

Віктор КОЗЮК

МОНЕТАРНІ РЕФОРМИ ПІСЛЯ АЗІЙСЬКОЇ ТА ГЛОБАЛЬНОЇ ФІНАНСОВОЇ КРИЗИ У КОМПАРАТИВНІЙ ПЕРСПЕКТИВІ

Проведено аналіз реформ у сфері монетарної політики та глобальних фінансів після Азійської та глобальної фінансової криз у компаративній перспективі. Стверджується, що навіть у випадку відмінностей в теоретичному й прикладному характері заходів із реформування, усі вони методологічно спираються на принципи націоцентризму. Це породжує ризики нових глобальних дестабілізацій внаслідок зовнішніх ефектів коливань глобальної ліквідності й асиметричного пристосування до цього різних країн.

Глобальну фінансову кризу від глибокого валютно-фінансового потрясіння в Азії у 1997–1998 рр. відділяє 10 років. За цей час у глобальній економіці відбулися доволі масштабні зміни, щоб можна було вести мову про формування якісно відмінної її моделі, порівняно з тією, що формувалася під впливом першого досвіду лібералізації потоків капіталу в країнах із ринками, що виникають. Активні дискусії з приводу реформування глобальної фінансової архітектури та міжнародного монетарного устрою, що розпочались одразу після обвалу валют і банківських систем в Азії, продемонстрували єдність у поглядах на основні напрямки, якими повинні рухатись монетарні реформи з метою забезпечення стабільності у світі. Втім, у світлі розкручування спіралі глобальних фінансових дисбалансів, асоційованих із ними зрушень у поведінці ринків активів та русі капіталів, більшість постазійських змін у сфері монетарної політики та фінансової системи парадоксальним чином поєднують у собі пропоновані реформи та їхні антиподи.

Укоріненість постазійських тенденцій у сфері глобальних монетарних та фінансових процесів сформували характерні риси нового розуміння глобальності та особливостей функціонування глобальної економіки. Отже, можна зауважити, що такі тенденції чітко віддзеркалюють принципові риси передкризових процесів. Звідси можна побачити, що доазійські імперфекції, не будучи ліквідованими на системному рівні, а компенсовані політикою, зорієнтованою на самострахування від валютно-фінансових потрясінь, багато в чому далися взнаки у якісно новому середовищі глобальної економіки, і певною мірою виступили його детермінантами. Пошуки варіантів подолання наслідків глобальної фінансової кризи не просто активізують необхідність звернутись до досвіду постазійських реформ, а потребують з'ясування на теоретичному рівні, що було не так у пропозиціях та їхній імплементатії, завдяки чому вже через 10 років світ зіткнувся зі ще глибшою й масштабнішою кризою. Також важливим є питання про те, наскільки співвідносяться між собою методологічні й теоретичні засади реформування глобальної монетарної економіки тоді і зараз, які вони мають наслідки для функціонування глобальної фінансової системи і які потенційні перспективи можуть породжувати, що робить актуальним дослідження в такому ракурсі.

Теоретичні узагальнення рекомендацій з проблеми реформування глобальної економіки у постазійському контексті доволі добре висвітлені в економічній літературі [1, 2, 3, 4]. Звертає на себе увагу, що відповідні розвідки здебільшого концентрувалися на питаннях взаємодії між монетарною політикою, імперфекціями міжнародних ринків капіталу та фінансовою стабільністю в світі й на рівні окремої країни. Ці дослідження увійшли в економічну науку як дискусії з приводу “глобальної фінансової архітектури” (детальніше див. [5]), засвідчуючи, наскільки важливим є розуміння системності зв'язків між монетарною політикою, мобільністю капіталів, відкритістю економіки та вразливістю до глобальних чи ідіосинкратичних шоків. Ряд праць з аналізу досвіду криз 1990-х рр. заклали фундамент для підходів у сфері монетарної політики [6, 7], що були певною мірою заперечені вже в найближчий час рядом тенденцій. “Страх перед плаванням”, гіпертрофія валютних резервів з метою самострахування, недовіра до монетарних інституцій кредитування останньої інстанції [8, 9, 10] засвідчили, що монетарні процеси в світі під впливом швидкого зростання ваги країн з ринками, що виникають, явно не відповідають образу, сформованому на підґрунті постазійських дискусій. З'явилися дослідження, які констатують, що під впливом нагромадження валютних резервів у масштабах, що конкурують з потребою наявності міжнародних фінансових організацій, формуються обриси нової монетарної та фінансової системи світу [11]. Однак зворотним боком цього виявились потужні структурні ризики, що походять зі сфери глобальних монетарних процесів [12].

Щодо сучасних праць із приводу проблеми глобальних монетарних реформ, то можна побачити набагато менше однастайності, оскільки радикальні реформи потребують сфокусованості на системних кроках [13]. Якщо ж вести мову про порівняння обох криз, то вони практично відсутні, для чого є всі підстави. Характер пропозицій щодо посткризового реформування також відрізняється від тих, що розглядалися як центр дослідницького фокусу десятиліття тому. Однак існує ряд досліджень, які ув'язують теоретичні проблеми посткризового реформування глобальних монетарних взаємин із процесами, що активізувались після потрясіння в Азії [13]. До таких позицій слід зарахувати вже згадане підвищення суверенного попиту на активи з метою самострахування, а також різке рівноважне підвищення рівня заощаджень у відповідь на переоцінку ризиків боргового фінансування інвестицій та поточного споживання [14]. Щодо монетарної політики, то, наприклад, Дж. Франкель прямо стверджує, що вагомі сучасні пропозиції щодо реформування монетарної політики глобального та національного рівня є прямим антиподом того, що пропонувалось 10 років тому, а те, що заперечувалось тоді, розглядається як можливий керунок до дій у сфері економічної політики сьогодні [15]. Перш за все, мається на увазі вибір щодо режиму валютних курсів та його ув'язка з політикою підтримання фінансової стабільності.

Проте слід зазначити, що на даний час не існує теоретичних узагальнень і компаративних досліджень у сфері монетарних реформ та їхніх обґрунтувань у період після обох криз. Не визначено спільності та відмінності в теоретичних і методологічних акцентах обговорюваних реформ тоді й зараз, що є вкрай важливо з точки зору запобігання майбутнім фінансовим потрясінням. Відповідно, у статті ставиться мета виявити теоретичні та методологічні спільності й відмінності у сфері монетарних реформ після обох криз на основі компаративного аналізу.

Визначення основних критеріїв для порівняння посткризових монетарних реформ не може не спиратись на виявлення доволі різючих відмінностей у характері глобальної економіки періоду 1990-х та 2000-х рр., що засвідчують дані табл. 1. Постазійські реформи істотно поліпшили макроекономічну ситуацію в країнах з ринками, що виникають, внаслідок чого їхня привабливість для потоків капіталу зрос-

ла. У цей же час модернізація фінансових систем у розвинутих країнах на тлі успіхів у підтриманні низького рівня варіації інфляції та варіації ВВП позначилась на посиленні фінансових інновацій, агресивному згладжуванні споживання та пошуку доходності.

Таблиця 1

Основні макроекономічні показники глобальної економіки, %

	Роки			
	1991–1998	1999–2006	2007–2010	2011–2014
Глобальний ВВП	2,8	4,0	2,5	4,4
Розвинуті країни	2,5	2,7	0,3	2,5
Країни з ринками, що виникають, та країни, що розвиваються	3,3	5,8	5,2	6,4
Глобальна торгівля	6,6	6,8	–0,1	6,4
Імпорт розвинутих країн	6,3	6,2	–2,1	5,3
Імпорт країн з ринками, що виникають, та країн, що розвиваються	7,1	9,3	4,2	8,1
Експорт розвинутих країн	6,6	5,7	–1,2	5,7
Експорт країн з ринками, що виникають, та країн, що розвиваються	8,2	9,6	2,5	7,7
Умови торгівлі розвинутих країн	0,2	–0,4	0,1	–0,3
Умови торгівлі країн з ринками, що виникають, та країн, що розвиваються	–1,6	2,5	0,7	–0,1
Інфляція в розвинутих країнах	2,9	2,0	1,7	1,6
Інфляція в країнах з ринками, що виникають, та в країнах, що розвиваються	54,4	7,5	6,5	4,2
Світові ціни на готові вироби	–0,6	2,5	2,6	1,7
Світові ціни на нафту	–6,8	22,0	4,4	2,6
Світові ціни на неенергетичні первинні ресурси	–1,5	5,0	0,0	0,9
Реальні шестимісячні ставки LIBOR	3,1	1,3	0,7	2,7
Світові реальні довгострокові ставки проценту	3,8	2,3	2,0	3,4
Поточний рахунок платіжного балансу розвинутих країн, % ВВП	0,1	–0,9	–0,8	–0,4
Поточний рахунок платіжного балансу країн з ринками, що виникають, та країн, що розвиваються, % ВВП	–1,8	2,1	3,3	3,5

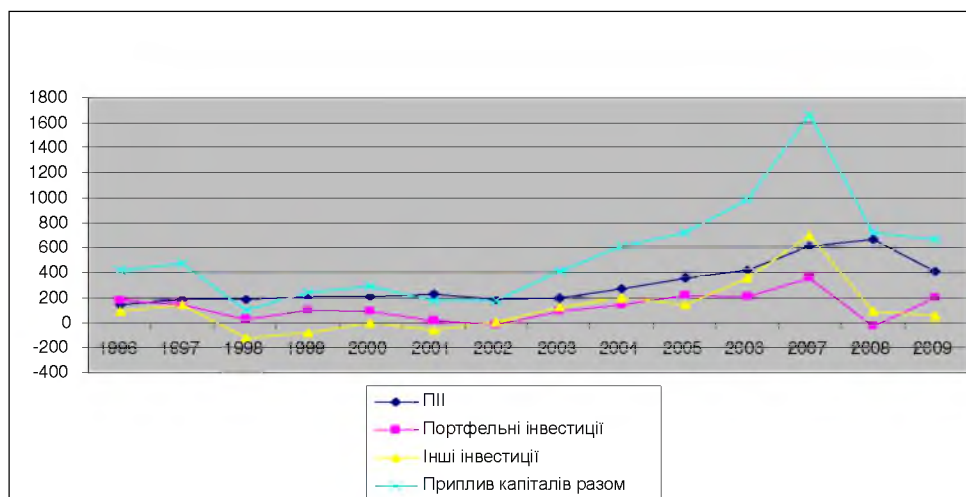
Джерело: World Economic Outlook. – Wash. (D.C.): IMF., 2009. – P. 200.

По-перше, більшість країн з ринками, що виникають, та постсоціалістичних країн наприкінці 1990-х рр. виходили зі смуги високої і нестабільної інфляції, а перехід на політику цінової стабільності був ускладнений через збереження вагомого значення валютного курсу як номінального якоря. У 2000-х рр. питання цінової стабільності почало знову дискутуватись, тільки в світлі швидкого зростання цін на первинні ресурси.

По-друге, рівень процентних ставок у глобальній економіці істотно відрізнявся, так само як і набір факторів, що їх визначали. З позиції сьогодення можна стверджувати, що вагоме значення політики провідних центробанків у детермінуванні

рівня глобальних ставок у 1990-х рр. пов'язується з рестрикціями глобальної ліквідності, на відміну від 2000-х рр., коли експансія останньої була очевидною, визначалась політикою нагромадження валютних резервів і високим рівнем глобального грошового мультиплікатора, що спирався на проциклічність фінансової системи та трансформацію глобального банківського бізнесу.

По-третє, потоки капіталу у 1990-х рр. тільки виходили з-під контролю внаслідок політики лібералізації в країнах з ринками, що виникають, тоді як перед глобальною фінансовою кризою ці країни зіткнулися з масштабним припливом капіталів на ринок активів (рис. 1), а не боргових інструментів, який став доступний нерезидентам від середини 1990-х рр. у більшості країн зі середніми доходами.



**Рис. 1. Приплив капіталів в країни з ринками, що виникають,
та в країни з ринками, що розвиваються, млрд. дол. США**

Джерело: Побудовано на основі IMF Global Financial Stability Report за відповідні роки (див. www.imf.org).

По-четверте, фінансування платіжного дефіциту у 1990-х рр. було дуже проблематичним, а нагромадження валютних резервів чітко кореспондувало з успіхами у реформуванні економіки, критерієм чого був приплив капіталів, тоді як 2000-ні рр. характеризувалися підтриманням профіциту в більшості країн з ринками, що виникають, окрім постсоціалістичних країн Європи. Звідси істотні відмінності в поведінці валютних курсів. У 1990-х рр. основний монетарний конфлікт полягав у альтернативності між стабільністю курсу і інфляцією, а у 2000-х рр. – між рівнем валютного курсу і перегрівом фінансової системи. Нагромадження резервів перетворилось на віртуальний процес, що слідував профіциту поточного рахунку і припливу капіталів на ринок активів на основі лівереджу.

Однак найбільшою відмінністю указаних періодів є те, що в першому з них завершувалась хвиля глобальної фінансової інтеграції, яка на тлі жорстких обмежень глобальної ліквідності різко поляризувала країни з точки зору успіху у сфері структурного реформування та включення в режим глобальної конкуренції, тоді як у 2000-х рр. сформувалась глобально-центрична економіка, основою якої є поведінка глобальної ліквідності та проциклічність фінансової системи. Це особливо чітко засвідчують відмінності в характері поведінки потоків капіталу та валютних резервів. Як демонструють дані рис. 1, передкризове підвищення обсягу припливу

капіталів істотно відрізняється в розрізі обох випадків. У випадку Азійської кризи спекулятивні переливи майже зрівнялися із обсягами ПІІ. Відкриття боргових ринків та короткострокові запозичення приватного сектору одразу віддзеркалювались у погіршенні платіжного балансу, що швидко породжувало невпевненість у спроможності підтримувати валютний курс і провокувало кризу. У випадку глобальної фінансової кризи спекулятивний приплив перевищив обсяги ПІІ і тривав відносно тривалий час, оскільки намагання уникати підвищення курсу сприймалось як зростаючі можливості країни протистояти ризикам реверсів у потоках капіталів, виражені швидким нагромадженням валютних резервів (рис. 2). Як видно з рис. 2., саме після Азійської кризи приріст глобальних валютних резервів був відносно тривалий час стабільним і значним.

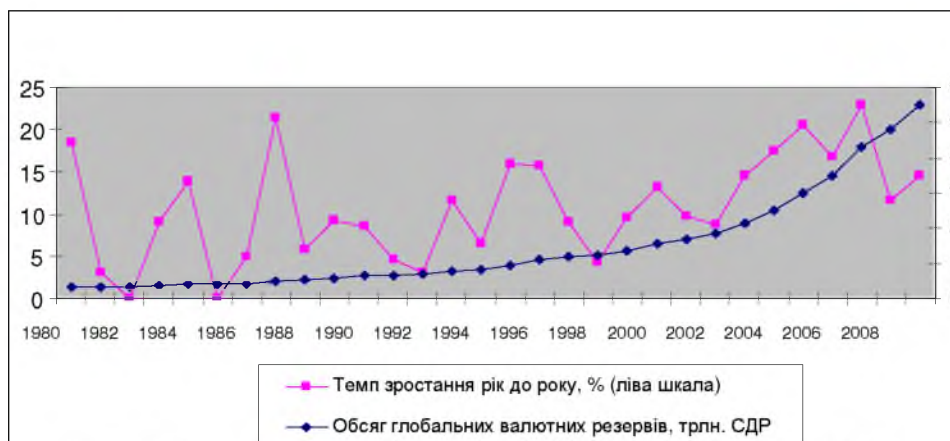


Рис. 2. Динаміка глобальних валютних резервів, 1980–2009 рр.

Джерело: Побудовано на основі IMF Annual Report за відповідні роки (див. www.imf.org).

В обох випадках реакція на кризу передбачала реалізацію масштабних структурних реформ на національному та міжнародному рівні. Втім, з огляду на відмінний характер криз, їх масштаби і, саме головне, рівень розвитку глобалізації, зміст реформ і обговорювані проекти достатньо різняться, так само як відрізняється їх теоретичне забезпечення. З метою компаративного аналізу реформ, що пропонувались і здійснювались, слід виділити основні прикладні сфери. Критеріями їхньої ідентифікації є порівнюваність, структурний зв'язок з кризогенними факторами, структурний зв'язок зі системним рівнем забезпечення національної та глобальної фінансової стабільності, значущість для формування базових теоретичних та прикладних основ посткризового розвитку. Так, до основних сфер реформування можна зарахувати: монетарну політику національного рівня; глобальні монетарні взаємини; засоби забезпечення фінансової стабільності; функціонування міжнародних фінансових інституцій.

Порівнюючи посткризовий досвід реформування монетарної політики, можна побачити відмінності в розумінні джерел нестабільності та системної складності впливу глобалізації на центробанки. У 1990-х рр. основний акцент на забезпеченні цінової стабільності та пропозиціях щодо курсової гнучкості [6] виявився недостатньою гарантією ефективності монетарної політики [15, 16]. Більшість країн з ринками, що виникають, спробували поєднати забезпечення цінової стабільності з нагромадженням резервів, що виявилось прагматичною реакцією на події в Азії, однак не панацеєю від криз, які походять не зі сфери валютних курсів та платіжних

балансів, а зі сфери зростання вартості активів та експансії кредиту. Невипадково, що реформи після глобальної фінансової кризи продемонстрували основний акцент на імплементації інтегрованих макрофінансових підходів, які передбачають взаємодію між монетарними та фінансовими змінними в аспекті їхнього впливу на поведінку фінансових інституцій та діловий цикл [18]. Іншим несподіваним моментом було те, що за десять років між кризами фінансові системи в країнах з ринками, що виникають, достатньо розвинулись, внаслідок чого падіння валютних курсів, співмірне з тим, що мало місце у 1990-х рр., не викликало значного занепокоєння і явно суперечило можливостям їм запобігти з точки зору наявного обсягу валютних резервів. Іншою причиною цього явища є те, що до нього спонукав характер глобальних монетарних взаємин, виражений прив'язкою до долара Китаю, що справляє потужний конкурентний тиск в глобальній економіці загалом.

Говорячи про реформи міжнародного монетарного устрою у постазійському контексті, слід зазначити, що вони жваво не обговорювались. Більшість питань стосувались посилення "глобальної фінансової архітектури", що розумілось як адаптація системи валютних курсів до умов зростаючої мобільності капіталів, а також удосконалення системи міжнародного кредитування останньої інстанції (про що буде сказано окремо). Пропозиції щодо реформування системи резервних активів та запровадження колективних акцій у сфері резервних валют та врівноваження платіжних балансів не відзначались радикальністю, внаслідок чого національно-центричне розуміння забезпечення стабільності у сфері міжнародних монетарних взаємин витіснило підходи до реформ системного рівня [5, 12]. На відміну від дискусій десятилітньої давнини, теперішній час відзначається посиленням наголосу на необхідності реформ у сфері глобальних монетарних взаємин [15, 16, 17, 20]. Такі відмінності можна пояснити, виходячи із рівня нагромаджених валютних резервів і того, який вони справляли вплив на монетарні процеси глобального рівня тоді й зараз (див. вище). Колективне уникнення підвищення курсу автоматично означає зростання попиту на резервні активи та можливості маніпулювання валютним курсом для досягнення конкурентних переваг. Також асиметрії в уникненні ревальвації позначаються на відносно чіткому поділі на країни з профіцитом поточного рахунку, що вивозять капітал і збільшують попит на активи, та країни з дефіцитом поточного рахунку, що імпортують капітал і стикаються зі зростанням вартості активів. Як показав досвід глобальної фінансової кризи, така система не є внутрішньо стабільною, оскільки може функціонувати виключно в межах розкручування спіралі глобальних фінансових дисбалансів. Саме на подоланні проблеми останніх сконцентровані пропозиції щодо глобальних монетарних реформ. Втім, як відображено в документах G-20, світова спільнота неспроможна погодитись із визначенням дисбалансів та критеріїв, що їх допомагають ідентифікувати. Пропозиції із реформування системи резервних активів на основі зростання ваги СДР та створення різного роду транзитних рахунків МВФ для нейтралізації негативного впливу з боку нагромаджених валютних резервів [13, 20] навряд чи будуть реалізовані повною мірою, оскільки не виключають асиметричні акції окремих країн, для яких питання валютних резервів та валютних курсів – не макроекономіка, а перерозподільчий конфлікт.

Розуміння технологій забезпечення фінансової стабільності достатньо змінилось у посткризовий період в обох випадках. Імперфекції ринків капіталу та слабке інституціональне забезпечення корпоративного управління розглядалися ключовими моментами кризи приватного зовнішнього боргу азійських країн. Невипадково, що наприкінці 1990-х рр. вагома увага була сконцентрована на посиленні нагляду за "лівереджованими" інституціями та підвищенні транспарентності й глобальної доступності інформації про фінансовий стан компаній фінансового та реаль-

ного сектору. Уніфікація кодів і форм звітності, запровадження принципу найкращих практик, міжнародна стандартизація поширення даних були покликані подолати проблему інформаційної асиметрії на фінансових ринках і в такий спосіб посилити відповідальність позичальників та інвесторів відповідно до принципу ефективного визначення ризиків на ринковій основі [1, 2, 3, 5]. Втім, незважаючи на вагомий прогрес у цій сфері, криза іпотечного ринку США та швидке поширення структурованих фінансових інструментів, ABS- CDS-інструментів продемонстрували, що фінансові інновації на системному рівні генерують інформаційну асиметрію, внаслідок чого покращення ситуації в питаннях транспарентності не може бути досягнуто виключно в межах відповіді на питання про доступ та поширення інформації. Більш того, неможливість адекватно оцінити рівень ризику інноваційних інструментів та проблема коінтеграції ризику інструменту і ризику інституції приводить до необхідності спрямування фінансового регулювання у сферу аналізу та моніторингу концентрації ризиків у розрізі взаємоволодіння вимогами та зобов'язаннями глобальними фінансовими компаніями. Іншою принциповою відмінністю реформ у вказані посткризові періоди є те, що у випадку 1990-х рр. і початку 2000-х рр. реформи у сфері фінансового регулювання стосувались мікрорівня і передбачали удосконалення наглядових функцій. Проблема проциклічності фінансової системи вимагає інтегрованого підходу, в результаті чого більшість реформ, що впроваджуються останнім часом передбачають запровадження різного роду контрциклічних буферів, підвищення вимог до мінімального розміру статутного капіталу банків (перехід на систему Базель III), переведення на системну основу моніторингу взаємозв'язків між макроекономічними умовами та ставленням до ризику [18]. Іншим нюансом є те, що у постазійський період сприйняття засобів подолання асиметрії інформації не розглядалось як конфлікт між реформами національного та глобального рівня, внаслідок чого їхня відносна успішність на рівні окремих країн та в межах функціонування МВФ не відображала проблеми структурного арбітражу. Сформований на даний час рівень мобільності капіталів, формування глобальних фінансових інституцій та конкуренція між сегментами глобальної фінансової системи приводять до того, що питання структурного арбітражу та реалокатії ліквідності стають значущими з міркувань забезпечення підтримання фінансової стабільності у світі [13, 19]. Саме функціонування глобальних банківських мереж і трансформація банківського бізнесу на основі ринкових запозичень, застосування інструментів трансферу ризиків тощо змінює контури потенційно ефективної моделі фінансового регулювання. Звідси необхідність створення єдиних засад глобального банківського регулювання розглядається як спосіб уникнути не тільки структурного арбітражу, а й переливань капіталів з ринків, що мають асиметричні рівні ліквідності та ставлення до ризику.

Проблема реформування й посткризового функціонування міжнародних фінансових організацій також доволі відрізняється в розрізі посткризових періодів. Наприкінці 1990-х рр. гостро постало питання недовіри до Бретонвудських інституцій в зв'язку з генеруванням ними морального ризику та практикою обумовленого кредитування. Відомий звіт комісії Мельцера заклав лінію дебатів про радикальне скорочення ролі МВФ у міжнародних монетарних процесах. Незважаючи на це, досвід валютно-фінансових криз 1990-х рр. позначився на змінах в роботі Бретонвудських структур. Набір кредитних механізмів було збільшено, зокрема зросло значення механізмів екстреного надання ліквідності, обсяги якої більше жорстко не прив'язувались до квоти країни. Збільшились обсяги та розширились джерела фінансування МВФ. Практика обумовленого кредитування зазнала змін у напрямку чіткого розмежування функціональної присутності МВФ та Світового банку в полі кредитних взаємин з країною-реципієнтом. МВФ посилив увагу до національних

особливостей країн та створення і впровадження інституціональних засад ефективної макроекономічної політики, на відміну від попереднього досвіду жорсткого контролю за кількісними змінними макрополітики [5]. Як і у випадку всіх попередніх сфер реформування, постазійські новації не зачепили фундаментальних принципів позиціонування міжнародних фінансових організацій в системі глобального регулювання. Акцент на удосконаленні відносин Фонд-країна має ту ж саму національно-центричну зорієнтованість. В цьому контексті полярними виглядають дискусії останнього часу про роль МВФ у глобальній економіці [13, 20], що супроводжується дуже суперечливою картиною. З одного боку, масштаби кредитної активності МВФ в умовах глобальної фінансової кризи (без урахування специфічних програм колективної допомоги Греції, Ірландії та Португалії) явно нижчі, ніж в період 1990-х рр. Це зумовлено як політикою гіпертрофії валютних резервів у країнах з ринками, що виникають, так і тим, що конкурентне нагромадження резервів набагато більшою мірою заохочує асиметричну гнучкість курсу вниз, ніж справжнє плавання. З іншого боку, на МВФ дедалі більшою мірою покладають надії як на інституцію, що повинна стати основою нової моделі глобального монетарного регулювання через централізацію управління системою резервних активів. Посилення системи глобального моніторингу фінансових дисбалансів та нагляду за адекватністю номінальних курсів фундаментальним рівноважним процесам і наділення Фонду окремими засобами примусу щодо країн, які вдаються до штучного утримання курсу вгору чи вниз, на даний час вважається найбільш ймовірним сценарієм реформування міжнародних фінансових організацій [13, 17, 20]. Аналогічно, місія із запобігання курсовим маніпуляціям розглядається в контексті розширення повноважень СОТ щодо застосування санкцій стосовно країн, які отримують у такий спосіб надмірні експортні переваги [16, 17]. Посилення глобально-центричного виміру в реформах міжнародних організацій істотно контрастує із постазійським періодом, однак навряд чи слід розраховувати на те, що ті з них, які напругу стосуються перерозподільчих конфліктів, будуть імплементовані.

Говорячи про методологічні проблеми реформ, слід зауважити, що переважно найбільш успішними є ті блоки, які стосуються відповідальності національних урядів та центробанків. Як у 1990-х рр., так і в 2000-х рр. не існує можливостей сформувати достатньо потужну коаліцію для радикального перегляду основ глобальних монетарних взаємин. Аналогічно, прогрес у сфері фінансового регулювання є набагато більш очевидний, ніж реформи у тій частині монетарної політики, що стосуються зв'язної ланки між її національно-центричним виміром і системними рисами монетарного устрою світу. В світлі цього, як і в 1990-х рр., більшість реформ мають національно-центричний характер і відображають розуміння національної монетарної та фінансової стабільності як основу стабільності у світі. Відмінними є теоретичні підходи й інструменти політики. Якщо у 1990-х рр. основою національно-центричних підходів вважалось забезпечення цінової стабільності та курсової гнучкості, то нині це – імплементація макрофінансової парадигми та макропруденційного регулювання. Неврахування зовнішніх ефектів коливань глобальної ліквідності та ризику реверсів платіжних дисбалансів залишаються за його межами, що не виключає масштабні дестабілізації в майбутньому та посилення циклічності й нестабільності глобальної економіки, зумовленої асиметричним пристосуванням окремих країн до хвиль зростання вартості активів, цін на первинні ресурси, реалокції капіталів та змін ставлення до ризику.

Висновки. Реакція на Азійську кризу спричинила ряд структурних змін у глобальній економіці, пов'язаних із формуванням сприятливого середовища для кризогенних процесів. Реформи наприкінці 1990-х рр. у сфері монетарної політики були асиметрично імплементовані і поєднували намагання отримати вигоди від цінової

стабільності зі збільшенням обсягів валютних резервів як засобів самострахування від валютно-фінансових потрясінь. Найбільш успішними виявились реформи у сфері фінансового регулювання. Однак їхня зорієнтованість на транспарентність і подолання інформаційної асиметрії виявилась недостатньою з міркувань адекватної оцінки ризиків складних інноваційних фінансових інструментів. Сучасний акцент на посиленні вимог до банківського капіталу та створення глобальної регуляторної системи спирається на проблему трансформації глобального банківського бізнесу, що набагато більш чутливий до глобальних ринкових умов, ніж до фундаментальних процесів на рівні окремої країни. Реформування монетарної політики та фінансового регулювання в сучасних умовах спирається на подолання проблеми проциклічності і системної вразливості макроекономіки до флуктуацій у сфері фінансової системи. Однак методологічний національно-центризм вказаних змін демонструє відсутність можливостей радикального реформування глобального монетарного устрою як основи посилення стабільності у світі, що актуально як для ситуації після Азійської кризи, так і для періоду після глобальної фінансової кризи.

Література

1. Kenen P. *The International Financial Architecture: What's New? What's Missing?* / P. Kenen. – Wash. D. C. : Institute for International Economics, 2001. – 192 p.
2. Kenen P. *Reforming the International Monetary and Financial System [Електронний ресурс]* / P. Kenen, A. Swoboda, Overview // *Proceeding of a Conference held in Washington, D. C. – May 28–29, 1999.* – Режим доступу : IMF // www.imf.org.
3. Eichengreen B. *Toward A New International Financial Architecture: A Practical Post-Asia Agend* / B. Eichengreen. – Wash. D. C. : Institute for International Economy, 1999. – 216 p.
4. Сорос Дж. *Новая глобальная финансовая архитектура* / Дж. Сорос // *Вопросы экономики.* – 2000. – № 12. – С. 56–84.
5. Козюк В. В. *Монетарні проблеми функціонування глобальної фінансової архітектури* / В. В. Козюк. – Тернопіль : Астон, 2005. – 512 с.
6. *Exchange Rates in the Increasingly Interdependent World* // *IMF Occasional Papers.* – 2001. – № 193. – P. 1–61.
7. Eichengreen B. *Exchange Rate and Financial Fragility* / B. Eichengreen, R. Hausmann // *NBER Working Paper.* – 1999. – № 7418. – P. 1–54.
8. Calvo G. *Fear of Floating [Електронний ресурс]* / G. Calvo, C. Reinhart // *NBER Working Paper.* – 2000. – № 7993. – Режим доступу : www.nber.org.
9. Aizenman J. *International Reserves: Precautionary vs. Mercantilist Views, Theory and Evidence* / J. Aizenman, J. Lee // *IMF Working Paper.* – 2005. – wp/05/198. – P. 1–17.
10. *Capital Flows to Emerging Markets: Recent Trends and Potential Financial Stability Implications* // *Bank of England Financial Stability Review.* – 2005. – Dec. – P. 94–102.
11. Aizenman J. *Large Hoarding of International Reserves and the Emerging Global Economic Architecture* / J. Aizenman // *NBER Working paper.* – 2007. – № 13277. – P. 3–19.
12. Козюк В. В. *Монетарні засади глобальної фінансової стабільності* / В. В. Козюк. – Тернопіль : Екон. думка, 2009. – 728 с.
13. *Reform of the International Monetary and Financial System. Chapter IV* // *Trade and Development Report.* – UNCTAD : Geneva, 2009.

14. Coulibaly B. *The Asian Financial Crisis, Uphill of Capital, and Global Imbalances: Evidence from a Micro Study* / B. Coulibaly, J. Millar // *The Federal Reserve Board International Finance Discussion Papers*. – 2008. – № 942. – P. 1–26.
15. Frankel J. *What's In and Out in Global Money* / J. Frankel // *IMF. Finance and Development*. – 2009. – Sept. – P. 13–17.
16. Goldstein M., Weatherstone D. *Confronting Asset Bubbles, Too Big to Fail, and Beggar-thy-Neighbor Exchange Rate Policies* / M. Goldstein, D. Weatherstone // *Institute for International Economics Policy Brief*. – 2010. – PB 10–3. – P. 1–8.
17. Goldstein M. *Integrating Reforms of Financial Regulation with Reform of the International Monetary System* / M. Goldstein // *Institute for International Economics Policy Working Paper*. – 2011. – WP 11–5. – P. 1–28.
18. Hannoun H. *Toward a Global Financial Stability Framework (BIS Speeches)* / H. Hannoun // *45th SEACEN Governors' Conference. Siem Reap, Cambodia, 26–27 Feb. 2010*. – P. 1–26.
19. Eichengreen B. *Out of the Box Thoughts about the International Financial Architecture* / B. Eichengreen // *IMF Working Paper*. – 2009. – WP/09/116. – P. 1–26.
20. Mateos y Lago I., Dutttagupta R., Goyal R. *The Debate on the International Monetary System* / I. Mateos y Lago, R. Dutttagupta, R. Goyal // *IMF Staff Position Note*. – 2009. – SPN/09/26. – P. 1–25.