

Опыт падений:

Чему может научить финансовый кризис

Олег Шибанов, PhD

РЭШ и КУ Сбербанка

Кризис на Кипре в 2008-2014:
как это было
и какие уроки можно вынести

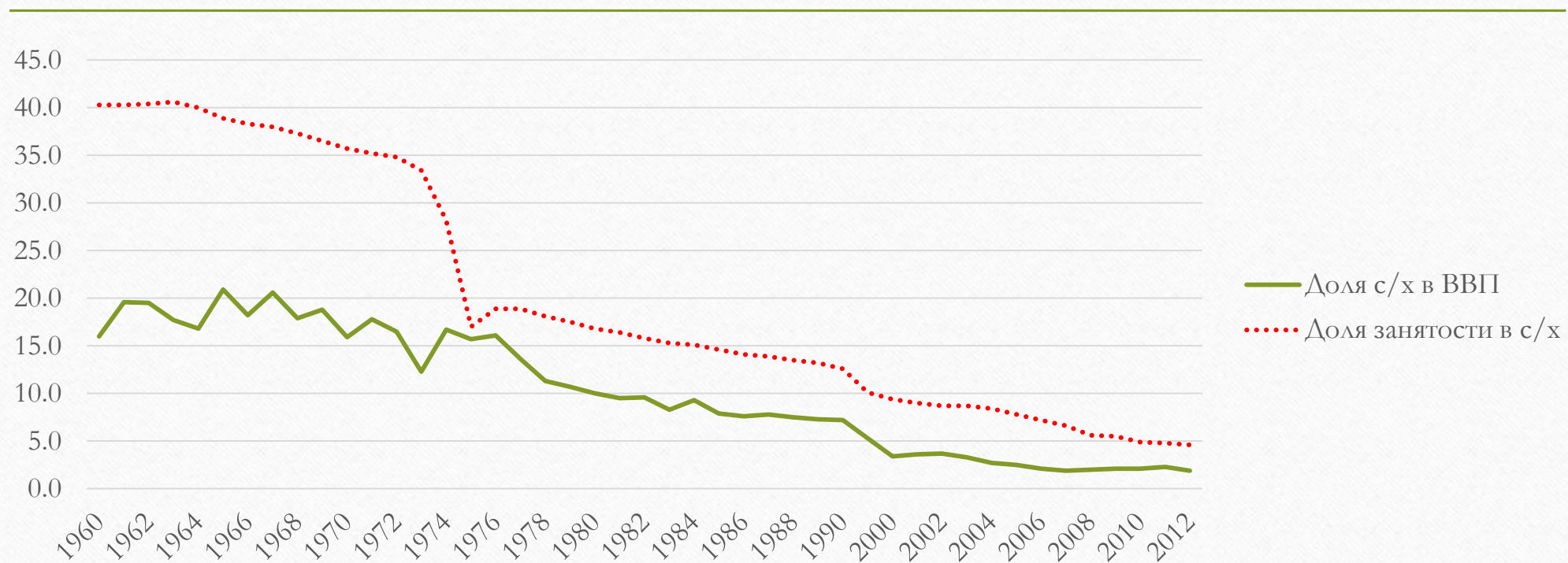
Почему Кипр?

- **Стандартные макроэкономические проблемы в 2008-2014**
 - Бюджетные дефициты
 - Ухудшение внешних условий (спроса на услуги страны)
 - Банкротство банковской системы (инвестиции в облигации Греции)
- Крайне **необычные условия спасения** банков
 - от «Тройки» (Еврокомиссия, Международный Валютный Фонд, Европейский Центральный Банк – ЕЦБ)
- (Невольное) участие России в процессе

Историческая справка

- Кипр освободился от власти Великобритании в 1960 году
- Две части: «греческая» (около 80% населения) и «турецкая»
- **Основа экономики – сельское хозяйство, рыболовство, лесозаготовки**
- Низкий уровень доходов, отсутствие инвестиций
- Население – около 510 тыс. чел.

Сельское хозяйство Кипра, % от ВВП и % занятости



Историческая справка II

- Великобритания оставила институты (суды, полицию) и законодательство
- Переключение в 1960-1973 на «догоняющее развитие»
 - Поддержка индустриального производства (обувь, одежда, табак) + пошлины
 - Улучшение инфраструктуры (дороги, транспорт, телекоммуникации)
 - Перевозка грузов кораблями
 - Туризм
- Результат: удвоение пром. производства, рост туризма
- ВВП рос на 7% в год, безработица около 1.6%, инфляция около 2.1%

Историческая справка III

- ЦБ Кипра образован в 1963 году для поддержки низкого роста цен и макроэкономической стабильности
- Курс лиры привязан сначала к фунту стерлингов (до 1972) и затем – к корзине валют торговых партнёров (до 1984)
- **Независимый ЦБ:** представитель Министерства финансов участвовал в совещаниях, но не визирует решения
- Макроэкономическая стабильность, низкая инфляция

Историческая справка IV

- Разделение острова в 1974 году; резкий рост безработицы (10% в 1974, 16% в 1975), беженцы
- Государство разворачивает программы финансирования инфраструктуры (здания, дороги, аэропорты); безработица падает до обычного уровня к 1977
- Дополнительно в 1975-1977 меняется налоговое законодательство
 - Налоги на деятельность внутри страны – 60% НДС, 42.5% на фирмы
 - На деятельность вне страны – в 10 раз меньше
- **Договариваются об избежании «двойного налогообложения» в 1980е**
 - Это снижает налоги на по крайней мере часть платежей (дивиденды, проценты, роялти)
 - Создает спрос на офисы внутри страны

Связи с Россией

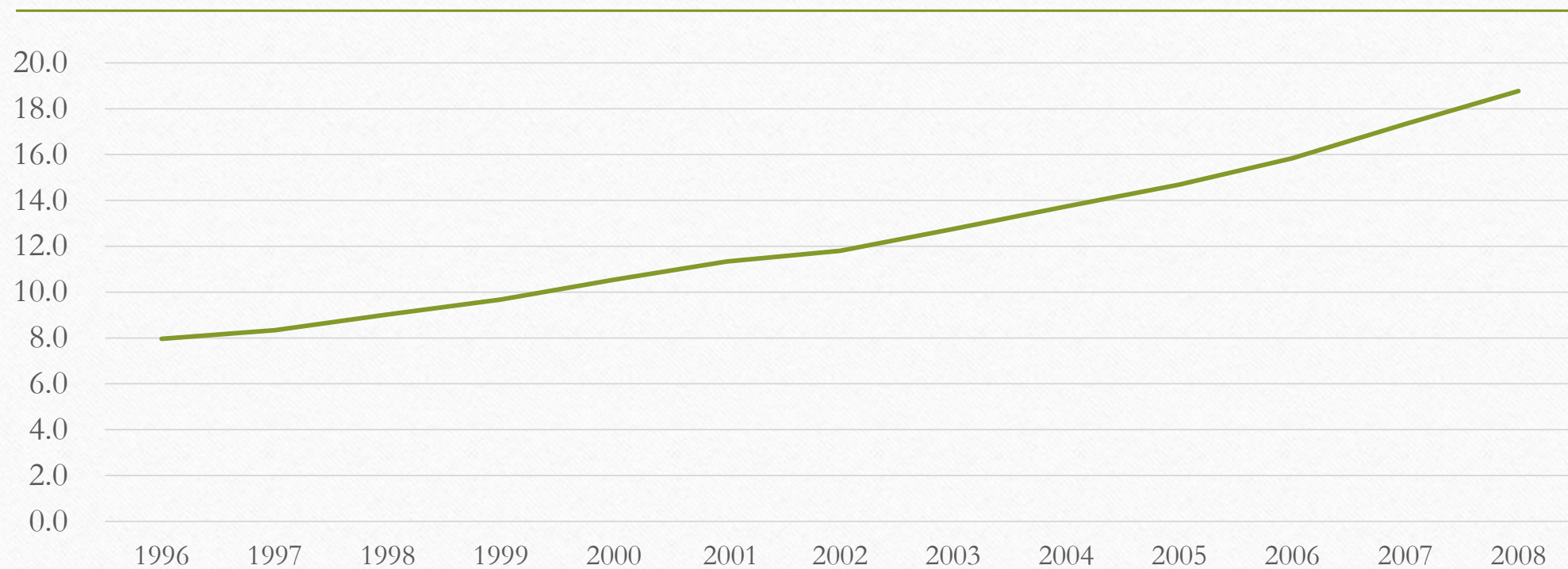
- Культурная близость (религия, язык, нейтралитет Кипра)
- В 1982 году – соглашение о двойном налогообложении с СССР
 - Геополитически мотивировано: после оккупации стремились легитимизировать свою часть страны
 - После распада СССР – удобный инструмент для структурирования инвестиций
 - Прямые иностранные инвестиции из Кипра за 2007 – 1 кв. 2015 – \$66.7 млрд. (ЦБ РФ), за весь период с 1991 – около \$76 млрд.
- Похожие связи с остальными странами бывшего СССР

Путь к кризису

Незадолго до

- Стабильный рост ВВП (+)
- Инвестиционный рейтинг гособлигаций (+)
- Всё больше зависимость от финансового сектора (-)

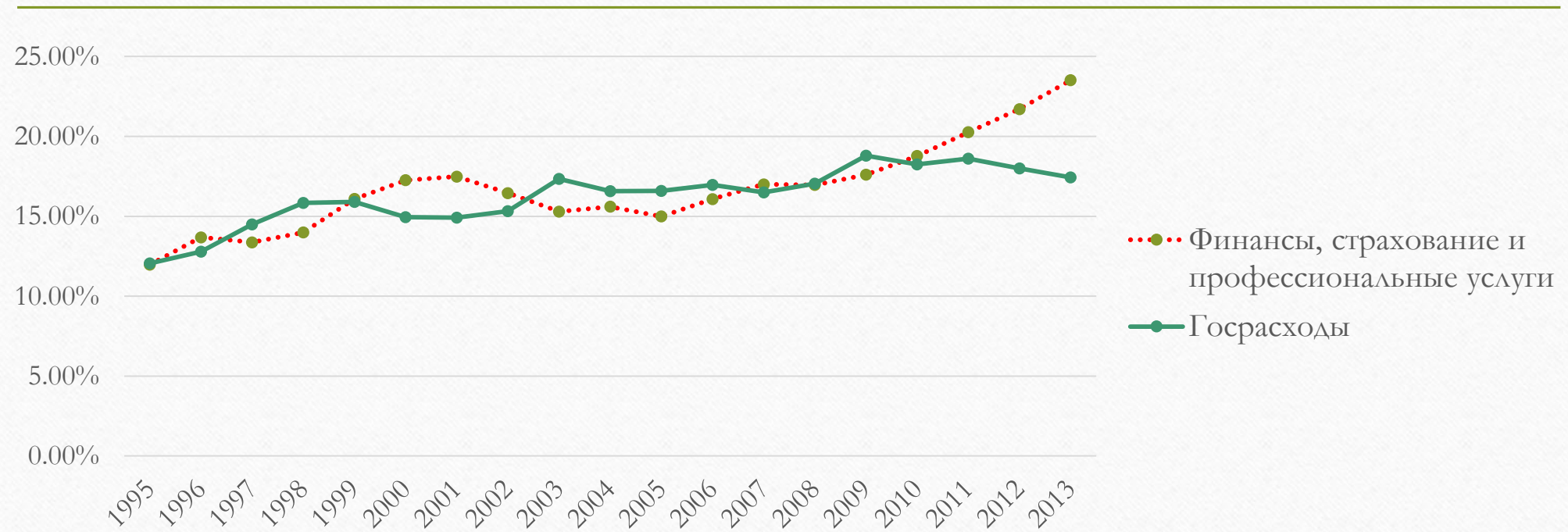
Номинальный ВВП, млрд. евро



Темпы роста реального ВВП, %



Финансы и госрасходы, % ВВП



Незадолго до

- Кипр присоединился к Европейскому союзу в мае 2004 – к еврозоне 1 января 2008
 - Стабильная и ответственная бюджетная политика (профициты в 2007-2008)
- Выборы в 2008 году: через два месяца после присоединения к еврозоне приходит коммунист
- Повышает госрасходы и обещает повысить пенсии
 - Профициты бюджета исчезают

Основные составляющие ВВП

	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Госрасходы	16,50%	17,04%	18,80%	18,24%	18,60%	18,00%
Частное потребление	64,02%	66,87%	63,96%	64,15%	65,81%	67,58%
Инвестиции	24,29%	26,87%	21,74%	23,18%	19,00%	16,35%
Экспорт	53,82%	50,18%	47,34%	47,71%	49,54%	49,73%
Импорт	58,63%	60,95%	51,84%	53,28%	52,95%	51,66%

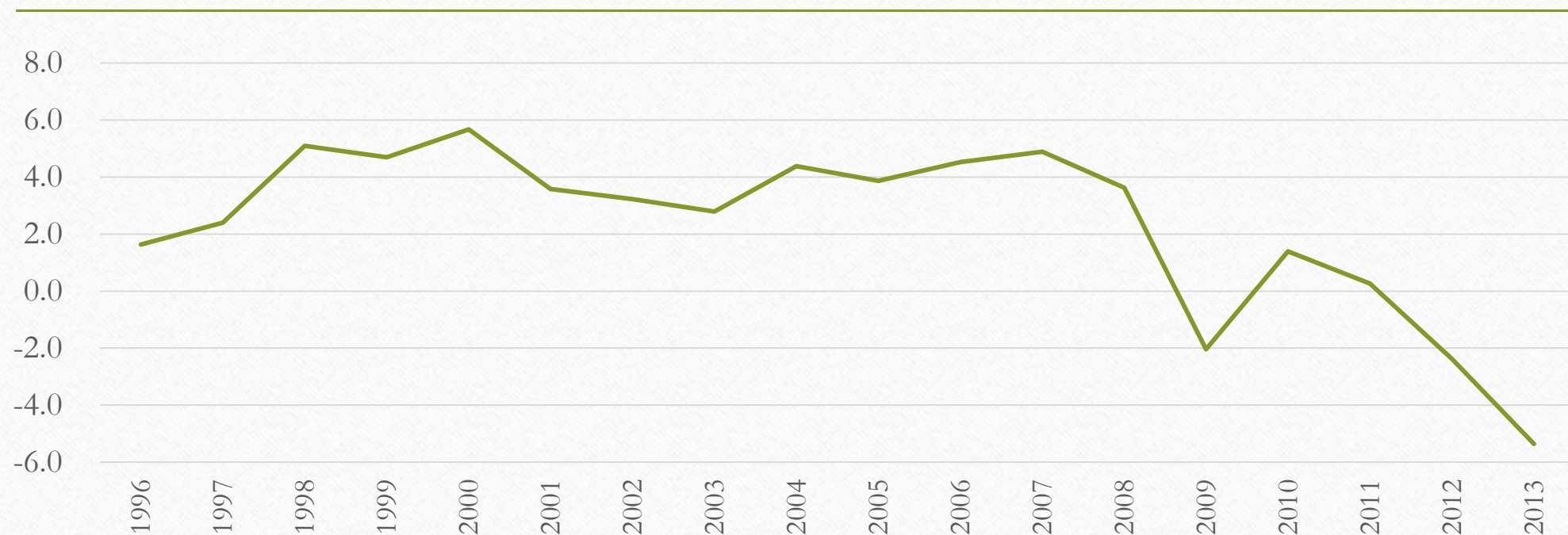
Дефицит бюджета к ВВП, %



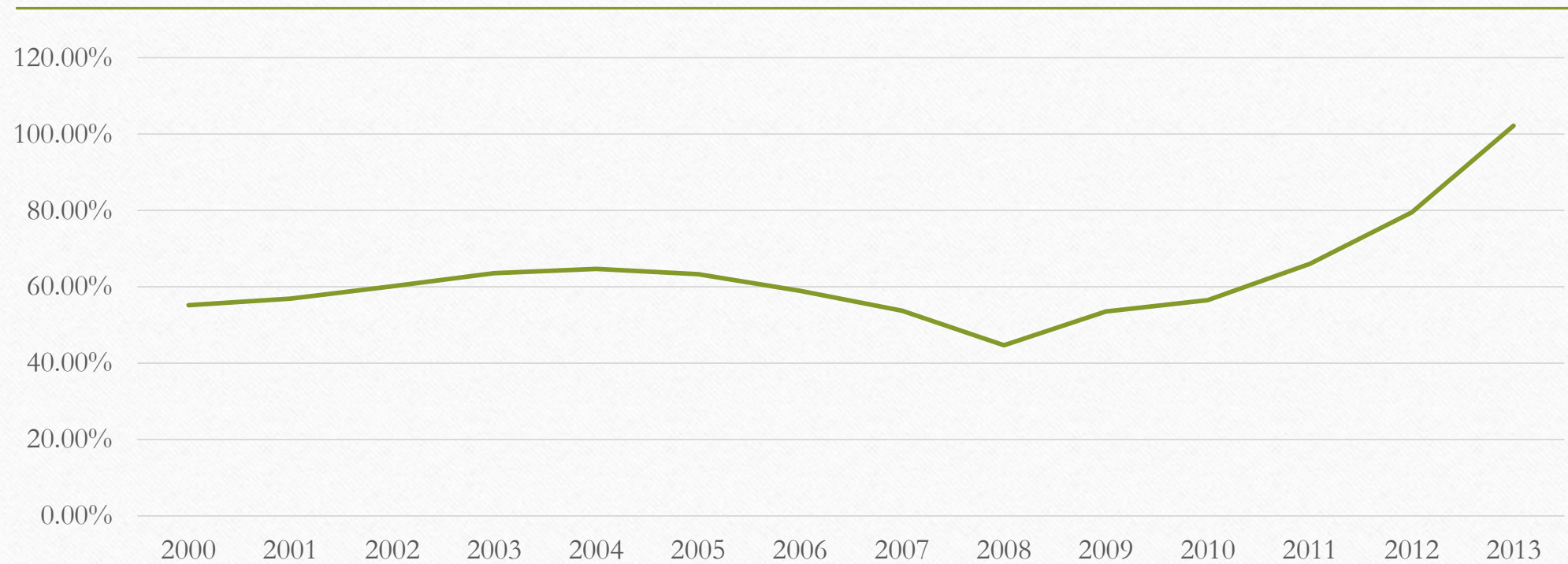
Почему возникли проблемы?

- **Мировой финансовый кризис 2007-2008 сильно отразился на Кипре**
 - Lehman Brothers обанкротился 15 сентября 2008
 - Рецессия в 2009 (падение более 2%)
 - Снижение стоимости жилья
 - Снижение темпов роста спроса на финансовые услуги
 - Нет большого роста экономики и в следующие годы

Темпы роста реального ВВП, %



Госдолг к ВВП, %



Банковская система Кипра

- Bank of Cyprus и Laiki Bank сильно расширяют свой баланс с 2006 года
 - Инвестируют в греческие гособлигации в 2010 году
 - У обоих – позиция около 2.5 млрд. евро
 - Эти облигации уже рискованные (ставка 10%) – но ЕЦБ так не считает!
 - Проходят стресс-тест в июне 2011
- В январе 2013 депозиты на Кипре – около 68 млрд. евро (400% ВВП)
 - 2/3 – «местные» вклады

Банки получают удар

- **Первый внешний шок:** списание греческого долга в октябре 2011
 - Два кипрских банка теряют около 4.5-5 млрд. евро
 - Для Laiki это около 2/3 собственного капитала
- **Второй внешний шок:** рейтинговые агентства снижают рейтинг страны в июне 2012 ниже инвестиционного
 - ЕЦБ прекращает принимать кипрские долги как залог для выдачи денег
 - Хотя у греков, португальцев и ирландцев принимали...
- Банкам требуется порядка 10 млрд. евро собственного капитала
 - Грекам и ирландцам дали сотни миллиардов...

Animal spirits или рациональность?

- Фактическое исключение Кипра из мировых рынков капитала в 2011
 - «Тройка» предлагает правительству улучшить госфинансы, включая снижение расходов, в этом же году
 - (Коммунистическое) правительство отказывается
- Такое происходило во многих странах мира
 - Непросто согласиться, что допущены ошибки

А при чём здесь Россия? И где шпионы?

- Межгосударственный кредит в январе 2012 – **\$2.5 млрд.**
 - ВВП около \$20 млрд.
 - Дефициты бюджета сохраняются: денег хватает на год
 - Переговоры с «Тройкой» в 2011 – начале 2012 заморожены
- А также – **существенные интересы России**
 - Carsten Schneider, СДП, 1 декабря 2012: «Деньги немецких налогоплательщиков не будут поддерживать нелегальные российские депозиты на Кипре»
 - Большие депозиты – около 30% из 68 млрд. евро

Результат переговоров с «Тройкой»

- В ноябре 2012 ЕЦБ формально предупреждает, что (без переговоров и снижения дефицита) остановит предоставление ликвидности
- В декабре 2012 план сокращений госрасходов готов, и парламент принимает его
- Но договора про банковскую систему нет
- Новое правительство приходит к власти в начале марта 2013
- Надеется получить примерно такие же условия по банковской системе, как другие страны
- Вместо этого 15-16 марта 2013 правительства других стран ЕС от них **требуют конфисковать часть депозитов**, или ликвидность ЕЦБ будет остановлена
- **В первый раз – ни в каком спасении до этого не было подобных условий**

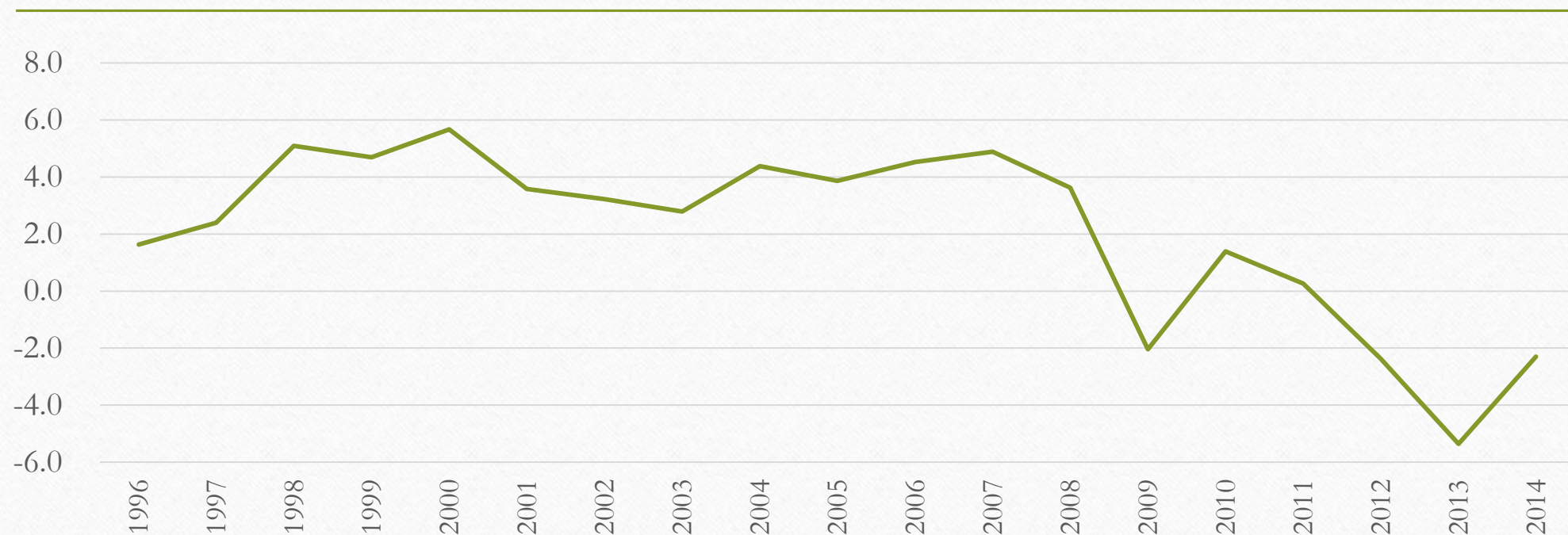
Списание, сэр!

- В марте банки остаются закрытыми
- План по списанию депозитов сразу не принимается
- Россия не предоставляет второй кредит на 5 млрд. евро
- Итоговый план:
 - Все застрахованные депозиты (менее 100 тыс. евро) возвращают полностью
 - Незастрахованные депозиты частично превращают в акции банков до необходимого объёма собственного капитала
 - «Плохой банк», «хороший банк» (разные типы активов)

Безработица, %



Темпы роста реального ВВП, %



Но зелёные ростки в 2015 году

- Темпы роста ВВП в первом квартале 2015 +1.2%, во втором +0.5%
- Но безработица всё ещё 15%
- Стоит подождать, но кажется, что Кипр начал выходить из кризиса
- Нерешительность стоила им долгих трёх лет проблем

Какие выводы?

- Кризис произошёл из-за трёх причин
 - Снижение спроса на финансовые услуги и туризм из-за мирового финансового кризиса – снижение ВВП
 - Повышение расходов бюджета и дефициты – необходимость финансировать, рост внешнего долга
 - Кризис долга Греции, приведший к банковскому кризису и потере доверия
- Впервые были требования от «Тройки» по конфискации депозитов
- Падение ВВП несколько лет подряд

Какие уроки?

- Нет дефицитам бюджета
 - Особенно когда они популистские
- Нетривиальное – банковское регулирование
 - Греческие облигации как «безрисковые»
- Доверие ЕЦБ
 - Разная надзорная политика для разных стран
- Решительные действия в начале кризиса предпочтительны
 - Но наталкиваются на сопротивление кипрского коммунизма