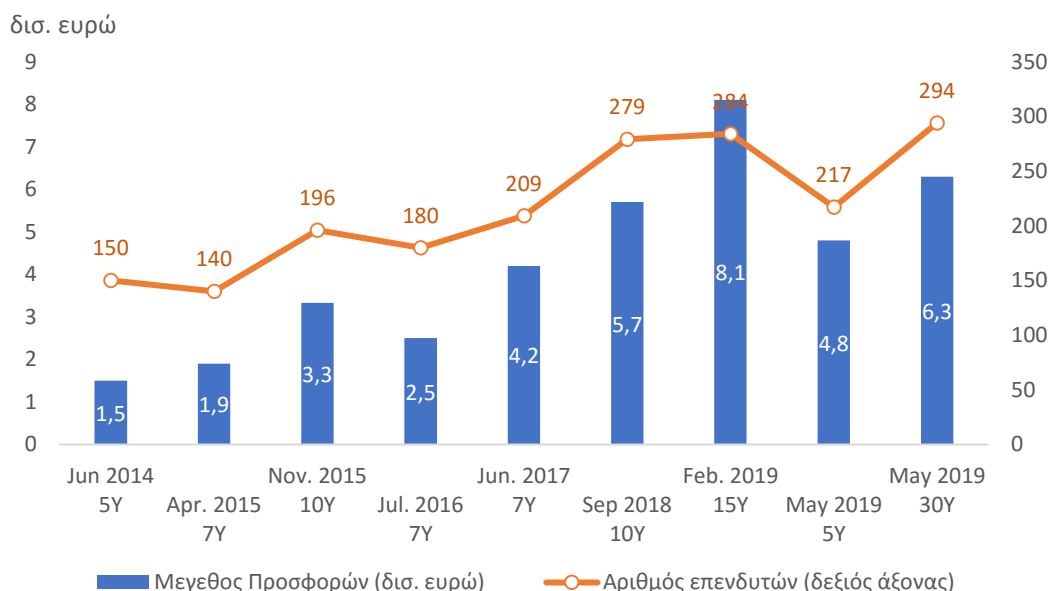
Η βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας αποτέλεσε σημαντικό στήριγμα για την έκδοση ομολόγων στην πρωτογενή αγορά και την απόδοσή τους στη δευτερογενή. Πράγματι, τα πιστωτικά περιθώρια μειώθηκαν σύμφωνα και με την εξέλιξη της πιστοληπτικής αξιολόγησης (Διάγραμμα 10).

Διάγραμμα 10: Εξέλιξη του πιστωτικού περιθωρίου (spread) κατά την έκδοση



Η ζήτηση από επενδυτές και τα βιβλία προσφορών σημείωσαν συνεχή αύξηση. Αν και εμφανίζονται όλο και συχνά διογκωμένες προσφορές επενδυτών οι οποίες στην πραγματικότητα μπορεί να μην αντικατοπτρίζουν το πραγματικό ενδιαφέρον για αγορά, εντούτοις η τάση είναι προφανής όπως καταδεικνύει και ο αριθμός των επενδυτών που συμμετείχε στις διεθνείς εκδόσεις (Διάγραμμα 11).

Διάγραμμα 11: Μέγεθος βιβλίου προσφορών

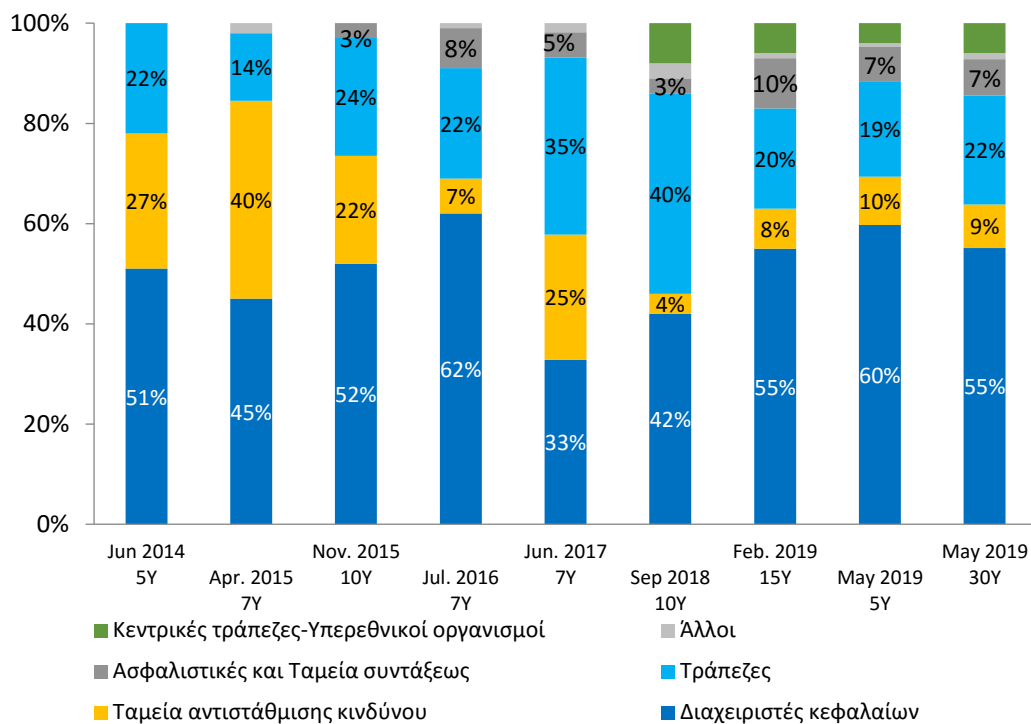


Η ζήτηση των διάφορων επενδυτών ανά τύπο έχε γενικά εξελιχθεί σύμφωνα και με την εξέλιξη της πιστοληπτικής αξιολόγησης. Οι αρχικές εκδόσεις προσέλκυαν μεγαλύτερο μερίδιο από τα ταμεία αντιστάθμισης κινδύνου (hedge funds) και μικρότερο μερίδιο από τράπεζες και τους διαχειριστές κεφαλαίων. Η κατανομή αυτή αντιστράφηκε με την βελτίωση της πιστοληπτικής αξιολόγησης.

Μετά την αποκατάσταση στην επενδυτική κατηγορία τον Σεπτέμβριο 2018 παρατηρήθηκε κάποια συμμετοχή από κεντρικές τράπεζες και κρατικά επενδυτικά ταμεία στις εκδόσεις κυπριακών

ομολόγων. Το Διάγραμμα 12 δείχνει την κατανομή στην πρωτογενή αγορά από την επιστροφή στις διεθνείς αγορές το 2014.

Διάγραμμα 12: Τελική κατανομή επενδυτών στην πρωτογενή αγορά



6. Στρατηγικό Πλαίσιο 2020-2022

6.1. Επιλεγμένη στρατηγική εκδόσεων

Οι διεθνείς εκδόσεις ομολόγων θα αποτελέσουν το κύριο χρηματοδοτικό εργαλείο κατά την περίοδο στρατηγικής λόγω του βάθους της αγοράς αυτής και για συνέχιση της προόδου που έχει επιτευχθεί τα προηγούμενα έτη.

Τα διεθνή ομόλογα είναι υπό αγγλικό δίκαιο και μπορούν να εισαχθούν σε πάνω από ένα χρηματιστήριο. Η μέθοδος έκδοσης είναι μέσω κοινοπραξίας.

Όλα τα υπόλοιπα χρηματοδοτικά εργαλεία θα συμπληρώνουν τις διεθνείς εκδόσεις. Εγχώρια ομόλογα που εκδίδονται υπό κυπριακό δίκαιο και εισάγονται στο Χρηματιστήριο Αξιών Κύπρου θα χρησιμοποιούνται σποραδικά εφόσον υπάρξουν ανάλογες ευκαιρίες. Επιπλέον, το τμήμα της εγχώρια αγοράς για μικρούς επενδυτές θα αξιοποιείται μέσω των ομολόγων για φυσικά πρόσωπα. Για τις βραχυπρόθεσμες διάρκειες υπάρχουν τα Γραμμάτια Δημοσίου και τα Ευρωπαϊκά Εμπορικά Χρεόγραφα (Commercial Papers), με τα Γραμμάτια να έχουν γενικά προτεραιότητα εφόσον πρόκειται για χρηματοδοτικό εργαλείο που εισάγεται σε χρηματιστήριο. Τέλος, δανεισμός υπό μορφή δανείων θα αντλείται από υπερεθνικούς οργανισμούς για μακροπρόθεσμη χρηματοδότηση.

Τα ειδικά χαρακτηριστικά νέου χρέους θα επιλέγονται σύμφωνα με τις κατευθυντήριες γραμμές για τη διαχείριση κινδύνου, την ανάπτυξη και επέκταση της αγοράς και της επενδυτικής βάσης και υπό την προϋπόθεση ότι ο μετριασμός κινδύνων γενικά προηγείται της ελαχιστοποίησης κόστους.

6.2. Κατευθυντήριες γραμμές και στρατηγικοί στόχοι

6.2.1. Περιορισμός κινδύνων

Κίνδυνος αναχρηματοδότησης

Ιστορικό: Η εξομάλυνση του χρονοδιαγράμματος αποπληρωμής βρισκόταν στο επίκεντρο της Στρατηγικής Διαχείρισης 2016-2020, με θετικά αποτελέσματα. Οι προσπάθειες προς την ίδια κατεύθυνση θα συνεχιστούν προκειμένου να διατηρηθεί ένα ισορροπημένο χρονοδιάγραμμα αποπληρωμών. Παρόλα αυτά, τα διεθνή ομόλογα που εκδίδονται σε ελάχιστο μέγεθος αναφοράς σύμφωνα με τη διεθνή πρακτική, συχνά προκαλούν σε μικρούς εκδότες ογκώδη σημεία αποπληρωμών.

- (i) **Στόχος:** Η διάρκεια των εκδόσεων χρέους θα επιλεγθεί ώστε οι ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες να μην υπερβαίνουν το 10% του ΑΕΠ για τα έτη μέχρι το 2030, και 9% του ΑΕΠ για τα έτη πέραν του 2030.

Αιτιολογία: Ο στόχος αποσκοπεί στην εξασφάλιση αναγκών χρηματοδότησης που μπορούν να ικανοποιηθούν άνετα σε κανονικές συνθήκες στις αγορές. Σύμφωνα με το πλαίσιο αξιολόγησης κινδύνων του ΔΝΤ, τα κράτη με ακαθάριστες ανάγκες χρηματοδότησης μεταξύ 15%-20% του ΑΕΠ αξιολογούνται ως χώρες με χαμηλή ανάγκη ελέγχου. Στην περίπτωση της Κύπρου έχει τεθεί ένα πιο συντηρητικό όριο λαμβάνοντας υπόψη τη σχετικά χαμηλότερη ρευστότητα στην αγορά ή οποία μπορεί να επιδεινώσει τη συμπεριφορά των επενδυτών σε περιόδους αστάθειας στις αγορές. Αν και η

επενδυτική βάση μεγαλώνει όλο και περισσότερο και πρόσφατες εκδόσεις έχουν δείξει πως είναι εφικτός ένας όγκος έκδοσης άνω του 10% του ΑΕΠ, αυτό δεν μπορεί να διασφαλιστεί αξιόπιστα σε περίπτωση που επικρατούν δυσμενείς συνθήκες στην αγορά.

Διέπουσες Αρχές/Δυνητικές Ενέργειες: Δύναται να εκτελεσθούν συναλλαγές διαχείρισης χαρτοφυλακίου προκειμένου να τηρηθεί ο στόχος της στρατηγικής.

- (ii) **Στόχος:** Το βραχυπρόθεσμο χρέος, με αρχική λήξη έκδοσης μέχρι 12 μήνες, δεν θα υπερβαίνει το 2% του συνολικού χρέους μεταξύ 2020 και 2022.

Αιτιολογία: Για τη διατήρηση ενός επαρκούς μεγέθους αγοράς που χρησιμεύει ως μηχανισμός εξεύρεσης τιμών, άντλησης ζήτησης από ένα συγκεκριμένο τμήμα των επενδυτών, και εργαλείο διαχείρισης ρευστότητας του κράτους. Ταυτόχρονα πρέπει να παραμένει ένα επαρκές μέγεθος εκδόσεων για τις μακροπρόθεσμες διάρκειες που να επιτρέπει μία ρευστή και συμπληρωμένη καμπύλη αποδόσεων.

Διέπουσες Αρχές/Δυνητικές Ενέργειες: Θα πραγματοποιούνται τακτικές δημοπρασίες Γραμματίων Δημοσίου, μετά από δημοσίευση του σχετικού ημερολογίου δημοπρασιών.

- (iii) **Στόχος:** Για όλο το 2020, διατήρηση ρευστών διαθεσίμων για κάλυψη χρηματοδοτικών αναγκών των επόμενων 9 μηνών. Το ύψος της προληπτικής ρευστότητας θα επανεξεταστεί για τα έτη 2021-2022. Ένα ελάχιστο ποσό ρευστότητας θα εισαχθεί για εκείνες τις περιόδους όπου οι προβλεπόμενες ανάγκες του 9-μήνου είναι αρνητικές, δηλαδή προβλέπεται ρευστοτικό πλεόνασμα.

Αιτιολογία: Μία ασφαλής προληπτική ρευστότητα επιτρέπει περισσότερα περιθώρια εκτέλεσης των κύριων χρηματοδοτικών πράξεων σε περίπτωση που δυσμενείς συνθήκες καθυστερήσουν ή διαταράξουν την πρόσβαση στις αγορές.

Διέπουσες Αρχές/Δυνητικές Ενέργειες: Η διαχείριση ρευστών διαθεσίμων δύναται να εφαρμοστεί για την ελαχιστοποίηση του κόστους διατήρησης (cost of carry).

Επιτοκιακός κίνδυνος

Ιστορικό: Ως αποτέλεσμα του επίσημου δανεισμού στο πλαίσιο του Προγράμματος Προσαρμογής ΕΕ-ΔΝΤ κατά την περίοδο 2013-2016, το μερίδιο του χρέους σε κυμαινόμενα επιτόκια αυξήθηκε απότομα και παραμένει σχετικά υψηλό μέχρι σήμερα, περίπου στο 39% στο τέλος του έτους 2019. Ενώ το συνολικό χρέος ακολουθεί μια πτωτική πορεία, το χρέος κυμαινόμενου επιτοκίου θα μειωθεί ουσιαστικά από το 2025 και μετά, με τη λήξη των δανείων του ΕΜΣ. Το μερίδιο του χρέους κυμαινόμενου επιτοκίου αναμένεται να αυξηθεί αρχικά μέχρι το 2025 μέσω ενός συνδυασμού από την ανάληψη μακροπρόθεσμων δανείων (ονομαστής) παράλληλα με την μείωση του συνολικού χρέους (παρονομαστής).

Στόχος: Το μερίδιο του χρέους σε κυμαινόμενα επιτόκια δεν πρέπει να υπερβεί το 40% του συνολικού χρέους.

Αιτιολογία: Αν και ο στόχος αυτός θέτει ψηλότερο όριο στο μερίδιο του χρέους με κυμαινόμενα επιτόκια κατά την έναρξη της στρατηγικής περιόδου, στην πραγματικότητα επιτρέπει μόνο μικρά ποσά νέου χρέους σε κυμαινόμενα επιτόκια κατά τη διάρκεια της τριετίας.

Διέπουσες Αρχές/Δυνητικές Ενέργειες: Η χρήση παραγώγων θα εξεταστεί και δύναται να εφαρμοστεί προκειμένου να τηρηθεί ο στόχος της στρατηγικής όσο αφορά τη δομή του χρέους.

Συναλλαγματικός κίνδυνος

Ιστορικό: Η Κύπρος μέχρι σήμερα δεν έχει εκδώσει μακροπρόθεσμο εμπορεύσιμο χρέος σε ξένο νόμισμα, εφόσον η αγορά του ευρώ είναι αρκετά μεγάλη και ποικίλη για να καλύπτει τις χρηματοδοτικές ανάγκες της Κύπρου.

Στόχος: Το χρέος σε ξένο νόμισμα δεν θα υπερβαίνει το 5% του συνολικού χρέους.

Αιτιολογία: Ενώ ευκαιρίες έκδοσης σε ξένο νόμισμα ενδέχεται να προκύψουν ανά διαστήματα, αυτές πρέπει να σταθμιστούν έναντι του στόχου της ανάπτυξης της αγοράς κυβερνητικών ομολόγων και της ελαχιστοποίησης του κόστους.

Διέπουσες Αρχές/Δυνητικές Ενέργειες: χρήση παραγώγων θα εξεταστεί και μπορεί να εφαρμοστεί προκειμένου να τηρηθεί ο στόχος της στρατηγικής όσο αφορά τη δομή του χρέους.

Οι στρατηγικοί στόχοι χρησιμεύουν ως δείκτες αναφοράς και αποτελούν ένα εργαλείο διαχείρισης για την κυβέρνηση προς το επιδιωκόμενο ανεκτό επίπεδο κινδύνων αναχρηματοδότησης και αγοράς. Μια σύνοψη των βασικών ορίων κινδύνου παρουσιάζεται στον Πίνακα 3.

Πίνακας 3: Όρια κυρίων κινδύνων για τη διαχείριση δημόσιου χρέους 2020-2022

Έκθεση σε κίνδυνο	Τμήμα δημόσιου χρέους/ δείκτης δημόσιου χρέους	Ετήσια όρια
Κίνδυνος αναχρηματοδότησης	Ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες	Μέχρι 10% του ΑΕΠ
	Βραχυπρόθεσμο χρέος	Μέχρι 2% του δημόσιου χρέους
	Προληπτική ρευστότητα (2021)	Χρηματοδοτικές ανάγκες 9-μήνου
Κίνδυνος επιτοκίου	Χρέος σε κυμαινόμενα επιτόκια	Μέχρι 40% του δημόσιου χρέους
Κίνδυνος συναλλάγματος	Χρέος σε ξένο νόμισμα	Μέχρι 5% του δημόσιου χρέους

Σημειώνεται ότι το ΓΔΔΧ, μετά από την ολοκλήρωση της πιλοτικής φάσης, θα προχωρήσει στην υιοθέτηση του αναθεωρημένου λογισμικού της Γραμματείας της Κοινοπολιτείας για τη διαχείριση του δημόσιου χρέους ("Meridian") που έχει κυκλοφορήσει τον Ιούλιο 2019. Οι αυξημένες λειτουργίες σχετικά με την προληπτική διαχείριση του δημόσιου χρέους θα ενισχύσουν τη δυνατότητα διαχείρισης κινδύνου του ΓΔΔΧ και θα βοηθήσουν στη λήψη αποφάσεων.

6.2.2. Ανάπτυξη της αγοράς κυβερνητικών τίτλων

Πρωτογενής αγορά

Ιστορικό: Η κρατική αγορά ομολόγων της Κύπρου παρουσιάζει ένα φυσικό περιορισμό λόγω του σχετικά μικρού μεγέθους χρέους σε απόλυτα ποσά. Συνεπώς, η πρωτογενής δραστηριότητα είναι ζωτικής σημασίας για τη διατήρηση της λειτουργικότητας της αγοράς. Η διάσπαση της αγοράς έχει μειωθεί μετά την κρίση με τη συγκέντρωση χρηματοδοτικών αναγκών σε συγκεκριμένα διεθνή ομόλογα αναφοράς και από την αποχή από τις εκδόσεις εγχώριων ομολόγων.

Στόχος: Η συμπλήρωση και επέκταση της κρατικής καμπύλης αποδόσεων με διεθνή ομόλογα.

Αιτιολογία: Η καμπύλη αποδόσεων εξακολουθεί να παρουσιάζει αρκετά χρονικά σημεία χωρίς ομόλογο ιδιαίτερα για διάρκειες πέραν των 5 ετών. Σημεία αρχικής τιμολόγησης για συμπλήρωση της καμπύλης προσφέρονται ιδιαίτερα μέσω των υφιστάμενων ομολόγων λήξεως 2028, 2034 και 2049.

Διέπουσες Αρχές/Δυνητικές Ενέργειες: Δημοσιοποίηση των βασικών ενεργειών προγραμματισμένης χρηματοδότησης στην αγορά, διαφάνεια, προβλεψιμότητα και συνοχή στις ενέργειες στο βαθμό που το επιτρέπουν οι συνθήκες στην αγορά και σημαντικές οικονομικές εξελίξεις. Τακτική έκδοση ομολόγων βάσει του ιδίου μέσου, το Πρόγραμμα EMTN. Στο βαθμό αυτό διατηρείται η συνοχή των χαρακτηριστικών έκδοσης όσον αφορά το νόμισμα και τύπο επιτοκίου.

Δευτερογενής Αγορά

Ιστορικό: Παρά την γενική μείωση του χρέους κατά την περίοδο της στρατηγικής, η προσφορά (εισορή) και συνεπώς το μέγεθος (απόθεμα) των κρατικών ομολόγων αναμένεται να αυξηθεί λόγω της λήξης και αντικατάστασης εγχώριου και μη εμπορεύσιμου χρέους με διεθνή ομόλογα. Η εξέλιξη αυτή θα καταστήσει την ορθή λειτουργία της αγοράς ένα ακόμη πιο σημαντικό ζήτημα¹.

Οι σχέσεις με διεθνή τραπεζικά ιδρύματα έχουν ενταχθεί σε ένα πιο επίσημο πλαίσιο μετά την εισαγωγή μίας ομάδας τραπεζών για υποστήριξη της κυπριακής αγοράς ομολόγων τον Σεπτέμβριο 2017. Το ΓΔΔΧ έχει επίσης τακτικές επαφές και αξιολογεί τραπεζικά ιδρύματα με τα οποία μπορεί να υπάρξει δυνητικά μία συνεργασία.

Στόχος: Μία δευτερογενής αγορά με υψηλότερη ρευστότητα και διαφάνεια.

Αιτιολογία: Μία λειτουργική δευτερογενής αγορά εντός των περιορισμών ενός μικρού εκδότη, θα ενισχύσει τη ζήτηση στην πρωτογενή αγορά.

Διέπουσες Αρχές/Δυνητικές Ενέργειες:

- i. Στη δευτερογενή αγορά, μια ομάδα τραπεζών θα λειτουργεί αρχικά σε εθελοντική βάση ως χρηματιστές (dealers) εντός συγκεκριμένης λειτουργικής υποδομής. Οι επιδόσεις των τραπεζών θα αξιολογούνται και αναλόγως θα κοινοποιούνται προς τις τράπεζες. Προς το τέλος της στρατηγικής περιόδου, θα γίνει αξιολόγηση κατά πόσο οι συνθήκες είναι ώριμες για μετάβαση σε πλήρες σύστημα βασικών διαπραγματευτών (primary dealers).
- ii. Η συμπεριφορά των επενδυτών στη δευτερογενή αγορά θα αποτελέσει κριτήριο για την κατανομή στις εκδόσεις της πρωτογενούς αγοράς.
- iii. Διαφάνεια στις διαδικασίες και αποφάσεις, σαφή επικοινωνία των πλεονεκτημάτων και υποχρεώσεων των τραπεζών. Έγκαιρη ενημέρωση των τραπεζών σχετικά με τα αποτελέσματα αξιολόγησής τους.

¹ Επιπλέον, η κρατική καμπύλη αποδόσεων μπορεί να διαδραματίσει κομβικό ρόλο στη χρηματοδότηση του ιδιωτικού τομέα από τις κεφαλαιαγορές, δεδομένου ότι μπορεί να υπάρξουν εκδόσεις ομολόγων στις κεφαλαιαγορές τα προσεχή έτη λόγω κανονιστικών απαιτήσεων προς τις τράπεζες, ήτοι την Ελάχιστη Απαιτήση Ιδίων Κεφαλαίων και Επιλέξιμων Υποχρεώσεων ('MREL'- Minimum Requirement for Own Funds and Eligible Liabilities).

6.2.3. Σχέσεις με επενδυτές

Ιστορικό: Υπάρχει ανάγκη για αντιστάθμιση των μικρών και σχετικά αραιών εκδόσεων χρέους σε σχέση με το υπόλοιπο της Ευρωζώνης με δράσεις που ενισχύουν την προβολή και παρουσία στις αγορές. Τα τελευταία χρόνια έχουν ενταθεί με τακτικές εκδηλώσεις σε κεντρικά και περιφερειακά χρηματοπιστωτικά κέντρα της Ευρώπης καθώς και στην ανατολική ακτή των ΗΠΑ. Το ΓΔΔΧ επέκτεινε τον κατάλογο των επενδυτών σε πολλαπλάσιο των επαφών σε σχέση με μερικά χρόνια προηγουμένως. Ακόμη, διατηρείται ξεχωριστή ιστοσελίδα με τακτική πληροφόρηση για τη διαχείριση δημόσιου χρέους και τις οικονομικές εξελίξεις στην Κύπρο.

Στόχος: Μία μεγαλύτερη, πιο διαφοροποιημένη και λιγότερο συσχετισμένη επενδυτική βάση

Διέπουσες Αρχές/Δυνητικές Ενέργειες:

- (i) Θα διατηρηθεί η τακτική επαφή με υφιστάμενους επενδυτές και θα καταβληθεί προσπάθεια στο μεγαλύτερο δυνατό βαθμό για εντοπισμό (νέων) επενδυτών που υποστηρίζουν με τη δραστηριότητά τους τα κυπριακά ομόλογα. Θα επιδιωχθεί γρήγορη ανταπόκριση σε ευκαιρίες που μπορεί να παρουσιαστούν με επενδυτές λόγω αλλαγής στην πιστοληπτική αξιολόγηση ή γενικών συνθηκών της αγοράς. Συνολικά θα επιδιωχθεί όσο το δυνατό ευρύτερη βάση επενδυτών.
- (ii) Επικοινωνία με επενδυτές μέσω:
 - Συχνών δημοσιεύσεων εκθέσεων και στατιστικών στοιχείων για την κυπριακή οικονομία και τη διαχείριση του χρέους με στόχο τη διάδοση των σημαντικών πληροφοριών σε τακτική βάση (βλ. Ένθετο)
 - Συναντήσεων με επενδυτές σε τακτική βάση
 - Συμμετοχή του ΓΔΔΧ σε σημαντικά διεθνή συνέδρια και εκδηλώσεις
 - Διατήρηση ιστοσελίδας και λίστας επαφών στην οποία μπορούν να εγγραφούν επενδυτές και άλλοι ενδιαφερόμενοι.

Ένθετο: Παροχή πληροφόρησης προς τους συμμετέχοντες στην αγορά

Όλες οι εκδόσεις ετοιμάζονται από το Γραφείο Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους με στόχο τη διατήρηση της ροής πληροφοριών προς την επενδυτική κοινότητα και διεθνή χρηματοπιστωτικά ιδρύματα. Όλες οι δημοσιεύσεις αναρτώνται στην ιστοσελίδα του Γραφείου.

Μεσοπρόθεσμη Στρατηγική Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους

Σχεδιάζεται σε τριετή μέχρι πενταετή βάση, περιλαμβάνει το πρόγραμμα κυβερνητικής πολιτικής για τη χρηματοδότηση και άλλες συναλλαγές που αφορούν το δημόσιο χρέος, τις προβλεπόμενες ακαθάριστες χρηματοδοτικές ανάγκες, και την επιθυμητή σύνθεση του χαρτοφυλακίου χρέους ως προς το κόστος και τους αναληφθείς κινδύνους. Εγκρίνεται από το Υπουργικό Συμβούλιο μετά την υποβολή από τον Υπουργό Οικονομικών.

Ετήσια Έκθεση Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους

Υποβάλλεται για ενημέρωση από τον Υπουργό Οικονομικών προς την Επιτροπή Οικονομικών και Προϋπολογισμού της Βουλής των Αντιπροσώπων. Περιλαμβάνει τα εξής:

- Εξελίξεις στις αγορές χρέους
- Διάρθρωση χρέους
- Εργασίες διαχείρισης δημόσιου χρέους στο εκάστοτε έτος
- Δείκτες κινδύνων και διαχείριση κινδύνου
- Ανασκόπηση των ενεργειών και δραστηριοτήτων προς επίτευξη των στόχων της μεσοπρόθεσμης στρατηγικής

Πρόγραμμα Δημοπρασιών

Δημοσιεύεται δύο φορές ετησίως, υπό τη μορφή ημερολογίου δημοπρασιών.

Τριμηνιαίο Δελτίο Δημόσιου Χρέους

Ανασκόπηση των εργασιών διαχείρισης δημόσιου χρέους, αποτελέσματα δημοπρασιών, αποδόσεις στη δευτερογενή αγορά και κύριοι δείκτες χρέους συγκριτικά με το προηγούμενο τρίμηνο και με το αντίστοιχο τρίμηνο του προηγούμενου έτους.

Τριμηνιαία στατιστικά

Πλήρης λίστα χρέους ανά εργαλείο και στοιχεία του χρονοδιαγράμματος λήξης χρέους.

Δείκτες κινδύνου

Χρονοσειρά με τους κυριότερους δείκτες κινδύνου αναχρηματοδότησης, επιτοκιακού και συναλλαγματικού κινδύνου.

Δελτίο με οικονομικές εξελίξεις

Κύρια γεγονότα και στοιχεία για όλες τις πρόσφατες εξελίξεις στα μακροοικονομικά, τραπεζικά, δημοσιονομικά θέματα και τη διαχείριση δημόσιου χρέους.

Παρουσίαση για επενδυτές

Δημοσιεύεται τουλάχιστον ανά τρίμηνο και περιλαμβάνει τις τελευταίες πληροφορίες και προβλέψεις για τη μακροοικονομία, τα δημόσια οικονομικά, τον χρηματοπιστωτικό τομέα και τη διαχείριση του δημόσιου χρέους.

6.3. Συσχέτιση με τη Στρατηγική Διαχείρισης 2016-2020

Οι κύριοι πυλώνες για τη ΜΣΔΔΧ 2020-2022 παραμένουν οι ίδιοι με αυτούς της προηγούμενης στρατηγικής, καθώς η συνεπής εφαρμογή τους, οδήγησε προφανώς προς τον αντικειμενικό στόχο της διαχείρισης του δημόσιου χρέους. Η επιλεγείσα στρατηγική για την περίοδο 2020-2022 αντιστοιχεί και βασίζεται στα σημεία αναφοράς που είχαν επιτευχθεί κατά την προηγούμενη περίοδο.

Ο κύριος ποσοτικός στόχος για τον κίνδυνο αναχρηματοδότησης αλλάζει. Αντί της Μέσης Διάρκειας Χρέους ο νέος δείκτης ορίζεται ως οι Ετήσιες Χρηματοδοτικές Ανάγκες σε σχέση με το ΑΕΠ, καθώς ο δείκτης αυτός στην πράξη αποτέλεσε ένα ισχυρότερο παράγοντα στη λήψη αποφάσεων. Το μερίδιο του βραχυπρόθεσμου χρέους στο συνολικό οφειλόμενο χρέος, καθώς και η ανάγκη προληπτικής ρευστότητας αποτέλεσαν και τα δύο στοιχεία της προηγούμενης στρατηγικής. Παρομοίως, οι ποσοτικοί στόχοι για τον επιτοκιακό και τον συναλλαγματικό κίνδυνο ήταν επίσης συστατικά στοιχεία της κατευθυντήριας γραμμής για τον περιορισμό κινδύνων στην προηγούμενη στρατηγική.

Η κατευθυντήρια γραμμή για την ανάπτυξη της αγοράς του δημόσιου χρέους διαχωρίζεται σε στόχους για την πρωτογενή και τη δευτερογενή αγορά, ώστε να μπορεί να υπάρξει εστίαση ενεργειών και στις δύο πτυχές της αγοράς. Οι στόχοι που έχουν τεθεί για την πρωτογενή αγορά, αν και αποτελούσαν μέρος της προηγούμενης στρατηγικής σε έμμεση μορφή, ορίζονται πιο ξεκάθαρα στην τρέχουσα στρατηγική. Επιπλέον, με την οργάνωση και την αξιολόγηση της δραστηριότητας των τραπεζών στη δευτερογενή αγορά, ο στόχος συγκεκριμενοποιείται και καθίσταται πιο απαιτητικός.

Οι κατευθυντήριες γραμμές σχετικά με τις σχέσεις με επενδυτές παραμένουν γενικά οι ίδιες. Σε σύγκριση με το 2016, ο αριθμός και συχνότητα των δημοσιεύσεων που διατίθενται στους επενδυτές έχει βελτιστοποιηθεί και έχει καθιερωθεί η παρουσία του ΓΔΔΧ σε διεθνή επενδυτικά γεγονότα.

6.4. Ενδεχόμενοι κίνδυνοι στην υλοποίηση της Στρατηγικής

Ενώ οι σημερινή προοπτική αξιολόγησης της Κυπριακής Δημοκρατίας ορίζεται από τους μεγάλους οίκους αξιολόγησης ως σταθερή, η βαθμολογία BBB- / BBB (L) αποτελεί τον χαμηλότερο βαθμό στην επενδυτική κατηγορία. Οποιαδήποτε σοβαρά γεγονότα που θα προκαλέσουν την αλλαγή της προοπτικής αξιολόγησης ή ακόμη και της διαβάθμισης σε μη επενδυτική κατηγορία θα οδηγήσει αναπόφευκτα σε αύξηση του κόστους δανεισμού, καθώς η επενδυτική βάση θα αλλάξει και η Κύπρος θα αποκλειστεί από οποιαδήποτε υποστηρικτικά μέτρα της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας στις κεφαλαιαγορές.

Ακόμη, οποιαδήποτε απροσδόκητη αύξηση των χρηματοδοτικών αναγκών σε επίπεδα πέρα από την ικανότητα άντλησης δανεισμού από τη διεθνή αγορά θα οδηγήσει σε στροφή προς την εγχώρια αγορά, πιθανώς με υψηλότερο κόστος. Εντούτοις, δεδομένης της συνεχιζόμενης βελτίωσης των θεμελιωδών μεγεθών του τραπεζικού τομέα, μία απότομη αύξηση των αναμενόμενων χρηματοδοτικών αναγκών είναι σταδιακά λιγότερο πιθανή.

Οι κανονιστικές αλλαγές σε ευρωπαϊκό επίπεδο όσον αφορά την αντιμετώπιση των κρατικών ανοιγμάτων στους ισολογισμούς των τραπεζών θα μειώσουν πιθανώς τη ζήτηση κρατικών ομολόγων, ιδίως εάν το όριο επιτρεπόμενης έκθεσης σχετίζεται με την πιστοληπτική αξιολόγηση των κρατικών ομολόγων.

Υποστηρικτική νομισματική πολιτική όπως πιθανότητα μείωσης των επιτοκίων ή άλλων μέσων ποσοτικής χαλάρωσης αναμένεται να προκαλέσει ισχυρότερη ζήτηση για όσα κρατικά ομόλογα εξακολουθούν να έχουν θετικά επιτόκια. Το ενδεχόμενο αυτό θα έχει δυναμικά θετικές επιπτώσεις στο κόστος δανεισμού της Κυπριακής Δημοκρατίας.

7. Τελικές διατάξεις

Το ΓΔΔΧ μπορεί να παρεκκλίνει από τη Στρατηγική, μετά από έγκριση του Υπουργού Οικονομικών, εάν σημαντικές συνθήκες στις αγορές ή οικονομικές εξελίξεις την καθιστούν ως μια αναγκαία ή κατάλληλη ενέργεια. Παρόλο που η Στρατηγική επιτρέπει κάποια ευελιξία, θα επιδιωχθεί ταυτόχρονα η λογοδοσία και η διαφάνεια των ενεργειών και της λήψης αποφάσεων.

Με την υιοθέτηση της Στρατηγικής 2020-2022, η Στρατηγική Διαχείρισης 2016-2020 καθίσταται άκυρη.