

# Азия: взгляд на кризис непервоклассных кредитов

Хотя броские фразы могут быть иными, между азиатским финансовым кризисом 1997 года и нынешним кризисом существует немало общего

Кор Хо-Эй и Кэй Жуй-Сюн

**Г**ОДОВЩИНЫ кризисов обычно предоставляют удобную возможность для того, чтобы извлечь уроки из прошлого, и прошлогодняя 10-я годовщина азиатского финансового кризиса не стала в этом смысле исключением. Состоялось множество конференций по анализу событий десятилетней давности и изучению путей предотвращения аналогичных кризисов.

Но не успели завершиться эти конференции, как разразился новый кризис. Эпичентр кризиса сместился из Азии в США и Европу. Изменились и слова, которые у всех на слуху: «секьюритизация», «непервоклассные ипотечные кредиты», «облигации, обеспеченные долговыми обязательствами» (ООД) кажутся совершенно иными, чем «валютная привязка», «чрезмерное корпоративное заимствование» и «иностранный долг», повсеместно звучавшие во время азиатского финансового кризиса. Однако основные причины обоих кризисов сходны. Оба они были вызваны паникой среди инвесторов в условиях неопределенности относительно безопасности активов и оценки их стоимости, и в ходе каждого из них происходило массовое изъятие ликвидности и снижение платежеспособности в банковской системе.

Как директивные органы могут лучше различить предвестники кризиса? И как они могут выделить повторно возникающие проблемы, решение которых в периоды затишья помогло бы снизить риск и ослабить последствия будущих кризисов? В настоящей статье анализируются кризис на рынке непервоклассных кредитов и азиатский кризис и уроки, которые могут быть извлечены из них, а также рассматриваются факторы, объясняющие, почему Азия до настоящего времени оставалась устойчивой к текущему кризису.

## Сигналы раннего предупреждения

Оба кризиса развивались на фоне изобилия ликвидности и чрезмерного, неосмотрительного увеличения объема кредитования. До начала азиатского кризиса приток капитала в этот регион был чрезвычайно высок (см. рис. 1), что приводило к резкому увеличению банковских кредитов и корпоративного заимствования. Иностранные инвесторы покупали высокодоходные азиатские ценные бумаги или деноминированные в долларах США долговые инструменты, предполагая, что экономика стран Азии будет и далее развиваться

быстрыми темпами и что режимы валютной привязки будут сохраняться бесконечно долго. Аналогично этому накануне сегодняшнего кризиса происходит мощный приток капитала в США, финансировавший дефициты счета текущих операций. Посредниками в распределении этой изобильной ликвидности выступали финансовые учреждения, предоставлявшие ее в виде потребительских и ипотечных кредитов, которые преобразовывались в ценные бумаги, обеспеченные ипотекой (ЦБОИ), и облигации, обеспеченные долговыми обязательствами (ООД). Стремление к получению высоких доходов способствовало спросу на эти структурированные продукты среди инвесторов, многие из которых, принимая свои решения, руководствовались одним только высоким рейтингом AAA, присваиваемым рейтинговыми агентствами.

Кредиторы также стремились к получению высоких доходов, а изобилие ликвидности, как правило, приводило к *ослаблению кредитных стандартов*. В ходе азиатского финансового

двуцентровая банкнота, наклеенная на здание штаб-квартиры Bear Stearns в Нью-Йорке после того, как агентство JPMorgan Chase предложило выкупить эту пораженную кризисом фирму по цене 2 доллара за акцию.



Рисунок 1

## Бурный рост капитала

В течение двух лет накануне азиатского финансового кризиса

1997 года притоки капитала в этот регион резко возрастили.

(Млрд долларов)



Источники: база данных СЕИС и МВФ, *International Financial Statistics* («Международная финансовая статистика»).

кризиса неосмотрительность при предоставлении кредитов проявлялась в форме связанного кредитования крупных корпоративных структур или мегапроектов и проектов массовой застройки, имевших сомнительную коммерческую ценность. В случае кризиса непервоклассных ипотек это стремление к получению доходов привело к широкому распространению ипотечных кредитов непервоклассной категории, так называемых кредитов заемщикам «без доходов, без работы и без имущества».

Еще одним тревожным предвестником накануне обоих кризисов было *стремительное увеличение цен на недвижимость*. В США, например, цены на недвижимость выросли на 50 процентов за период с 2001 по 2006 год. Более того, в ходе прежних кризисов такое вздувание цен на активы ассоциировалось с наличием легкодоступных кредитов. Согласно широко известной гипотезе Минского о финансовой нестабильности (Minsky, 1992), период высоких темпов роста способствует повышению доли заемных средств. Минский разбивает заемщиков на три категории в порядке убывания их способности оплачивать проценты и основную сумму займа: хеджевые заемщики, способные оплачивать свои обязательства за счет потока денежных средств; спекулятивные заемщики, способные оплачивать лишь проценты, но нуждающиеся в переоформлении основной суммы долга; и заемщики типа Понци, не способные оплачивать ни проценты, ни основную сумму долга и вынужденные брать взаймы или продавать имущество лишь для того, чтобы оплатить текущие счета по уплате процентов. Увеличение числа спекулятивных заемщиков и заемщиков типа Понци приводит вначале к вздуванию цен на активы, а затем к повсеместному осознанию того, что возросшие объемы кредитования являются неустойчивыми. В результате финансирование внезапно прерывается и наступает крах.

Очевидно, что такая финансовая нестабильность присутствует в обоих кризисах. Увеличение объемов непервоклассных ипотечных кредитов, отражающее спекулятивное заимствование и заимствование по схеме Понци, могло загнать США в ловушку, создав на первый взгляд благоприятный, но в основе своей порочный цикл изменений цен на жилье. В период повышения цен кредиторы чувствовали себя в безопасности, предоставляя кредит под обеспечение, стоимость которого неуклонно возрастила, что, в свою очередь, способствовало росту спроса и цен на жилье. Аналогичным образом, быструму росту кредитования корпораций в Азии способствовали процветающая экономика и доступность кредитов, многие из которых в конечном итоге шли на финансирование убыточных проектов, остающихся на плаву лишь благодаря дополнительному вливанию заимствованных средств. Оба этих цикла были неустойчивы и, в конце концов, должны были прерваться (см. рис. 2).

Известно, насколько сложно поддается точному определению вздувание цен на рынке активов в период, пока оно проходит. Сложно также определить, в какой момент рост кре-

дитов перестает быть благоприятным фактором и становится чрезмерным. Тем не менее, оба кризиса, как представляется, указывают на то, что *длительное повышение цен на активы* (особенно недвижимость) и *быстрый рост кредитов* должны служить сигналом к интенсификации надзора, а также поиску возможных искажений на рынке.

## Повторяющиеся проблемы

Наряду с общими симптомами, кризису на рынке непервоклассных кредитов и азиатскому кризису были свойственны и общие проблемы, которые можно рассматривать как фундаментальные слабости.

Прежде всего, неосмотрительность при предоставлении кредитов, проявлявшаяся кредиторами в ходе обоих кризисов, отражала классическую *проблему принципала и агента*. В период азиатского финансового кризиса менеджеры банков пре-небрегали интересами акционеров, безрассудно представляя кредиты определенным компаниям или под определенные проекты либо по требованию правительства, либо в силу того, что к этим проектам имели отношение влиятельные акционеры. В период ипотечного кризиса инвесторы в ООД и ЦБОИ предполагали, что предоставлявшие ипотечные кредиты учреждения будут придерживаться строгих кредитных стандартов. Однако в условиях модели, действующей по принципу «выдать и распределить», у кредиторов было мало причин беспокоиться о поддержании кредитных стандартов, поскольку они не оставляли у себя эти кредиты. Вместо этого выдававшие ипотечные кредиты учреждения немедленно продавали эти кредиты банкам, которые, в свою очередь, объединяли их в пакеты, оформлявшиеся в виде ценных бумаг. Кредиторы стремились получить максимально высокий доход в виде платы от такой секьюритизации, а не доход в форме ссудных процентов. Поскольку права собственности на базовый кредит были размыты или отсутствовали, стандарты кредитования резко ослабли, что привело к широкому распространению дефолтов при наступлении спада на рынке недвижимости.

Существовали также классические примеры морального риска, обусловленные тем, что кредиторы и заемщики сталкивались с незначительным или даже нулевым риском от своей деятельности. Представляется, что накануне кризиса правительства некоторых азиатских стран фактически гарантировали предоставление экстренной помощи банковским системам и мегапроектам (Krugman, 1998), что подталкивало банки к предоставлению кредитов безо всякого учета коммерческой жизнеспособности проекта. Аналогичным образом, многие банки и корпорации брали займы в иностранных валютах по более низким процентным ставкам, предполагая, что валютная привязка будет сохраняться бесконечно долго. В ходе текущего кризиса инвесторы и банки осуществляли инвестиции в такие сложные структурированные финансовые продукты с длительными сроками, как ЦБОИ и ООД, за счет средств краткосрочных займов, предполагая, что они всегда будут иметь доступ к ролловерному рефинансированию на высоколиквидных межбанковском и денежном рынках, поскольку центральные банки будут вливать ликвидность по мере необходимости.

Повторяющиеся проблемы принципала и агента и *морального риска* в ходе всех кризисов может свидетельствовать об их систематическом характере. Тем не менее, директивные органы несут ответственность за разработку систем и мер политики, способных свести такие риски к минимуму и ослабить их воздействие.

## Различные ответные меры политики

Кризис на рынке непервоклассных кредитов, хотя и продолжает разрастаться, уже перешел в стадию контроля и урегулирования. При этом поражает то, насколько сильно текущие ответные меры отличаются от тех, которые применялись десять лет назад.

В ходе кризиса непервоклассных ипотек ведущие центральные банки решительно вмешались в ход событий, предоставив ликвидность в целях ограничения нарушений и цепной реакции на финансовых рынках. Одновременно с этим, Федеральная резервная система США существенно снизила процентные ставки для смягчения денежно-кредитных условий, а Конгресс США утвердил пакет стимулирующих мер в налогово-бюджетной сфере. В ходе азиатского кризиса денежно-кредитная и налогово-бюджетная политика были вначале ужесточены в целях поддержания обменных курсов в условиях крупного оттока капитала и массового изъятия валютных резервов, что способствовало снижению экономической активности в реальной экономике. Лишь после того, как обменные курсы стабилизировались на более низком уровне, правительства приступили к проведению политики увеличения бюджетных расходов в целях поддержки реальной экономики.

Важное отличие состояло также в относительной роли государства и частного сектора в рекапитализации банков, по крайней мере, на начальном этапе преодоления кризиса. В период азиатского кризиса правительства многих стран перевели на себя необслуживаемые кредиты и предоставили новый дополнительный капитал банкам, а МВФ пополнил истощенные валютные резервы центральных банков. Лишь на более поздней стадии имели место значительные вливания частного капитала в форме иностранных выкупов контрольных пакетов акций отечественных банков. В ходе текущего кризиса основным источником рекапитализации банков стали прямые размещения или инъекции капитала суворенными фондами накопления богатства. Двумя важными исключениями из этого были банк Northern Rock, который был национализирован правительством Соединенного Королевства, и экстренная помощь фирме Bear Stearns, в результате которой Федеральная резервная система США подвергла себя риску

потенциальных убытков по неблагополучным активам Bear Stearns. Однако в случае обострения кризиса на рынке непервоклассных кредитов правительства, скорее всего, будут вынуждены принять более активное и непосредственное участие в стабилизации экономики и банковской системы.

### Уроки Азии

Существует, однако, два важных момента, в отношении которых промышленно развитым странам стоит позаимствовать пример преодоления последствий финансового кризиса в Азии. Первый касается *снижения уровня заемных средств для категории заемщиков, проблемы которых со всей остройностью обнажил кризис*. В период азиатского кризиса такими заемщиками были корпоративные структуры и банки, характеризовавшиеся как слишком высоким уровнем заемных средств, так и чрезмерной зависимостью от иностранных займов. Их эквивалентами в ходе кризиса непервоклассных ипотек являются:

- жилищный сектор США, в котором отношение долга к располагаемому доходу повысилось с примерно 80 процентов в 1990 году до примерно 140 процентов, а многие заемщики берут кредиты по низким начальным ставкам со значительным увеличением при пересмотре ставок;
- банки, которые осуществляли внебалансовые инвестиции и теперь вынуждены переводить эти инструменты на свои балансы;
- инвестиционные банки, проводившие брокерско-дилерские операции с высоким уровнем заемных средств при узкой капитальной базе;
- хеджевые фонды и другие инвестиционные компании, которые, пользуясь легкостью привлечения денежных средств, осуществляли интенсивное заимствование.

Снижение уровня заемных средств в этот раз будет сопряжено с большим риском ввиду более тесных связей между хеджевыми фондами и банками. Например, комиссионные от прайм-брокерских услуг составляют сегодня большую долю доходов банков от инвестиционной деятельности, а несколько крупных хеджевых фондов принадлежат самим банкам. Очевидно, что органам надзора и регулирования необходимо быть более бдительными, выявляя и ограничивая принятие чрезмерных рисков, особенно в случаях быстрого и длительного повышения уровня заемных средств в нерегулируемых структурах. Необходимо улучшить регистрацию, лицензирование и сбор соответствующей информации от таких структур.

Второй важной мерой, которую стоит позаимствовать, является *корректировка макроэкономических дисбалансов*. Текущий экономический спад и ослабление доллара США, вероятно, повлекут за собой замедление роста или снижение потребления и жилищных инвестиций, увеличение нормы сбережений домашних хозяйств и сокращение дефицита по счету текущих операций. Это аналогично тому, что произошло во многих азиатских странах, за тем исключением, что в их случае пришлось резко сократить расходы на недвижимость и другие инвестиции.

### Пока дела в Азии обстоят неплохо,...

Разумеется, Азия не изолирована от текущего кризиса. Активная распродажа акций наблюдалась на фондовых рынках всего азиатского региона, заметно возрос-

Рисунок 2

### Параллельная динамика

Азиатский финансовый кризис 1997 года и текущий кризис потрясения на рынке непервоклассных ипотек развивались сходным образом.

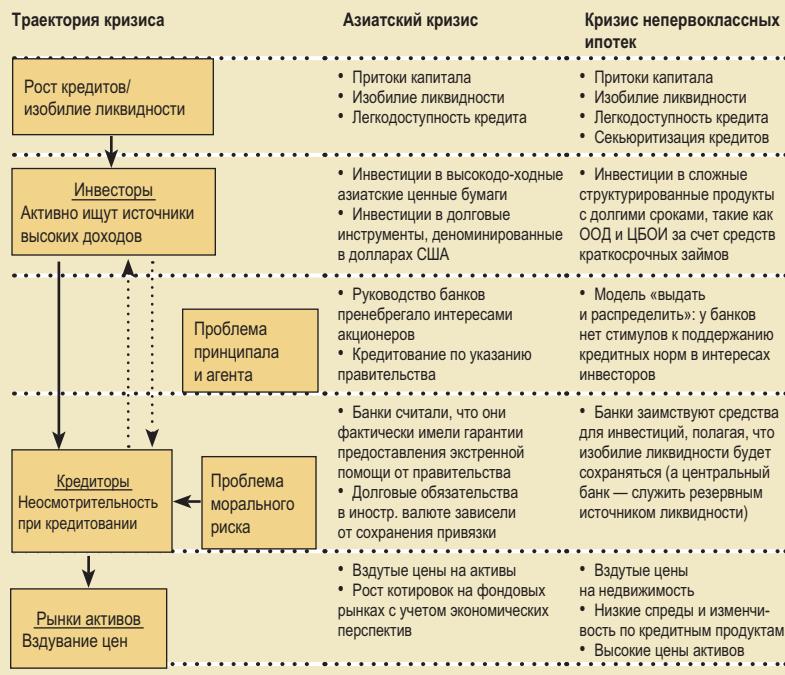


Рисунок 3

## Улучшение состояния балансов

После финансового кризиса 1997 года во многих азиатских странах резко улучшилось соотношение между долговыми обязательствами и собственными средствами корпораций.

(Отношение долга к собственным средствам, в процентах)



Источник: Thomson International.

Рисунок 4

## Укрепление банков

Благодаря низким соотношениям между кредитами и депозитами азиатским банкам в целом удалось избежать проблем с ликвидностью и финансированием в условиях текущих потрясений.

(Отношение кредитов к депозитам, в процентах)



Источник: CEIC.

ла изменчивость и произошло расширение кредитных спредов. Кроме того, темпы роста в азиатских странах, вероятно, несколько снизятся в связи с замедлением роста экономики США.

Тем не менее, Азии удается поддерживать высокие темпы экономического роста, несмотря на потрясения на финансовых рынках и ухудшение ситуации в экспортной сфере. Объясняется это, в частности, тем, что *макроэкономические детерминанты значительно устойчивее*, чем 10 лет назад, что отражается в повышении суверенного кредитного рейтинга этих стран. Азиатские страны снизили свои внутренние расходы, сократили дефициты бюджета и реформировали экономику. Расходы на мегапроекты и проекты массовой застройки уже не являются чрезмерными, в результате чего экономика этих стран стала более сбалансированной и эффективной. Развитие финансовых инструментов в национальной валюте помогло сократить валютные несоответствия, лежавшие в основе азиатского финансового кризиса. Кроме того, центральные банки стали лучше управлять потоками капитала, снизив риск завышения обменного курса, стремительного увеличения кредитов и вздувания цен на активы.

Еще одно объяснение состоит в *улучшившемся состоянии балансов корпораций в Азии*, выражющееся в резком снижении соотношения между долгом и собственными средствами и в том обстоятельстве, что во многих странах займы в иностранной валюте уже не являются крупным компонентом корпоративных источников финансирования (см. рис. 3).

Относительная устойчивость Азии в условиях кризиса на рынке непервоклассных кредитов также подчеркивает успехи, достигнутые этими странами в реформировании банковских систем. Ограниченные позиции азиатских банков по опера-

циям, связанным с непервоклассными активами и ООД, в сочетании с высоким уровнем капитализации их балансов азиатским межбанковским рынкам сохранять спокойное состояние в то время как на межбанковских рынках США и Европы царил хаос. Благодаря низким соотношениям между кредитами и депозитами (см. рис. 4) и незначительным объемам внебалансового финансирования банки смогли избежать стресса, связанного с ликвидностью и финансированием, в условиях текущих потрясений на кредитных рынках.

Кроме того, в большинстве азиатских стран улучшилось состояние позиций по внешнеэкономическим операциям: счета текущих операций сводятся с положительным сальдо, поддерживаются значительные валютные резервы, диверсифицируется экспорт. Отражая прочные внешние позиции, давление в плане продаж валют азиатских стран остается умеренным, несмотря на значительные портфельные оттоки с азиатских рынков и закрытие позиций по процентным арбитражным операциям, произошедшим в период кризиса непервоклассных ипотек. Валюты большинства стран Азии укрепились в 2007 году и в начале 2008 года, что способствовало снижению инфляционного давления в экономике этих стран, прежде всего в связи с высокими ценами на биржевые товары.

Наконец, одним из источников силы для большинства азиатских стран было относительно небольшое повышение цен на недвижимость в сравнении с аналогичным повышением в США и некоторых странах Европы, например в Соединенном Королевстве, Ирландии и Испании (см. рис. 5). Азиатские страны, включая Сингапур, в последние годы предпринимали шаги для охлаждения рынков недвижимости всякий раз, когда рост цен грозил обернуться вздуванием цен на активы. Вследствие этого резкое падение цен на недвижимость в связи с замедлением экономического роста и потрясений на финансовом рынке представляло меньшую угрозу.

### ... но ей все же угрожают риски

Несмотря на это, директивным органам в странах Азии необходимо следить за сохраняющимися рисками, обусловленными кризисом на рынке непервоклассных кредитов, которые могут представлять опасность для Азии. К числу таких рисков относится то, что в докладе фирмы Standard & Poor's было названо потенциальной «тройной угрозой» для банков: увеличение потерь, связанных с непервоклассными ипотечными кредитами; отрицательные последствия этого для азиатских финансовых рынков, которые затронуты банки; отрицательное воздействие на экономику стран Азии, что также скажется на банках.

Однако на сегодняшний день эти угрозы представляются незначительными. Азиатские банки занимаются традиционными операциями банковского кредитования и не имеют крупных позиций по операциям с более сложными типами финансовых продуктов, от которых пострадали финансовые сектора многих промышленно развитых стран. Однако экономический спад в США и Европе может вызвать спад в реальной экономике, а это может привести к значительному ухудшению качества банковских кредитов.

До настоящего времени азиатские страны успешно справлялись с замедлением роста экономики в США и финансовыми потрясениями. Большинство аналитиков прогнозирует лишь незначительное снижение прироста ВВП в регионе. Однако страны Азии, вероятно, подвергнутся более значительному отрицательному воздействию в случае, если в США настанет серьезный экономический спад, способный привести к появлению проблемных кредитов и формированию отрицательного кредитного цикла.

Что касается более длительной перспективы, то по мере восстановления доверия к рынкам капитала приток капитала в азиатские страны с формирующимся рынком может стать источником их уязвимости. Приток капитала может возродиться в еще больших объемах, чем ранее, особенно, если Азия будет восприниматься как «безопасная гавань». Притоки капи-

Рисунок 5

## Отсутствие вздутых цен на недвижимость

В отличие от США и многих европейских стран, темпы

повышения цен на недвижимость в Азии были умеренными.

(Индексы цен на недвижимость; годовой прирост, в процентах)



Источник: CEIC.

тала могут благотворно сказаться на развитии экономики и финансовых рынков, однако они могут быть изменчивыми и должны тщательно регулироваться, с тем чтобы уменьшить их отрицательное воздействие на реальную экономику.

### Уроки кризиса непервоклассных кредитов для Азии

Страны Азии могут извлечь несколько уроков из кризиса на рынке непервоклассных ипотечных кредитов. Во-первых, *хотя форма кризисов может меняться, они остаются одинаковыми по своей сути*. Азия должна следить за возникновением типичных ранних предвестников кризиса, такими, как избыльная ликвидность, быстрый рост кредитов и длительное повышение цен на активы. Особое значение это имеет для азиатских стран с формирующимся рынком, в которых проблемы управления ликвидностью, роста кредитов и изменчивости цен на рынках активов приобретают дополнительную остроту из-за притока капитала. Директивным и регулирующим органам нельзя также забывать о классических бихевиористских проблемах принципала и агента и морального риска, иногда являющихся непредусмотренным побочным результатом политики или мер, осуществляемых с благими намерениями. Кроме того, центральным банкам и органам регулирования необходимо совершенствовать свой макропруденциальный инструментарий, с тем чтобы лучше понимать и решать регулярно возникающие проблемы ликвидности, левериджа и цепной реакции кризиса в сегодняшней глобальной финансовой системе. И хотя невозможно точно предсказать, где и когда разразится очередной кризис, ответственность за уменьшение этого риска лежит на директивных органах.

Во-вторых, *Азии необходимо найти правильный баланс между прогрессом и осмотрительностью, новаторством и осторожностью*. Чрезмерный упор на достижении прогресса в ущерб осмотрительности, возможно, являлся одним из факторов, вызвавших кризис на рынке непервоклассных кредитов. Экономист Барри Эйхентрин в своей статье о необходимости финансового сотрудничества в Азии, опубликованной в прошлом году в *Korean Herald*, высказал предположение о том, что официальные органы США снизили регулятивное бремя, реагируя на конкуренцию со стороны такого финансового центра, как Лондон. Подобные следующие одна за другую волны deregulation, вызванные соображениями конкурентной борьбы, представляют собой западню, в которую не должны попасть азиатские страны с формирующимся рынком.

Примером в этом смысле является быстрый крах Bear Stearn и Northern Rock. Первый находился в числе лидеров финансовых инноваций на рынках ценных бумаг, а второй высоко оценивался за свою новаторскую финансовую стратегию. Азии следует внимательно следить за тем, чтобы любой отход от традиционной банковской практики в сторону использования более новаторских методов сопровождался улучшением управления риском нехватки ликвидности.

Азии, разумеется, необходимо и далее развивать рынки капитала и способствовать росту своих финансовых учреждений в русле общих усилий по экономическому и финансово-му развитию. Однако кризис на рынке непервоклассных кредитов показал, что финансовые инновации, будь то новые продукты, новые структуры или новые участники рынка, не бывают свободными от риска. По мере расширения сфер деятельности, охватываемых азиатскими финансовыми рынками, директивным органам необходимо будет внедрять в практику меры, позволяющие справиться с рисками, порождаемыми финансовыми инновациями.

Разработчикам политики, возможно, будет полезно руководствоваться некоторыми базовыми принципами при нахождении правильного баланса между новаторством и осторожностью:

- *Кредитные нормы должны всегда поддерживаться на должном уровне*, особенно в периоды изобилия ликвидности и высоких темпов экономического роста. Легкость получения кредита обычно является отражением скрытых проблем принципала и агента и морального риска и, в конечном итоге, ведет к финансовой нестабильности.

- *Прозрачность имеет важнейшее значение для эффективности финансового надзора и рыночной дисциплины*. Кризис на рынке непервоклассных кредитов показал, что обычные кредиты могут стать серьезным источником риска и неопределенности, если они преобразованы в сложные непрозрачные структурированные финансовые продукты и сконцентрированы в различных пропорциях в руках любого числа потенциальных инвесторов, в том числе внебалансовых инвестиционных структур банков. Органам регулирования необходимо обеспечить широкую доступность всеобъемлющей информации о новых продуктах и экономических единицах, с тем чтобы органы надзора и аналитики рынка могли понимать и контролировать дополнительные риски для финансовой системы.

- *Необходимо разбираться в финансовых взаимосвязях*. Кризис на рынке непервоклассных кредитов и кредитные потрясения свидетельствуют о все большей сложности и взаимосвязанности финансовых рынков и продуктов. Директивным и регулирующим органам необходимо обеспечить выделение достаточных ресурсов на проведение финансового надзора, контроля и управления риском в целях снижения рисков, порождаемых инновациями и изменениями на финансовых рынках.

Третий урок заключается в *важнейшем значении экономических детерминант*. Слабые экономические детерминанты, например, высокая доля заемных средств в балансах корпораций и крупные дефициты по счету текущих операций, стали причиной утраты доверия в 1997 году. Прочные экономические детерминанты в 2007–2008 годах позволили сохранить относительную устойчивость Азии в условиях современных потрясений. Для стран с формирующимся рынком это должно послужить стимулом к сохранению надежного состояния балансов, обеспечению устойчивых сальдо счета текущих операций и поддержанию достаточных валютных резервов, способных послужить амортизатором воздействия шоков.

Благоприятные долгосрочные перспективы экономического развития Азии означают, что этот регион, вероятно, станет активным, или даже ведущим участником следующего экономического подъема. Задача состоит в том, чтобы не допустить, чтобы финансовые мины, кроющиеся на пути его развития, сбросили его под откос. Регион должен воспользоваться своим упрочившимся положением и извлечь уроки из кризиса 1997 года и текущих потрясений. ■

Кор Хо-Эй — заместитель управляющего директора по вопросам экономики, а Кэй Жуй-Сун — экономист Валютного управления Сингапура.