

**НЕСБАЛАНСИРОВАННОСТЬ
ФИНАНСОВЫХ СИСТЕМ
ВОСТОЧНОАЗИАТСКОГО РЕГИОНА,
ОБУСЛОВЛЕННАЯ ПОТОКАМИ
ГЛОБАЛЬНОЙ ЛИКВИДНОСТИ**

Гуща Наталья Васильевна

аспирантка кафедры торговой политики факультета мировой экономики и мировой политики НИУ ВШЭ.

Адрес: Национальный исследовательский университет – Высшая школа экономики, 119017, Москва, ул. М. Ордынка, д. 17.

E-mail: ngushcha@hse.ru, sahgelerm@mail.ru

Актуальность темы исследования вызвана часто повторяющимися системными финансовыми кризисами, быстро перерастающими в международные кризисы, а также необходимостью повышения финансовой стабильности в восточноазиатском регионе. В обширной литературе, посвященной проблеме глобальной ликвидности, влияние потоков капитала рассматривается с точки зрения каналов, посредством которых происходит передача глобальных потрясений и изменение финансового ландшафта. В данной статье дано определение понятия «структурные дисбалансы». Вместе с тем внимание автора сосредоточено на состоянии активов, которые являются конечным результатом влияния потоков капитала на финансовые системы развивающихся стран и, как следствие, на их финансовую стабильность.

Ключевые слова: активы, рынки капитала, финансовая система, несбалансированность, глобальная ликвидность.

**IMBALANCE OF FINANCIAL
SYSTEMS OF EAST ASIAN
REGION DRIVEN BY GLOBAL
LIQUIDITY FLOWS**

Gushcha, Natalia V.

Post-Graduate Student of the Trade Policy Department of International Economy and International Policy Faculty of NRU HSE.

Address: National Research University – Higher School of Economics, 17 M. Ordynka, Moscow, 119017, Russian Federation.

E-mail: ngushcha@hse.ru, sahgelerm@mail.ru

The relevance of a subject of a research is caused by often repeating system financial crises quickly developing into the international crises and also need of increase in financial stability for the East Asian region. There is extensive literature on the problem of global liquidity, which analyzes the transmission channels of capital flows to East Asia emerging markets, including the impact on risks to financial stability and financial landscapes.

In the paper attention shifts from the transmission channels to the state of the assets, which are the end result of the effect of capital flows on the financial systems of developing countries and, as a consequence, their financial stability. The article defines the concept of structural imbalances as well.

Keywords: assets, capital markets, financial system, imbalance, global liquidity.

Финансовая глобализация существенно ускорила процесс развития международного финансового рынка. Ее характерной особенностью является растущая взаимосвязанность и взаимозависимость национальных финансовых рынков. Трансграничные финансовые потоки преобразуют финансовые трудности одного или нескольких национальных институтов в глобальные финансовые кризисы.

Восточноазиатский регион приобретает все большую значимость в контексте мировой экономики и международной торговли, растет и его роль в качестве диалогового партнера для России. Международные финансовые центры региона усиливают свое влияние на функционирование глобальных финансовых рынков.

Вместе с тем в условиях свободного перемещения финансовых потоков возрастает нестабильность мирового финансового рынка, способствуя возникновению кризисов и их распространению на развивающиеся финансовые рынки. В результате усиления взаимосвязей национальных финансовых систем с глобальным финансовым рынком кризисы, возникающие в отдельных странах, имеют тенденции распространяться и на другие страны. Это повышает зависимость национальных финансовых систем от общемирового финансового рынка. Кроме того, по мере развития усиливается взаимосвязь экономик региона и степень интегрированности финансовых систем. Финансовые же системы, содержащие структурные дисбалансы, представляют угрозу экономической безопасности, а также создают препятствия финансовой интеграции на региональном пространстве.

В работах [17; 18] показано, что приток капитала, особенно портфельные инвестиции, способствовал повышению цен на акции в Таиланде и других азиатских странах. Е. Олаберрия, используя панельные данные по 40 странам с 1990 по 2010 г., указывает на то, что связь между

притоком капитала и бумами на цены активов изменяется в зависимости от вида потока капитала и страны. Такая взаимосвязь более очевидна для развивающихся стран [19].

Согласно Х. Рей, в потоках капитала существует глобальный финансовый цикл, который тесно связан с кредитными потоками и ценами на активы. Этот цикл главным образом за счет кредитно-денежной политики США влияет на деятельность банков и международные потоки капитала [21].

В статье [20] на основе анализа развивающихся рынков выявлена взаимосвязь между расширением глобальной ликвидности и ценами на акции. Вместе с тем получены доказательства того, что рост глобальной ликвидности способствует увеличению рисков для финансовой стабильности принимающих стран.

Другой областью исследования является влияние глобальной ликвидности на внутренний кредит. Я. Каруана указывает на то, что международный кредит, как правило, способствует росту внутреннего кредита [12].

На основе эмпирических данных авторы [10] демонстрируют, что международный кредит является причиной кредитных бумов на развивающихся рынках Азии, а это представляет риск для их финансовой стабильности. По мнению авторов, за последние два десятилетия быстрый рост внутреннего кредита предшествовал финансовым кризисам, которые сопровождались ростом цен на акции и недвижимость. В период мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. эта ситуация повторилась. Быстрый рост внутреннего кредита сопровождается увеличением доли кредита в иностранной валюте в общем кредите. Сильная зависимость от заимствований в иностранной валюте подвергает отечественные фирмы и домохозяйства валютному риску. Международный кредит может также оказывать повышательное давление на реальный обменный курс.

Таким образом, конечным результатом влияния потоков капитала является состояние активов финансовых систем развивающихся стран и, как следствие, их финансовая стабильность.

В центре внимания данной статьи – страны восточноазиатского региона: Индонезия, Малайзия, Сингапур, Таиланд и Филиппины.

Необходимо отметить, что в научной литературе, нет четкого определения термина «структурные дисбалансы» финансовых систем. Так, например, в работе [1] используется понятие дисбаланса в его общепринятом значении – отсутствие баланса, неравновесие. С одной стороны, несоответствие отдельных аспектов экономической деятельности и реализация необходимых для нее условий представляют собой форму неравновесия, несбалансированности. С другой стороны, наличие дисбалансов отражает то, как внешние факторы оказывают влия-

ние на экономику и, соответственно, на финансовую систему. Дисбалансы финансовых систем рассматриваются как составная часть экономических дисбалансов в контексте экономической безопасности на региональном пространстве.

Согласно авторам, финансовый аспект экономической безопасности включает в себя устойчивость национальных финансовых и кредитно-денежных систем, отсутствие или амортизацию дестабилизирующих воздействий, исходящих от международных финансовых рынков и применение международных механизмов содействия финансовой стабильности.

По мнению авторов, задача экономической и финансовой безопасности как составной части развития процесса экономического сотрудничества и финансовой интеграции в регионе состоит в необходимости выявления препятствующих ее достижению дисбалансов.

Несбалансированность финансовых систем широко изучена в качестве причин азиатского кризиса 1997–1998 гг. и мирового финансового кризиса 2008–2009 гг. в ряде работ зарубежных [3; 8] и российских [11–13] авторов. В качестве основных причин авторы отмечают чрезмерную либерализацию международного движения капиталов, большие объемы краткосрочных кредитов корпоративного сектора и внешних заимствований. Среди общих недостатков выделяют неразвитость финансовых систем, невысокую информационную прозрачность и распространение коррупции.

В статье В. Красильщикова структурные диспропорции определены как привязанность банковского сектора к промышленности, государственное вмешательство в дела корпораций и чрезмерный рост внешней задолженности [5]. По мнению автора, восточноазиатские государства не могли развиваться по-другому, избегая структурной несбалансированности. Причины кризиса, широко изученные в экономической литературе, сами по себе не были первопричинами. Кризис стал закономерным результатом ускоренной модернизации. Чем больше возрастал промышленный экспорт из Юго-Восточных стран, тем сильнее становилась их экономическая и технологическая зависимость от США и стран Запада. Об этом свидетельствовал постоянно возрастающий экспортный коэффициент НИС, который значительно превышал темпы роста ВВП.

Таким образом, причиной финансового кризиса послужило несоответствие индустриальных экономик вызовам постиндустриализации, что привело к необходимости структурных преобразований как в экономике, так и в финансовой системе. Эта точка зрения совпадает с научными взглядами Н. Гамильтон-Харт, которая считает, что несбалансированность существовала в финансовой системе восточноазиатских стран еще до азиатского кризиса [16].

Таким образом, на основе анализа литературы, можно сформулировать следующее определение: *структурные дисбалансы – это состояние качества активов, при котором повышается риск стабильности финансовой системы.*

Кредитные бумы как фактор ухудшения качества активов и финансовой стабильности

Ключевым внешним фактором, оказывающим влияние на состояние активов финансовых систем исследуемых стран, является приток глобальной ликвидности.

Чрезмерный кредитный рост тесно связан не только с большими объемами притока капитала, но и с его составом. На основе исследования событий, связанных в 99 случаях с кредитными бумагами, авторы [15] приходят к выводам, что резкое увеличение объемов банковских потоков, которые являются особенно нестабильными в период наращивания кредитных бумов¹. В результате это приводит к дефициту счета текущих операций и ухудшению банковского и корпоративного баланса. Вместе с тем это совпадает с периодом, в течение которого международные процентные ставки являются стабильными. Эпизоды быстрого роста кредитов, как правило, обусловлены ростом финансовых дисбалансов, который внезапно заканчивается зачастую в форме финансовых кризисов.

Показатель кредитов, предоставленных частному сектору, позволяет дать качественную оценку деятельности банков – эффективно ли они справляются с перераспределением сбережений населения частным инвесторам. Именно этот индикатор показывает, насколько частному сектору доступно финансирование в одном из основных его видов – кредитов банковского сектора.

Как мы видим на рисунке, в исследуемых странах до финансового кризиса (1997–1998) наблюдался рост объемов кредитования частного сектора. Наибольшие значения в 1997 г. достигнуты в Малайзии (163%) и Таиланде (178%). С 2006 г. рост возобновился, приблизившись в 2015 г. в Таиланде к значению, близкому к предкризисному (173%). Это означает, что именно банковские кредиты служили основным источником финансирования компаний корпоративного сектора экономики. При этом если рост долговых обязательств превышает реальный рост экономики, то при замедлении роста ВВП кредиты финансовых институтов превращаются в невозвращенные долги.

С 2006 г. в Сингапуре также наблюдался значительный рост объемов кредитования частного сектора, превысив значение 100% в 2013 г.

В этой ситуации возникает ряд вопросов, является ли опережающий рост финансового сектора по сравнению с развитием экономики

¹ Кредитные бумы – эпизоды быстрого роста кредита.

объективным процессом или в исследуемых странах присутствуют признаки кредитного бума, формирующего структурный дисбаланс.

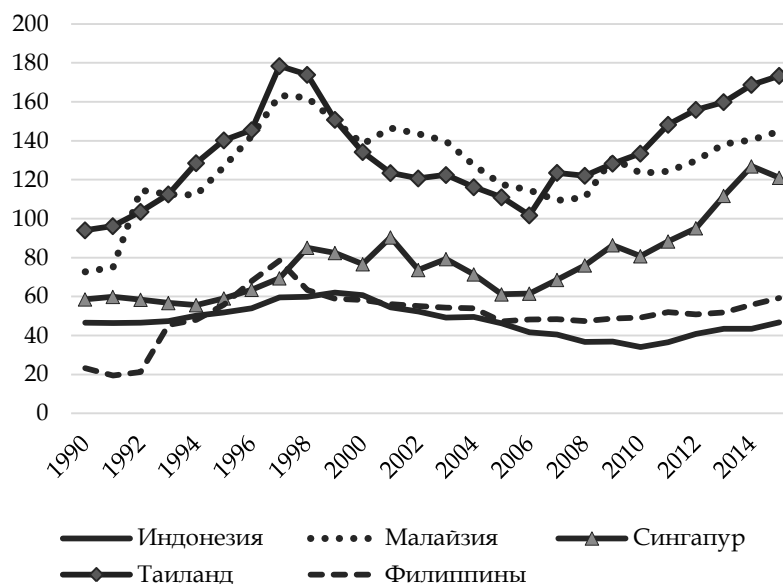


Рис. Отношение кредитов, предоставленных банковским сектором, к ВВП, 1990–2015 гг.¹ (в %)

Существует несколько методик оценки уровня кредитных бумов. Большинство методологий сравнивают показатель доли кредитов в ВВП (*credit-to-GDP*) той или иной страны с его нелинейным трендом.

Различия методик состоят в том, какое значение принять за пороговое, фиксирующее кредитные бумы, и следует ли показатели кредита и ВВП использовать по отдельности или непосредственно в виде отношения.

Так, например, подход авторов [14] основан на анализе показателя темпов роста отношения кредита к ВВП. Кредитный бум идентифицируется, если соблюдается одно из двух условий:

- отклонение от тренда в 1,5 раза выше его стандартного отклонения, и годовые темпы роста отношения кредита к ВВП превышают 10%;
- темпы роста отношения кредита к ВВП превышают 20%.

Результаты работы [23] совпадают с данными рисунка. В 2014 г. отношение кредитов коммерческих банков к ВВП в Таиланде было 121%, что составило отклонение от тренда около 20%. Тренд определен

¹ World Bank World Development Indicators. – URL: <http://data.worldbank.org/indicator> (дата обращения: 08.07.2017).

как среднее значение показателя доли кредита в ВВП в течение 2000–2014 гг. Если в это значение включить значения показателя кредитов небанковских учреждений, то доля кредитов всех финансовых учреждений в ВВП увеличится до 173%, при этом его отклонение от тренда будет столь же высоко и составит 36%.

В Малайзии, где соотношение кредитов коммерческих банков к ВВП составило 131% в 2014 г., отклонение от тренда было около 11% ВВП. Если включить кредиты небанковских учреждений, то доля кредитов всех финансовых учреждений в ВВП увеличится до 143%, а его отклонение от тренда будет 13%.

Таким образом, в Малайзии и Таиланде выявлены признаки кредитного бума. Для экономик этих стран быстрый рост кредитования является не опережающим ростом финансового сектора, а дисбалансом финансовой системы, который представляет угрозу финансовой стабильности. Увеличение предложения кредитов также может означать снижение кредитных стандартов [9; 15]. Экономике, которые переживают относительно высокие темпы роста кредита в течение ряда лет, вызывают озабоченность по поводу качества этого кредита. Ухудшение качества активов, как правило, появляется после того, как бум заканчивается ростом больших объемов необслуживаемых кредитов (*non-performing loans*).

Неосновные банковские обязательства

Точное различие между основными и неосновными обязательствами в значительной степени зависит от структуры финансовой системы и экономики, а также от степени открытости и уровня развития финансовых рынков и институтов.

К основным обязательствам (*core liabilities*) относятся средства, которые банк привлекает в обычное время и которые поступают в основном с внутреннего рынка, т. е. как депозиты домашних хозяйств.

Для стран с открытой экономикой международные потоки капитала в банковский сектор являются ключевыми индикаторами финансовой уязвимости. Во время кредитного бума происходит расширение банковского баланса и увеличение готовности банков кредитовать в расчете на каждую единицу капитала [22]. В результате это приводит к более высокому предложению кредита.

Как было сказано выше, важным источником финансирования для банковского сектора являются депозиты домашних хозяйств. Однако в период быстрого кредитного роста, когда растут активы банка, этих средств недостаточно, чтобы финансировать увеличение банковского кредита. По мере того как бум прогрессирует, банки прибегают к альтернативным, недепозитным (*non-deposit*) источникам финансирования [13]. Эта ситуация характерна для многих стран с формирую-

щимся рынком, где внутреннее финансирование банковского рынка еще не в состоянии поддерживать быстрый рост банковского кредитования.

Таким образом, доступ к потокам капитала от международных банков вызывает резкое увеличение зарубежных кредитов, и в свою очередь – быстрый рост неосновных обязательств (*non-core liabilities*) в качестве их основного компонента.

Падение процентных ставок в США и Европе в начале 2000 г. способствовало передаче ликвидности посредством банковских потоков. С ноября 2008 по апрель 2013 г. приток капитала на развивающиеся азиатские рынки составил 2,1 трлн долларов [11]. В результате произошло расширение банковских балансов путем увеличения объема неосновных обязательств. Исследуя влияние потоков капитала на банковские обязательства азиатских стран, авторы [11] пришли к выводу, что в Индонезии, Сингапуре и на Филиппинах банки все чаще отдают предпочтение недепозитным источникам финансирования.

Суммируя вышесказанное, можно отметить, что передача глобальной ликвидности посредством банковских потоков приводит к расширению банковского баланса за счет увеличения неосновных обязательств. Это повышает риск возникновения финансовой нестабильности и является структурным дисбалансом. Кредитный бум финансируется за счет притока капитала, поступающего через банковский сектор.

Рост заимствований корпораций развивающихся стран на международных рынках облигаций

Быстрый рост кредитов и, как следствие, неосновных обязательств не отражает полностью структурные дисбалансы финансовых систем исследуемых стран.

Начиная с 2010 г. до первой половины 2013 г. включительно заимствования развивающихся стран на международных рынках ценных бумаг достигли 991,3 млрд долларов, в то время как внешнее кредитование международными банками составило 862,5 млрд долларов [24].

Следовательно, основной тенденцией последнего десятилетия является быстрый рост заимствований корпораций развивающихся стран на международных рынках облигаций. На основании чего можно сделать вывод, что происходит смещение глобальных потоков капитала от банков к рынкам ценных бумаг.

Необходимо отметить, что несмотря на неустойчивость глобальных рынков облигаций с мая 2013 г., выпуск облигаций во второй половине 2013 г. оставался достаточно большим.

Из таблицы видно, что в исследуемых странах большая часть заимствований была осуществлена через зарубежные филиалы компа-

ний, в том числе офшоры. В периоды мировых финансовых кризисов в Индонезии и Малайзии в 2007–2008 гг., а также в Таиланде в 2008–2009 гг. и 2015 г. происходило сокращение заимствований зарубежных филиалов на международном рынке ценных бумаг. На Филиппинах устойчивый рост заимствований зарубежных филиалов отмечается лишь с 2013 г.

**Внешние заимствования стран Восточноазиатского региона
на рынке ценных бумаг, 2005–2016 гг.* (в млрд долл.)**

Год	Индонезия		Малайзия		Сингапур		Таиланд		Филиппины	
	1**	2***	1	2	1	2	1	2	1	2
2016****	10 715	10 980	2681	3 065	6 370	–1 112	200	574	–75	50
2015	20 498	20 200	4 836	5 520	–1 038	–6 007	–532	–1 313	2 863	3 398
2014	7 378	8 122	2 334	2 789	11 234	2 488	877	2 627	3	147
2013	9 055	9 846	4 027	5 540	22 092	16 364	680	2 180	1 129	1 637
2012	11 826	10 654	5 502	10 219	18 910	14 087	2 356	6 295	3 881	3 538
2011	6 520	4 352	482	915	9 350	9 202	–532	1 147	1 727	1 627
2010	3 337	4 444	2 719	5 597	4 024	3 937	–706	1194	2 742	3 409
2009	7 474	10 336	–1 036	576	–2 191	–384	–569	–1 169	4 313	4 304
2008	3 252	3 117	840	710	–2 274	2 302	–535	–535	–1 328	–810
2007	2 203	1 818	–1 204	38	6 889	4 133	–2094	–2 094	938	141
2006	1 425	3 871	1 283	2 625	6 753	4 031	288	678	2 620	2 330
2005	2 559	3 576	896	990	7 016	3 790	1 337	1 385	2 035	1 861

* Рассчитано по: Банк международных расчетов (Bank for International Settlements (BIS), International Debt Securities. – URL: <https://www.bis.org/statistics/secstats.htm> (дата обращения: 08.07.2017).

** Выпуск международных ценных бумаг по месту жительства эмитента (International Debt Securities by Residence of Issuer).

*** Выпуск международных ценных бумаг по национальности эмитента (International Debt Securities by Nationality of Issuer).

**** Данные за первый и второй кварталы 2016 г.

Эта тенденция характерна для стран восточноазиатского региона за исключением Сингапура, где выпуск международных ценных бумаг по месту жительства эмитента преобладает над выпуском по национальности эмитента. Связано это с целенаправленной политикой управления рынком облигаций и выпуском долгосрочных облигаций MAS и государственными советами (для финансирования инфраструктурных проектов) [2].

Так как же деятельность транснациональных компаний оказывает влияние на национальную банковскую систему и почему это создает угрозу финансовой стабильности?

Если зарубежная дочерняя компания заимствует в долларах, а сохраняет финансовые активы в национальной валюте в банке страны базирования, то компания сталкивается с несоответствием валюты и будет зависеть от колебаний валютных курсов между валютой финансирования и национальной валютой. По сути, фирма имеет долларовые обязательства в зарубежной дочерней компании и депозиты в местной валюте в стране базирования, в результате деятельность фирмы будет зависеть от колебания валютных курсов.

Вместе с тем деятельность транснациональной компании оказывает влияние на национальную банковскую систему страны базирования [24]. Это происходит по трем причинам:

- первая возникает потому, что корпорации, как правило, заимствуют у местных банков. Когда мягкие условия кредитно-денежной политики позволяют таким фирмам делать более дешевые заимствования за рубежом, местные банки вынуждены искать других клиентов. Как следствие, внутренние условия кредитования изменяются, и большинство местных заемщиков сталкиваются с ослаблением предложения кредитов;

- вторая причина связана с финансированием национальных банков. При благоприятных внешних условиях финансирования корпорации увеличивают свои депозиты в местных банках. Однако такие депозиты являются непостоянными, так как ухудшение внешних условий создает трудности для финансирования отечественных банков;

- третья причина связана с хеджированием валютных рисков¹. Даже если местные банки хеджировали свои валютные риски с банками за рубежом, местные корпорации могут не выполнить контракты со своей стороны. Если корпоративные клиенты отечественных банков потерпят неудачу, то банки останутся с нехеджированными рисками по отношению к своим зарубежным партнерам в иностранных банках.

В результате этих взаимосвязей, центральный банк может столкнуться с еще большей нестабильностью на его внутреннем межбанковском рынке всякий раз, когда крупные корпорации будут испытывать трудности с финансированием за рубежом. Такая ситуация может возникнуть даже при устойчивых внутренних макроэкономических условиях.

Зависимость национальных рынков облигаций от внешних воздействий

Резкий рост рынков капитала развивающихся стран был связан с увеличением доли иностранного капитала на местных рынках облигаций. Азиатские рынки облигаций в местной валюте были особенно

¹ Хеджирование валютных рисков – это заключение срочных сделок на покупку или продажу иностранной валюты, чтобы избежать колебания валютных курсов.

привлекательными для иностранных инвесторов, избегающих рискованных вкладов, таких как акции. Доля иностранного капитала на некоторых местных рынках облигаций региона увеличилась, достигнув примерно одной трети от общего объема облигаций, выпущенных в обращение в Индонезии и Малайзии, и более 10% – в Сингапуре. В марте 2014 г. местные валютные облигации достигли в обращении уровня 7,2 трлн долларов. Это слишком резкое увеличение, учитывая, что некоторые страны в регионе практически не имели рынка облигаций до 1997 г. [11].

Относительно небольшой размер развивающихся азиатских рынков облигаций и их ограниченная ликвидность делают эти рынки зависимыми от внешних воздействий. Поэтому неустойчивость может негативно влиять на ликвидность рынка и снизить привлекательность региона для инвесторов облигаций.

Таким образом, потоки глобальной ликвидности повысили долю иностранного капитала на развивающихся азиатских рынках капитала и сделали их уязвимыми к внешним шокам. Эта взаимосвязь между банками и рынками капитала может ослабить банковский баланс, когда внешний шок вызывает внезапный отток капитала и цены на активы падают.

Примером может служить внешний шок, вызванный заявлением Б. Бернанке в мае 2013 г. о намерении Федеральной резервной системы (ФРС) США завершить политику количественного смягчения (*quantitative easing*), которая привела к мощному оттоку капитала. Вместе с тем это привело к росту межбанковских ставок и обесценению национальных валют.

С мая по август 2013 г. отток капитала с десяти наиболее развитых рынков Азии составил 86 млрд долларов [11]. В период с июня по август иностранные инвесторы вывели примерно 19 млрд долларов с азиатских рынков облигаций в местной валюте. Учитывая небольшой размер рынка в некоторых экономиках, влияние было особенно существенным для стран с высоким дефицитом счета текущих операций, например, таких как Индонезия.

Большинство стран восточноазиатского региона все еще находятся в относительно безопасной области финансового развития, однако глобальные потоки ликвидности оказывают сильное влияние на их финансовые системы. Конечным результатом их влияния является изменение состояния активов и финансовая стабильность. Поэтому для того чтобы иметь возможности для дальнейшего роста и развития финансовых систем, это влияние необходимо контролировать.

На основе проведенного анализа можно сделать выводы, что к структурным дисбалансам относятся:

- быстрый рост кредитов, который способствует снижению кредитных стандартов и ухудшению качества активов после того, как кредитный бум заканчивается ростом больших объемов необслуживаемых кредитов. Быстрый рост кредитования наблюдается в Малайзии и Таиланде;
- рост зарубежных кредитов, которые являются составной частью неосновных банковских обязательств (*non-core liabilities*) и финансируют кредитный бум. В Индонезии, Сингапуре и на Филиппинах банки все чаще отдают предпочтение недепозитным (*non-deposit*) источникам финансирования;
- большие объемы международных облигаций в местной валюте. Банки, владеющие большими объемами международных облигаций в местной валюте, сильно связаны с рынками капитала, поэтому любой шок, который вызывает падение цен активов, ухудшает банковский баланс;
- рост кредитов и депозитов транснациональных корпораций, которые являются неустойчивыми, так как ухудшение внешних финансовых условий создает трудности для их финансирования. Как следствие, отечественные банки сталкиваются с ослаблением предложения кредитов и сокращением депозитной базы.

Список литературы

1. Дисбалансы транстихоокеанского пространства / под ред. В. В. Михеева, В. Г. Швыдко. – М. : Магистр, 2014.
2. Бахтараева К. Б. Сингапур // Финансовые стратегии модернизации экономики: мировая практика / под ред. Я. М. Миркина. – М. : Магистр, 2014. – С. 179–250.
3. Бинь Н. Х. Азиатский региональный и глобальный кризисы: стратегия антикризисных мер // Восточная и Юго-Восточная Азия–2009 / отв. ред. М. Е. Тригубенко. – М. : Институт экономики РАН, 2010. – С. 7–54.
4. Доронин И. Г. Причины и последствия кризиса // Мировая экономика и международные отношения. – 1999. – № 4. – С. 7–12.
5. Красильщиков В. Кризис в Восточной Азии: 10 лет спустя // Мировая экономика и международные отношения. – 2007. – № 8. – С. 71–82.
6. Потапов М. А. Мировой экономический кризис и Восточная Азия // Мировая экономика и международные отношения. – 2009. – № 12. – С. 19–25.
7. Эльянов А. Я. Мировой экономический кризис и развивающиеся страны // Мировая экономика и международные отношения – 2009. – № 10. – С. 24–32.

8. *Acharya V., Philippon T., Richardson M., Roubini N. A. Birds-Eye View. The Financial Crisis of 2007–09: Causes and Remedies // Financial Markets, Institutions and Instruments. – 2009. – Vol. 18 (2). – P. 89–137.*
9. *Adrian T., Shin H. S. Liquidity and Leverage // Journal of Financial Intermediation. – 2010. – Vol. 19 (3). – P. 418–437.*
10. *Avdjiev S., McCauley R., McGuire P. Rapid Credit Growth and International Credit: Challenges for Asia // BIS Working Papers. – 2012. – N 377. – URL: <http://www.bis.org/publ/work377.pdf> (дата обращения: 08.07.2017).*
11. *Azis I. J., Shin H. S. Managing Elevated Risk. Global Liquidity, Capital Flows, and Macroprudential Policy – an Asian Perspective. Asian Development Bank. 2015. – URL: <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/150174/managing-elevated-risk.pdf> (дата обращения: 08.07.2017).*
12. *Caruana J. Global Liquidity: a View From Basel. Speech at International Capital Markets Association Annual General Meeting and Annual Conference. 2011. – URL : <http://www.bis.org/speeches/sp110526.pdf> (дата обращения: 08.07.2017).*
13. *Chung K., Lee J.-E., Loukoianova E., Park H., Shin H. S. Global Liquidity through the Lens of Monetary Aggregates // IMF Working Paper. WP/14/9.2014. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1409.pdf> (дата обращения: 08.07.2017).*
14. *Dell'Ariccia G., Igan D., Laeven L., Tong H., Bakker B., Vandenbussche J. Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms. IMFS Taff Discussion Note. 2012. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1206.pdf> (дата обращения: 08.07.2017).*
15. *Elekdag S., Wu Y. Asia and Pacific Department Rapid Credit Growth: Boon or Boom-Bust? // IMF Working Paper. WP/11/241.2011. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11241.pdf> (дата обращения: 08.07.2017).*
16. *Hamilton-Hart N. Banking Systems a Decade After the Crisis. 2006. – URL: https://crawford.anu.edu.au/pdf/east_asia10/hamilton.pdf (дата обращения: 08.07.2017).*
17. *Jansen W. J. What do Capital Inflows Do? Dissecting the Transmission Mechanism for Thailand: 1980–1996.2002. – URL: <http://econwpa.repec.org/eps/mac/papers/0309/0309012.pdf> (дата обращения: 08.07.2017).*
18. *Kim S., Yang D. The Impact of Capital Inflows on Asset Prices in Emerging Asian Economies: Is Too Much Money Chasing Too Little Good? Asian Development Bank // Working Paper Series on Regional Economic Integration. – 2008. – N 15. – URL: <https://www.adb.org/sites/default>*

/files/publication/28472/wp15-impact-capital-inflows.pdf (дата обращения: 08.07.2017).

19. Olaberria E. Capital Inflows and Asset Price Appreciation: Evidence from a Panel of Countries // Central Bank of Chile Working Paper. – 2012. – N 675. – URL: <http://si2.bcentral.cl/public/pdf/documentos-trabajo/pdf/dtbc675.pdf> (дата обращения: 08.07.2017).

20. Psalida L. E., Sun T. Does G-4 Liquidity Spill Over? IMF Working Paper. WP/11/237. 2011. – URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11237.pdf> (дата обращения: 08.07.2017).

21. Rey H. Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. Paper Presented at the 25th Jackson Hole symposium, Wyoming. 2013. – URL: <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2013/2013rey.pdf> (дата обращения: 08.07.2017).

22. Shin H. S., Shin K. Procyclicality and Monetary Aggregates // NBER Working Paper. – 2011. – N 16836. – URL: <http://www.nber.org/papers/w16836.pdf> (дата обращения: 08.07.2017).

23. Sun T. The Impact of Global Liquidity on Financial Landscapes and Risks in the ASEAN-5 Countries // IMF Working Paper. WP/15/211. 2015. – URL: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15211.pdf> (дата обращения: 15.10.2016).

24. Turner Ph. The Global Long-Term Interest Rate, Financial Risks and Policy Choices in EMEs // BIS Working Papers. – 2014. – N 441. – URL: <http://www.bis.org/publ/work441.pdf> (дата обращения: 08.07.2017).

References

1. Disbalansy transtikhookeanskogo prostranstva [Imbalances Transpacific Space]. Adited by V. V. Mikheev, V. G. Shvydko. Moscow, Magistr, 2014. (In Russ.).

2. Bakhtaraeva K. B. Singapur [Singapore], *Finansovye strategii modernizatsii ekonomiki: mirovaya praktika* [Financial Strategy of Modernization of Economy: World Practice]. Adited by Ya. M. Mirkin, Moscow, Magistr, 2014, pp. 179–250. (In Russ.).

3. Bin' N. Kh. Aziatskiy regional'nyy i global'nyy krizisy: strategiya antikrizisnykh mer [Asian Regional and Global Crises: Crisis Response Strategy], *Vostochnaya i Yugo-Vostochnaya Aziya-2009* [East and South-East Asia-2009]. Executive Editor M. E. Trigubenko, Moscow, Institut ekonomiki RAN, 2010, pp. 7–54. (In Russ.).

4. Doronin I. G. Prichiny i posledstviya krizisa [The Causes and Consequences of the Crisis], *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya* [World Economy and International Relations], 1999, No. 4, pp. 7–12. (In Russ.).

5. Krasil'shchikov V. Krizis v Vostochnoy Azii: 10 let spustya [The Crisis in East Asia: 10 Years Later], *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya* [World Economy and International Relations], 2007, No. 8, pp. 71–82. (In Russ.).
6. Potapov M. A. Mirovoy ekonomicheskiy krizis i Vostochnaya Aziya [The Global Economic Crisis and the East Asia], *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya* [World Economy and International Relations], 2009, No. 12, pp. 19–25. (In Russ.).
7. El'yanov A. Ya. Mirovoy ekonomicheskiy krizis i razvivayushchiesya strany [The Global Economic Crisis and the Developing Countries], *Mirovaya ekonomika i mezhdunarodnye otnosheniya* [World Economy and International Relations], 2009, No. 10, pp. 24–32. (In Russ.).
8. Acharya V., Philippon T., Richardson M., Roubini N. A Birds-Eye View. The Financial Crisis of 2007–09: Causes and Remedies, *Financial Markets, Institutions and Instruments*, 2009, Vol. 18 (2), pp. 89–137.
9. Adrian T., Shin H. S. Liquidity and Leverage, *Journal of Financial Intermediation*, 2010, Vol. 19 (3), pp. 418–437.
10. Avdjiev S., McCauley R., McGuire P. Rapid Credit Growth and International Credit: Challenges for Asia, *BIS Working Papers*, 2012, – No. 377. Available at: <http://www.bis.org/publ/work377.pdf> (accessed 08.07.2017).
11. Azis I. J., Shin H. S. Managing Elevated Risk. Global Liquidity, Capital Flows, and Macroprudential Policy – an Asian Perspective. Asian Development Bank. 2015. Available at: <http://www.adb.org/sites/default/files/publication/150174/managing-elevated-risk.pdf> (accessed 08.07.2017).
12. Caruana J. Global Liquidity: a View from Basel. Speech at International Capital Markets Association Annual General Meeting and Annual Conference. 2011. Available at: <http://www.bis.org/speeches/sp110526.pdf> (accessed 08.07.2017).
13. Chung K., Lee J.-E., Loukoianova E., Park H., Shin H. S. Global Liquidity through the Lens of Monetary Aggregates, *IMF Working Paper*. WP/14/9.2014. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2014/wp1409.pdf> (accessed 08.07.2017).
14. Dell'Ariccia G., Igan D., Laeven L., Tong H., Bakker B., Vandenbussche J. Policies for Macrofinancial Stability: How to Deal with Credit Booms. IMF Staff Discussion Note. 2012. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/sdn/2012/sdn1206.pdf> (accessed 08.07.2017).
15. Elekdag S., Wu Y. Asia and Pacific Department Rapid Credit Growth: Boon or Boom-Bust? *IMF Working Paper*. WP/11/241.2011. Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11241.pdf> (accessed 08.07.2017).

16. Hamilton-Hart N. Banking Systems a Decade after the Crisis. 2006 Available at: https://crawford.anu.edu.au/pdf/east_asia10/hamilton.pdf (accessed 08.07.2017).
17. Jansen W. J. What do Capital Inflows Do? Dissecting the Transmission Mechanism for Thailand: 1980–1996. 2002. Available at: <http://econwpa.repec.org/eps/mac/papers/0309/0309012.pdf> (accessed 08.07.2017).
18. Kim S., Yang D. The Impact of Capital Inflows on Asset Prices in Emerging Asian Economies: Is Too Much Money Chasing Too Little Good? Asian Development Bank, *Working Paper Series on Regional Economic Integration*, 2008, No. 15. Available at: <https://www.adb.org/sites/default/files/publication/28472/wp15-impact-capital-inflows.pdf> (accessed 08.07.2017).
19. Olaberria E. Capital Inflows and Asset Price Appreciation: Evidence from a Panel of Countries, *Central Bank of Chile Working Paper*, 2012, No. 675. Available at: <http://si2.bcentral.cl/public/pdf/documentos-trabajo/pdf/dtbc675.pdf> (accessed 08.07.2017).
20. Psalida L. E., Sun T. Does G-4 Liquidity Spill Over? *IMF Working Paper*. WP/11/237. 2011 Available at: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2011/wp11237.pdf> (accessed 08.07.2017).
21. Rey H. Dilemma Not Trilemma: The Global Financial Cycle and Monetary Policy Independence. Paper Presented at the 25th Jackson Hole Symposium, Wyoming. 2013. Available at: <https://www.kansascityfed.org/publicat/sympos/2013/2013rey.pdf> (accessed 08.07.2017).
22. Shin H. S., Shin K. Procyclicality and Monetary Aggregates, *NBER Working Paper*, 2011, No. 16836. Available at: <http://www.nber.org/papers/w16836.pdf> (accessed 08.07.2017).
23. Sun T. The Impact of Global Liquidity on Financial Landscapes and Risks in the ASEAN-5 Countries, *IMF Working Paper*. WP/15/211. 2015. Available at: <http://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2015/wp15211.pdf> (accessed 15.10.2016).
24. Turner Ph. The Global Long-Term Interest Rate, Financial Risks and Policy Choices in EMEs. *BIS Working Papers*, 2014, No. 441. Available at: <http://www.bis.org/publ/work441.pdf> (accessed 08.07.2017).