



ЦЕНТР МАКРОЭКОНОМИЧЕСКИХ ИССЛЕДОВАНИЙ

22 марта 2013 г.

---

**Полезен ли опыт разрешения банковских кризисов в Исландии и Ирландии для Кипра?**

### Резюме

Наш анализ событий во время и после глобального финансового кризиса 2008 года в Исландии и Ирландии показывает, что попытка использования средств иностранных вкладчиков на Кипре для решения проблем банковского сектора не является чем-то уникальным. Мы рассматриваем возможные причины, которые обусловили различие в действиях Исландии и Ирландии в кризис. Ирландия гарантировала расчеты с кредиторами банков (рекапитализацию банков) ценой роста госдолга, тогда как Исландия пожертвовала «плохой» частью банковской системы и использовала средства иностранных вкладчиков для обеспечения выплат резидентам при банкротствах банков. Проецирование выделенных нами факторов выбора способа разрешения банковского кризиса на случай Кипра, показывает, что наиболее вероятным сценарием развития событий станет «исландский». Он не исключает помощи ЕС, но предполагает сильное сжатие банковской системы (банкротства) с неизбежными потерями крупных вкладчиков по депозитам (как правило вкладчиков нерезидентов). Не исключено, что счета нерезидентов могут быть заморожены, для ослабления давления на банки в краткосрочном периоде. Шансы на то, что Кипру удастся сохранить свой банковский сектор (провести успешную рекапитализацию) мы оцениваем как крайне низкие. Большую роль в такой нашей оценке играет неизбежный сильный отток капитала с окончанием банковских каникул, который, по нашему мнению, не зависит от того произойдут списания по депозитам или нет.

### Кризисы банковских систем Исландии и Ирландии: альтернативные решения

Для того, чтобы оценить насколько уникальной является текущая ситуация в банковском секторе Кипра (в том числе в связи с намерением изъять часть депозитов вкладчиков в пользу банков), мы обратили внимание на два схожих эпизода, имевших место в экономиках Исландии и Ирландии. В чем мы видим сходство?

Прежде всего, это сходство проявляется в малом размере экономики относительно масштабов банковского сектора: В Исландии отношение банковских активов к ВВП перед кризисом, в 2007 году, составляло 966% ВВП, в Ирландии, в тоже время - чуть меньше 400% ВВП. Текущее отношение активов банков к ВВП на Кипре около 896% ВВП (с учетом отделений иностранных банков, 710% - без их учета).

Как Исландия и Ирландия действовали в кризис 2007 года и насколько полезным их опыт может оказаться для Кипра? В таблице мы сравниваем стартовые (предкризисные) параметры экономик и банковского сектора рассматриваемых стран, а также их посткризисные параметры. Ниже мы приводим краткое описание кризисов в Исландии и Ирландии.

**Таблица 1.** Основные макроэкономические параметры Исландии, Ирландии и Кипра в конце 2007 года и в конце 2011 года

	2007 год			2011 год		
	Исландия	Ирландия	Кипр	Исландия	Ирландия	Кипр
Номинальный ВВП, 2007, млрд евро	14	188	16	10	159	18
Активы банков к ВВП, %	966	400	1000	234	208	900
Разрыв выпуска (фактический минус потенциальный), % потенциала	3,7	6,5	1,6	-2,3	-2,0	-2,4
Дефицит СТО, % ВВП	15,7	5,3	11,7	6,3	-1,1	7,2
Дефицит (-)/профицит (+) госбюджета, % ВВП	5,4	0,1	3,4	-4,8	-9,1	-7,0
Уровень безработицы, %	1	4,6	4,0	7,4	14,6	7,6
Совокупный внешний долг, % ВВП	566	812	346	252	1047	465
Государственный долг, % ВВП	28,7	25	58	99,5	106,5	64
Отношение кредитов к депозитам	220	210	80	126	210	98
Темп роста кредитования, %гг	60	17	25	-4,5	-2,9	-2,1
NPL, % всех кредитов	0,8	1,1	2,2	10,0	9,1	13,9

Источник: МВФ, Haver Analytics, – нет данных

Приведенные данные позволяют заметить насколько сильным был кредитный (потребительский) бум и насколько резкой оказалась последующая коррекция в экономиках. Так же в посткризисный период произошло сильное сжатие банковских активов и внешнего долга в Исландии (следствие банкротств), и в гораздо меньшей степени активов в Ирландии (а

внешний долг вырос). Отношение банковских активов к ВВП на Кипре снизилось, но в наименьшей степени – банковский кризис только сейчас обретает явную форму.

Плюс правительства Исландии и Ирландии примерно в равной степени увеличили помощь экономике (в том числе банковскому сектору), что привело к росту уровня госдолга и дефицитов бюджета.

### **Банковский Кризис в Исландии**

В Исландской финансовой системе до кризиса 2008 года доминировали три банковских группы (Glitnir, Kaupthing и Landsbanki). В результате расширения деятельности активы этих трех банков выросли со 100% ВВП в 2004 году до 923% ВВП в конце 2007 года.

Средний рост кредитования банками в 2004-2005 гг. составил 50%гг, в 2007 году - 60%гг. Столь мощный рост кредитования позволял держать на низком уровне долю плохих активов (NPL составил всего 1% в конце 2007 года). По информации МВФ, 50% активов банков были вложены в активы в Великобритании и страны северной Европы, главным образом, через дочерние структуры (а так же через кредиты исландским корпорациям, которые тоже осуществляли международную экспансию).

70% кредитования корпораций Исландии, а также 13% задолженности домохозяйств напрямую привязывалось к курсу иностранной валюты, 80% кредитов домохозяйствам индексировались с учетом инфляции. Так банки активно перекладывали валютные риски (и риски неизбежного роста инфляции в случае девальвации кроны) на заемщиков. В тоже время резко увеличивался риск роста доли плохих активов банков в случае девальвации кроны, роста инфляции или ухудшения ситуации в экономике. В конце 2007 года краткосрочный долг банков страны в иностранной валюте в 15 раз превышал золото-валютные резервы ЦБ Исландии. Стоит отметить, что и иностранные депозиты банков тоже были значительны: в 8 раз больше резервов ЦБ, но все же меньше иностранных обязательств.

65% фондирования банков приходилось на глобальный рынок капитала, главным образом, через выпуски облигаций (имеющих средний срок до погашения 3-5 лет). Другая особенность – банки Исландии имели разветвленную розничную сеть и активно привлекали фондирование в виде депозитов в Великобритании и странах севера Европы для финансирования своих операций (в том числе материнской компании). На депозиты приходилось 30% фондирования. Таким образом, система оказалась очень чувствительной как к краткосрочным потокам капитала, так и к изменению настроений вкладчиков.

Разворачивание кризиса происходило стандартным для кризиса “sudden-stop” образом:

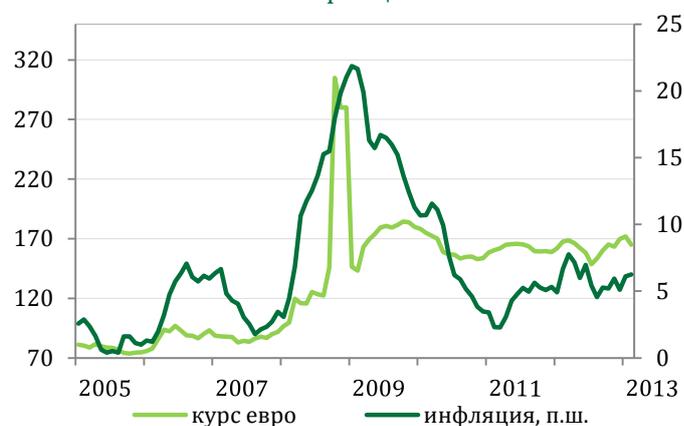
Рост стресса на финансовых рынках сопровождался повышением CDS и стоимости рефинансирования долга банков. 15 октября банк Glitnir должен был рефинансировать на рынке обязательства на 750 млн долларов США, но уже оказался неспособен это сделать. Далее, появились слухи о финансовых трудностях его on-line подразделения и начались набеги на сеть банка в Нидерландах и Великобритании.

**С сентября 2008 года** с замораживанием международного рынка капитала, банки обратились в центральный банк Исландии, который увеличил свою поддержку банкам в 2,5 раза (кредитование по РЕПО выросло с 200 млрд крон в феврале 2008 года до 500 млрд крон в сентябре 2008 года), но этого оказалось недостаточно.

**6 октября** правительство предприняло ряд ключевых мер по преодолению кризиса (the Emergency Act):

1. Введение ограничений на потоки капитала. Приостановились торги на валютном рынке. До этого с января по октябрь 2008 года исландская крона подешевела к евро в 3,5 раза (с 96 крон за евро до 300 крон). Инфляция ускорилась с 3%гг в январе 2008 года до 21%гг в декабре 2008 года.

Динамика курса исландской кроны к евро и инфляции



Источник: Haver Analytics

2. Банкротство Glitnir, Landsbanki и Kaupthing. Активы и обязательства банков внутри страны передавались специально созданным, «чистым» банкам под надзором финансового регулятора, а активы за рубежом – временным управляющим и подлежали ликвидации (распродаже). При этом депозиты резидентов в банках Исландии внутри страны и за рубежом были полностью гарантированы государством. В отношении гарантий иностранным вкладчикам ничего не говорилось.

**9 октября** Великобритания заявила, что не допустит потерь вкладчиков по вкладам в «дочках» исландских банков. Для избежания распродажи исландцами активов банков в Великобритании, властям страны пришлось заморозить операции исландских банков в своей стране. Интересно, что ЦБ Англии не стал помогать банкам в рамках процедур предоставления ликвидности. Этой мере предшествовало принятие в отношении исландских банков в Великобритании решения Парламента по обвинению их в финансовом терроризме (the Anti-terrorism, Crime and Security Act, 2001). Точно так же (замораживание операций банков на территории страны) поступила Финляндия и, немногим позднее, Норвегия. Швеция предоставила Исландии 0,5 млрд долларов США для расчетов с вкладчиками дочерних банков Исландии в Швеции.

**21 октября** ЦБ Исландии потребовал от банков довести залог (ввиду снижения стоимости ранее внесенного, среди которого были акции проблемных банков), возникла потребность в рекапитализации самого Центрального банка Исландии.

**24 октября** Исландия обратилась за кредитом к МВФ.

**17 ноября 2008 года** страна получила 5,1 млрд долларов США (30% ВВП) для финансирования дефицита бюджета. В обмен страна принимала на себя обязательства по сокращению дефицита бюджета и восстановлению функционирования финансового сектора.

**В июле 2009 года** правительство Исландии объявило план рекапитализации трех новых банков, образованных из остатков старых, на 2,1 млрд долларов США (12% ВВП) через выпуск гособлигаций.

**В июне 2010 года** суд Исландии объявил незаконной индексацию кредитов в иностранной валюте, таким образом, смягчив требования банков к должникам-резидентам (минус 13% ВВП долга частного сектора в кронах).

В настоящее время происходит постепенное возмещение потерь вкладчикам-нерезидентам банков за счет распродажи активов обанкроченных банков. Выплаты продлятся, как минимум, до 2017 года из-за трудностей с их реструктуризацией.

На двух референдумах граждане Исландии высказывались против плана возмещения расходов страны за счет средств госбюджета вкладчикам в банках иностранной сети.

Программа помощи Исландии от МВФ завершила свое действие в июле 2011 года. К концу 2011 года госдолг страны вырос до 99,5% ВВП, дефицит счета текущих операций на фоне рецессии сократился до 6,3% ВВП, дефицит госбюджета после роста до 6,5% в 2009 году уменьшился до 4,8% ВВП, безработица выросла до 7,4%. Инфляция снизилась до 4%гг. Активы банковской системы к ВВП сократились к концу 2011 года до 233,8% ВВП, отношение кредитов к депозитам упало до 126% (см. таблицу выше).

В июле 2011 года Исландия вернулась на рынок капитала разместив 10-ти летние облигации в долларах США под фиксированные 6% для обеспечения выплат по кредитам МВФ.

В конце 2013 года Исландия планирует снять ограничения по капитальному счету платежного баланса.

Новая банковская система не испытывает трудностей с ликвидностью (во многом благодаря действующему до сих пор ограничению потоков капитала), но характеризуется высокой долей NPL (10% в 2012 году, что, однако, ниже 18% в 2009 году).

В целом обращают на себя внимание следующие обстоятельства:

1. Правительство, осознавая непосильность задачи спасения банковской системы, не стало рекапитализировать банки. Девальвация даже повысила иностранные обязательства банков в персчете на национальную валюту. Но для смягчения негативных эффектов (девальвации и настроений вкладчиков-резидентов) были введены ограничения на потоки капитала. А изменение относительных цен способствовало более быстрому восстановлению экономики (из диаграммы ниже видно, что восстановление экономики Исландии началось на год раньше, чем экономики Ирландии, а само снижение с пика было меньше).
2. Правительство гарантировало выплаты лишь по депозитам резидентов внутри страны и допустило дефолты по иным обязательствам банков (облигациям и депозитам в зарубежной сети банков). Сделано это было через объединение всех хороших внутренних активов в отдельный банк, обеспеченный внутренними обязательствами, с

выделением всех плохих активов в «плохой» банк, обеспеченный депозитами зарубежной сети.

3. Попытки вывести активы из зарубежной сети означали прямые потери для иностранных вкладчиков. Таким образом, Кипрская идея об участии иностранцев в спасении банковской системы, идея о списании только по крупным депозитам (преимущественно резидентов России), - уже не прецедент. Так Исландия готова была поступить в отношении всех стран северной Европы. Но у последних оказались рычаги для противодействия подобному нечестному поведению. В свою очередь, местные власти (в Великобритании и других странах) сделали все возможное для восстановления доверия и остановки набега на банки.

### **Банковский кризис в Ирландии**

История, предшествовавшая кризису банковского сектора Ирландии, не отличалась от того бурного роста, который показывал финансовый сектор Исландии до 2008 года. Дополнительную поддержку бурному росту экономики и её банков оказало вступление страны в еврозону.

Банки Ирландии преимущественно занимали на рынках капитала и денежном рынке: 57% всех обязательств банков составляли выпуски облигаций и межбанковское кредитование (что меньше почти на 10пп, чем у банков Исландии). В конце 2007 года внешний долг банков составлял 400% ВВП (70% всего внешнего долга страны).

В активах особую роль играли инвестиции в недвижимость: доля кредитов, связанных с сектором недвижимости, выросла в общем кредитном портфеле банков с 45% в 2002 году до 60% в 2008 году (и это на фоне роста кредитования по остальным направлениям). На пике, в июне 2006 года, рост ипотечных кредитов составлял 30%гг, кредиты предприятиям сроком до пяти лет показывали рост 40%гг. Пятая часть занятых в экономике страны приходилась на сектор строительства (при средней доле в OECD на уровне 10%), а цена недвижимости в Дублине с 1994 по 2006 год выросла в 12 раз.

Наступление кризиса ознаменовалось невозможностью рефинансирования на рынках капитала и изъятием депозитов, что сформировало кризис ликвидности. При этом резкое снижение стоимости банковского залога по выданным кредитам (снижение цен на недвижимость) сделало кризис более резким.

Ирландия с началом кризиса в банковском секторе избрала принципиально иной путь, чем Исландия - полные гарантии по всем обязательствам перед вкладчиками шести системообразующих банков (домохозяйств и корпораций независимо от юрисдикции депозита), по межбанковским депозитам, гарантии кредиторам первой категории, а так же гарантии по субординированным кредитам. Это означало необходимость масштабной рекапитализации банковского сектора. Соответствующие гарантии по почти полному покрытию требований кредиторов были даны уже в конце сентября 2008 года. ЕЦБ обеспечил проблемные банки ликвидностью. Сама рекапитализация прошла в начале 2009 года и обошлась в 12,5 млрд евро: средства были выделены трем крупнейшим банкам Allied Irish Bank, Bank of Ireland и Anglo Irish Bank.

Дополнительно правительство предоставило госгарантии наиболее пострадавшему Anglo Irish Bank на сумму почти 30 млрд евро, для возможности привлечения финансирования в ЕЦБ.

Дефицит бюджета в 2009 году вырос до 14,3% ВВП. В сентябре 2010 года закончился срок действия государственных гарантий шести системообразующим банкам. Кредиторы, рефинансируя банки не желали давать кредиты (покупать облигации) сроком длиннее, чем срок окончания госгарантий. В результате, в конце 2010 года банки Ирландии столкнулись с проблемой больших выплат по долгам. Рост господдержки банков привел к кризису доверия на рынке госбумаг, росту доходностей по госдолгу и, соответственно, по корпоративному (банковскому) долгу. Ирландия вынуждена была обратиться к «тройке» за финансированием в ноябре 2010 года.

ЕК выделила 67,5 млрд евро (по 22,5 млрд евро из EFSF, фонда EFSM и МВФ). Помимо этого, 17,5 млрд евро Ирландия получила за счет использования средств пенсионного фонда страны. Из этих 85 млрд евро - 50 млрд евро было использовано для финансирования расходов бюджета и рефинансирования государственного долга, 35 млрд евро было направлено на помощь банкам. В итоге, с учетом ранее выделенных средств объем прямой помощи банкам составил 47 млрд евро (30% ВВП), а с учетом госгарантий около 76 млрд евро (43% ВВП).

Уровень госдолга страны в итоге всех мер поддержки вырос до 106,5% ВВП по итогам 2011 года. Безработица в 2011 году подскочила до 14,6%. Ценой рецессии счет текущих операций в 2011 году стал профицитным (1,1% ВВП). Страна приняла на себя обязательства перед «тройкой» кредиторов по сокращению дефицита бюджета, составившего в 2011 году 9,1% ВВП. В 2012 г. дефицит бюджета составил 8,3% ВВП. К 2016 г. правительство планирует сократить дефицит до 3% ВВП.

Какие же обстоятельства могли повлиять на решение Ирландии о гарантиях кредиторам банков?

По-нашему мнению, это:

1. Меньший размер банковского сектора относительно размеров экономики, что делало задачу посильной для правительства.
2. Большой, по сравнению с Исландией, размер экономики в абсолютном выражении, что увеличивало риск негативных эффектов на другие страны еврозоны.
3. Большая опора на фондирование внутри страны (по сравнению с Исландией, имевшей большую долю фондирования на внешних рынках капитала, а также сильно полагающуюся на зарубежные депозиты) сравнительно повышало издержки резидентов в случае объявления дефолта по обязательствам банков.
4. Наличие «запасного варианта»: фондов стабильности (EFSF/EFSM), к активации которых, в конечном счете, и прибегла Ирландия
5. Невозможность отказаться от евро (девальвация ирландского евро) исключала введение ограничений на потоки капитала, которые смягчили бы удар по банковской системе после объявления дефолта

**Текущая ситуация в банковском секторе Кипра (до объявления банковских каникул)**

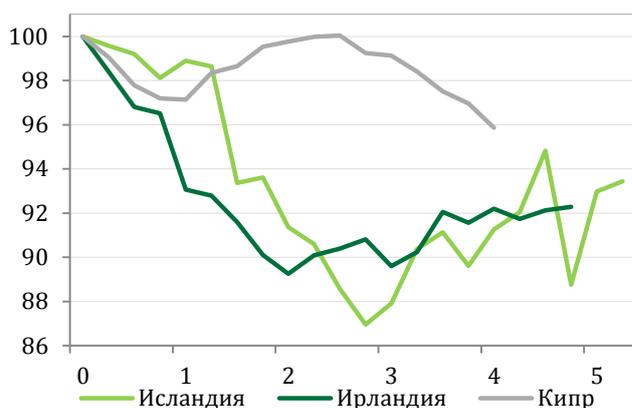
На три крупнейших банка Кипра (Bank of Cyprus, Marfin Popular Bank (Laiki), Hellenic Bank) приходится 56% всех активов банковской системы. Традиционная модель фондирования банков – с опорой на депозиты способствовала смягчению удара (в плане спроса на ликвидность) глобального финансового кризиса 2008 года. Только на депозиты резидентов ЕС во всем фондировании банков Кипра в конце 2007 года приходилось 30% (из 117 млрд евро обязательств за вычетом 12 млрд евро капитала). Всего же на внутренние источники фондирования приходится 70% привлеченных фондов. Остальное – в основном тоже депозиты, но формально «нерезидентов». И эта доля стабильна во времени. Отметим интересное обстоятельство, касающееся разделения «резиденты-нерезиденты». Из 68,4 млрд евро депозитов на конец января 2013 года, 43 млрд евро принадлежало резидентам Кипра, что составляет почти 300% ВВП. Столь высокая доля накопленного богатства резидентов вызывает сомнение, что дает основание полагать, что часть этих резидентов к резидентам не имеют отношения, а являются лишь номинальными владельцами.

Давление на банки Кипра в кризис 2008 года происходило по трем направлениям:

1. Бум на рынке жилья: вклад сектора строительства в ВВП вырос с 6,8 п.п. в 2000 году, до 9,2 п.п. ВВП в 2008 году. Цены на жилье выросли на 50% в период 2006-2008 гг.
2. Бум кредитования: кредиты резидентам ускорили свой рост с 5%гг в 2005 году до 33%гг в середине 2008 года. Национальная норма сбережений (относительно ВВП) сократилась с 15% в 2000 году до 5% в 2008 году.
3. Большие вложения банков в греческие активы (греческие облигации и кредиты резидентам Греции): 29 млрд евро (**160% ВВП Кипра**), или 20% всех активов банков Кипра<sup>1</sup>. Другая сторона греческой проблемы: депозиты в филиалах кипрских банков в Греции составляли в 2011 году 17 млрд евро (около 24% всех депозитов). Ухудшение положения в Греции привело к сокращению этих депозитов.

Опора на более стабильное фондирование банков, низкое отношение кредитов к депозитам и контрциклический рост госрасходов способствовали быстрому восстановлению роста ВВП после 2008 года (см. диаграмму)

Динамика реального ВВП по годам после пика, пик =100



Источник: Haver

Из диаграммы видно, что проблемы на Кипре начались в 2010 году, когда инвесторы обратили внимание на exposure банковского сектора страны к Греции. За кризисом доверия последовал рост доходностей по госдолгу до 10%.

В конце 2011 года власти Кипра разработали план рекапитализации банков на 3,6 млрд евро (к июню 2012 года – адаптации более высоких требований к капиталу для банков еврозоны на уровне 9%). В планах были: распродажа иностранной сети банков, полная

<sup>1</sup> другие 20% - кредиты нерезидентам, 40% - кредиты резидентам, и 20% активов банков – вложения в облигации, межбанковские кредиты.

капитализация прибыли банков. Тогда же МВФ подвергло сомнению возможности Кипра по привлечению частного капитала в сектор<sup>2</sup>.

Программа списаний по облигациям Греции (Private Sector Involvement, PSI, принятая в марте 2012 года) привела к еще большему снижению капитала кипрских банков (банки потеряли 4,5 млрд евро или 30% капитала). В июне 2012 года Moody's снизило рейтинги трех крупнейших банков Кипра, которые спустя неделю обратились за государственной помощью. Правительство, оказавшись неспособным рекапитализировать банки попросило помощи у EFSF. Банки же резко увеличили свои обязательства перед ЕЦБ по программе Emergency Liquidity Assistance (ELA). Проблема использования этих фондов состоит в том, что ЕЦБ выдет средства только под залог (несмотря на срочность предоставления ликвидности). А запас удовлетворяющих требованиям ЕЦБ активов сокращается. ЕЦБ не публикует точной статистики по ELA, но, если обратить внимание на динамику депозитов в банках Кипра с мая 2012 года (до обращения за помощью), а именно на их сокращение на 4 млрд евро (почти 25% ВВП и 6% всех депозитов), то часть этого объема могла быть замещена кредитами ЕЦБ (общий объем ELA ЕЦБ всем банкам еврозоны, по оценкам аналитиков, составил 30 млрд евро на 20 марта, сократившись за неделю на 3 млрд евро). Апрельские оценки 2012 года использования кипрскими банками ELA составляют также 4 млрд евро<sup>3</sup>, это значит, что **помощь ЕЦБ с июня 2012 года удвоилась**.

### **Почему возникла идея списаний по депозитам?**

Проблема в том, что выделение денег из фондов еврозоны, каким бы незначительным оно не было (экономика страны в 10 раз меньше экономики Греции) приводит к существенно-му росту уровня госдолга страны. Если выделить требуемые 17 млрд евро (10 млрд евро - для госбюджета и 7 млрд евро - для банков), то уровень госдолга вырастет почти на 100% ВВП: с 84% в третьем квартале 2012 года до 184% ВВП. «Тройка» оказалась не готова пойти на это. Главный противник - МВФ, который обеспокоен тем, как страна потом будет сокращать такую задолженность, за счет каких средств.

Масло в огонь подлили и приближающиеся выборы в Германии в сентябре: теперь даже социал-демократы уже очень осторожны в предложениях по расширению помощи странам периферии (Сигмар Габриель, лидер SPD, отклонил возможность голосования в Бундестаге по вопросу прямого выделения денег банкам Кипра).

Одна из существовавших опций – задействовать списания по гособлигациям: но значительная их доля находится на балансе банков: 87% против 12% в Греции. Таким образом, снижая помощь по одному направлению, «тройка» неизбежно увеличила бы помощь по другому направлению. Банки Кипра уже пострадали от списаний греческих облигаций.

Еще одна нереализованная возможность: списания по долгу самих банков, но как показывает отчетность ЦБ Кипра, на негарантированный банковский долг приходится всего 1% пассивов банковской системы, тогда как на депозиты - 57%.

Включение малых депозитов в списание - большая ошибка. Видимо, изначально власти Кипра не хотели проводить существенные списания по крупным депозитам, надеясь, таким образом, сохранить хотя бы часть репутации банковской системы: показать, что и резиденты приняли участие в спасении банков.

### **Сценарии дальнейшего развития ситуации: опыт Исландии или Ирландии?**

---

<sup>2</sup> <http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2011/cr11331.pdf>, стр. 20

<sup>3</sup> <http://boilingfrogs.info/2012/05/11/cyprus-ela/>

Если обратить внимание на выделенные нами выше пять факторов того, почему Ирландия не прибегла к дефолтам по обязательствам банков, окажется, что **большая** их часть **не подходит** для Кипра.

На стороне «Исландского сценария»:

1. Большой объем банковского сектора, непосильный для рекапитализации средствами госбюджета. Отсутствие независимого ЦБ, способного решить проблему монетарными средствами, оставляет в качестве внутреннего источника рекапитализации только бюджет.
2. Большая доля депозитов нерезидентов, к тому же размещенных не в зарубежной филиальной сети, а внутри страны, что существенно облегчает «дефолт» по таким депозитам.
3. Малый в абсолютном выражении размер экономики страны, что облегчает последствия дефолта для остальной еврозоны.
4. Высокий стартовый уровень госдолга и большой объем необходимой помощи исключают возможность привлечения финансирования со стороны: будь то госкредиты «тройки» или России, а затем «тройки».

Технические трудности выхода из еврозоны оставляют надежду на реализацию «Ирландского сценария».

Важно учитывать следующее обстоятельство: **Кипр уже нанес своей репутации надежного финансового центра непоправимый удар**. Это означает, что как только закончатся банковские каникулы (независимо от того будут списания или нет) произойдет отток капитала из банков. Их финансовое состояние неизбежно ухудшится. Уйдут не только крупные вкладчики-нерезиденты, но и мелкие вкладчики-нерезиденты по которым списания отменили, но изрядно напугали. Эффект последних будет краткосрочным, но сильным (из-за их высокой доли). В этих обстоятельствах потребности рекапитализации увеличиваются в 2-3 раза (вместо 7 млрд евро, 14-20 млрд евро). Значит уже нужны переговоры о большей сумме помощи Кипру, помимо срочных кредитных линий ЕЦБ (ведь взятые у ЕЦБ кредиты придется возвращать, распродавая активы).

FT.com опубликовала четыре сценария развития ситуации на Кипре<sup>4</sup>

**Первый** из них, предполагавший помощь России, пока не реализовался. Помощь не может быть предоставлена в виде госкредита, иначе вырастет объем госдолга и «тройка» откажется выделять вторую часть помощи (10 млрд евро). Поэтому помощь может быть предоставлена через покупку активов на Кипре (на 6 млрд евро). Обсуждается идея «исландского сценария» - выделения всех хороших активов в один банк, а всех плохих активов - в плохой банк, с последующей продажей хороших активов России и реструктуризацией долгов в плохом банке. Но в этом случае, неизбежно придется пожертвовать частью обязательств банков (депозитов). Это означает, что оттока капитала не избежать. Но Ирландия ввела ограничения на потоки капитала, а может ли Кипр поступить аналогичным образом в рамках еврозоны? Технически в рамках еврозоны трудно представить, как это реализовать (евро всегда можно перевезти в грузовике

---

<sup>4</sup> <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/aebf3e16-913b-11e2-b4c9-00144feabdc0.html>

в соседнюю страну или перевести деньги резиденту ЕС с последующим их переводом нерезиденту).

Другая возможность – выпуск долгосрочных облигаций обеспеченных будущими доходами от добычи газа (которая, по оценкам, начнется не раньше 2019 года). Заметим, что и в этом случае происходит увеличение госдолга, чего «тройка» посредством списаний депозитов и стремилась избежать. Мы оставляем некоторую вероятность за возможностью использования таких облигаций для частичного покрытия расходов рекапитализации банков.

**Второй сценарий** – сохранение всей банковской системы через обложение разовым налогом только крупнейших депозитов (свыше 100 тыс. евро или даже 500 тыс. евро) с последующим выделением 10 млрд евро «тройки» и обеспечением ликвидностью банков со стороны ЕЦБ. Величина налога может достигать 20%. Репутационные издержки Кипр уже понес, поэтому его «предельные издержки» от введения разового налога в данный момент уже ниже, чем, если бы он не объявлял о налоге, и решил его ввести. Отток капитала в этом сценарии только усилится, а значит, проблема помощи банкам решена не будет. Потеря репутации надежного финансового центра лишает Кипр будущих доходов и усугубляет рецессию в экономике в среднесрочной перспективе. Этот сценарий не обеспечивает облегчения для банковского сектора.

**Третий сценарий** – уступки «тройки», опасющейся выхода Кипра из еврозоны и негативных последствий для остальной еврозоны. Сам факт принятия решения на саммите ЕС об использовании средств вкладчиков для разрешения банковского кризиса, несмотря на ничтожную долю Кипра в экономике еврозоны, говорит о том, что в последнее время новые выделения денег из фондов ЕС требуют все больших и больших усилий от стран должников. И не последнюю роль в этом может играть приближение выборов в Германии. Мы не исключаем, что ЕС в последний момент пойдет на уступки, но последнее решение ЕЦБ – ультиматум о готовности прекратить фондирование банков через ELa в понедельник, если не будет соглашения с «тройкой», пока говорит не в пользу этого сценария. Этот ультиматум, в частности, может означать, что ЕЦБ полагает, что главная проблема банков Кипра – не срочная нехватка ликвидности (illiquidity), а принципиальная неплатежеспособность (insolvency). Значит, повышаются шансы на реализацию четвертого сценария.

**Четвертый сценарий** – банкротства банков Кипра. Если после начала банкротств банков, ЕЦБ не окажет поддержку, не исключен выход Кипра из еврозоны (восстановление своей валюты) и закрытие счета операций с капиталом. Вкладчики (все в евро или иностранной валюте) в этом случае потеряют свои сбережения из-за их конвертации в кипрскую валюту. Не исключено, что Кипр использует депозиты нерезидентов для минимизации потерь резидентов, в точности как это сделала Исландия. В пользу этого уже понесенные страной репутационные издержки.

**Наиболее вероятным мы считаем, следующий, пятый сценарий (который является синтезом второго и четвертого сценариев FT.com):**

В этом сценарии «тройка» не отказывает в помощи Кипру (10 млрд евро), но страна банкротит часть банков и сужает свою банковскую систему до размеров здоровой. При этом проводятся списания по крупным депозитам, которые используются для помощи здоровой системе в краткосрочном периоде. ЕЦБ увеличивает поддержку оздоровленной банковской системе. Не исключено, что счета нерезидентов для сокращения давления на банки могут быть заморожены на некоторое время.

Как показывает опыт Исландии, банковская система в результате переоценок активов (и как следствие неизбежных дефолтов по обязательствам) может ужаться в 3-4 раза. То есть, отношение активов к ВВП на Кипре снизится до 150-200% ВВП. Гарантии вкладов в здоровой системе (резидентов) обеспечивают сокращение оттока капитала в среднесрочном периоде. Кипр теряет свой статус оффшорного центра не из-за роста налогов, а из-за высоких рисков (не исключено, что ЕС этого и добивалось).

Параллельно Кипр может изъять средства из пенсионного фонда, выпустить облигации обеспеченные газовыми доходами, поднять налог на доходы корпораций – это будут второстепенные, поддерживающие решения, которые можно реализовать в любом сценарии.

Использованные источники:

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2008/cr08368.pdf>

<http://www.rna.is/media/skjol/RNAvefurKafli21Enska.pdf>

<http://www.imf.org/external/pubs/ft/scr/2012/cr12309.pdf>

<http://www.ucd.ie/geary/static/publications/workingpapers/gearywp201203.pdf>

<http://www.piie.com/blogs/realtime/?p=3352>

<http://www.nakedcapitalism.com/2013/03/cyprus-bailout-stupidity-short-sightedness-something-else.html>

Надежда Иванова	и. о. директора ЦМИ	<a href="mailto:NSIvanova@sberbank.ru">NSIvanova@sberbank.ru</a>
Андрей Синяков	главный аналитик ЦМИ	<a href="mailto:AASinyakov@sberbank.ru">AASinyakov@sberbank.ru</a>
Маргарита Завьялова	корректурa	<a href="mailto:MSZavyalova@sberbank.ru">MSZavyalova@sberbank.ru</a>

**Стандартная оговорка об ограничении ответственности, в обязательном порядке прилагаемая ко всем аналитическим продуктам.**

**Отказ от ответственности**

Данные, приведенные в настоящем документе, не являются рекомендацией о вложении денег. Информация предоставлена исключительно в ознакомительных целях. Любая информация, представленная в настоящем документе, носит ознакомительный характер и не является предложением, просьбой, требованием или рекомендацией к покупке, продаже, или предоставлению (прямому или косвенному) ценных бумаг или их производных. Продажа или покупка ценных бумаг не может осуществляться на основании информации, изложенной в настоящем документе, и указанных в нем цен. Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть использована в основе какого-либо юридически связывающего обязательства или соглашения, включая, но не ограничиваясь обязательством по обновлению данной информации. Она не может воспроизводиться, распространяться или издаваться любым информируемым лицом в целях какого-либо предложения, мотива, требования или рекомендации к подписке, покупке или продаже любых ценных бумаг или их производных. Будет считаться, что каждый, получивший информацию, провел свое собственное исследование и дал свою собственную оценку перспектив инвестиций в инструменты, упомянутые в настоящем документе. Сбербанк России не берет на себя никакой ответственности за любые прямые или косвенные убытки, затраты или ущерб, понесенные в связи с использованием информации, изложенной в настоящем документе, включая представленные данные. Информация также не может быть рассмотрена в качестве рекомендации по определенной инвестиционной политике или в качестве любой другой рекомендации.

Информация не может рассматриваться как обязательство, гарантия, требование, обещание, оферта, рекомендации, консультации и т.д. Банк не должен нести ответственность за последствия, возникшие у третьих лиц при использовании информации, изложенной в настоящем документе.

Банк в праве в любое время и без уведомления изменять информацию, изложенную в настоящем документе

Третьи лица (инвесторы, акционеры и пр.) должны самостоятельно оценить экономические риски и выгоды от сделки (услуги), налоговые, юридические, бухгалтерские последствия, свою готовность и возможность принять такие риски

Банк не дает гарантии точности, полноты, адекватности воспроизведения информации третьими лицами и отказывается от ответственности за ошибки и упущения, допущенные ими при воспроизведении такой информации

Информация, изложенная в настоящем документе, не может быть интерпретирована как предложение / оферта или как рекомендация / консультация по инвестиционным, юридическим, налоговым, банковским и другим вопросам. В случае возникновения потребности в получении подобных консультаций следует обратиться к специалистам.