



# ΜΕΣΟΠΡΟΘΕΣΜΗ ΣΤΡΑΤΗΓΙΚΗ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ

---

2015-2019

**ΚΥΠΡΙΑΚΗ ΔΗΜΟΚΡΑΤΙΑ**  
**ΥΠΟΥΡΓΕΙΟ ΟΙΚΟΝΟΜΙΚΩΝ**  
**ΓΡΑΦΕΙΟ ΔΙΑΧΕΙΡΙΣΗΣ ΔΗΜΟΣΙΟΥ ΧΡΕΟΥΣ**

**23 ΔΕΚΕΜΒΡΙΟΥ 2014**

## ΠΕΡΙΕΧΟΜΕΝΑ

1.	Εισαγωγή.....	5
2.	Κατευθυντήριες Γραμμές 2015 - 2019.....	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	Ενδεχόμενες Υποχρεώσεις.....	8
3.1.4	Χρηματοδοτικές Ανάγκες και Πηγές Χρηματοδότησης.....	10
3.2	Μεσοπρόθεσμες Χρηματοδοτικές Παραδοχές.....	11
3.3	Πιστοληπτική Αξιολόγηση και Προοπτικές.....	12
4	Δομή και Διάρθρωση Υφιστάμενου Χαρτοφυλακίου Χρέους.....	13
4.1	Δομή και Διάρθρωση Υφιστάμενου Χαρτοφυλακίου.....	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.....	19
5.6	Ανάλυση Κόστους - Κινδύνου Κάτω από Διαφορετικές Στρατηγικές.....	21
5.7	Επιλογή Στρατηγικής.....	24
6	Θεσμικό Πλαίσιο και Θέματα Εφαρμογής.....	25
	Παράρτημα 1: Ύψος Δημόσιου Χρέους.....	27
	Παράρτημα 2: Κυβερνητικές Εγγυήσεις.....	28

## Σύνοψη

Αυτή είναι η δεύτερη Μεσοπρόθεσμη Στρατηγική Διαχείρισης του Δημόσιου Χρέους (ΜΣΔΔΧ) της Κύπρου μετά την έναρξη ισχύος του Νόμου για τη Διαχείριση του Δημόσιου Χρέους, το Δεκέμβριο του 2012.

Η παρούσα ΜΣΔΔΧ καλύπτει την πενταετή περίοδο 2015-2019. Κατά συνέπεια, η Στρατηγική αυτή προορίζεται να λειτουργήσει και αντανακλά τη φιλοδοξία να γεφυρώσει την περίοδο μεταξύ της επίσημης χρηματοδότησης (ΔΝΤ /ΕΜΣ), που λήγει τον Μάρτιο 2016, και της μετά-προγραμματικής περιόδου, που αρχίζει τον Απρίλιο του 2016.

Η σύνταξη του παρόντος εγγράφου της ΜΣΔΔΧ στηρίχθηκε σε μεγάλο βαθμό στις Αναθεωρημένες Κατευθυντήριες Γραμμές του ΔΝΤ και της Παγκόσμιας Τράπεζας για τη διαχείριση του δημόσιου χρέους, καθώς και στις σχετικές Αρχές της Στοκχόλμης (Κατευθυντήριες Αρχές για τη Διαχείριση Κινδύνων και Ψηλών Επιπέδων Δημόσιου Χρέους).

Οι Κατευθυντήριες Γραμμές αυτής της ΜΣΔΔΧ καθώς επίσης αυτές που προκύπτουν από το Ετήσιο Χρηματοδοτικό Πρόγραμμα, είναι οι ακόλουθες:

- 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.

Η παρούσα ΜΣΔΔΧ αναμένεται να λειτουργήσει σε ένα μακροοικονομικό περιβάλλον, ευνοϊκότερο από αυτό που προβλέφθηκε αρχικά, υπό ορισμένες προκλήσεις. Η κυπριακή οικονομία αντιμετωπίζει μια πιο ρηχή ύφεση από αυτή των αρχικών προβλέψεων όπου οι δημοσιονομικοί στόχοι όχι μόνο επιτεύχθηκαν αλλά και ξεπεράστηκαν. Η συρρίκνωση του πραγματικού ΑΕΠ συνεχίζει το 2014 ενώ μια μέτρια και σταδιακή ανάκαμψη αναμένεται να αρχίσει το 2015.

Υπάρχει ένας αριθμός από παράγοντες κινδύνου και προκλήσεων, οι οποίοι όμως είναι διαχειρίσιμοι. Συγκεκριμένα, η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης προς την οικονομία μετά την αναδιάρθρωση του χρηματοπιστωτικού συστήματος, μπορεί να είναι αργή ενώ η περίοδος περιορισμένης προσφοράς πιστώσεων μπορεί να είναι παρατεταμένη, επηρεάζοντας τις επενδύσεις και τις οικονομικές προοπτικές. Οι διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις που προβλέπονται στο πρόγραμμα οικονομικής προσαρμογής, μπορεί να αντιμετωπίσουν αντίσταση. Επιπλέον, το ενδεχόμενο πιθανής υλοποίησης δημοσιονομικών υποχρεώσεων από περιορισμένο αριθμό κρατικών εγγυήσεων, έστω και σε απολύτως διαχειρίσιμο βαθμό, ήδη προβλέπεται στον κρατικό προϋπολογισμό ως τρέχουσα ετήσια πρόβλεψη ύψους €50 εκατ.

Αν και ο μέσος όρος λήξης χρέους αναμένεται να υπερβαίνει τα 8,5 έτη, το υφιστάμενο χρονοδιάγραμμα παρουσιάζει μια συγκέντρωση λήξεων χρέους για τα έτη 2015-2020, η οποία αυξάνει τον κίνδυνο αναχρηματοδότησης του χρέους κατά την πρώτη μεταπρογραμματική περίοδο. Προκειμένου να περιοριστούν οι κίνδυνοι αυτοί, θα ήταν σκόπιμο να διατηρηθεί το ύψος των ετήσιων λήξεων χρέους σε χαμηλά επίπεδα κατά τη διάρκεια των ετών της πρώτης μεταπρογραμματικής περιόδου, έτσι ώστε να μετριαστεί η ανάγκη χρηματοδότησης από την αγορά και να διατηρηθεί ένα ομαλό χρονοδιάγραμμα λήξης χρέους.

Κατά το τέλος Δεκεμβρίου 2014, προβλέπεται ότι το 55% του χρέους θα είναι με σταθερό επιτόκιο και 45% με κυμαινόμενο. Αξίζει να σημειωθεί, ωστόσο ότι, το μεγαλύτερο μερίδιο του υφιστάμενου χρέους με κυμαινόμενο επιτόκιο αφορά επίσημο δανεισμό από τον ΕΜΣ και το ΔΝΤ, ενώ περαιτέρω τραπεζικά δάνεια φέρουν ελάχιστο ύψος περιθωρίου πέραν του βασικού επιτοκίου.

Το επιτόκιο και οι συναλλαγματικοί κίνδυνοι κατά τη μεταπρογραμματική περίοδο θα μειωθούν μέσω της αύξησης των ρευστών διαθεσίμων και της διαχείρισης του επιτοκιακού και συναλλαγματικού κινδύνου. Η ύπαρξη ενός υψηλού επιπέδου σε ρευστά διαθέσιμα, θα μειώσει τον κίνδυνο ρευστότητας και θα βελτιώσει σημαντικά την αντίληψη της αγοράς για τους κινδύνους που αντιμετωπίζει η Δημοκρατία, μειώνοντας έτσι το κόστος δανεισμού. Στο πλαίσιο αυτό, τα συνολικά ρευστά διαθέσιμα στοχεύεται να αυξηθούν στα €1.000 εκ. μέχρι το τέλος του 2015, εκ των οποίων τα €500 εκ. θα είναι σε ειδικούς λογαριασμούς αποθεματικών.

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. Η ανάλυση κόστους – κινδύνου είναι ιδιαίτερα διαφωτιστική όταν αξιολογείται με αυτό το εργαλείο. Είναι υψίστης σημασίας, ωστόσο, να τονιστεί από την αρχή ότι τα αποτελέσματα του αναλυτικού εργαλείου λειτουργούν μόνο βοηθητικά για την απόφαση της καταλληλότερης ΜΣΔΔΧ. Το αποτέλεσμα αυτής της ανάλυσης οδήγησε στην επιλογή μιας στρατηγικής η οποία δίνει ιδιαίτερη έμφαση στην επέκταση του χρονοδιαγράμματος λήξης δημόσιου χρέους. Κάτω από την επιλεγθείσα στρατηγική διαχείριση του δημόσιου χρέους, ο δανεισμός στη μεταπρογραμματική περίοδο θα γίνει κυρίως μέσω μακροπρόθεσμων ομολόγων εξωτερικού. Στην εγχώρια αγορά το μερίδιο των Γραμματίων Δημοσίου θα μειώνεται σταδιακά, παραχωρώντας περιθώρια για έκδοση κυβερνητικών ομολόγων με βάση την εγχώρια νομοθεσία.

Η επιλεγθείσα 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 2015 – 2019 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 επιλεγθείσας στρατηγικής είναι η δημιουργία ενός μαξιλαριού ρευστότητας στο αρχικό της στάδιο. Αυτό το σημαντικό στοιχείο φαίνεται να 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. 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 εξεταστούν τυχόν βελτιώσεις όσον αφορά τον εσωτερικό έλεγχο του ΓΔΔΧ. Μέσω αυτής της διαδικασίας, αναμένεται να εντοπιστούν και διαχειριστούν πιθανοί λειτουργικοί κίνδυνοι. Μέσα στο ίδιο πλαίσιο, η υποδομή πληροφορικής του ΓΔΔΧ θα αξιολογηθεί και θα εκσυγχρονιστεί. Έχει ήδη αναγνωρισθεί η σημασία της ενδυνάμωσης των σχέσεων με τους επενδυτές γι' αυτό και στο ΓΔΔΧ καταβάλλονται προσπάθειες ενίσχυσης τους.

Τελευταίο αλλά όχι λιγότερα σημαντικό, είναι η λειτουργία σχετικά με την πληροφόρηση από και προς τις αγορές η οποία επίσης θα τύχει βελτίωσης μέσω της κατανομής περισσότερων πόρων για την παρακολούθηση και ανάλυση των δεδομένων της αγοράς και χρηματοοικονομικών καινοτομιών.

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, το Ετήσιο Χρηματοδοτικό Πρόγραμμα θα σχεδιαστεί και θα υλοποιηθεί βάσει της πιο πάνω επιλεχθείσας 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 2015 – 2019. 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

### 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 99% του δημόσιου χρέους. Ο κίνδυνος ενδεχόμενων υποχρεώσεων, όπως για παράδειγμα η απαίτηση πληρωμής εγγυήσεων, καλύπτεται μέσω των επιπτώσεων τους στις δημοσιονομικές ανάγκες χρηματοδότησης.

### 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 2015-2019. 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 2015 - 2019

Με βάση τους στόχους της διαχείρισης χρέους, ακολουθεί 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 υπερσχύει 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 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. Η λογική και το υπόβαθρο των Κατευθυντήριων Γραμμών αναλύεται στο Κεφάλαιο 5 «Ανάλυση και επεξηγήσεις».

Πίνακας 1: Επισκόπηση των κατευθυντήριων γραμμών, δράσεις και στόχοι

Κατευθυντήριες Γραμμές	Δράσεις/Ποσοτικοί Στόχοι
Εξομάλυνση του χρονοδιαγράμματος λήξης δημόσιου χρέους και επιμήκυνση των λήξεων του εμπορεύσιμου χρέους	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Μέση εναπομένουσα διάρκεια εμπορεύσιμου χρέους: όχι μικρότερη από 3 χρόνια</li> </ul> <p>Το χρονοδιάγραμμα λήξης χρέους σ' ό,τι αφορά αναχρηματοδότηση προβλέπεται να αποτελείται από τα ακόλουθα:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Βραχυπρόθεσμο χρέος μεταξύ 1-5% του συνολικού ύψους χρέους ή μέχρι €750 εκ., οποιοδήποτε είναι χαμηλότερο. Βραχυπρόθεσμο χρέος είναι το χρέος με αρχική διάρκεια έως 12 μήνες.</li> <li>• Μακροπρόθεσμο χρέος τουλάχιστον 95% του συνολικού ύψους χρέους ταυτόχρονα ικανοποιώντας τα όρια λήξεων: <ul style="list-style-type: none"> <li>○ Λήξεις μακροπρόθεσμου χρέους για το 2015: περίπου €1.300 εκ.</li> <li>○ Λήξεις μακροπρόθεσμου χρέους για 2016-2018: μέχρι €1.750 εκ.</li> <li>○ Λήξεις μακροπρόθεσμου χρέους για το 2019 και μετά: μέχρι €2.200 εκ.</li> </ul> </li> </ul> <p>Μακροπρόθεσμο χρέος είναι οποιοδήποτε χρέος με αρχική διάρκεια μεγαλύτερη του 1 έτους.</p>

<p>Μείωση κινδύνου</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>➤ Αύξηση του συνόλου ρευστών διαθεσίμων του Προϋπολογισμού της Κεντρικής Κυβέρνησης</li> <li>➤ Διαχείριση του συναλλαγματικού και επιτοκιακού κινδύνου.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Σύνολο ρευστών διαθεσίμων τέλος του 2015: €1 δισ. εκ των οποίων €500 εκ. αφορούν ταμειακά αποθέματα.</li> <li>• Σύνολο ρευστών διαθεσίμων 2016-2019: €1 δισ., εκ των οποίων €500 εκ. αφορούν ταμειακά αποθέματα (με επαναξιολόγηση σε ετήσια βάση)</li> </ul> <p>Το χρονοδιάγραμμα χρέους αναφορικά με τους κινδύνους της αγοράς προβλέπεται να αποτελείται από τα ακόλουθα:</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Έκθεση εμπορεύσιμου χρέους σε συναλλαγματικό κίνδυνο: όχι περισσότερο από 5% του συνολικού ύψους χρέους και έκθεση του συνολικού χρέους σε συναλλαγματικό κίνδυνο: όχι μεγαλύτερο από 10% του συνολικού ύψους χρέους.</li> <li>• Έκθεση εμπορεύσιμου χρέους σε κυμαινόμενο επιτόκιο: όχι μεγαλύτερο από το 5% του συνολικού ύψους χρέους και έκθεση του συνολικού χρέους σε κυμαινόμενο επιτόκιο: όχι μεγαλύτερο από 60% του συνολικού ύψους χρέους.</li> </ul>
<p>Ανάπτυξη της αγοράς κυβερνητικών τίτλων</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Βελτίωση της αποδοτικότητας της αγοράς κυβερνητικών τίτλων</li> <li>• Εισαγωγή συστηματικών δημοπρασιών και έκδοση ημερολογίου για αγορά Γραμματίων του Δημοσίου</li> <li>• Δημιουργία καμπύλης αποδόσεων μακροπρόθεσμων ομολόγων του εξωτερικού</li> <li>• Εισαγωγή εγχώριων ομολόγων (αρχικά μικρής διάρκειας)</li> </ul>
<p>Ελαχιστοποίηση του κόστους δανεισμού για το εμπορεύσιμο χρέος</p>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Βελτίωση σχέσεων με επενδυτές</li> <li>• Συστηματική παροχή πληροφοριών προς τους επενδυτές</li> <li>• Επέκταση της επενδυτικής βάσης</li> </ul>

### 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

Οι οικονομικές επιδόσεις μέχρι στιγμής είναι καλύτερες από τις αναμενόμενες. Το μακροοικονομικό πλαίσιο της Κύπρου αντικατοπτρίζει πιο ήπια ύφεση σε σχέση με προηγούμενες προβλέψεις ενώ η δημοσιονομική εξυγίανση έχει προχωρήσει υπερκαλύπτοντας



τους αρχικούς στόχους. Σε ολόκληρη την μέχρι σήμερα περίοδο υλοποίησης του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής υπήρξαν επιδόσεις πέραν των στόχων του Προγράμματος στα δημοσιονομικά. Εφαρμόστηκαν σημαντικές διαρθρωτικές μεταρρυθμίσεις όπως ο περί της Δημοσιονομικής Ευθύνης και Δημοσιονομικού Πλαισίου Νόμος και ο εκσυγχρονισμός και εξορθολογισμός του συστήματος προνοίας. Πέραν αυτού, πρόσφατα διαφάνηκαν τα πρώτα σημάδια βελτίωσης της ανεργίας. Επίσης, οι τράπεζες έχουν περάσει με επιτυχία τα τέστ αντοχής υπερκαλύπτοντας τα κεφαλαιακά κριτήρια. Σημειώθηκε μόνο μία μικρή απόκλιση σε μία τράπεζα η οποία στο μεσοδιάστημα υπερκάλυψε τα απαιτούμενα κεφάλαια από ιδιωτικές πηγές. Από το Νοέμβριο 2014 οι τέσσερις μεγαλύτερες εγχώριες τράπεζες βρίσκονται υπό την εποπτεία της Ευρωπαϊκής Κεντρικής Τράπεζας.

Οι πρώτες πέντε αξιολογήσεις της Τρόικα ολοκληρώθηκαν θετικά. Η εφαρμογή του Οικονομικού Προγράμματος Προσαρμογής παραμένει σε τροχιά ενώ οι αρχικοί δημοσιονομικοί στόχοι υπερκαλύφθηκαν, αντικατοπτρίζοντας τα καλύτερα από τα προβλεπόμενα έσοδα και τη συνετή εκτέλεση του προϋπολογισμού.

Το πρωτογενές δημοσιονομικό ισοζύγιο προβλέπεται θετικό μέχρι το τέλος του 2014, επιτρέποντας στο δημοσιονομικό έλλειμα να μειωθεί κάτω από το όριο του 3% του υπερβολικού ελλείματος και να βελτιώνεται σταδιακά μέχρι το 4,0% εντός του 2019. Το δημόσιο χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ προβλέπεται να ακολουθήσει μια καθοδική πορεία φθάνοντας κάτω από το 100% σε όρους του αναθεωρημένου ESA2010. Παρόλες τις βελτιώσεις, ορισμένες προκλήσεις παραμένουν, με τη συρρίκνωση του ΑΕΠ να συνεχίζεται κατά το 2014 ενώ μια μικρή και σταδιακή ανάκαμψη αναμένεται να αρχίσει το 2015. Το ΑΕΠ προβλέπεται να αυξηθεί γύρω στο 0,4% εντός του 2015 και έπειτα να επεκταθεί με ένα πιο ομαλό ρυθμό φθάνοντας το 2,1% εντός του 2019.

### **3.1.2 Παράγοντες Πιθανών Κινδύνων**

Υπάρχουν παράγοντες κινδύνου οι οποίοι πιθανόν να επηρεάσουν το κόστος δανεισμού, τις πιστοληπτικές αξιολογήσεις και τη σταθερή πρόσβαση στις αγορές. Η αποκατάσταση της εμπιστοσύνης ένεκα της ανακεφαλαιοποίησης και της αναδιάρθρωσης του τραπεζικού τομέα μπορεί να είναι χρειαστεί χρόνο και πιθανόν να επεκταθεί η περίοδος πιστωτικής στενότητας. Οι διαρθρωτικές αλλαγές, όπως είναι οι ιδιωτικοποιήσεις, πιθανώς να αντιμετωπίσουν αντίσταση γι' αυτό ο κίνδυνος αυτός πρέπει να ληφθεί υπόψη, παρά το ότι δεν είναι το βασικό αναμενόμενο σενάριο. Επιπλέον είναι πιθανή η ενεργοποίηση των ενδεχόμενων υποχρεώσεων που απορρέουν από τις κυβερνητικές εγγυήσεις. Αυτή η πηγή κινδύνου αναλύεται εκτεταμένα στο υποκεφάλαιο 3.1.3 «Ενδεχόμενες Υποχρεώσεις». Στο πλαίσιο αυτό, η ανάκτηση επαρκούς και συνεχούς πρόσβασης στην αγορά πρέπει να διασφαλιστεί.

### **3.1.3 Ενδεχόμενες Υποχρεώσεις**

Ο περί της Διαχείρισης του Δημόσιου Χρέους Νόμος προβλέπει ότι το Γραφείο Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους έχει την ευθύνη να τηρεί ένα πλήρες, ακριβές και ενημερωμένο αρχείο για τις κυβερνητικές εγγυήσεις και το οποίο θα παρακολουθείται πάνω σε τακτική βάση (τουλάχιστον μία φορά το χρόνο) και θα αξιολογείται ως προς το χρηματοπιστωτικό κίνδυνο που υπάρχει ως αποτέλεσμα του ύψους των κυβερνητικών εγγυήσεων. Το ΓΔΧ είναι υπεύθυνο επίσης να αξιολογεί το χρηματοπιστωτικό κίνδυνο από ενδεχόμενες νέες κυβερνητικές εγγυήσεις, προτού δοθούν. Ενδεχόμενες υποχρεώσεις με τη μορφή κυβερνητικών εγγυήσεων, λαμβάνουν τη μορφή δέσμευσης της Κυπριακής Δημοκρατίας να εγγυηθεί την εκπλήρωση των χρηματοοικονομικών υποχρεώσεων για τις οποίες εκδόθηκε η εγγύηση. Οι εν λόγω κυβερνητικές εγγυήσεις παρέχονται τόσο σε νομικές οντότητες όσο και σε φυσικά πρόσωπα.

Το ύψος των κυβερνητικών εγγυήσεων κατά τα τέλη Ιουλίου 2014 ανερχόταν σε €3,073 δισ. ή γύρω στο 19% του ΑΕΠ, σε σύγκριση με €3,125 δισ. κατά το τέλος Μαρτίου 2014. Οι εν λόγω εγγυήσεις κατά κατηγορία δικαιούχων παρουσιάζονται στον Πίνακα 2 πιο κάτω. Αξίζει να σημειωθεί ότι το 100% των κυβερνητικών εγγυήσεων είναι εκφρασμένο σε ευρώ.

Όπως μπορεί κανείς να παρατηρήσει από τον Πίνακα 2 πιο κάτω, οι κύριοι δικαιούχοι εγγυήσεων είναι οι Τράπεζα Κύπρου (ΤΚ) και το Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ) τα οποία ανέρχονται σε €1,3 δισ. (42% του χαρτοφυλακίου εγγυήσεων). Οι υπόλοιπες εγγυήσεις ύψους €1,8 δισ. (58% του χαρτοφυλακίου εγγυήσεων) έχουν παραχωρηθεί σε δημόσιους οργανισμούς, τοπικές αυτοδιοικήσεις, φυσικά πρόσωπα, μη κερδοσκοπικούς οργανισμούς, ημικρατικούς οργανισμούς και ιδιωτικές εταιρείες.

Πίνακας 2: Ομαδοποίηση δικαιούχων (κατά ποσό και ποσοστό) κατά τα τέλη Ιουλίου 2014

Κατηγορία Δικαιούχου	Συνολικό ύψος δανείων (σε € εκ)	Ποσοστό
Δημόσιοι Οργανισμοί <sup>1/</sup>	1.236	40,22
Πιστωτικά Ιδρύματα <sup>2/</sup>	1.024	32,54
Τοπικές Αυτοδιοικήσεις <sup>3/</sup>	334	10,87
Διεθνείς Οργανισμοί <sup>4/</sup>	288	9,37
Φυσικά Πρόσωπα	182	5,92
Εταιρείες στις οποίες συμμετέχει στο μετοχικό κεφαλαίο τους η Κυβέρνηση, εκτός από πιστωτικά ιδρύματα <sup>5/</sup>	24	0,78
Εταιρείες	7	0,23
Μη κυβερνητικοί Οργανισμοί <sup>6/</sup>	2	0,07
Σύνολο	3.073	100,00

1/ Αναφέρεται σε Συμβούλια Αποχετεύσεων (€0,7 δισ.), Αρχή Ηλεκτρισμού Κύπρου (€0,5 δισ.), κτλ.

2/ Αναφέρεται στην Τράπεζα Κύπρου Δημόσια Εταιρεία Λτδ (€1 δισ.)

3/ Αναφέρεται στους Δήμους και Κοινοτικά Συμβούλια

4/ Αναφέρεται στο Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας

5/ Αναφέρεται στις Κυπριακές Αερογραμμές (€24 εκ.)

6/ Αναφέρεται στο Σατιρικό Θέατρο

Περιγραφή των διαφόρων ομάδων δικαιούχων κυβερνητικών εγγυήσεων παρουσιάζεται στο Παράρτημα 2.

Παρόλο που, η Κυβέρνηση έχει υιοθετήσει ένα σχετικό σχέδιο εγγυήσεων από τον Δεκέμβριο του 2013 και είναι έτοιμη να εκδώσει πρόσθετες κυβερνητικές εγγυήσεις, σύμφωνα με τους ευρωπαϊκούς κανόνες για τις κρατικές ενισχύσεις, για το συνολικό ποσό μέχρι €2,9 δισ., για την έκδοση τραπεζικών ομολόγων τα οποία μπορεί να χρησιμοποιηθούν ως εγγύηση για άντληση ρευστότητας, σε περίπτωση που παραστεί ανάγκη για να ενισχυθεί η χρηματοπιστωτική σταθερότητα της κυπριακής οικονομίας, δεν έχουν ζητηθεί οποιεσδήποτε εγγυήσεις μέχρι σήμερα. Η έκδοση οποιασδήποτε εγγύησης κάτω από αυτό το σχέδιο, υπόκειται σε ανάλυση κινδύνου από το ΓΔΔΧ.

Το συνολικό *μη ελεγμένο* ποσό πληρωτέων εγγυήσεων ανήλθε κατά το τέλος Σεπτεμβρίου 2014 σε €84 εκ. Το ΓΔΔΧ εκτιμά ότι, από αυτό το ποσό, η κυβέρνηση μπορεί να κληθεί να αποπληρώσει ποσό ύψους μέχρι €50 εκ. μέχρι το τέλος του 2015. Το υπόλοιπο ποσό (δηλαδή €34 εκ.) για εγγυήσεις αναμένεται να αποπληρωθεί από την κυβέρνηση τα επόμενα χρόνια (2016-2017). Θα πρέπει να διευκρινιστεί ότι όταν μια εγγύηση καταστεί πληρωτέα, δε σημαίνει ότι η κυβέρνηση πρέπει να εκτελέσει αυτό το αίτημα άμεσα. Η σχετική διαδικασία προβλέπει ότι η εγγύηση είναι πληρωτέα αφού εξαντληθούν όλα τα νομικά μέτρα εναντίον του πρωτοφειλέτη ή αν εκδόθηκε Απόφαση Δικαστηρίου εναντίον του πρωτοφειλέτη. Περαιτέρω, προτού πληρώσει η Κυβέρνηση οποιοδήποτε ποσό, το εκάστοτε υπόλοιπο δανείου που εξασφαλίζεται με κυβερνητική εγγύηση, πρέπει να ελεγχθεί από το Γενικό Λογιστήριο της Δημοκρατίας.

Στο ίδιο πλαίσιο, η Κυβέρνηση συμπεριλαμβάνει ποσό ύψους €50 εκ. στους ετήσιους προϋπολογισμούς σχετικά με πρόσθετες εγγυήσεις οι οποίες μπορεί να καταστούν πληρωτέες, δηλαδή προβλέπει δυνητικά έξοδα από τέτοιες εγγυήσεις. Αυτή η πρόβλεψη ενσωματώνεται στις ετήσιες χρηματοδοτικές ανάγκες.

Δεδομένου ότι οι ενδεχόμενες υποχρεώσεις μπορεί να επηρεάσουν αντιστρόφως τη ρευστότητα του Κράτους αλλά και την αποτελεσματική εφαρμογή της ΜΣΔΔΧ, η κυβέρνηση έδωσε ιδιαίτερη σημασία στη βελτίωση του μηχανισμού αξιολόγησης κινδύνου ενισχύοντας το νομικό πλαίσιο, αποδίδοντας έτσι σχετικές αρμοδιότητες στο ΓΔΔΧ και ενισχύοντας την ικανότητα του ΓΔΔΧ μέσω διορισμού πρόσθετου προσωπικού.

### **3.1.4 Χρηματοδοτικές Ανάγκες και Πηγές Χρηματοδότησης**

#### **Χρηματοδοτικές ανάγκες**

Το μεγαλύτερο μέρος των χρηματοδοτικών αναγκών αποτελείται από μεσο-μακροπρόθεσμες λήξεις χρέους. Το δημοσιονομικό έλλειμμα της κυβέρνησης σταδιακά μειώνεται, ενώ το 2018 γίνεται θετικό συμβάλλοντας έτσι στη μείωση των χρηματοδοτικών αναγκών. Την ίδια στιγμή, ωστόσο, οι χρηματοδοτικές ανάγκες προϋποθέτουν ότι θα χρησιμοποιηθεί ολόκληρο το ποσό του Προγράμματος. Για σκοπούς της ΜΣΔΔΧ αυτό αποτελεί καθαρά τεχνική παραδοχή και αναμένεται να επαναξιολογηθεί θετικά εντός του 2015 μετά από ευνοϊκές επιδόσεις στα δημοσιονομικά, επιτυχή ολοκλήρωση της αξιολόγησης των τραπεζών και αναθεώρηση της μακροοικονομικής προοπτικής. Η πηγή των χρηματοδοτικών αναγκών κατά την προγραμματική περίοδο είναι η 5<sup>η</sup> αξιολόγηση του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής για την Κύπρο.

#### **Πηγές Χρηματοδότησης**

Οι πιθανές πηγές χρηματοδότησης για την 5ετή περίοδο που καλύπτει η ΜΣΔΔΧ περιλαμβάνουν τόσο επίσημους πιστωτές όσο και πιστωτές από την αγορά. Επίσημες πηγές είναι ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Σταθερότητας, το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο, η Ευρωπαϊκή Τράπεζα Επενδύσεων (ΕΤΕ), και η Τράπεζα Αναπτύξεως του Συμβουλίου της Ευρώπης. 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.

Σύνοψη των χρηματοδοτικών εργαλείων για την Κυπριακή Δημοκρατία παρατίθεται στον Πίνακα 3.

Πίνακας 3: Χαρακτηριστικά εργαλείων δανεισμού

Τίτλος	Διάρκεια	Είδος επιτοκίου	Νόμισμα	Νομικό Πλαίσιο
Γραμμάτια Δημοσίου	μέχρι 12 μήνες	μηδενικό επιτόκιο	Εγχώριο	Κυπριακό
Ευρωπαϊκά Εμπορικά Χρεόγραφα	μέχρι 12 μήνες	μηδενικό επιτόκιο	Εγχώριο ή ξένο	Αγγλικό
Λιανικά Κυβερνητικά Ομόλογα	6 χρόνια	σταδιακά αυξανόμενο	Εγχώριο	Κυπριακό
Εγχώρια Ομόλογα	πέραν των 12 μηνών	Σταθερό, κυμαινόμενο, μηδενικό επιτόκιο	Εγχώριο	Κυπριακό
Ευρωπαϊκά Μεσοπρόθεσμα Ομόλογα	πέραν των 12 μηνών	Σταθερό, κυμαινόμενο, μηδενικό επιτόκιο	Εγχώριο ή ξένο	Αγγλικό

Η εγχώρια επενδυτική βάση αποτελείται σε μεγάλο βαθμό από τα εγχώρια πιστωτικά ιδρύματα<sup>1</sup> με ποσοστό κατοχής γύρω στο 77% των εγχώριων ομολόγων (εξαιρουμένου του ομολόγου τραπεζικής ανακεφαλαιοποίησης). 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 διεθνής επενδυτική βάση αποτελείται κυρίως από διαχειριστές κεφαλαίων και ταμεία αντιστάθμισης κινδύνου. Κατά την τελευταία έκδοση των Ευρωπαϊκών Μεσοπρόθεσμων Ομολόγων (EMTN), τον Ιούνιο 2014, η πλειονότητα των επενδυτών ήταν διαχειριστές κεφαλαίων (51%) και ταμεία αντιστάθμισης κινδύνου (27%). Γεωγραφικά, η βάση αυτή επικεντρώθηκε στο Ηνωμένο Βασίλειο κατά 54%, 23% των ομολόγων αγοράστηκαν από άλλους ευρωπαίους επενδυτές, εξαιρουμένων των εγχώριων, ενώ 14,5% της έκδοσης καλύφθηκε από εγχώριους επενδυτές. Με τη σταδιακή βελτίωση της πιστοληπτικής ικανότητας της Κύπρου αναμένεται αύξηση στη συμμετοχή τραπεζών, ασφαλιστικών, ταμείων συντάξεως και επιπλέον επενδυτές από τον τομέα της διαχείρισης κεφαλαίων.

### 3.2 Μεσοπρόθεσμες Χρηματοδοτικές Παραδοχές

Είναι σημαντικό να τονιστεί η τεχνική παραδοχή ότι μέχρι το πρώτο τρίμηνο 2016, θα χρησιμοποιηθεί ολόκληρο το ποσό των €10 δις. του Προγράμματος από τον ΕΜΣ και το ΔΝΤ. Αυτό δεν αποκλείει την πιθανότητα να καλυφθούν χρηματοδοτικές ανάγκες, ακόμα και πέραν του

<sup>1</sup> Αυτό αποτελείται από 14 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.

πρώτου τριμήνου 2016 εφόσον οι επιδόσεις των δημοσιονομικών συνεχίσουν με την παρούσα τάση. Ωστόσο μέχρι το πρώτο τρίμηνο 2016 είναι δυνατή η έξοδος στις αγορές για σκοπούς άσκησης διαχείρισης υποχρεώσεων ενώ οι κύριες χρηματοδοτικές ανάγκες καλύπτονται από επίσημες πηγές χρηματοδότησης. Επιπλέον ένα μέρος των νέων εκδόσεων του 2015 θα χρησιμοποιηθεί για την ενίσχυση των υφιστάμενων ρευστών διαθεσίμων. Ως εκ τούτου, αναμένεται ότι οι εκδόσεις χρέους κατά τη διάρκεια της εναπομένουσας διάρκειας του Προγράμματος θα έχουν μικρή επίδραση στο ύψος του δημόσιου χρέους.

Οι υποθέσεις εργασίας για την ΜΣΔΔΧ σχετικά με το δημοσιονομικό έλλειμμα και τις διαδικασίες αποκρατικοποιήσεων είναι οι προβλέψεις του Προγράμματος. Συγκεκριμένα, όσον αφορά τα έσοδα από τις αποκρατικοποιήσεις οι χρηματοδοτικές ανάγκες για το 2015 και 2016 μειώνονται κατά €500 εκ. ετησίως. Επιπλέον, η επίδραση ενδεχόμενων υποχρεώσεων ενσωματώνεται στις δημοσιονομικές ανάγκες και ανέρχεται σε €50 εκ. ετησίως, όπως επεξηγείται περαιτέρω στο υποκεφάλαιο 3.1.3.

#### **Υποθέσεις σχετικά με το κόστος δανεισμού**

Το μακροχρόνιο κόστος δανεισμού υπολογίστηκε βάσει της καμπύλης ομολόγων προθεσμιακών πράξεων (forward curve), των γερμανικών κρατικών ομολόγων, συν περιθώριο πιστωτικού κινδύνου (και κινδύνου ρευστότητας) το οποίο μειώνεται προς το τέλος της χρονικής περιόδου που καλύπτει η στρατηγική. 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 Ιούνιο 2014. 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 αναφορικά με τις 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(χαμηλό) με σταθερές προοπτικές
Fitch:	B- με θετικές προοπτικές
Moody's:	Baa3 με σταθερές προοπτικές
Standard & Poor's:	B με σταθερές προοπτικές

Από την έναρξη του Προγράμματος Οικονομικής Προσαρμογής, η Δημοκρατία αναβαθμίστηκε μεταξύ 3 μέχρι 4 βαθμίδες από τους προαναφερθέντες οίκους πιστοληπτικής αξιολόγησης. Αυτές ήταν οι πρώτες θετικές εξελίξεις όσον αφορά την πιστοληπτική αξιολόγηση από το 2010 και ήταν σημαντικές για να αλλάξει η αρνητική τάση. 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.

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.



**ΕΝΘΕΤΟ : Κύρια χαρακτηριστικά δανείων από τον Ευρωπαϊκό Μηχανισμό Στήριξης, και το Διεθνές Νομισματικό Ταμείο.**

Το τρέχον χρηματοδοτικό Πρόγραμμα με το ΔΝΤ είναι ένα Ταμείο Εκτεταμένης Διευκόλυνσης. Το εγκεκριμένο ποσό ανέρχεται σε SDR 891 εκ. το οποίο αντιστοιχεί, τη στιγμή της έγκρισης, σε €1.032 εκ. Το ποσό αυτό είναι ίσο με 563% της ποσόστωσης της Κύπρου στο ΔΝΤ.

Τα Ειδικά Τραβηκτικά Δικαιώματα, ΕΤΔ, (Special Drawing Rights, SDR) είναι ένα διεθνές αποθεματικό μέσο που η αξία του βασίζεται σε ένα καλάθι τεσσάρων βασικών νομισμάτων. Το ίδιο δεν αποτελεί πραγματικό νόμισμα, αλλά μέσο για πρόσβαση σε νομίσματα των κρατών μελών του ΔΝΤ.

Κάθε δόση από το ΔΝΤ για την Κύπρο αποπληρώνεται σε ίσες δόσεις μεταξύ 4,5 και 10 ετών σύμφωνα με τους κανονισμούς του Ταμείου Εκτεταμένης Διευκόλυνσης. Το επιτόκιο είναι κυμαινόμενο και αυξάνεται κλιμακωτά ανάλογα με τη διάρκεια του χρέους και του ποσού δανεισμού. Επιπλέον, η εξυπηρέτηση των δανείων από το ΔΝΤ γίνεται σε ΕΤΔ γι' αυτό και το χρέος ενέχει συναλλαγματικό κίνδυνο μέχρι την πλήρη αποπληρωμή του.

Η χρηματοδότηση από τον ΕΜΣ ορίστηκε για το υπόλοιπο των €10 δισ., δηλαδή για ποσό ύψους €8.968 εκ. Η μέση σταθμική χρονική διάρκεια αυτών των δανείων συμφωνήθηκε στα 15 χρόνια, ενώ η μέγιστη διάρκεια καθορίστηκε στα 20 χρόνια. Όσον αφορά τις αποπληρωμές, αυτές προβλέφθηκαν να γίνουν μεταξύ του 2024 και 2033.

Το επιτόκιο προκύπτει από τον συσχετισμό του υπολογιζόμενου κόστους δανεισμού του ΕΜΣ με το συνδυασμό χρηματοδότησης της συγκεκριμένης χώρας από τον Ιούνιο του 2014 (ο συνδυασμός αυτός εξαρτάται από την πορεία εκταμίευσης και αποπληρωμής της χώρας) και την ενσωμάτωση του κόστους περιθωρίου και τα πληρωτέα τέλη. Το υπολογιζόμενο κόστος δανεισμού του ΕΜΣ, προβλέπεται χρησιμοποιώντας την αγορά ως βάση για τον υπολογισμό των μελλοντικών επιτοκίων της αγοράς χρήματος στη ζώνη του ευρώ, προσθέτοντας ένα προβλεπόμενο περιθώριο. Το τρέχον επιτόκιο (2014) είναι περίπου 1% αλλά προβλέπεται όπως αυξηθεί μακροπρόθεσμα πέραν του 2,5%.

#### **4.2 Κόστος και Κίνδυνοι του Υφιστάμενου Χαρτοφυλακίου Χρέους**

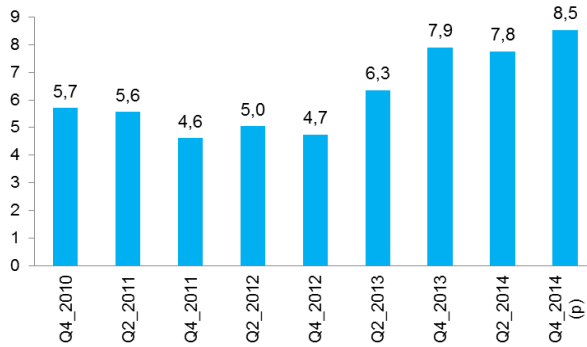
Το μέσο σταθμικό κόστος του χρέους αναμένεται να είναι 2,9% στο τέλος του 2014 το οποίο είναι το χαμηλότερο επίπεδο από το 2010. Το κόστος μειώθηκε σημαντικά λόγω του χαμηλού επιτοκίου που φέρουν τα δάνεια που λήφθηκαν από το ΕΜΣ και το ΔΝΤ, αν και πρόκειται για δάνεια με χαρακτηριστικά δανείων κυμαινόμενου επιτοκίου και λόγω της χαμηλής βάσης του Euribor. Παρόλα αυτά, το κόστος αγοράς των Γραμματίων Δημοσίου και ξένων ομολόγων, τα μοναδικά προϊόντα της αγοράς που εκδόθηκαν πρόσφατα, είναι τα ψηλότερα της Ευρωζώνης.

#### **Κίνδυνος Αναχρηματοδότησης**

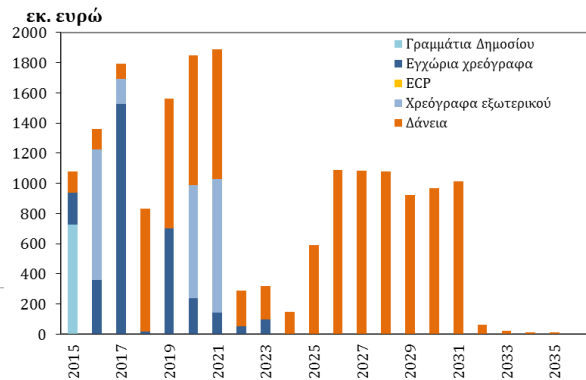
Στο τέλος του 2014 ο μέσος όρος λήξεων χρέους αναμένεται να είναι, στο ιστορικά ψηλό επίπεδο των 8,5 χρόνων (προκαταρκτική εκτίμηση). Αυτό είναι ένα φυσικό αποτέλεσμα λόγω των μακροπρόθεσμων δανείων από επίσημες πηγές με μέση σταθμική διάρκεια των δανείων του ΕΜΣ στα 15 χρόνια.

Παρά το ότι, στο χρονοδιάγραμμα λήξεων χρέους, υπάρχει, σε γενικές γραμμές βελτίωση, το τρέχον χρονοδιάγραμμα λήξεων παρουσιάζει μια συγκέντρωση λήξεων τα χρόνια 2015-2020. Συγκεκριμένα, γύρω στο 40% του χρέους θα πρέπει να αποπληρωθεί μέσα σε πέντε χρόνια.

Διάγραμμα 3: Μέση διάρκεια χρέους, τέλος 2014



Διάγραμμα 4: Χρονοδιάγραμμα λήξης χρέους, τέλος 2014

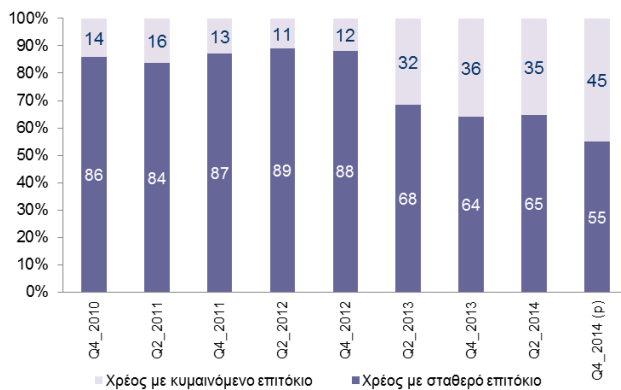


**Επιτόκιο και συναλλαγματικός κίνδυνος**

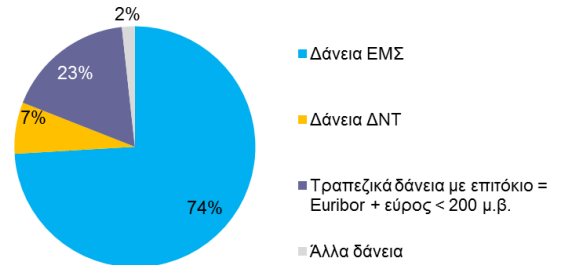
Στο τέλος Δεκεμβρίου 2014 η δομή του χρέους όσον αφορά το επιτόκιο προβλέπεται να είναι 55% του χρέους με σταθερό επιτόκιο και 45% του χρέους με κυμαινόμενο, όπως φαίνεται από το Διάγραμμα 5.

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 τις βασικές χρεώσεις.

Διάγραμμα 5: Σύνθεση επιτοκίου του χρέους, τέλος 2014

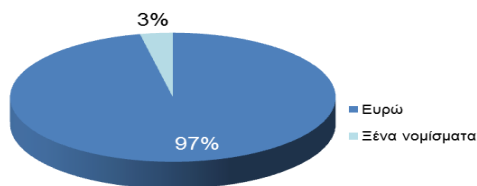


Διάγραμμα 6: Κατανομή κυμαινόμενου επιτοκίου του χρέους, τέλος 2014



Ο συναλλαγματικός κίνδυνος του υφιστάμενου χαρτοφυλακίου χρέους είναι περιορισμένος λόγω του ότι περίπου 3% του χρέους αποδίδεται σε ξένο νόμισμα, το οποίο είναι αποκλειστικά σε ΕΤΔ το οποίο είναι καλάθι νομισμάτων, από το οποίο το εγχώριο νόμισμα (Ευρώ) αποτελεί ένα σημαντικό μέρος.

Διάγραμμα 7: Σύνθεση νομίσματος του χρέους, τέλος 2014





## 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

Οι πιθανοί κίνδυνοι που εγκυμονεί η μεταπρογραμματική περίοδος με την οικονομία να προσαρμόζεται από την χρηματοπιστωτική και οικονομική κρίση, αναμένεται να παραμείνουν κατά τη διάρκεια των πρώτων χρόνων μετά την έξοδο από το Πρόγραμμα. Για να μειωθούν οι πιθανοί κίνδυνοι και να διασφαλιστεί η άνετη πρόσβαση στις κεφαλαιαγορές, θα ήταν ωφέλιμο να διατηρηθούν χαμηλές λήξεις χρέους κατά τα πρώτα χρόνια μετά τη λήξη του Προγράμματος ώστε να μετριαστεί ο δανεισμός από τις αγορές και μετά από αυτή την περίοδο να διατηρηθεί ένα ομαλό χρονοδιάγραμμα λήξεων. Οι χαμηλές λήξεις χρέους κατά τα πρώτα χρόνια μετά τη λήξη του Προγράμματος θα μειώσουν τον κίνδυνο αναχρηματοδότησης και θα παρέχουν τον αναγκαίο χώρο για χρηματοδότηση σε περίπτωση που οι χρηματοδοτικές ανάγκες είναι μεγαλύτερες από τις προβλεπόμενες ή οι συνθήκες της αγοράς είναι δυσμενείς. Η ύπαρξη ομαλής δομής λήξης χρονοδιαγράμματος μεταγενέστερα, θα μειώσει με τον ίδιο τρόπο τον κίνδυνο αναχρηματοδότησης προβάλλοντας μια εικόνα σταθερότητας και ομαλότητας.

Το ύψος του βραχυπρόθεσμου χρέους κάθε χρόνο θα επηρεάζεται σημαντικά 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 φάσμα του βραχυπρόθεσμου χρέους προβλέπεται να κυμαίνεται μεταξύ 1%-5% του συνολικού χρέους. Προκειμένου να ληφθούν υπόψη μεταβολές στο ύψος του χρέους και για να μην τεθεί σε κίνδυνο η συγκράτηση του κινδύνου αναχρηματοδότησης, το βραχυπρόθεσμο χρέος κατά την προγραμματική περίοδο θα παραμείνει εντός του ορίου των €750 εκ.

Συνεπώς το μεσοπρόθεσμο και μακροπρόθεσμο χρέος αναμένεται να είναι τουλάχιστον το 95% 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. Οι μεσοπρόθεσμες ή μακροπρόθεσμες λήξεις χρέους για το 2015 έχουν οριοθετηθεί γύρω στα €1.300 εκ.. Για τα έτη 2016-2018 ο προβλεπόμενος στόχος είναι ότι αυτές οι λήξεις χρέους δε θα υπερβούν τα €1.750 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, κατ' ανάγκη, αύξηση του βραχυπρόθεσμου χρέους. Η διατήρηση του μεσοπρόθεσμου/ μακροπρόθεσμου δανεισμού σε ένα λογικό επίπεδο, μπορεί να επιτευχθεί μέσω της έκδοσης ομολόγων μεγαλύτερης διάρκειας ή μέσω ανταλλαγής υφιστάμενων μεσοπρόθεσμων ομολόγων με ομόλογα μεγαλύτερης διάρκειας. Οι στόχοι αυτοί βασίζονται σε προβλέψεις των σημερινών αναγκών δανεισμού και δύναται να αναθεωρηθούν εάν υπάρξουν ουσιώδεις αλλαγές στις ανάγκες αυτές. Για να διασφαλιστεί μια ορθολογική ισορροπία μεταξύ μεσοπρόθεσμων και μακροπρόθεσμων λήξεων χρέους και βραχυπρόθεσμου δανεισμού, η μέση εναπομένουσα διάρκεια του εμπορεύσιμου χρέους δε θα μειωθεί πέραν των 3 χρόνων μέχρι το τέλος του 2019 (της περιόδου δηλαδή που καλύπτει η ΜΣΔΔΧ).

## 5.2 Περιορισμός Πιθανών Κινδύνων

Οι πιθανοί κίνδυνοι και η αβεβαιότητα της μεταπρογραμματικής περιόδου θα μετριαστούν μέσω της αύξησης του αποθέματος των ρευστών διαθεσίμων και τον περιορισμό του κινδύνου που αφορά τη συναλλαγματική ισοτιμία και το επιτόκιο.

Τα ρευστά διαθέσιμα της κυβέρνησης αποτελούνται από (i) το κατώτερο όριο των €500 εκ. για κάλυψη των αναγκών ρευστότητας σύμφωνα με απόφαση της του Υπουργικού Συμβουλίου και (ii) επί του παρόντος, το ποσό των €200 εκ. για ταμειακά αποθέματα. Η ύπαρξη ενός αυξημένου επιπέδου ρευστών διαθεσίμων, υψηλότερο από το σημερινό ποσό, θα μειώσει τον κίνδυνο ρευστότητας και θα βελτιώσει ποιοτικά τη γνώμη της αγοράς για τους κινδύνους που αντιμετωπίζει η Δημοκρατία, μειώνοντας έτσι το κόστος δανεισμού. Στόχος είναι τα ταμειακά αποθέματα να αυξηθούν σε €500 εκ. μέχρι το τέλος του 2015 και στη συνέχεια θα επαναξιολογούνται σε ετήσια βάση. Αυτό θα έχει ως αποτέλεσμα τα ρευστά διαθέσιμα να φθάσουν το €1 δισ. μέχρι το τέλος του 2015, ποσό το οποίο καλύπτει τις περισσότερες χρηματοδοτικές ανάγκες για το 2016.

Επιπρόσθετα, το ποσό του €1 δισ. προβλέπεται ότι θα είναι αρκετό για να καλύψει το δημοσιονομικό έλλειμμα και τις βραχυπρόθεσμες αποπληρωμές τουλάχιστον για μια περίοδο τριών μηνών. Πέραν των αποθεμάτων αυτών, τα διαθέσιμα αποθέματα θα μεταβάλλονται σύμφωνα με τις συνολικές χρηματοδοτικές ανάγκες κατά τους επόμενους τρεις μήνες.

Θα πρέπει να τονιστεί ότι, η στρατηγική επιλογή για διατήρηση υψηλών ρευστών διαθεσίμων είναι σημαντική για τη μείωση του κινδύνου ρευστότητας, όμως προϋποθέτει σημαντικά δημοσιονομικά κόστη. Γι' αυτό θα πρέπει να παρακολουθείται στενά και να συνοδεύεται από επενδυτική πολιτική για πλεονάζουσα ρευστότητα έτσι ώστε να μετριάζεται 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 Μέρος 5.6, κάτω από σενάρια ανοτοχής, 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 την αναχρηματοδότηση κινδύνου. 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 υπάρχει ακόμη επικέντρωση σε εκδόσεις σε ευρώ.

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 καθώς αυτή την περίοδο τα επιτόκια είναι σε ιστορικά χαμηλά επίπεδα και μια αύξηση των βασικών επιτοκίων μεσοπρόθεσμα είναι σχεδόν βέβαιη. Βασικά, το χρέος με κυμαινόμενο επιτόκιο αποτελεί ήδη ένα σημαντικό ποσοστό της τάξης του 45% του χαρτοφυλακίου του χρέους και αναμένεται να φθάσει το 55% μέχρι το τέλος της περιόδου που καλύπτει η στρατηγική, παρόλο που, όπως επεξηγήθηκε πιο πάνω, αυτό αντιστοιχεί σε επίσημο χρέος που φέρει χαμηλό περιθώριο. Καθώς είναι πιο επιθυμητό να υπάρχει ένα προφίλ σταθερού επιτοκίου, για να υπάρχει βεβαιότητα στις πληρωμές εξυπηρέτησης χρέους, ίσως είναι προτιμητέο να προσεγγιστούν 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. Αυτό ερμηνεύεται σε

συνολικό ποσοστό μέχρι 60% του συνολικού χρέους με κυμαινόμενο επιτόκιο στις περιπτώσεις που υπολογίζεται τόσο για επίσημες πηγές όσο και για πηγές της αγοράς.

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 από μια δεξαμενή σταθερών χρηματοδοτικών εργαλείων τα οποία θα δημιουργήσουν μια σταδιακή αύξηση στο κόστος δανεισμού διαχρονικά. Με τη σταδιακή αποπληρωμή των επίσημων δανείων από το ΔΝΤ και τον ΕΜΣ αρχίζοντας το 2017, το επίπεδο του χρέους με κυμαινόμενο επιτόκιο θα υποχωρήσει καθώς παράλληλα 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, κατά τη διάρκεια της πρώτης μεταπρογραμματικής περιόδου, 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. Αυτός ο στόχος μπορεί να επιτευχθεί μέσω της μείωσης του κόστους ρευστότητας της αύξησης της βάσης επενδυτών και της δημιουργίας ενός πιο ισχυρού μηχανισμού καθορισμού τιμών. Η απουσία καλής λειτουργίας της αγοράς οδηγεί σε αύξηση του κόστους δανεισμού για τη Δημοκρατία και είναι ένα εμπόδιο για την ανάπτυξη μιας ρευστής εγχώριας αγοράς.

Η ανάπτυξη μιας λειτουργικής αγοράς τίτλων είναι μια σταδιακή διαδικασία η οποία χρειάζεται μερικά χρόνια για να ολοκληρωθεί. Αυτή η διαδικασία θα αρχίσει με την ανάπτυξη της αγοράς σε βραχυπρόθεσμο επίπεδο και μέχρι το τέλος της προγραμματικής περιόδου θα μεταβεί σε μια ολοκληρωμένη λειτουργική αγορά τίτλων.

Ένα ιδιαίτερο χαρακτηριστικό της κυπριακής αγοράς κυβερνητικών τίτλων (τόσο εγχώρια όσο και διεθνώς) είναι η σχετικά ρηχή ρευστότητα η οποία οδηγεί σε υψηλά κόστη για νέες εκδόσεις και μειώνει έτσι τη διαθέσιμη δεξαμενή επενδυτών. Αυτό είναι ένα ζήτημα που το ΓΔΔΧ αντιμετωπίζει ως βασικό για τη μείωση του κόστους και ευελπιστεί να βελτιωθεί κατά την υπό αναφορά χρονική περίοδο, όπως περιγράφεται πιο κάτω.

Σε πρώτη φάση, είναι αναγκαίο να δημιουργηθεί μια λειτουργική αγορά Γραμματίων Δημοσίου με συχνές δημοπρασίες σε καθορισμένες ημερομηνίες και δημοσιευμένο ημερολόγιο δημοπρασιών. Η αγορά Γραμματίων Δημοσίου, σε συνδυασμό με τα βήματα για ανάπτυξη μιας κεφαλαιαγοράς με υψηλή ρευστότητα για μεσοπρόθεσμη και ακολούθως μακροπρόθεσμη διάρκεια ομολόγων, θα εξασφαλίσει ένα αποδεχτό επίπεδο ρευστότητας.

Το ΓΔΔΧ θα λάβει ένα αριθμό δράσεων για την οικοδόμηση μιας καμπύλης μακροπρόθεσμων αποδόσεων εκδίδοντας μεσοπρόθεσμους και μακροπρόθεσμους τίτλους σε ευρώ στις διεθνείς αγορές.

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 καθώς θα αποτελεί ένα πιο σταθερό υποσύνολο κατανομής της συνολικής επενδυτικής βάσης και θα προσφέρει ευκαιρίες για τους εγχώριους επενδυτές να διαφοροποιήσουν τις επενδυτικές τους επιλογές. Προς το παρόν, η εγχώρια βάση επενδυτών αποτελείται σε μεγάλο βαθμό από τα εγχώρια χρηματοπιστωτικά ιδρύματα τα οποία κατέχουν το μεγαλύτερο μέρος των κυβερνητικών ομολόγων. Ένας πρόσθετος στρατηγικός στόχος είναι η διαφοροποίηση της εγχώριας επενδυτικής βάσης έτσι ώστε να περιλαμβάνει ένα διαφοροποιημένο σύνολο επενδυτών με διαφορετικές επενδυτικές προτιμήσεις και επενδυτικούς ορίζοντες.

Ο στρατηγικός στόχος προς το τέλος της προγραμματικής περιόδου είναι η εφαρμογή μιας λειτουργικής και αποτελεσματικής αγοράς μακροπρόθεσμων ομολόγων μέσω της εισαγωγής κατάλληλων δομών αγοράς (π.χ. μέσω Κύριων Διαπραγματευτών). Χωρίς μια καλά λειτουργική και αποτελεσματική και με υψηλή ρευστότητα αγορά ομολόγων, το επιπλέον κόστος κινδύνου θα παραμείνει ψηλό ενώ η πρόσβαση στις αγορές θα είναι περιορισμένη σε σχέση με τους ανταγωνιστές οι οποίοι έχουν μια αναπτυγμένη αγορά ομολόγων. Η ύπαρξη αγοράς κρατικών ομολόγων έχει θετικό αντίκτυπο σε άλλους τομείς της οικονομίας και είναι ιδιαίτερα σημαντική στην ανάπτυξη της κεφαλαιαγοράς ως συμπλήρωμα της τραπεζικής χρηματοδότησης. Περαιτέρω επιτρέπει την εισαγωγή άλλων χρηματοοικονομικών προϊόντων όπως συμφωνίες επαναγοράς (repos) και άλλα εργαλεία που μπορούν να συμβάλουν στην διαχείριση κινδύνου και στην χρηματοοικονομική σταθερότητα. Τέλος, η υποδομή που χρειάζεται για την ανάπτυξη της αγοράς, από τεχνικής, νομικής και θεσμικής άποψης θα έχει όφελος σε ολόκληρο το χρηματοοικονομικό σύστημα.

#### **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 2015 – 2019. 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.

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 κόστη χαμηλότερα. Η ύπαρξη μιας ανομοιογενούς βάσης επενδυτών (π.χ. μόνο εγχώριες τράπεζες) θα μειώσει την πιθανότητα να εγκαταλείψουν ταυτόχρονα την αγορά όλοι οι επενδυτές και κατά συνέπεια μειώνονται οι κίνδυνοι αναχρηματοδότησης.

Οι καλές σχέσεις με τους επενδυτές είναι σημαντικές καθώς πέραν από τις θετικές επιπτώσεις προσέλκυσης καινούργιων επενδυτών, μια καλά ενημερωμένη επενδυτική βάση είναι λιγότερο ευμετάβλητη και είναι πιο έτοιμη να διαπραγματευτεί με τον δανειζόμενο καθώς υπάρχει μεγαλύτερη βεβαιότητα για τους κινδύνους που σχετίζονται με τις συναφείς επενδύσεις.

Αυτά τα ποιοτικά χαρακτηριστικά θα πρέπει να οδηγήσουν σε ποσοτικές μειώσεις του κόστους δανεισμού μέσω καλύτερης τιμολόγησης και μείωσης των του επιπλέον κόστους κινδύνου τα οποία στην περίπτωση της Κυπριακής Δημοκρατίας αντιπροσωπεύουν ένα σημαντικό κομμάτι της διαφοράς των επιτοκίων με άλλες συγκρίσιμες χώρες.

#### **5.5 Τυποποιημένη Ποσοτική Ανάλυση**

Για την επίτευξη των μεσοπρόθεσμων στόχων η στρατηγική δανεισμού είναι αναγκαία να ακολουθεί και να τηρεί τις γενικές κατευθυντήριες γραμμές. Για την κατανόηση των διαφόρων μηχανισμών των επιλογών δανεισμού και για την επέκταση και εμπάθυνση της ανάλυσης, χρησιμοποιήθηκε ένα

αναλυτικό εργαλείο που ανέπτυξαν από κοινού το ΔΝΤ μαζί με την 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 στρατηγικές αλλά αυτές οι τέσσερις επιλέγηκαν για να τονιστούν οι κύριες εναλλακτικές στρατηγικές επιλογές.

Για την περίπτωση της Κύπρου μία συγκεκριμένη στρατηγική δεν μπορεί να περιγραφεί ως βασική, δεδομένης της πλήρους χρηματοδότησης από το Πρόγραμμα από το δεύτερο τρίμηνο του 2013, ως αποτέλεσμα του αποκλεισμού της χώρας από τις διεθνείς κεφαλαιαγορές στα μέσα του 2011. Ως εκ τούτου, και οι τέσσερις στρατηγικές μπορούν να θεωρηθούν ως ισότιμα νέες για τη διαχείριση του κυπριακού δημόσιου χρέους. Όλες οι στρατηγικές υιοθετούν την υπόθεση πως η χρηματοδότηση όλων των αναγκών, εκτός από το βραχυπρόθεσμο χρέος, το 2015 και πρώτο τρίμηνο του 2016 θα επιτευχθεί με χρηματοδότηση από το Πρόγραμμα καθώς και απορρόφηση ολόκληρου του ποσού των €10 δισ. του χρηματοδοτικού Προγράμματος. Ωστόσο, δεδομένων των προσπαθειών που καταβάλλονται για επανάκτηση πλήρους παρουσίας στην αγορά, οι στρατηγικές ξεετάζουν επίσης μια εκδόσεις στις αγορές με ουδέτερη επίπτωση στο ύψους του δημόσιου χρέους κατά την περίοδο του Προγράμματος, δηλαδή τα έσοδα των εκδόσεων χρησιμοποιούνται σχεδόν εξ' ολοκλήρου για επαναγορά χρέους. Αυτό είναι σύμφωνο με τις κατευθυντήριες γραμμές για εξομάλυνση του χρονοδιαγράμματος λήξεων χρέους.

Οι τέσσερις υπό εξέταση στρατηγικές είναι οι ακόλουθες:

**Στρατηγική 1: μείωση κόστους.** Η Στρατηγική αυτή προϋποθέτει χρηματοδότηση της αγοράς κατά την μεταπρογραμματική περίοδο με 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 2: επέκταση διάρκειας.** Σύμφωνα με αυτή τη στρατηγική η χρηματοδότηση της αγοράς την μεταπρογραμματική περίοδο 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 3: διαφοροποίηση της επενδυτικής βάσης.** Αυτή η στρατηγική είναι ταυτόσημη σε όλες τις παραμέτρους 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 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 3ετή και ακολούθως σε 5ετή εγχώρια ομόλογα. Σ' αυτή την περίπτωση 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 1,50%, τα μακροπρόθεσμα κατά 3,00% ενώ τα επιτόκια των δανείων του ΕΜΣ και του ΔΝΤ κατά 0,25% και 0,5%, αντίστοιχα, δεδομένης της ημμεταβλητής φύσεως τους. Το επιτόκιο Euribor για τα άλλα δάνεια με κυμαινόμενα επιτόκια αυξάνονται κατά 1,50%. Αυτό είναι ένα μόνιμο σοκ το οποίο ισχύει για ολόκληρη την 5ετή περίοδο.
- **Σενάριο 2: σοβαρό σοκ επιτοκίου.** Τα μεσοπρόθεσμα και μακροπρόθεσμα επιτόκια της αγοράς παρουσιάζουν διπλάσια αύξηση από το Σενάριο 1, ενώ τα δανειστικά επιτόκια του

ΕΜΣ και του ΔΝΤ αυξάνονται κατά 0,5% και 1,0%, αντίστοιχα. Το επιτόκιο Euribor αυξάνεται κατά 2,50%. Αυτό είναι ένα μόνιμο σοκ που ισχύει για ολόκληρη την 5ετή 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 2019. 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 πιθανώς δεν είναι εφικτό. Τα αποτελέσματα πρέπει να ερμηνευτούν με προσοχή καθώς η ανάλυση γίνεται ενδεικτικά και δεν πρέπει να ερμηνευθεί πως τα αποτελέσματα αποτελούν το πραγματικό κόστος και κινδύνους.

Στην τυποποιημένη ανάλυση το μέσο κόστος αυξάνεται κάτω από όλες τις στρατηγικές. Με την εφαρμογή των εναλλακτικών στρατηγικών το κόστος αυξάνεται μεταξύ 3,4% και 4,0% στο τέλος της προγραμματικής περιόδου, από 2,9% στην αρχή της προγραμματικής περιόδου. Ταυτόχρονα οι δείκτες λήξεων χρέους επιδεινώνονται στα τέλη του 2019 με τη μέση διάρκεια να μειώνεται από 7,7 χρόνια σε ένα φάσμα μεταξύ 5,5 και 7,3 ετών. Η τάση στους δείκτες κόστους και λήξης χρέους είναι αναπόφευκτη δεδομένης της επιστροφής στην πλήρη χρηματοδότηση από τις αγορές κατά τη μεταπρογραμματική περίοδο και τη μείωση της εναπομένουσας διάρκειας των δανείων από επίσημες πηγές.

Οι δείκτες αναπροσαρμογής του επιτοκίου για το συνολικό χρέος (ΜΧΑ: Μέσος Χρόνος Αναπροσαρμογής και αναπροσαρμογή χρέους εντός ενός έτους) επηρεάζονται κατά πολύ λόγω των δανείων με κυμαινόμενο επιτόκιο του ΕΜΣ –ΔΝΤ, όπως επεξηγήθηκε στο Ένθετο 1. Ως εκ τούτου, λήφθηκαν υπόψη οι δείκτες αναπροσαρμογής του εμπορεύσιμου χρέους. Ομοίως, ενώ οι δείκτες της Μέσης Διάρκειας Λήξης χρέους (ΜΔΛ) ολόκληρου του χαρτοφυλακίου, είναι βασικοί στατιστικοί δείκτες κινδύνου, η εξέταση των αντίστοιχων δεικτών της ΜΔΛ του εμπορεύσιμου χρέους είναι ισότιμα σημαντικοί για την επιλογή στρατηγικής.

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 3 (διαφοροποίηση επενδυτών) η οποία αφορά τη διεύρυνση της επενδυτικής βάσης με ψηλότερο κόστος συναλλαγματικού κινδύνου.

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

Πίνακας 4: Δείκτες κόστους-κινδύνου κάτω από εναλλακτικές στρατηγικές

Δείκτες Κινδύνου		2014	Τέλος 2019			
			S1	S2	S3	S4
Έμμεσο επιτόκιο (%)		2,9	3,4	3,9	4,0	3,6
Κίνδυνος αναχρηματοδότησης	Σταθμισμένη μέση διάρκεια χρέους (χρόνια)	7,5	5,5	7,2	7,3	6,4
	Σταθμισμένη μέση διάρκεια εμπορεύσιμου χρέους (χρόνια)	2,7	1,4	6,3	6,5	2,8
Κίνδυνος επιτοκίου						
	Μέση διάρκεια αναπροσαρμογής χρέους (χρόνια)	1,9	1,1	2,9	2,9	1,5
	Μέση διάρκεια αναπροσαρμογής εμπορεύσιμου χρέους (χρόνια)	2,2	1,1	6,1	6,2	2,5
	Χρέος που αναπροσαρμόζεται εντός 1 έτους (% επί συνόλου)	64,0	80,8	64,2	65,1	72,6
	Εμπορεύσιμο χρέος που αναπροσαρμόζεται εντός 1 έτους (% επί συνόλου)	19,3	18,9	3,9	3,9	7,4
	% χρέους με σταθερά επιτόκια	53,1	41,5	43,1	42,1	38,3
Κίνδυνος συναλλάγματος						
	% χρέους εκπεφρασμένο σε ξένα νομίσματα	3,2%	5,4%	5,2%	18,8%	4,9%

Η **Στρατηγική 1** είναι, μαζί με την Στρατηγική 4, η πιο ευεργετική σε όρους κόστους αλλά κατατάσσεται τελευταία όσον αφορά τη διάρκεια και τον κίνδυνο επιτοκίου. Ενώ το όφελος από το κόστος είναι κατά μέσο όρο γύρω στο 0,4% χαμηλότερο σε σχέση με τις άλλες στρατηγικές και άρα αξιοσημείωτο οι δείκτες κινδύνου είναι σημαντικοί.

Η **Στρατηγική 2** παρουσιάζει ένα πιο επιθυμητό συνδυασμό αποτελέσματος κόστους – κινδύνου. Το κόστος είναι κάπως ψηλό σε σχέση με τα αποτελέσματα των άλλων στρατηγικών. Την ίδια στιγμή οι δείκτες κινδύνου παρουσιάζουν καλύτερη απόδοση σε σχέση με τις άλλες στρατηγικές χωρίς κάποιος δείκτης να υστερεί σε σχέση με τις άλλες στρατηγικές.

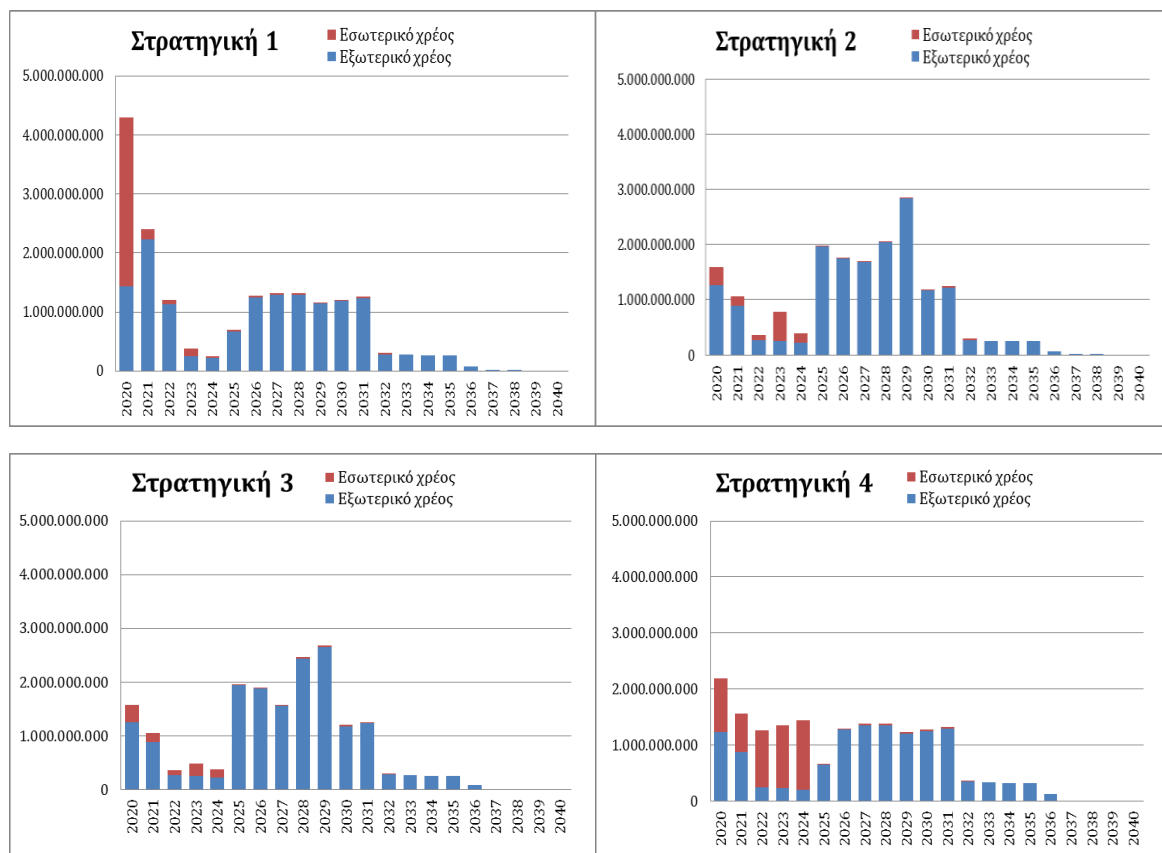
Η **Στρατηγική 3** διαφάνηκε να παρουσιάζει ψηλότερο κόστος από όλες τις άλλες στρατηγικές και εμπερικλείει μια σημαντική αύξηση του συναλλαγματικού κινδύνου. Οι υπόλοιποι παράμετροι κινδύνου οι οποίοι αφορούν μέση διάρκεια και κίνδυνο επιτοκίου είναι ταυτόσημοι με την Στρατηγική 2 και καλύτεροι από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

Η **Στρατηγική 4** παρουσιάζεται ικανοποιητική σε όρους κόστους καθώς το μέσο κόστος της μαζί με αυτό της Στρατηγικής 1, είναι το χαμηλότερο, αλλά οι δείκτες κινδύνου παρουσιάζουν μέτρια απόδοση σε σχέση με τις άλλες στρατηγικές. Συγκεκριμένα, ενώ το κόστος παρουσιάζεται χαμηλό, το νέο-εκδοθέν εμπορεύσιμο χρέος έχει γενικά, μικρότερη διάρκεια καθώς εκδόθηκε μέσα από 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 1 προκύπτει ένα εξαιρετικά επικίνδυνο χρονοδιάγραμμα αναχρηματοδότησης το οποίο δεν μπορεί να θεωρηθεί βιώσιμο ακόμη και κάτω από επιθυμητές συνθήκες της αγοράς. Οι Στρατηγικές 2 και 3 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 (2020 - 2024) να είναι σε διαχειρίσιμα επίπεδα. Η Στρατηγική 4 προκαλεί μία

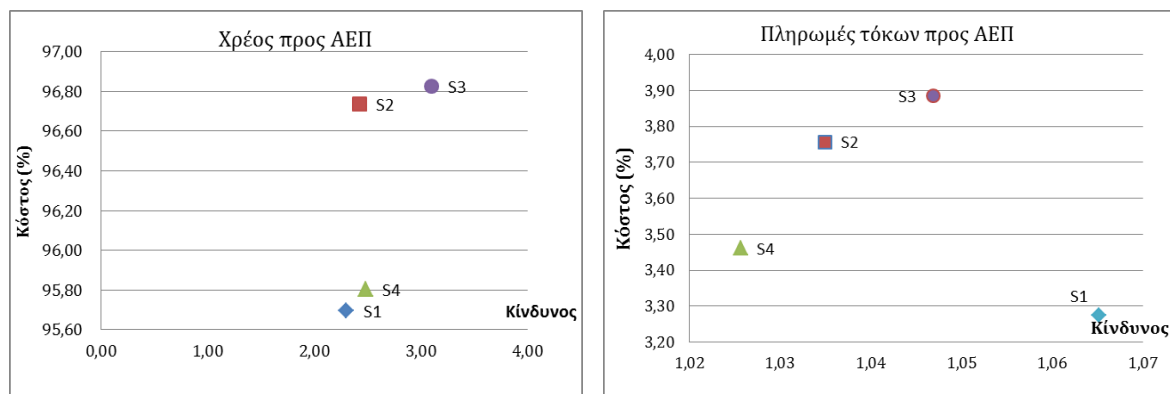
συγκέντρωση λήξεων χρέους κατά την αρχική περίοδο αν και μεταγενέστερα, προκύπτει μια πιο ισορροπημένη κατανομή λήξεων χρέους.

Διάγραμμα 8: Προβλεπόμενο χρονοδιάγραμμα λήξεων τέλος του 2019 (Ευρώ)



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

Διάγραμμα 9: Παρουσίαση Στρατηγικής κάτω από σενάρια αντοχής



Όσον αφορά το δείκτη Χρέους ως ποσοστό του ΑΕΠ, οι Στρατηγικές 2 και 3 παρουσιάζουν τα χειρότερα αποτελέσματα κάτω από ένα σοκ καθότι ο δείκτης αυτός αυξάνεται απότομα όταν



υπόκειται σε σοκ. Αυτό βεβαίως είναι φυσικό επακόλουθο εφόσον η Στρατηγική 3 περιλαμβάνει δανεισμό σε ξένο νόμισμα και η Στρατηγική 2 συνδυάζει ένα μεγάλο μέρος του δανεισμού σε μακροχρόνιο χρέος και ως εκ τούτου έχει ψηλότερο κόστος. Για το δείκτη Χρέος ως ποσοστό του ΑΕΠ οι Στρατηγικές 1 και 4 παρουσιάζουν παρόμοια αποτελέσματα. Σε όρους επιτοκίου ως ποσοστό του ΑΕΠ η Στρατηγική 1 είναι πιο ευαίσθητη κάτω από σενάριο αντοχής αλλά η επίδραση κόστους σε απόλυτους όρους είναι η μικρότερη. Σε απόλυτους όρους οι Στρατηγικές 2 και 3 έχουν ψηλότερο κόστος και κατατάσσονται μέσες όσον αφορά ανθεκτικότητα σε σοκ. Η Στρατηγική 4 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 εφαρμοστεί η Στρατηγική 2.

Η Στρατηγική 2 ακολουθεί τις αρχές και οδηγεί στην εκπλήρωση των στόχων που τέθηκαν στις Κατευθυντήριες Γραμμές 2015 – 2019. Το χρονοδιάγραμμα χρέους εξομαλύνεται καθώς υπάρχει μικρή συγκέντρωση μελλοντικών αποπληρωμών μετά το τέλος της περιόδου στρατηγικής. Αυτή η στρατηγική, μέρος της οποίας είναι η δημιουργία ενός μαξιλαριού ρευστότητας κατά το αρχικό στάδιο της περιόδου, φαίνεται να συμβάλει τη διαχείριση του κινδύνου αναχρηματοδότησης πιο αποτελεσματικά σε σχέση με τις εξεταζόμενες εναλλακτικές.

Επιπλέον, η Στρατηγική 2 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 2 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.

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 δε 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 2 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 ένα από τα εργαλεία επιλογής στρατηγικής και όχι το μοναδικό. 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 πια στρατηγική θα επιλεγεί.

## **6 Θεσμικό Πλαίσιο και Θέματα Εφαρμογής**

Η στρατηγική διαχείρισης χρέους σχεδιάζεται σε ετήσια βάση από το ΓΔΔΧ και εγκρίνεται προκαταρκτικά από τον Υπουργό Οικονομικών ο οποίος ενημερώνει σχετικά την Επιτροπή Οικονομικών της Βουλής. Η στρατηγική εγκρίνεται από το Υπουργικό Συμβούλιο. Το ΓΔΔΧ είναι η υπεύθυνη οντότητα για τον σχεδιασμό και όταν εγκριθεί από το Υπουργικό Συμβούλιο, την εφαρμογή της στρατηγικής.

Το ΓΔΔΧ βρίσκεται στην διαδικασία βελτίωσης και εφαρμογής του σχεδιασμού της οργανωτικής του δομής, εισαγωγή εξειδικευμένου συστήματος πληροφορικής και αναβάθμισης των εργασιών παρακολούθησης της αγοράς και διαχείρισης των σχέσεων με τους επενδυτές, μέσω αλλαγών στο θεσμικό και οργανωτικό πλαίσιο.

### **Υποδομή**

Σχετικά με την οργανωτική δομή του ΓΔΔΧ, θα μελετηθούν μέτρα για την βελτίωση και ενδυνάμωση της υφιστάμενης δομής του ΓΔΔΧ. Επιπλέον, οι υφιστάμενες διαδικασίες εσωτερικού ελέγχου θα εξεταστούν και θα επανεκτιμηθεί η αποτελεσματικότητά τους. Μέσω της διαδικασίας αυτής θα ταυτοποιηθούν ενδεχόμενοι κίνδυνοι και θα οριστεί σχετικό πλαίσιο πολιτικής.

Η δημιουργία υποδομής μηχανογράφησης βρίσκεται υπό υλοποίηση. Αφού ληφθούν υπόψη οι ιδιαίτερες συνθήκες και περιορισμοί του ΓΔΔΧ θα προχωρήσει η υλοποίηση της κατάλληλης επιλογής.

### **Σχέσεις με επενδυτές και παρακολούθηση αγοράς**

Η ανάγκη ενδυνάμωσης των σχέσεων με επενδυτές θα επιτευχθεί με την εφαρμογή λειτουργίας επενδυτικών σχέσεων εντός του ΓΔΔΧ. Η λειτουργία αυτή και οι σχετικές εργασίες θα οργανωθούν με βάση τις πιο κάτω σημαντικές αρχές:

- Συνέπεια και ακρίβεια πληροφοριών
- Έγκαιρη διαθεσιμότητα των πληροφοριών
- Ύπαρξη επικοινωνιακής στρατηγικής

Η επικοινωνιακή στρατηγική, μεταξύ άλλων, θα περιέχει αριθμό καναλιών επικοινωνίας και δράσεις οι οποίες θα χρησιμοποιούνται για να διαχέονται πληροφορίες στους συμμετέχοντες στην αγορά και παρουσιάζονται πιο κάτω:

Πίνακας 5: Δράσεις βελτίωσης επικοινωνίας με την αγορά

Υφιστάμενες	Μελλοντικές
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Ιστοσελίδα με τμήμα για επενδυτικές σχέσεις</li> <li>• Δημοσίευση και διανομή μέσω ιστοσελίδας και ηλεκτρονικών μηνυμάτων για: <ul style="list-style-type: none"> <li>➢ Τριμηνιαίο Δελτίο Χρέους</li> <li>➢ Ετήσια Έκθεση</li> <li>➢ Ενημερωτικό δελτίο</li> </ul> </li> <li>• Περιστασιακές συναντήσεις και τηλεδιασκέψεις με επενδυτές</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Τακτικές ενημερωτικές συσκέψεις με επενδυτές</li> <li>• Τακτικές τηλεδιασκέψεις με επενδυτές</li> <li>• Έκδοση Μεσοπρόθεσμης Στρατηγικής Διαχείρισης Δημόσιου Χρέους</li> <li>• Δημοσίευση προγράμματος δημοπρασιών και αποτελεσμάτων</li> <li>• Αναβάθμιση της σελίδας της Κυπριακής Δημοκρατίας στο Reuters ή/και στο Bloomberg</li> </ul>

Τα πιο πάνω αποτελούν αναβάθμιση από μια κυρίως εκ των υστέρων διαδικασία ενημέρωσης, σε μια πιο ενεργητική και προληπτική προσέγγιση της επικοινωνίας με τους επενδυτές και άλλους συμμετέχοντες στην αγορά. Μια ξεχωριστή ολοκληρωμένη επικοινωνιακή πολιτική θα σχεδιαστεί με τη βοήθεια εξωτερικών συμβούλων και θα εφαρμοστεί στο εγγύς μέλλον ώστε να επισημοποιήσει και να ενσωματώσει όλες τις προαναφερόμενες δράσεις ώστε να εξασφαλιστούν τα καλύτερα δυνατά αποτελέσματα.

Η λειτουργία της παρακολούθησης της αγοράς θα εξελιχθεί περαιτέρω κατά την προγραμματική περίοδο με την κατανομή περισσότερων πόρων στην παρακολούθηση και ανάλυση των αγορών. Αυτό θα βοηθήσει το ΓΔΔΧ να αποκτήσει καλύτερη κατανόηση του περιβάλλοντος στο οποίο δρα και θα του επιτρέψει να αντιδρά καλύτερα και πιο γρήγορα σε αλλαγές στις συνθήκες της αγοράς ενώ θα βοηθήσει και στην ανάπτυξη πολιτικών που θα επιτρέπουν στο ΓΔΔΧ να δρα προληπτικά και όχι απλά να αντιδρά στις εξελίξεις.

-----  
23 Δεκεμβρίου 2014

**Παράρτημα 1: Ύψος Δημόσιου Χρέους**

	4 <sup>ο</sup> Τρίμηνο 2013	1 <sup>ο</sup> Τρίμηνο 2014	2 <sup>ο</sup> Τρίμηνο 2014	3 <sup>ο</sup> Τρίμηνο 2014
<b><u>A.ΕΣΩΤΕΡΙΚΟΥ</u></b>	<b>7.118,4</b>	<b>6.864,8</b>	<b>6.898,2</b>	<b>5.925,3</b>
<b>I. ΜΑΚΡΟΠΡΟΘΕΣΜΟΣ ΔΑΝΕΙΣΜΟΣ</b>	<b>4.463,5</b>	<b>4.219,1</b>	<b>4.221,0</b>	<b>4.160,2</b>
<b>1. Εγχώρια Κυβερνητικά Ομόλογα</b>	<b>2.412,6</b>	<b>2.168,6</b>	<b>2.163,7</b>	<b>2.163,7</b>
- Καταθέσεις σε Τραπεζικά Ιδρύματα	1.832,6	1.649,6	1.645,9	1.645,9
- Ιδιωτικός Τομέας	580,0	519,0	517,8	517,8
<b>2. Λιανικό Ομόλογο</b>	<b>26,7</b>	<b>26,2</b>	<b>33,2</b>	<b>49,2</b>
<b>3. Δάνεια</b>	<b>1.993,4</b>	<b>1.993,4</b>	<b>1.993,4</b>	<b>1.916,4</b>
- Κεντρική Τράπεζα της Κύπρου	1.350,8	1.350,8	1.350,8	1.297,0
- Δάνειο Αρ. 6362 (Σχολικές Εφορείες)	439,9	439,9	439,9	416,7
- Δάνεια Τοπικών Αυτοδιοικήσεων	126,2	126,2	126,2	126,2
- Ημικρατικοί Οργανισμοί	76,6	76,6	76,6	76,6
<b>II. ΒΡΑΧΥΠΡΟΘΕΣΜΟ</b>	<b>2.685,7</b>	<b>2.676,6</b>	<b>2.707,9</b>	<b>1.796,0</b>
<b>1. Γραμμάτια Δημοσίου</b>	<b>698,5</b>	<b>689,4</b>	<b>720,7</b>	<b>704,7</b>
- Καταθέσεις σε Τραπεζικά Ιδρύματα	307,0	297,4	332,1	307,0
- Ιδιωτικός Τομέας	391,5	392,0	388,6	397,7
<b>2. Ανακεφαλαιοποίηση Χρηματοπιστωτικού Τομέα</b>	<b>1.987,2</b>	<b>1.987,2</b>	<b>1.987,2</b>	<b>1.091,3</b>
<b><u>B. ΕΞΩΤΕΡΙΚΟ</u></b>	<b>11.365,7</b>	<b>11.383,2</b>	<b>12.451,5</b>	<b>12.467,8</b>
<b>1. Μακροπρόθεσμα Δάνεια</b>	<b>8.627,0</b>	<b>8.627,9</b>	<b>8.846,5</b>	<b>9.547,1</b>
- Προϋπολογισμός Κεντρικής Κυβέρνησης από τον οποίο Δάνεια ΔΝΤ	8.468,6	8.469,4	8.826,2	9.526,7
Δάνεια ΕΜΣ	248,9	249,7	336,2	437,4
από τα οποία για ανακεφαλαιοποίηση χρηματοπιστωτικού τομέα	4.600,0	4.600,0	4.750,0	5.350,0
Άλλα	1.500,0	1.500,0	1.500,0	1.500,0
- Δάνεια Τοπικών Αυτοδιοικήσεων	128,7	128,7	130,9	130,9
- Ημικρατικοί Οργανισμοί	29,8	29,8	20,3	20,3
<b>2. Ευρωπαϊκά Μεσοπρόθεσμα Ομόλογα (Ε.Μ.Τ.Ν)</b>	<b>2.403,7</b>	<b>2.403,7</b>	<b>3.168,7</b>	<b>2.668,7</b>
<b>3. Ευρωπαϊκά Εμπορικά Χρεόγραφα</b>	<b>51,9</b>	<b>99,6</b>	<b>184,3</b>	<b>0,0</b>
<b>4. Ευρωπαϊκό Ταμείο Χρηματοπιστωτικής Σταθερότητας (ΕΤΧΣ)</b>	<b>283,1</b>	<b>252,0</b>	<b>252,0</b>	<b>252,0</b>
<b><u>Γ. ΕΝΟΠΟΙΗΜΕΝΟ ΧΡΕΟΣ ΚΕΝΤΡΙΚΗΣ ΚΥΒΕΡΝΗΣΗΣ</u></b>	<b>18.484,1</b>	<b>18.247,9</b>	<b>19.349,5</b>	<b>18.393,0</b>

## **Παράρτημα 2: Κυβερνητικές Εγγυήσεις**

### **Εγγυήσεις που παραχωρήθηκαν σε νομικά πρόσωπα**

Η αξία των εκκρεμών εγγυήσεων σε νομικά πρόσωπα είναι €2,891 δισεκατομμύρια ή περίπου 94% της συνολικής αξίας €3,073 δισεκατομμυρίων. Η διάρθρωση του συγκεκριμένου ποσού δείχνει πως οι μεγαλύτερες κατηγορίες δικαιούχων είναι: (α) δημόσιοι οργανισμοί (€1,236 δισ.) και (β) εταιρείες στις οποίες το κράτος έχει μετοχικό κεφάλαιο (€1,024 δισ.). Η ανάλυση των δικαιούχων που αποτελούν την ομάδα των νομικών προσώπων παρουσιάζεται πιο κάτω.

#### **Δημόσιοι Οργανισμοί**

Οι δικαιούχοι που αποτελούν την κατηγορία αυτή είναι τα Συμβούλια Αποχετεύσεως, Η Αρχή Ηλεκτρισμού Κύπρου, η Αρχή Κρατικών Εκθέσεων, το Ραδιοφωνικό Ίδρυμα Κύπρου, ο Κυπριακός Οργανισμός Αθλητισμού, η Κυπριακή Ολυμπιακή Επιτροπή, το Κεντρικό Σφαγείο και ο Θεατρικός Οργανισμός Κύπρου.

Η αξία των εκκρεμών εγγυήσεων για δάνεια αυτής της κατηγορίας είναι €1,236 δισ. από τα οποία €0,7 δισ. έχουν δοθεί σε Συμβούλια Αποχετεύσεως, €0,5 δισ. στην ΑΗΚ και το υπόλοιπο ποσό αφορά τους υπόλοιπους δικαιούχους που ανήκουν στην εν λόγω κατηγορία

Ο σκοπός έκδοσης της εγγύησης προς όφελος των Συμβουλίων Αποχετεύσεως είναι είτε η διευκόλυνση ανεύρεσης χρηματοδότησης για την υποδομή που χρειάζονται για την λειτουργία τους ή για την κατασκευή των συστημάτων αποχέτευσης ενώ τα δάνεια προς την ΑΗΚ δόθηκαν με στόχο την βελτίωση της κεφαλαιουχικής της βάσης ώστε να καλύψει τις γενικές της ανάγκες συμπεριλαμβανομένης της επέκτασης των ηλεκτροπαραγωγών σταθμών , την αναβάθμιση του συστήματος μετάδοσης ηλεκτρικού ρεύματος και την ανάπτυξη συστημάτων μετάδοσης και διανομής ηλεκτρικού ρεύματος.

#### **Πιστωτικά Ιδρύματα**

Οι εγγυήσεις που δόθηκαν στην Τράπεζα Κύπρου ύψους €1 δις (αρχικά δόθηκαν στην πρώην Λαϊκή Τράπεζα) είχαν σκοπό την διευκόλυνση έκδοσης ομολόγων που ήταν αποδεκτά ως εγγύηση από την ΕΚΤ για σκοπούς παροχής ρευστότητας. Οι εν λόγω εγγυήσεις μεταβιβάστηκαν στην Τράπεζα Κύπρου το 2013.

#### **Τοπικές Αυτοδιοικήσεις**

Οι δικαιούχοι που αποτελούν την εν λόγω κατηγορία είναι οι δήμοι και τα κοινοτικά συμβούλια της Κυπριακής Δημοκρατίας. Η αξία των εγγυήσεων για δάνεια που εμπίπτουν στην κατηγορία αυτή είναι €334 εκ, εκ των οποίων €319 εκ είναι εγγυήσεις προς δήμους και €15 εκ είναι εγγυήσεις προς κοινοτικά συμβούλια. Οι εγγυήσεις που δόθηκαν προς δήμους είχαν ως σκοπό είτε την εξασφάλιση χρηματοδότησης για κατασκευή δρόμων, χώρων στάθμευσης ή βελτιώσεις σε έργα υποδομής ενώ οι εγγυήσεις προς κοινοτικά συμβούλια έγιναν είτε για την επισκευή δρόμων, την κατασκευή πεζοδρομίων ή βελτιώσεις ε έργα υποδομής των κοινοτήτων.

**Διεθνείς Οργανισμοί**

Ο δικαιούχος στην συγκεκριμένη κατηγορία είναι ο Ευρωπαϊκός Μηχανισμός Χρηματοοικονομικής Σταθεροποίησης (EFSF). Η αξία των υφιστάμενων εκκρεμών εγγυήσεων που δόθηκαν στον EFSF είναι €288 εκ. Ο σκοπός των εγγυήσεων που δόθηκαν στον EFSF είναι η εξασφάλιση της δυνατότητας έκδοσης ομολόγων από τον EFSF, για να αντιμετωπιστεί η κρίση χρέους και να διατηρηθεί η χρηματοοικονομική σταθερότητα στην Ευρώπη προσφέροντας οικονομική βοήθεια σε κράτη της Ευρωζώνης σε περίπτωση οικονομικής δυσκολίας.

**Εταιρείες**

Οι δικαιούχοι που αποτελούν την συγκεκριμένη κατηγορία είναι τοπικές εταιρείες από διάφορους τομείς της οικονομίας. Το ύψος των υφιστάμενων εκκρεμών εγγυήσεων που δόθηκαν στην κατηγορία αυτή είναι €7 εκ. Ο σκοπός των εν λόγω εγγυήσεων είναι η βελτίωση του κεφαλαίου κίνησης και η ενίσχυση της επιχειρηματικής δραστηριότητας.

**Εταιρείες στις οποίες το κράτος έχει μετοχικό κεφάλαιο, εκτός πιστωτικών ιδρυμάτων**

Οι δικαιούχοι που αποτελούν την εν λόγω κατηγορία είναι οι Κυπριακές Αερογραμμές. Η αξία των εκκρεμών κυβερνητικών εγγυήσεων για δάνεια αυτής της κατηγορίας είναι €24 εκ. αφορά εγγυήσεις που δόθηκαν στις Κυπριακές Αερογραμμές. Ο σκοπός παροχής εγγυήσεων στις Κυπριακές Αερογραμμές ήταν η αναχρηματοδότηση υφιστάμενων δανείων και για βελτίωση του κεφαλαίου κίνησης.

**Μη κερδοσκοπικοί οργανισμοί**

Ο μοναδικός δικαιούχος στην κατηγορία αυτή είναι το Σατιρικό Θέατρο. Η αξία της εγγύησης που δόθηκε στο συγκεκριμένο δικαιούχο είναι €2 εκ. Ο σκοπός της εν λόγω εγγύησης ήταν η εξασφάλιση χρηματοδότησης για την ολοκλήρωση του πολιτιστικού κέντρου «Βλαδίμηρος Καυκαρίδης».

**Κυβερνητικές εγγυήσεις σε φυσικά πρόσωπα**

Η αξία των εκκρεμών κυβερνητικών εγγυήσεων προς φυσικά πρόσωπα είναι €182 εκ ή 6% περίπου της συνολικής αξίας (€3,073 δισ.). Οι σκοποί για τους οποίους παραχωρήθηκαν οι εν λόγω εγγυήσεις σε φυσικά πρόσωπα είναι κυρίως για την εξασφάλιση χρηματοδότησης για στέγη (72%) και επιχειρηματικές δραστηριότητες (26%). Ο πίνακας πιο κάτω παρουσιάζει την διάρθρωση των δανείων με κυβερνητική εγγύηση που δόθηκαν σε φυσικά πρόσωπα κατά εγγυητικό πρόγραμμα στο τέλος Ιουλίου 2014.

Πίνακας : Κατανομή εγγυήσεων κατά εγγυητικό πρόγραμμα (ποσό και ποσοστό)

Προγράμματα/ Σχέδια Κυβερνητικών Εγγυήσεων	Σύνολο Ύψος Δανείων, € εκατ.	Ποσοστό(%)
Οικιστικά δάνεια	131,7	72,30
Αγροτικά δάνεια	0,91	0,50
Καναλωτικά δάνεια	1,23	0,67
Φοιτητικά δάνεια	0,03	0,02
Επιχειρηματικά δάνεια	48,04	26,36
Άλλα δάνεια	0,28	0,15
Σύνολο δανείων	182,19	100,00