

Cipro: storia del bailout di un centro offshore

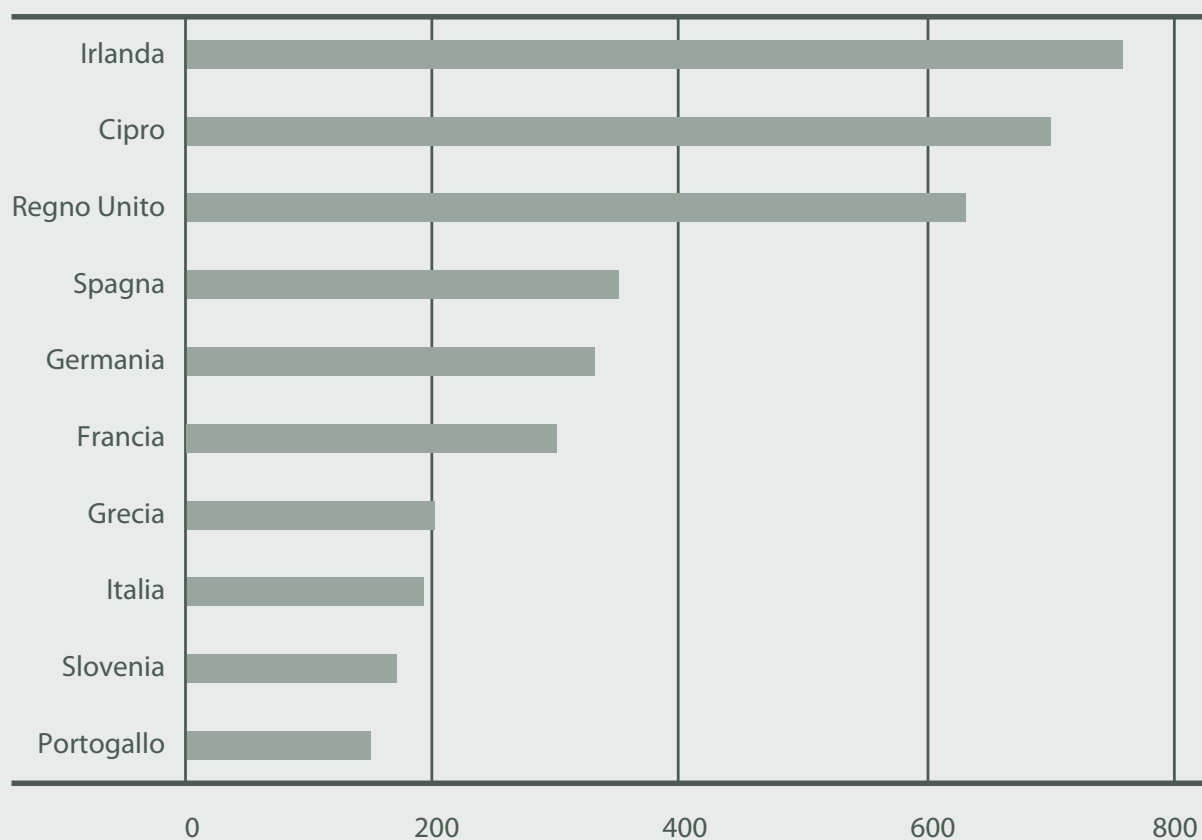
Un breve sguardo al passato

Cipro è una piccola isola con caratteristiche particolari. Ha una duplice anima: europea (quasi il 60% del territorio), con l'ingresso nell'area Euro nel 2004 fortemente voluto dal governo, e turca¹ nella zona nord dell'isola, che si autodefinisce Repubblica Turca di Cipro del Nord.

L'economia del paese, che si è sviluppata notevolmente rispetto alle origini rurali, è concentrata quasi esclusivamente su due settori: turistico e finanziario. Il settore finanziario, in particolare, ha raggiunto dimensioni eccessive rispetto alla grandezza dell'economia dell'isola, con gli *asset* totali che superano di quasi cinque volte il PIL (che è di circa 17 miliardi di dollari). La sua espansione è stata possibile soprattutto grazie al ruolo di centro *offshore* che il paese ha assunto, in particolare nei confronti della Russia ma anche di altri paesi dell'area CSI (Comunità degli Stati Indipendenti).

Asset totali in % del PIL, fine 2011

Fonte: BCE, SEBC, Eurostat



¹ Bisogna comunque tenere presente che anche la Turchia è in parte europea, anche se l'accesso nell'area Euro risulta ancora lontano.

I problemi di Cipro sono cominciati già dalla fine del 2008 quando, con la crisi finanziaria internazionale, si è avuto lo scoppio della bolla speculativa nel settore immobiliare che ha determinato una riduzione delle entrate per lo Stato². È stato però soprattutto l'ipertrofico settore bancario che ha portato alla situazione attuale. Le banche cipriote sono infatti altamente esposte sui titoli di stato della Grecia e hanno quindi immediatamente risentito della crisi che ha colpito la penisola ellenica. Quando, a febbraio 2012, Atene si è vista costretta a richiedere per la seconda volta l'intervento della Troika³, tra le misure previste nel pacchetto di salvataggio una in particolare si è rivelata estremamente dura per chi, come Cipro, aveva sottoscritto titoli di stato greci: il *Private Sector Involvement* (PSI). In base al PSI gli investitori privati si sono visti decurtare del 53,5% il valore dei titoli di stato greci da loro sottoscritti; ne sono derivate pesanti perdite per le banche cipriote che si sono tradotte in una loro minore capitalizzazione. Da qui le cose sono andate progressivamente peggiorando, in quanto si è resa sempre più impellente la necessità, per il governo cipriota, di trovare risorse per la ricapitalizzazione del settore bancario, essendo impossibilitato a finanziarsi sul mercato internazionale dei capitali.

I fatti recenti

A partire dall'estate del 2012, e nei mesi successivi, si sono susseguite diverse trattative per l'ottenimento del prestito. Cipro ha sperato inizialmente in un intervento della Russia⁴, dalla quale aveva già ottenuto un credito da 2,5 miliardi di euro a dicembre 2011, non volendo ricorrere al *bailout* da parte dell'UE e al conseguente piano di austerità fiscale ad esso vincolato. Il rifiuto, da parte del governo di Mosca, di supportare il paese se non in cooperazione con l'UE ha reso inevitabile l'intervento della Troika. A metà marzo del 2013 l'Eurogruppo ha emesso una proposta di salvataggio, i cui termini sono però risultati alquanto controversi.

Secondo la Troika, l'ammontare complessivo del pacchetto di salvataggio doveva aggirarsi intorno ai 17 miliardi di euro, di cui 10 destinati al settore bancario. Nella proposta avanzata a Cipro, tuttavia, i *lender* internazionali hanno concesso solo 10 miliardi di euro, imponendo al paese di contribuire con 5,8 miliardi da ottenere tramite la tassazione dei depositi privati nelle banche cipriote. Nonostante 17 miliardi di euro siano una cifra modesta per l'UE, non sarebbe

2 Prima del 2008 il settore immobiliare è cresciuto in modo sostenuto. Questo si è tradotto, per le banche in un aumento dei prestiti dati alle imprese di costruzione e dei mutui concessi alle famiglie, per il settore immobiliare nella crescita dei prezzi delle abitazioni. In seguito si è creata una tendenza inversa, per cui la domanda di case ha cominciato a ridursi, a causa dell'aumento dei prezzi abitativi e del rallentamento generalizzato della domanda interna. Si è determinato così un eccesso di offerta, per cui le imprese di costruzioni si sono trovate impossibilitate a onorare i propri debiti, creando squilibri nei conti bancari. La contrazione della domanda di abitazioni ha determinato anche una forte riduzione delle entrate nelle casse dello Stato a causa delle minori imposte pagate sugli immobili.

3 La Troika è composta da UE, BCE e FMI. Il primo prestito, da 110 miliardi di euro, è stato approvato a maggio 2010. Il secondo prestito, finalizzato a febbraio 2012, prevede un'ulteriore erogazione da 130 miliardi di euro.

4 Il ministro del turismo, industria e commercio cipriota si è anche recato in Cina per discutere la possibilità di attivare un finanziamento bilaterale o di ottenere un investimento, da parte del governo cinese, nella *Cyprus Popular Bank*, la seconda banca più grande del paese.

stato possibile elargire a Cipro l'intero ammontare necessario per due ordini di motivi: i) 17 miliardi di euro rappresentano quasi il 100% del PIL di Cipro. Concedere al paese un prestito di queste dimensioni, avrebbe implicato un aumento del debito pubblico decisamente insostenibile per il paese; ii) permettere a un paese come Cipro, che ha natura di centro *offshore*⁵ per i depositi privati, in particolare stranieri, di essere salvato interamente dall'UE, avrebbe implicato un rischio di azzardo morale da parte di altri membri dell'unione valutaria. Sarebbe infatti passato il messaggio che ciascun paese può adottare le regole che "preferisce", ad esempio nella gestione dei depositi bancari come in questo caso, e trarne benefici in termini di afflussi di capitale dall'estero attratti dai maggiori rendimenti, senza scontare però le conseguenze che potrebbero derivarne (ad esempio a causa di un settore bancario eccessivamente grande). L'ipotesi della tassazione dei depositi privati ha posto però una serie di questioni che hanno reso la situazione di Cipro altamente instabile. Innanzitutto si è presentato il problema della soglia a cui applicare tale tassazione. La prima soluzione ipotizzata dal governo cipriota prevedeva di fissare la soglia a 100 mila euro, applicando una tassazione del 6,75% per tutti i depositi al di sotto di tale ammontare e di 9,9% per tutti quelli al di sopra⁶. Al diffondersi di questa notizia nel paese si è creato il panico, riflesso in una corsa agli sportelli da parte dei privati nel tentativo di salvaguardare parte del loro capitale (in particolare i detentori di depositi al di sotto dei 100 mila euro). La paura che si verificasse una vera e propria fuga di capitali ha indotto il governo a chiudere forzatamente le banche (rimaste poi chiuse per oltre dieci giorni). Allo stesso tempo si è diffuso il timore di un contagio agli altri paesi periferici dell'area Euro: la corsa in banca, a Cipro evitata tramite la chiusura degli istituti finanziari, si sarebbe potuta verificare, ad esempio, in Spagna e Italia, dove i cittadini avrebbero potuto temere un simile trattamento per i loro capitali in caso di peggioramento delle crisi in atto. A Cipro intanto i cittadini sono scesi per le strade per protestare contro il diretto coinvolgimento dei piccoli depositi nel salvataggio del paese. L'eventualità della tassazione per i depositi al di sopra dei 100 mila euro ha invece scatenato la reazione di Mosca, dato che gran parte dei depositi "più ricchi" è di provenienza russa⁷. Secondo il presidente Putin, la proposta di tassazione avanzata dall'UE è stata una mossa "ingiusta, pericolosa e poco professionale", perché avvenuta senza la minima consultazione con la Russia, nonostante il paese fosse coinvolto da mesi nei negoziati per il salvataggio di Cipro. I rapporti tra Russia e UE ne sono risultati in parte danneggiati. L'aggravarsi della situazione a Nicosia ha inoltre contribuito a incentivare una tendenza in atto già dall'anno scorso: il deflusso di capitali esteri dal paese, in fuga da un sistema bancario compromesso. In particolare, i depositi provenienti dalla Russia e dagli altri paesi CSI sono stati indirizzati verso la Lettonia, le cui banche nei primi nove mesi del 2012 hanno visto aumentare i depositi dei non-residenti del 19,7%

5 Secondo la classificazione dell'OCSE, Cipro non rientra più nella "lista grigia" dei paradisi fiscali; tuttavia il paese viene definito *Offshore Financial Center* dal FMI.

6 L'Eurogruppo in data 18 marzo 2013 ha commentato, in base a questa proposta, che "The Eurogroup continues to be of the view that small depositors should be treated differently from large depositors and reaffirms the importance of fully guaranteeing deposits below EUR 100,000".

7 Si stima che i capitali provenienti dalla Russia, 20-25 miliardi di euro tra famiglie e imprese, rappresentino circa un terzo dei depositi totali presenti nelle banche di Cipro.

(+1,3% quelli dei residenti)⁸. Si è cominciato a ipotizzare, come scenario più pessimistico, anche un rischio di contagio a tutto il sistema bancario russo nel lungo periodo, poiché Cipro oltre a ospitare i depositi, è anche un *hub* per gli investimenti e il commercio in Russia.

Cipro: struttura del sistema bancario al 30/06/2011 (miliardi in euro) Fonte: Central Bank of Cyprus

Prestiti*	91,4	Depositi totali	93,8
Prestiti di Cipro ai residenti	43,2	Depositi a Cipro dai residenti	37,3
Prestiti di Cipro ai non residenti	17,8	Depositi a Cipro dai non residenti	33,8
Prestiti in Grecia	23,4	Depositi in Grecia	17,3
Titoli e altri investimenti	28,7	Passività verso banche controllanti	21,2
di cui Obbligazioni sovrane	14,7	Passività interbancarie**	18,6
di cui Obbligazioni del governo greco	7,2	Capitale e riserve	14,2
Attività interbancarie	24,8		
Totale attività	152	Totale passività	152
Percentuale del PIL	835	Percentuale del PIL	835

*al netto degli accantonamenti; **escluse quelle da controllanti

A marzo 2013 è lo stesso parlamento di Cipro a votare contro la proposta di tassare i depositi privati (sia al di sotto che al di sopra di 100 mila euro). Su 56 parlamentari, 36 si dichiarano contrari e 19 si astengono. Inizia così la complessa trattativa tra Cipro e i creditori internazionali per ridefinire i termini del salvataggio. L'accordo a cui si giunge infine è così strutturato: la Troika fornirà al paese 10 miliardi di euro, a fronte di interventi *i*) in ambito finanziario (in particolare la ristrutturazione della *Bank of Cyprus*, la prima banca del paese, e la chiusura della *Laiki Bank*, la seconda banca) che puntano a ridurre le dimensioni del sistema bancario e a finalizzare il processo di ricapitalizzazione e *ii*) in ambito fiscale, per aggiustare gli squilibri di breve periodo e risolvere questioni di carattere più strutturale⁹. A Cipro spetterà il compito di raccogliere 5,8 miliardi di euro. Dopo aver avanzato diverse ipotesi sulla modalità di raccolta¹⁰, l'unica soluzione percorribile è stata decidere di tassare solo i depositi al di sopra dei 100 mila euro. Ha quindi prevalso il principio dell'Eurogruppo di tutelare i depositi sotto 100 mila euro (cfr. nota 6); si sarebbe altrimenti violato il principio di garanzia dei depositi fino a un certo limite, minando la fiducia nel sistema bancario e nella sua disciplina.

Contemporaneamente alle negoziazioni per il pacchetto di aiuti, il paese si è preparato a riaprire

8 Cfr. FMI, Articolo IV, gennaio 2013.

9 Alcune delle misure di breve periodo prevedono, ad esempio, l'aumento delle tasse sugli utili d'impresa, dal 10% al 12,5%, e sugli interessi, dal 15% al 30%; tra gli interventi strutturali rientrano, ad esempio, la riforma del sistema previdenziale e la privatizzazione di imprese pubbliche. Come ulteriore fonte di finanziamento, Cipro prevede inoltre di vendere le proprie riserve di oro per un valore di 400 milioni di euro.

10 Le autorità cipriote hanno anche nuovamente cercato un intervento da parte della Russia, proponendo in cambio posizioni di controllo nei *board* delle proprie banche e diritti esclusivi nello sfruttamento delle riserve *offshore* di gas.

gli istituti di credito, predisponendo una serie di misure restrittive ai movimenti finanziari per limitare il rischio di fuga di capitali dal paese. Le misure prevedono¹¹: *i*) un tetto di 300 euro giornalieri per i prelievi (sia bancomat che sportello) e di 3.000 euro a persona per chi si reca all'estero; *ii*) un tetto di 5.000 euro mensili per l'utilizzo di carte di credito e bonifici verso l'estero (nessun limite per l'utilizzo all'interno di Cipro); *iii*) un *plafond* a 10.000 euro trimestrali ai trasferimenti di denaro a favore di studenti ciprioti che vivono all'estero; *iv*) il divieto di far circolare denaro attraverso assegni, sia all'interno di Cipro che per l'estero; *v*) il divieto, per i depositi vincolati o a tempo, di ritirarli prima della scadenza, neppure a fronte del pagamento di una penale; *vi*) deroghe al trasferimento di capitali all'estero per le imprese solo a fronte di opportuna documentazione che provi che si tratta di attività di importazione. È la prima volta che un paese appartenente all'area Euro adotta restrizioni ai movimenti di capitale, violando uno dei principi fondamentali dell'Unione Monetaria.

Ci sono diverse considerazioni da fare riguardo alla "questione Cipro"

Il Contagio

Dietro i fatti di Cipro c'è il contagio. Contagio "in entrata", proveniente dalla Grecia, poiché è proprio a causa della crisi nella penisola ellenica che il creditore Cipro si è visto ridurre il valore dei titoli di stato greci detenuti dalle sue banche. Contagio "in uscita", potenziale verso gli altri paesi periferici dell'area Euro dove, nonostante sia stata evitata la corsa agli sportelli, rimane il rischio che il timore di misure straordinarie di salvataggio che vedano coinvolti anche i privati, come è accaduto ora a Cipro, ma ancora prima in Grecia e in Irlanda, inducano i cittadini portoghesi, spagnoli o italiani, ad azioni preventive di salvaguardia del proprio patrimonio, con il rischio di una ingente fuga di capitali da questi paesi¹². Contagio inoltre in termini di sfiducia sui mercati, sempre più suscettibili ad accadimenti stile Cipro, poiché a essere messa in discussione è la solidità stessa dell'Unione Monetaria, dato il rischio che la crisi di un paese periferico inneschi delle reazioni a catena sempre più difficili da arrestare. È naturale, a questo punto, domandarsi quale sarà il prossimo paese dell'Eurozona a necessitare un intervento della Troika.

Who's next?

Al momento gli occhi della comunità internazionale sono puntati verso un altro paese alle prese con diversi squilibri, in particolare nel settore bancario: la Slovenia. Un esempio evidente della percezione che i mercati stanno avendo è dato dall'esito dell'asta dei titoli di Stato sloveni che si è tenuta a inizio aprile 2013. Il governo è riuscito a raccogliere solo 56 milioni di euro, rispetto ai 100 che si era prefissato, riflettendo la sfiducia nei confronti di un'economia in recessione

11 Attualmente i controlli di capitale sono ancora in vigore, anche se sono stati parzialmente allentati.

12 Ad oggi questo rischio si è fortemente attenuato e risulta quasi nullo. Potrebbe tuttavia presentarsi nuovamente se si dovessero verificare episodi analoghi a quanto accaduto a Cipro.

(-2,3% il PIL nel 2012)¹³ e con forti necessità di ricapitalizzazione del suo sistema bancario. Il governo insiste nel sostenere che “la Slovenia, a differenza di Cipro, ha un settore bancario più piccolo” (con attività pari al 145% del PIL, rispetto a quello cipriota con *asset* pari al 710% del PIL) e soprattutto “non è un paradiso fiscale”. In Slovenia il rapporto depositi/prestiti è elevato (153%, rispetto al 105% di Cipro), ma la qualità degli *asset* in forte deterioramento (a fine 2012 i non *performing loan* ammontavano a 7 miliardi di euro, pari a circa il 15% del totale dei crediti e al 20% del PIL). Secondo le autorità slovene, le banche necessitano di un’iniezione di un miliardo di euro, mentre secondo il FMI e l’OCSE sarebbe necessario un importo maggiore (circa 3 miliardi di euro). A controbilanciare il rischio di un *bailout* c’è comunque il fatto che il debito pubblico della Slovenia è tra i più bassi dell’area Euro (stimato intorno al 50% del PIL nel 2012), quindi il paese gode di fondamentali migliori per l’accesso al mercato dei capitali. Tuttavia un importante banco di prova è atteso in giugno, quando è prevista una nuova asta in concomitanza con la scadenza dei titoli del debito pubblico a 18 mesi, per un valore di un miliardo di euro.

Quo vadis Europa?

Il “caso Cipro” è un’altra importante occasione per l’Europa per riflettere. Osservando il modo in cui si sono susseguiti gli eventi, viene da affermare che la storia si ripete a Cipro, dopo Irlanda, Portogallo e Grecia: un paese periferico sull’orlo del *default*; l’intervento della Troika per sostenere un’economia non più in grado di finanziarsi da sola; l’imposizione di un *austerity package* a fronte del *bailout*; misure fiscali che risultano troppo restrittive e generano ripercussioni negative marcate sull’economia reale, in presenza di contesti già gravati da elevata disoccupazione (soprattutto giovanile), contrazione dei consumi, carenza di credito, sfiducia di famiglie e imprese; cittadini che protestano contro le misure di austerità. I paesi ne escono sempre più provati, con prospettive di ripresa che si dilatano nel tempo e risultano sempre più incerte.

Questi interventi sembrano guidati dalla mera necessità di risolvere un problema contingente, ma in assenza di una visione di lungo periodo. Quello a cui stiamo assistendo sembra ancora una volta un gioco-forza tra paesi periferici e core (Germania in particolare) dove ciascuno punta a perseguire i propri interessi invece che un interesse comune.

Ma qual è l’obiettivo dell’Europa? L’intenzione è puramente quella di avere una moneta unica, o c’è la volontà di creare un’unione che sia anche politica, sociale e di intenti? Per come si sono evolute le cose dallo scoppio della crisi ad oggi, nell’Eurozona stanno emergendo tutte le falle di un sistema che ha cercato di cambiare la sua struttura (definendo una moneta unica che facilitasse gli scambi intra-area e che permettesse ai paesi europei di competere con il dollaro e lo yen come valuta di riferimento) senza però cambiare i contenuti. Così oggi si sconta l’assenza di un progetto unitario che doveva essere posto a monte del processo di unificazione monetaria. Affinché questo avvenga, occorre l’impegno di tutti. Paesi periferici come Cipro non dovrebbero

¹³ Sulla contrazione del PIL hanno pesato, oltre alla recessione nei principali *partner* commerciali europei, le misure di austerità (tagli alla spesa pubblica e aumento della tassazione) voluta dal precedente governo per ridurre il deficit.

adottare comportamenti poco *fair*, consentendo al proprio sistema bancario di gonfiarsi in modo spropositato, beneficiando dello *status* di centro *offshore*. Sarebbe quindi necessario definire una regolamentazione comune, che imponga criteri unici e più stringenti ai sistemi bancari dell'Eurozona, per impedire che quanto successo a Cipro si ripeta in futuro anche altrove. Al tempo stesso paesi *core* come la Germania non dovrebbero assumere un atteggiamento antagonista, rimanendo rigidi sulle proprie posizioni per paura di scontare gli errori altrui. L'ipotesi di un'Unione Bancaria¹⁴ può considerarsi un primo passo in questo senso, ma risulterà effettivamente tale solo se vi sarà una condivisione degli obiettivi, che permettano di trovare soluzioni adatte a paesi così eterogenei quali sono i membri dell'area Euro. I tempi per la sua attuazione saranno comunque molto lunghi.

La strada per il risanamento dell'Europa non è l'austerità fiscale, deve invece passare attraverso il "ripensare l'Europa".

A cura dell'ufficio Analisi e Ricerche Economiche di SACE SRV

Per approfondimenti contattare Eleonora Padoan, e.padoan@sace.it
oppure scrivere a AnalisiRicercheEconomiche@sacesrv.it

14 L'Unione Bancaria prevede il trasferimento della vigilanza bancaria dagli stati membri alla BCE, con l'obiettivo di spezzare il circolo vizioso tra bilanci bancari e bilanci sovrani. In base a questo principio, si dovrebbe procedere con la netta separazione tra politica monetaria e sorveglianza creditizia. I temi al vaglio dell'Eurogruppo comprendono inoltre la possibilità di creare fondi nazionali per la risoluzione delle banche in crisi, che collaborino tra loro sulla base di regole comuni, fino alla creazione di un fondo unico di risoluzione degli istituti di credito; questo tema implica anche la definizione del grado di discrezionalità dei governi.