

УДК 330.8 : 339.97

**А. В. Шлапак**

### **ГЛОБАЛЬНА НЕСТАБІЛЬНІСТЬ КРИЗЬ ПРИЗМУ ФІНАНСОВОГО, ФІСКАЛЬНОГО І МОНЕТАРНОГО ДОМІНУВАННЯ: ДИЛЕМИ РЕГУЛЯТОРНОЇ ПОЛІТИКИ В МІЖНАРОДНИХ МАСШТАБАХ**

*В статті стверджується, що унікальність проявів глобальної нестабільності 2023 року полягає в комбінації викликів, що стоять перед регуляторами у монетарній, фіскальній і фінансовій сферах, спричинених комплексом заходів із контрциклічного стимулювання економічної активності у відповідь на пандемію, які мали суттєвий і беззаперечно системний ефект, що позначився на зростанні інфляційного тиску на світову економіку та формування ознак рецесії в провідних центрах економічної сили. І хоча по мірі загострення кризових проявів дедалі більша увага приділятиметься діяльності SIFI, які є «надто великими, аби збанкрутувати», перекласти відповідальність за стабільність світової фінансової системи виключно на фінансових регуляторів не вдасться, адже пом'якшення грошово-кредитної і бюджетно-податкової політик останніми роками створило підґрунтя для загострення проблеми домінування відразу у трьох вимірах — монетарному, фіскальному, фінансовому. Проведений аналіз глобальної нестабільності кризь призму феноменів фінансового, фіскального і монетарного домінування дозволив охарактеризувати дилеми регуляторної політики в міжнародних масштабах. Проведений аналіз сприятиме формуванню консенсусної позиції щодо способу, в який мають бути структуровані різні інституційні та управлінські механізми, пов'язані із макропруденційною політикою. Дослідження зробить внесок у солідаризацію поглядів щодо незалежності, підзвітності та прозорості макропруденційних регуляторів, а також щодо питань, якими мають опікуватись фіскальні та монетарні органи влади у спробі досягнення компромісу у цілепокладанні економічної політики між Центробанком та урядом, залежно від рівня боргового і фіскального тягаря останнього і структури національного фінансового ринку.*

**Ключові слова:** макропруденційна політика, фіскальна політика, монетарна політика, фінансовий ринок, фінансове домінування, фіскальне домінування, монетарне домінування, Центробанки

DOI 10.34079/2226-2822-2023-13-25-35-44

**Постановка проблеми у загальному вигляді та зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями.** Основна відмінність між своєрідним регулюючим імпульсом у міжнародній економічній політиці середини ХХ століття і домінуванням поглядів на фінансове дерегулювання, які набули поширення у 1970-х роках, полягала в тому, що загрози від провалів ринку порівняно із провалами урядів визнавались як такі, що піддавались корегуванню і мали менше побічних негативних ефектів. Своєрідний контрнаступ М. Фрідмана, який в таборі своїх прибічників відстоював позицію, що будь-яка спекуляція стабілізується через вроджену ефективність ринку і здатність до встановлення справедливих цін, за рівнем своєї категоричності не поступалась вихопленій із контексту фразі Дж. Кейнса про спорідненість фінансових ринків і казино (Dimand and Dore, 2000). І хоча запит до обмеження безконтрольної влади фінансових ринків постав ще після серії банківських банкрутств і фінансових криз, що почалися у 1980-х роках, фінансові потрясіння, що ознаменували собою перше

десятиліття XXI століття (зокрема, крах *Lehman Brothers* в 2008 році) і з новою загрозливою потужністю заявляють про себе на початку 2023 року (*The Silicon Valley Bank, Credit Suisse Group, яка вже анонсувала злиття із UBS*), не залишають аргументів на користь зволікання із реакцією з боку регуляторів (Nakatani, 2020). У структурному вимірі політика покликана стримувати ризики, пов'язані із посиленням взаємопов'язаності фінансової системи, та зниження ризику банкрутства системно значимих фінансових установ (SIFI), при цьому забезпечення ефективної макропруденційної політики стикається з цілою низкою проблем. Важливо відзначити, що макропруденційна політика схильна до внутрішніх упереджень, в основі яких лежить базова асиметрія в компромісі, з яким стикаються актори, відповідальні за її продукування, що призводить до бездіяльності або прийняття недостатньо рішучих і своєчасних дій. У той час як вигода від макропруденційних заходів накопичується тільки з часом, і її важко виміряти, економічні і політичні втрати від таких заходів часто відчуються відразу як позичальниками, так і фінансовим сектором, як урядами, так і домогосподарствами.

**Аналіз останніх досліджень та публікацій.** Останнім часом намітилися тенденція до формування консенсусу щодо способу, в який мають бути структуровані різні інституційні (Borio and White, 2004; Booth, 2014) та управлінські механізми (Booth and Matthews, 2006; Wadhvani, 2008), пов'язані із макропруденційною політикою. Наразі формується солідаризована думка з таких питань, як вимоги до незалежності, підзвітності та прозорості макропруденційних регуляторів (Persson and Tabellini, 2001), а також щодо питань, які фіскальні (IMF, 2013; Kopits, 2011; Volkerink and de Haan, 2001; Lee and Sung, 2007) та монетарні органи (Goodfriend, 2002; King, 2004; Deutsche Bundesbank, 2021) влади мають ставити у центр своїх політик (Gali, 1994; Persson and Tabellini, 1997; 1999; Persson, 2001; Hallerberg and Strauch, 2002; Tarawalie, Sissoho, Conte and Ahotor, 2014) у спробі досягнення компромісу у цілепокладанні економічної політики між урядом та Центробанком (Резнікова, Панченко та Іващенко, 2021b).

**Метою дослідження** є аналіз глобальної нестабільності крізь призму феноменів фінансового, фіскального і монетарного домінування, що дозволить охарактеризувати дилеми регуляторної політики в міжнародних масштабах.

**Виклад основного матеріалу.** Перш ніж запропонувати визначення фінансового домінування, у відповідній літературі (Brunnermeier, 2016; Boissay, Borio, Leonte and Shim, 2023) зазвичай починають теоретизування зі згадки про абстрактну модель, за якою на фінансових ринках співіснують три різні групи агентів: власники фінансового капіталу (наприклад, домашні господарства, інституційні та професійні інвестори); агенти, які шукають доступ до капіталу (наприклад, фірми та домашні господарства); фінансові посередники (наприклад, банки та різні типи небанківських фінансових посередників). Банківський сектор та небанківські кредитні організації перерозподіляють фінансовий капітал шляхом генерування платіжних ресурсів, що ґрунтуються на боргових угодах з обмеженими зобов'язаннями. Ці два типи агентів також конкурують з іншими фінансовими посередниками, пропонуючи послуги потенційним позичальникам капіталу, для полегшення випуску акцій та боргових інструментів на регульованих чи нерегульованих ринках капіталу. Деякі посередники також сприяють попиту на активи з боку власників капіталу. Боргові контракти та інші боргові інструменти включають обіцянки позичальників погасити фіксовані чи змінні суми ліквідності у певні чи повторювані дати у майбутньому; акції передбачають зобов'язання розподіляти частину свого прибутку понад встановлений поріг. Ці обіцянки оплати зазвичай залежать від настання майбутніх подій і, зокрема, від спроможності кожного позичальника капіталу генерувати потік доходів, який відповідає його договірним зобов'язанням або очікуваному доходу у відповідний час. Таким чином, ці

прибутки є невизначеними. Загострення нестабільності означає, що доходів, отриманих позичальниками коштів, недостатньо для погашення договірних обіцянок кредиторам або передачі очікуваних дивідендів акціонерам, а тому деякі із посередників і власників капіталу змушені зазнавати збитків або фіксувати відсутність прибутку. У разі сек'юритизації кредитів та фінансових інструментів, що обмінюються на ринках капіталу, збитки (або втрачена вигода) не обов'язково несуть кредитори або власники облігацій та акцій. Вони можуть бути частково або повністю передані іншим власникам капіталу або посередникам, які виступають як покупці з боку попиту на різних сегментах ринків капіталу. У цьому відношенні очевидним наслідком є те, що збитки або відсутність прибутку і, у загальному плані, коливання в сумі та розподілі фактичних чистих доходів є невід'ємною рисою роботи фінансових ринків через властиву їм невизначеність щодо майбутніх виплат. Таким чином, фінансове домінування є умовою, за якою одна або кілька із трьох груп агентів, згаданих вище, можуть впливати на заходи політики та фінансове регулювання та/або використовувати останні для покращення своєї діяльності. При цьому фінансове домінування впливає на роботу фінансових ринків через механізм політичних втручань та свідомих змін у фінансовому регулюванні з метою скорочення ринкових втрат або покращення ринкових вигод на користь конкретних агентів чи їхніх груп. У цьому сенсі, фінансове домінування спотворює роботу фінансових ринків, і сама можливість такого спотворення стає самоздійснюваним пророцтвом. Очікування будь-яких сприятливих політичних втручань чи змін у фінансовому регулюванні спонукає деяких агентів, які мають значну ринкову владу, нарощувати ризикованіші позиції; і рано чи пізно ці позиції зрештою призводять до нестабільності, що робить неминучим пряме чи опосередковане політичне втручання чи зміну політики регулювання фінансових ринків. В запропонованому визначенні фінансове домінування включає особливий випадок фіскального домінування, оскільки казначейство як великий гравець належить до однієї із трьох груп агентів, які беруть участь у фінансових ринках. У ситуації фіскального домінування казначейство створює нестійкі позиції щодо дефіциту та боргу, що зрештою призводить до втручання з боку центрального банку, який вимушений вдатись до покращення фінансового становища казначейства за рахунок зниження процентних ставок. Таким чином, поведінка казначейства призводить до ситуації монетарного домінування, що узагальнює випадок фіскального домінування. Фінансове домінування при цьому визначається як очікувана поведінка фінансового сектора, який через опасіння, що на нього будуть накладені збитки, навмисно залишається (або навіть стає) недостатньо капіталізованим (Brunnermeier, 2016). Така поведінка збільшує волатильність та може змусити фіскальні чи монетарні органи покривати отримані фінансовим сектором збитки.

Феномен фінансового домінування можна розглядати через призму існуючих концепцій фіскального та монетарного домінування. Центральний банк перебуває у авангарді режиму монетарного домінування, і, отже, фіскальні органи мають коригувати бюджет, щоб покрити дефіцит фінансування. Навпаки, при фіскальному домінуванні фіскальна влада має першочергове значення, і монетарна влада поступається їй своїх позицій, що, очікувано, може призвести до інфляції. Яка влада візьме гору, часто є результатом гри «яструб-голуб» між представниками фіскальної та монетарної влади, яка моделює у теорії ігор конфлікт для двох гравців. В умовах фінансового домінування на фінансовий сектор можуть покладатися лише незначні втрати, що супроводжується запитом на його порятунок. При цьому може виникнути гра «яструб-голуб» між фіскальною чи монетарною владою щодо того, хто має рятувати фінансовий сектор та за допомогою яких саме інструментів. У цій ситуації фінансовий сектор може бути тягарем для економіки, а відтак і для системи державних фінансів. Якщо фіскальні надходження не надійні, тоді може виникнути конфлікт між суверенним ризиком та фінансовим

сектором, адже вразливий фінансовий сектор послаблює державний сектор і навпаки. У той час як фінансове домінування теоретично може допомогти подолати проблеми часової неузгодженості та проблеми із ліквідністю, пов'язані з державним боргом, воно зводить нанівещь страхову роль фінансового сектора і зрештою призводить до збільшення системного ризику.

Незалежність центрального банку (ЦБ) характеризує ступінь, у який органи грошово-кредитного регулювання захищені від втручання із боку фіскальних органів (урядів). Запит на незалежність ЦБ пояснюється тим, що уряди залежні у своїх діях від електоральної та іншої політичної динаміки, а відтак нестійка податково-бюджетна політика є реальною загрозою фіскального домінування для виваженої монетарної політики. Розв'язання цієї дилеми фіскально-монетарного втручання полягає в тому, щоб відокремити грошово-кредитну політику від бюджетно-податкової політики, тобто деполітизувати проведення грошово-кредитної політики, делегувавши її політично незалежному центральному банку (Резнікова, Панченко та Іващенко, 2021а). З позицій відносин між монетарною і фіскальною владою виникає дилема: чи поглинатиме уряд збитки, понесені у фінансовому секторі шляхом надання допомоги, що збільшуватиме дефіцит державного бюджету, чи це зробить центральний банк, надаючи банкам явну чи приховану рекапіталізацію (Райзер та Пазарбазіолу, 2019). Крім того, фінансове домінування може бути пов'язане не тільки з прямою підтримкою фінансових установ у традиційному банківському секторі, але й з вливанням ліквідності через тіньові банківські операції та ринки репо.

Монетарне домінування означає, що монетарна влада не дозволяє фіскальній владі впливати на грошово-кредитну політику і часто забезпечується шляхом ухвалення фіскального правила, яке гарантує, що уряд завжди буде платоспроможним. У більш загальному плані проводиться відмінність між м'яким або *ex ante* домінуванням грошово-кредитної політики (ситуації, коли фіскальні органи уникають конфлікту) і жорстким або *postfactum* домінуванням грошово-кредитної політики (ситуації, коли загострюється проблема нестабільності, грошово-кредитна влада допускає дефолт уряду).

Модель раціональних очікувань для оцінки наслідків зростання державного боргу моделює ситуацію, за якої встановлено рівень фіскального ліміту, який обмежує уряд від подальшого зростання обсягів запозичень і обслуговування вищих рівнів боргу за рахунок збільшення податків, відтак обслуговування боргів передбачає або суттєвий перегляд бюджетних видатків, або застосування інструментів експансивної грошово-кредитної політики (Davig, Leeper and Walker, 2010). Ризик фіскального домінування загострюється в часи низьких відсоткових ставок і посилюється практикою купівлі суверенних облігацій центральним банком тих країн, які мають критичний тягар державного боргу, який рано чи пізно може поставити під сумнів платоспроможність країни. Рішення про визнання неплатоспроможності уряду із подальшою реструктуризацією державного боргу – найдраматичніше, як із політичних, так і з економічних міркувань (Das, Papaioannou and Trebesch, 2012). А відтак уряд і громадяни надаватимуть перевагу зовнішній допомозі або грошовій емісії в ситуації загострення макроекономічної нестабільності (Heinemann, 2021), адже і уряд, переобрання якого залежить від політичного циклу, і домогосподарства та представники бізнесу не зацікавлені у підвищенні податків.

Якщо уряд може погасити свої зобов'язання без зловживання емісією або оголошення дефолту, він може спробувати вдатися до запозичень за нижчою відсотковою ставкою. Один із способів зобов'язатися повністю погасити борг – запропонувати у своєрідні заручники фінансовий сектор. Реалізація такої стратегії можлива у ситуації, якщо більша частина державного боргу належить вітчизняним банкам із високою часткою позикових коштів, тоді, відповідно, дефолт зруйнує



фінансовий сектор. Це, у свою чергу, чинитиме надмірний руйнівний тиск на реальну економіку, а відтак і на податкову базу уряду, загострюючи проблему дефіциту бюджету. Крім того, уряд може бути змушений надати фінансову допомогу фінансовому сектору. З огляду на такі перспективи уряду утримуються від дефолту за своїми боргами. Отже, недостатньо капіталізований фінансовий сектор країни, яка має великий державний борг, може бути гарантією, що уряд не оголосить дефолт за своїм боргом. Прихильники такого підходу стверджують, що в умовах фінансового домінування фінансовий сектор є корисним інструментом, який дозволяє уряду не розглядати дефолт як одну зі стратегій. Навпаки, його опоненти вбачають у фінансовому секторі загрозу. З їхньої точки зору, фінансовий сектор не повинен бути домінуючим, але при цьому має бути досить добре капіталізованим, щоб ним могли бути покриті деякі збитки і, отже, в такий спосіб фінансовий сектор стабілізував би економіку.

Стратегія «захоплення заручників» – це стратегія, яка пояснює ситуацію, що виникає після шоку середнього масштабу, коли уряд може продовжувати брати позики за низькою процентною ставкою. Термін «фінансова репресія» зазвичай стосується політичних заходів, спрямованих на штучне утримання відсоткових ставок на низькому рівні, що полегшує урядам фінансування свого боргу. Фінансові репресії є комбінацією різних регулятивних заходів центральних банків і урядів, які призводять до істотної зміни механізмів функціонування фінансових ринків і фінансового посередництва (Науменкова та Міщенко, 2015). Фінансові репресії можуть набувати різних форм, таких як обмеження руху капіталу або прямий контроль над процентними ставками. Однак останнім часом цей термін все частіше використовується щодо політики центрального банку, включаючи купівлю активів та від'ємні процентні ставки. Активне використання фінансових репресій призводить до формування кептивного ринку державного боргу, обслуговування котрого потребує дедалі більшої суми коштів (Науменкова, 2015). Після світової фінансової кризи 2008–2012 рр. провідні ЦБ активно насичували ринки грошовою масою, а регулятори заохочували фінансові компанії до вкладення отриманих коштів у державні боргові інструменти, що, із урахуванням інфляції, дозволяло урядам не тільки скорочувати витрати на обслуговування боргів, що утворилися за час кризи заборгованості, але й поступово ліквідувати її. Емпіричний досвід свідчить, що фінансові репресії зазвичай витісняють приватні інвестиції і цим призводять до зниження темпів економічного зростання та зайнятості. Грошово-кредитна політика керується при цьому не стільки бажанням зменшити тягар державного боргу, скільки мандатом на цінову стабільність. І хоча насправді немає жодних свідчень зворотного зв'язку між змінами суверенного боргу та рішеннями у сфері грошово-кредитної політики, в ситуації посилення дисбалансів між реальним і фінансовим секторами економіки після чергового економічного потрясіння, можливо, уряду все ж таки доведеться оголосити дефолт. Тоді уряд не тільки залишиться без достатніх ресурсів, а й водночас зазнає наслідків колапсу фінансового сектору країни. Іншими словами, стратегія захоплення заручників передбачає, що в ситуації, коли за початковою кризою слідує шок, низька процентна ставка може принести тимчасове відтермінування макроекономічних проблем, але якщо за ним настає ще один несприятливий шок, ситуація може фіналізуватися бюджетною та борговою кризою.

**Висновки.** Еволюція фінансових ринків у найбільш розвинених економічних регіонах за останні сорок років характеризується посиленням феномену фінансового домінування – ситуації, коли поведінка одного чи кількох агентів, що діють на фінансових ринках, змушує політиків та/або регулюючі органи вдаватися до ініціатив, спрямованих на стримання ринкових провалів. Олігополістична структура розвинених фінансових ринків та циркуляція на цих ринках значної частини міжнародних капіталів стимулюють спекулятивну поведінку та загострюють проблему фінансової нестабільності. Більше того, фінансові кризи посилюють свій потенційний вплив на

реальну економіку. Директивні та регулюючі органи дедалі більше стурбовані можливим негативним впливом фінансових вторинних ефектів на макростабільність та посилюють свій інструментарій впливу на фінансові ринки інструментарієм фіскального і монетарного домінування. При цьому загальні ринкові очікування щодо коригування грошово-кредитної, податково-бюджетної політики ex post або втручань регуляторів країн із провідними економіками також здатні генерувати короткострокові спекулятивні атаки. Відповідно, надмірно адаптивна політика чи генерування нових правил сприяють виникненню більш значних фінансових диспропорцій, які можуть загострити проблему фінансового домінування.

Унікальність проявів глобальної нестабільності 2023 року полягає в комбінації викликів, що стоять перед регуляторами у монетарній, фіскальній і фінансовій сферах, спричинених комплексом заходів із контрциклічного стимулювання економічної активності у відповідь на пандемію, які мали суттєвий і беззаперечно системний ефект, що позначився на зростанні інфляційного тиску на світову економіку та формування ознак рецесії в провідних центрах економічної сили. І хоча по мірі загострення кризових проявів дедалі більша увага приділятиметься діяльності SIFI, які є «надто великими, аби збанкрутувати», перекласти відповідальність за стабільність світової фінансової системи виключно на фінансових регуляторів не вдасться, адже пом'якшення грошово-кредитної і бюджетно-податкової політик останніми роками створило підґрунтя для загострення проблеми домінування відразу у трьох вимірах – монетарному, фіскальному, фінансовому.

#### Бібліографічний список

- Науменкова, С. В. та Міщенко, В. І., 2015. Фінансові репресії в механізмі прихованого переміщення державного боргу: форми та інструменти. *Фінанси України*, 8, с. 31–55.
- Райзер, М. та Пазарбазіолу, Дж., 2019. Зміцнення українського банківського сектору: принципи участі держави. *ZN.UA*. [online] Available at: <[https://zn.ua/ukr/finances/zmitsnennya\\_ukrayinskogo\\_bankivskogo\\_sektoru\\_printsipi\\_uchasti\\_derzhavi.html](https://zn.ua/ukr/finances/zmitsnennya_ukrayinskogo_bankivskogo_sektoru_printsipi_uchasti_derzhavi.html)> (Accessed 25 March 2023).
- Резнікова, Н. В., Панченко, В. Г. та Іващенко, О. А., 2021а. Від ревізії економічної теорії до ревізії економічної політики: пастки нового макроекономічного консенсусу. *Економіка України*, 3 (712), с. 19–40.
- Резнікова, Н. В., Панченко, В. Г. та Іващенко, О. А., 2021б. Від синтезу економічних теорій до політичного консенсусу: монетарно-фіскальні дилеми макроекономічної стабілізації в умовах коронакризи. *Економіка України*, 4 (713), с. 21–44.
- Boissay, F., Borio, C., Leonte, C. and Shim, I., 2023. Prudential policy and financial dominance: exploring the link. *BIS Quarterly Review*. [online] Available at: <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2303e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2303e.pdf)> (Accessed 25 March 2023).
- Booth, P., 2014. Monetary policy, asset prices and financial institutions. *Annals of Actuarial Science*, 8 (1), pp. 9–41.
- Booth, P., Matthews, K. ed., 2006. *Issues in Monetary Policy: the relationship between money and financial markets*. John Wiley & Sons Inc., UK.
- Borio, C. and White, W., 2004. Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes. *BIS working paper*, 147. [online] Available at: <<https://www.bis.org/publ/work147.pdf>> (Accessed 25 March 2023).
- Brunnermeier, M., 2016. *Financial Dominance. Paolo Baffi's Lectures on Money and Finca*. [online] Available at: <[https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/markus/files/03c\\_financial\\_dominance\\_baffilecture\\_by\\_markus.pdf](https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/markus/files/03c_financial_dominance_baffilecture_by_markus.pdf)> (Accessed 25 March 2023).

- Das, U. S., Papaioannou, M.G. and Trebesch, C., 2012. Sovereign Debt Restructuring 1950-2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts, *IMF Working Paper*, 12/203. [online] Available at: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>> (Accessed 25 March 2023).
- Davig, T., Leeper, E.M. and Walker, T.B., 2010. Inflation and the fiscal limit. *European Economic Review*, 55 (1), pp. 31–47.
- Deutsche Bundesbank, 2021. The Eurosystem's monetary policy strategy. Deutsche Bundesbank Monthly Report September 2021. [online] Available at: <[https://www.bundesbank.de/resource/blob/877284/0ff1a7536a84882e59fb16cd317dc\\_a66/mL/2021-09-strategie-data.pdf](https://www.bundesbank.de/resource/blob/877284/0ff1a7536a84882e59fb16cd317dc_a66/mL/2021-09-strategie-data.pdf)> (Accessed 25 March 2023).
- Dimand, R. W. and Dore M. H. I., 2000. Keynes's Casino Capitalism, Bagehot's International Currency, and the Tobin Tax: Historical Notes on Preventing Currency Fires. *Journal of Post Keynesian Economics*, 22 (4), pp. 515–528.
- Gali, J., 1994. Government size and macroeconomic stability. *European Economic Review*, 38 (1), pp. 117–132.
- Goodfriend, M., 2002. Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer. *International Finance*, 5 (2), pp. 165–191.
- Hallerberg, M. and Strauch, R., 2002, On the cyclicity of public finances. *Empirical*, 29, pp. 183–207.
- Heinemann, F., 2021. The Political Economy of Euro Area Sovereign Debt Restructuring. *Constitutional Political Economy*, 32 (4), pp. 1-21.
- IMF, 2013. Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Economies. [online] Available at: <<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/072113.pdf>> (Accessed 25 March 2023).
- King, M., 2004. The Institutions of Monetary Policy. *The American Economic Review*, 94(2), pp. 1–13.
- Kopits, G., 2011. Independent Fiscal Institutions: Developing Good Practices. [online] Available at: <<https://www.oecd.org/governance/budgeting/48089510.pdf>> (Accessed 25 March 2023).
- Lee, Y., and Sung, T., 2007. Fiscal Policy, Business Cycles and Economic Stabilisation: Evidence from Industrialised and Developing Countries. *Fiscal Studies*, 28 (4), pp. 437–462.
- Nakatani, R., 2020. Macroprudential policy and the probability of a banking crisis. *Journal of Policy Modelling*, 42 (6), pp. 1169–1186.
- Persson, T. and Tabellini, G., 1997. Political Economy and Macroeconomic Policy. *NBER Working Paper*, 6329. [online] Available at: <[https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w6329/w6329.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6329/w6329.pdf)> (Accessed 25 March 2023).
- Persson, T. and Tabellini, G., 1999. The Size and Scope of Government. *European Economic Review*, 43, pp. 699-735
- Persson, T. and Tabellini, G., 2001. Political institutions and policy outcomes: what are the stylized facts?. *CESifo Working Paper*, 459. [online] Available at: <[https://www.econstor.eu/bitstream/10419/75809/1/cesifo\\_wp459.pdf](https://www.econstor.eu/bitstream/10419/75809/1/cesifo_wp459.pdf)> (Accessed 25 March 2023).
- Persson, T., 2001. Do political institutions shape economic policy? *NBER Working Paper*, 8214. [online] Available at: <[https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w8214/w8214.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w8214/w8214.pdf)> (Accessed 25 March 2023).
- Tarawalie, A. B., Sissoho, M., Conte, M., and Ahotor, C. R., 2014. Political Business Cycle and Macroeconomic Convergence: The WAMZ Experience. *WAMI Occasional Paper Series*, 1 (7), pp. 1–40.

- Volkerink, B. and de Haan, J., 2001. Fragmented government effects on fiscal policy: New evidence. *Public Choice*, 109, pp. 221–242.
- Wadhvani, S., 2008. Should monetary policy respond to asset price bubbles? Revisiting the debate. *National Institute Economic Review*, 206, pp. 25–34.

### References

- Boissay, F., Borio, C., Leonte, C. and Shim, I., 2023. Prudential policy and financial dominance: exploring the link. *BIS Quarterly Review*. [online] Available at: <[https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r\\_qt2303e.pdf](https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2303e.pdf)> (Accessed 25 March 2023).
- Booth, P., 2014. Monetary policy, asset prices and financial institutions. *Annals of Actuarial Science*, 8 (1), pp. 9-41.
- Booth, P., Matthews, K. ed., 2006. *Issues in Monetary Policy: the relationship between money and financial markets*. John Wiley & Sons Inc., UK.
- Borio, C. and White, W., 2004. Whither monetary and financial stability? The implications of evolving policy regimes. *BIS working paper*, 147. [online] Available at: <<https://www.bis.org/publ/work147.pdf>> (Accessed 25 March 2023).
- Brunnermeier, M., 2016. Financial Dominance. Paolo Baffi's Lectures on Money and Finca. [online] Available at: <[https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/markus/files/03c\\_financial\\_dominance\\_baffilecture\\_by\\_markus.pdf](https://scholar.princeton.edu/sites/default/files/markus/files/03c_financial_dominance_baffilecture_by_markus.pdf)> (Accessed 25 March 2023).
- Das, U. S., Papaioannou, M. G. and Trebesch, C., 2012. Sovereign Debt Restructuring 1950–2010: Literature Survey, Data, and Stylized Facts, *IMF Working Paper*, 12/203. [online] Available at: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2012/wp12203.pdf>> (Accessed 25 March 2023).
- Davig, T., Leeper, E. M. and Walker, T. B., 2010. Inflation and the fiscal limit. *European Economic Review*, 55(1), pp. 31–47.
- Deutsche Bundesbank, 2021. The Eurosystem's monetary policy strategy. Deutsche Bundesbank Monthly Report September 2021. [online] Available at: <<https://www.bundesbank.de/resource/blob/877284/0ff1a7536a84882e59fb16cd317dc a66/mL/2021-09-strategie-data.pdf>> (Accessed 25 March 2023).
- Dimand, R. W. and Dore M. H. I., 2000. Keynes's Casino Capitalism, Bagehot's International Currency, and the Tobin Tax: Historical Notes on Preventing Currency Fires. *Journal of Post Keynesian Economics*, 22 (4), pp. 515–528.
- Gali, J., 1994. Government size and macroeconomic stability. *European Economic Review*, 38 (1), pp. 117-132.
- Goodfriend, M., 2002. Monetary Policy in the New Neoclassical Synthesis: A Primer. *International Finance*, 5 (2), pp. 165–191.
- Hallerberg, M. and Strauch, R., 2002. On the cyclicity of public finances. *Empirical*, 29, pp. 183–207.
- Heinemann, F., 2021. The Political Economy of Euro Area Sovereign Debt Restructuring. *Constitutional Political Economy*, 32 (4), pp. 1–21.
- IMF, 2013. Reassessing the Role and Modalities of Fiscal Policy in Advanced Economies. [online] Available at: <<https://www.imf.org/external/np/pp/eng/2013/072113.pdf>> (Accessed 25 March 2023).
- King, M., 2004. The Institutions of Monetary Policy. *The American Economic Review*, 94 (2), pp. 1–13.
- Kopits, G., 2011. *Independent Fiscal Institutions: Developing Good Practices*. [online] Available at: <<https://www.oecd.org/governance/budgeting/48089510.pdf>> (Accessed 25 March 2023).



- Lee, Y., and Sung, T., 2007. Fiscal Policy, Business Cycles and Economic Stabilisation: Evidence from Industrialised and Developing Countries. *Fiscal Studies*, 28 (4), pp. 437–462.
- Nakatani, R., 2020. Macroprudential policy and the probability of a banking crisis. *Journal of Policy Modelling*, 42 (6), pp. 1169–1186.
- Naumenkova, S. V. and Mishchenko, V. I., 2015. Finansovi represiyi v mekhanizmi prykhovanoho peremishchennya derzhavnoho borhu: formy ta instrumentyyu [Financial repression in the mechanism of hidden transfer of public debt: forms and tools]. *Finances of Ukraine*, 8, pp. 31–55. (in Ukrainian).
- Persson, T. and Tabellini, G., 1997. Political Economy and Macroeconomic Policy. *NBER Working Paper*, 6329. [online] Available at: <[https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w6329/w6329.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w6329/w6329.pdf)> (Accessed 25 March 2023).
- Persson, T. and Tabellini, G., 1999. The Size and Scope of Government. *European Economic Review*, 43, pp. 699-735
- Persson, T. and Tabellini, G., 2001. Political institutions and policy outcomes: what are the stylized facts? *CESifo Working Paper*, 459. [online] Available at: <[https://www.econstor.eu/bitstream/10419/75809/1/cesifo\\_wp459.pdf](https://www.econstor.eu/bitstream/10419/75809/1/cesifo_wp459.pdf)> (Accessed 25 March 2023).
- Persson, T., 2001. Do political institutions shape economic policy? *NBER Working Paper*, 8214. [online] Available at: <[https://www.nber.org/system/files/working\\_papers/w8214/w8214.pdf](https://www.nber.org/system/files/working_papers/w8214/w8214.pdf)> (Accessed 25 March 2023).
- Reznikova, N., Panchenko, V. and Ivashchenko, O., 2021a. Vid revizii ekonomichnoi teorii do revizii ekonomichnoi polityky: pastky novoho makroekonomichnoho konsensusu [From the revision of the economic theory to the revision of the economic policy: the traps of the new macroeconomic consensus]. *Ekonomika Ukraini*, 3 (712), pp. 19–40. (in Ukrainian).
- Reznikova, N., Panchenko, V. and Ivashchenko, O., 2021b. Vid syntezy ekonomichnykh teorii do politychnoho konsensusu: monetarno-fiskalni dylemy makroekonomichnoi stabilizatsii v umovakh koronakryzy [From the synthesis of economic theories to political consensus: monetary and fiscal dilemmas of macroeconomic stabilization in the context of the coronavirus crisis]. *Ekonomika Ukraini*, 4 (713), pp. 21–44. (in Ukrainian).
- Ryzer, M. and Pazarbaziolu, J., 2019. Zmitsnennya ukrayins'koho bankivs'koho sektoru: pryntsyipy uchasti derzhavy [Strengthening the Ukrainian banking sector: principles of state participation]. *ZN.UA*. [online] Available at: <[https://zn.ua/ukr/finances/zmitsnennya\\_ukrayinskogo\\_bankivskogo\\_sektoru\\_printsipy\\_uchasti\\_derzhavy.html](https://zn.ua/ukr/finances/zmitsnennya_ukrayinskogo_bankivskogo_sektoru_printsipy_uchasti_derzhavy.html)> (Accessed 25 March 2023). (in Ukrainian).
- Tarawalie, A. B., Sissoho, M., Conte, M., and Ahotor, C. R., 2014. Political Business Cycle and Macroeconomic Convergence: The WAMZ Experience. *WAMI Occasional Paper Series*, 1 (7), pp. 1 – 40.
- Volkerink, B. and de Haan, J., 2001. Fragmented government effects on fiscal policy: New evidence. *Public Choice*, 109, pp. 221-242.
- Wadhvani, S., 2008. Should monetary policy respond to asset price bubbles? Revisiting the debate. *National Institute Economic Review*, 206, pp. 25–34.

Стаття надійшла до редакції 05.05.2023

Shlapak A.

**GLOBAL INSTABILITY THROUGH THE PRISM OF FINANCIAL, FISCAL AND  
MONETARY DOMINATION: DILLEMAS OF REGULATORY POLICY ON THE  
INTERNATIONAL SCALE**

*The article argues that the uniqueness of the manifestations of global instability in 2023 lies in the combination of challenges facing regulators in the monetary, fiscal and financial spheres, caused by a set of measures to stimulate economic activity countercyclically in response to the pandemic, which had a significant and unconditionally systemic effect, which affected on the growth of inflationary pressure on the world economy and the formation of signs of a recession in the leading centers of economic power. Despite the fact that as the crisis worsens, more and more attention will be paid to the activities of SIFI, it will not be possible to shift responsibility for the stability of the global financial system solely to financial regulators, because the easing of monetary and fiscal policies in recent years has created the basis for exacerbating the problem of dominance in three dimensions at once - monetary, fiscal, financial. In the context of the study of the phenomenon of financial dominance, the policy of financial repression aimed at facilitating the servicing of public debt, which allows the government to receive additional funds, but slows down economic growth, is considered. Financial repression is a manifestation of regulatory competition that can affect how the market handles economic shocks. The analysis of global instability through the prism of the phenomena of financial, fiscal and monetary dominance made it possible to characterize the problems of regulatory policy on an international scale. The analysis carried out will contribute to the formation of a consensus position on the way that can help to structure the various institutional and managerial mechanisms associated with macroprudential policy. The study will contribute to the solidarity of views on the independence, accountability and transparency of macroprudential regulators, as well as issues that should be dealt with by fiscal and monetary authorities in an attempt to reach a compromise in determining the objectives of economic policy on the part of the Central Bank and the government, depending on the level of its debt and fiscal load, and also depending on the structure of its national financial market.*

**Keywords:** macroprudential policy, fiscal policy, monetary policy, financial market, financial dominance, fiscal dominance, monetary dominance, Central Banks