

УДК 330.8 : 339.97

А. В. Шлапак

ГЛОБАЛЬНІ ФІНАНСОВІ ЦИКЛИ І ПРОБЛЕМА РЕГУЛЮВАННЯ МІЖНАРОДНИХ ПОТОКІВ КАПІТАЛУ: РОЛЬ БАНКІВ І МАКРОПРУДЕНЦІЙНОЇ ПОЛІТИКИ У ПРОТИДІЇ КРИЗАМ

Загострення кризових процесів у світовій фінансовій системі продукує запит на пошук інструментів усунення системного ризику глобальної нестабільності, що виникає насамперед через взаємодію між глобальним фінансовим циклом, ключовими глобальними факторами (глобальний ризик та монетарна політика в основних економіках) та транскордонною діяльністю банків. Ситуація у грошово-кредитній та фінансовій сферах країн з великими відкритими економіками здійснює потужний вплив на економічну кон'юнктуру, загострюючи асиметрії взаємодії в глобальних масштабах, що актуалізує перед макропруденційними органами країн з малими відкритими економіками необхідність вжиття превентивних заходів для збереження внутрішньої рівноваги від руйнівних наслідків кризових процесів в ключових економіках світу. У статті здійснено комплексний аналіз підходів до обґрунтування каналів взаємовпливу внутрішнього фінансового циклу, глобального фінансового циклу і макропруденційної політики, а також оцінка потенціалу останньої у згладжуванні проциклічних процесів із метою стимулювання економічного зростання. Визначено взаємозалежність глобальних банків від динаміки глобального фінансового циклу і навпаки, адже глобальні банки визначають специфіку проявів останнього, з огляду на спосіб, в який вони керують своєю ліквідністю у глобальному масштабі, тим самим сприяючи міжнародній трансмісії шоків. Встановлено, що існування внутрішнього ринку капіталу для глобальних банків загострює міжнародне поширення внутрішніх потрясінь ліквідності через ефект стратегічної взаємодоповнюваності, який виникає в результаті стратегічної взаємодії між банками, іншими фінансовими установами та агентами, які можуть посилювати системну вразливість під час підйомів і під час спадів внаслідок посилення конкуренції між банками. Виявлено, що вплив глобального фінансового циклу на внутрішнє фінансове середовище банків та фінансових установ через механізми зовнішніх зобов'язань національних банків та визначення вартості фінансування, відбивається на доступності запозичень для компаній та домогосподарств. Це означає, що економіка країн із малою відкритою економікою більш вразлива до зовнішніх потрясінь та знаходиться під впливом умов фінансування, що визначаються у світових фінансових центрах. За цих умов динаміка глобальної ліквідності обмежує ефективність національної грошово-кредитної політики, а відтак затребуваність дієвої міжнародної координації макропруденційної політики набуває ще більшої нагальності. Необхідність перегляду грошово-кредитної політики з міркувань підвищення її спроможності нівелювати ризики фінансової нестабільності залежать від: (1) ефективності макропруденційної політики (наприклад, здатності управляти фінансовим циклом); (2) внеску грошово-кредитної політики (включаючи її традиційні та нетрадиційні інструменти) у загострення фінансової нестабільності; (3) ступеня незалежності грошово-кредитної політики, особливо під час кризи.

Ключові слова: *глобальний фінансовий цикл, глобальні банки, фінансова система, міжнародні потоки капіталів, макропруденційна політика, грошово-кредитна політика, системний ризик, країни з великими і малими відкритими економіками.*

DOI 10.34079/2226-2822-2022-12-23-109-119

Постановка проблеми у загальному вигляді та зв'язок із важливими науковими чи практичними завданнями. Науковий інтерес до осмислення макропруденційної політики зростає на тлі загострення кризових процесів у світовій фінансовій системі, що продукує запит на пошук інструментів усунення системного ризику. Посилення ролі макропруденційної політики відбувається як на рівні міжнародних регуляторів, до числа яких відносимо Міжнародний валютний фонд, Раду з питань фінансової стабільності, Банк міжнародних розрахунків, так і на рівні національних регуляторів. Емпіричний досвід свідчить, що хоча в періоди світових фінансових криз процес глобальної фінансової інтеграції і сповільнюється, існуючий ступінь фінансових взаємозв'язків між економіками значно вищий, ніж у найстабільніші періоди в минулому столітті. Загальновизнаним є існування тісного взаємозв'язку між глобальним фінансовим циклом (ГФЦ) та грошово-кредитною політикою країн із провідними економіками, як то США. Міжнародні потоки капіталу, що спрямовуються на ринки країн-членів ЄС, демонструють переважно позитивну кореляцію із міжнародними потоками капіталу до інших регіонів із розвиненими фінансовими центрами, що також надає аргументи на користь концепції глобального фінансового циклу. Ситуація у грошово-кредитній та фінансовій сферах країн з великими відкритими економіками здійснює потужний вплив на глобальну економічну кон'юнктуру, загострюючи асиметрії взаємодії в глобальних масштабах, що актуалізує перед макропруденційними органами країн з малими відкритими економіками необхідність вжиття превентивних заходів для збереження внутрішньої рівноваги від руйнівних наслідків кризових процесів в ключових економіках світу.

Аналіз останніх досліджень та публікацій. Аналіз процесів міжнародної синхронізації фінансових циклів у країнах G7 доводить важливість глобальних факторів, що пояснюють особливості динаміки ГФЦ (Eller, Huber and Schuberth, 2018), які, серед іншого, вимірюються індикаторами глобального неприйняття ризику (Rebucci and Ma, 2019) та індексами волатильності (Obstfeld, Ostry, and Qureshi, 2018). Іншими факторами, що визначають глобальний фінансовий цикл, є монетарна політика в країнах з розвиненою економікою (Tenreiro and Thwaites, 2016) та в країнах-емітентах резервної валюти (Jiang, Krishnamurthy and Lustig, 2020). Емпіричні дані свідчать про те, що зростання активності іноземних інвесторів на ринках нерухомості внаслідок міжнародної фінансової інтеграції призвело до зростання синхронізації цін на житло у великих світових містах (International Monetary Fund, 2018), що дозволяє припустити наявність глобального циклу на ринках нерухомості. Глобальні фінансові умови, такі як акомодатійна грошово-кредитна політика в основних економіках (США, Євросоюз, Японія, Китай та Великобританія), яка прагне розширення загальної грошової маси центральним банком для активізації економічного зростання, сприяє тенденції зростання синхронізації на світових ринках нерухомості (Hirata, Kose, Otrok and Terrones, 2013). В разі, якщо очікування прибутковості за кордоном стають сприятливішими або зростає невизначеність ринкової кон'юнктури, іноземні інвестори схильні виводити свої капітали із ринків нерухомості швидше, ніж вітчизняні інвестори (BIS, 2012), а відтак волатильність цін на ринках нерухомості може впливати на ситуацію у банківському секторі і у реальній економіці (Duca, Muellbauer and Murphy, 2010). Міжнародні потоки капіталу можуть пришвидшити зростання вартості активів, і хоча ціни на деякі з них не обов'язково справляють визначальний вплив на національну економіку, завищення вартості фізичних активів, таких як нерухомість, може спотворити економічну активність у бік зростання обсягів будівництва житла за рахунок інших галузей. Зокрема, вплив масштабного відтоку капіталу із Китаю на ринок житла США призвів до зростання ціни на нерухомість на 8–15 % (Gorback and Keys, 2020).

У фаховій літературі визначають принаймні два канали, через які макропруденційна політика може нівелювати негативні наслідки глобального фінансового циклу: по-перше, вона може обмежити прояви фінансових криз (Claessens, Ghosh and Mihet, 2013), пришвидшити післякризове відновлення ділової активності (Bekaert and Popov, 2012) та зменшити періоди низької продуктивності; по-друге, тією мірою, якою макроекономічна і фінансова волатильність знижує зростання і тією мірою, якою макропруденційна політика знижує таку волатильність, макропруденційна політика може бути позитивно пов'язана із довгостроковим зростанням (Kormendi and Meguire, 1985).

Метою дослідження є комплексний аналіз підходів до обґрунтування каналів взаємовпливу внутрішнього фінансового циклу, глобального фінансового циклу і макропруденційної політики, а також оцінка потенціалу останньої у згладжуванні проциклічних процесів із метою стимулювання економічного зростання.

Виклад основного матеріалу. Внутрішні фінансові цикли (ВФЦ) і глобальні фінансові цикли (ГФЦ) є фундаментально пов'язаними поняттями, маючи ту саму аналітичну основу, що спирається на поняття «проциклічності», яке визначається як схильність фінансових ринків або фінансової системи в більш широкому розумінні посилювати, а не згладжувати економічні коливання. Ця схильність відображає ті механізми, які призводять до взаємодії, що самопосилюється, між умовами фінансування, прийняттям ризиків, цінами на активи і накопиченням дисбалансу запасів, здебільшого у формі боргу, і така взаємодія має циклічний характер. Фаза стиснення є наслідком попередньої фази розширення, і навпаки, а спади пов'язані з попередніми бумами, і в основі цієї перспективи лежить поняття ризику, що має чіткий міжчасовий вимір. Такий підхід символізує альтернативне осмислення поняття ризику, коли останній не є низьким під час експансії та високим під час спаду: швидше ризик накопичується під час експансії і матеріалізується під час спаду. В аналізі як ВФЦ (що зводиться здебільшого до аналізу циклів кредитування та динаміки цін на нерухомість, так і ГФЦ (що зводиться до дослідження міжнародних потоків капіталу та цін на високоризикові фінансові активи) саме грошово-кредитній політиці відводиться визначальна роль, адже саме вона здійснює вирішальний вплив на фінансові умови, як усередині країни, так і за її межами, особливо тоді, коли реалізується урядами країн із великою відкритою економікою (Резнікова, Панченко та Іващенко, 2021а; 2021б).

Хоча Бреттон-Вудська система розпалася у 1970-х роках, долар США продовжує домінувати на світових ринках і сьогодні. Наприклад, понад 60 % непогашених міжнародних боргових цінних паперів та більше половини торгових рахунків номіновано у доларах США (European Central Bank, 2019). Його позиція основної світової валюти для торгових рахунків та фінансування означає, що долар США передає монетарну політику США решті світу (Obstfeld, 2019). Грошово-кредитна політика США впливає на реальні обмінні курси, інфляцію та конкурентоспроможність експорту у всьому світі. Наприклад, посилення грошово-кредитної політики США та подальше зростання вартості долара США призведе до зростання цін на імпорт у національній валюті для країн, які виставляють рахунки за імпорт у доларах США (за умови, що обсяг імпорту залишається незмінним). Враховуючи, що рахунки за експорт також виставляються в доларах США, зростання вартості долара США сприятиме збільшенню експорту цих товарів порівняно з експортом, що виражається в інших (національних) валютах. Таким чином, зміцнення долара США може призвести до скорочення економіки цих країн (Obstfeld, 2019). Більше того, якщо долар США виступає як валюта фінансування, посилення грошово-кредитної політики США, що призводить до зростання вартості долара США, погіршить балансові позиції неамериканських позичальників з доларовими зобов'язаннями, що спричинить скорочення потоків

капіталу по всьому світу (Bruno and Shin, 2015). Як емітент резервної валюти США мають унікальну низку переваг: казначейські облігації США розглядаються як безпечні активи, на які існує глобальний попит (Caballero and Krishnamurthy, 2009); прибутковість зовнішніх активів вище, ніж зовнішніх зобов'язань (Habib and Venditti, 2019); можливість мати великий дефіцит торговельного балансу та рахунків поточних операцій. Однак «надмірний привілей» США (Eichengreen, 2010) супроводжується «надмірним обов'язком», оскільки США, по суті, страхують решту країн світу під час глобальних потрясінь за допомогою своїх безпечних активів (Gourinchas, Rey and Govillot, 2017). Втім дедалі потужніше розгортається дискусія навколо спроможності США забезпечувати глобальну стабільність особливо за умов зниження відносної ваги США у світовій економіці та дестабілізації їхньої макроекономічної політики, а також за умов, коли виникає стимул девальвувати американську валюту з метою підвищення конкурентоспроможності експорту. У зв'язку з цим все частіше звучать заклики до створення багатопольярної міжнародної валютно-фінансової системи, в центрі якої буде не лише долар США (Eichengreen, 2010; Gourinchas, Rey and Sauzet, 2019). Економіка країн ЄС має особливий статус по відношенню до глобального фінансового циклу: з одного боку, разом країни-члени утворюють одну із основних складових глобальної економіки поряд із США, Китаєм та Японією, але в той же час вони окремо піддаються впливу ГФЦ. Однак той факт, що окремі країни-члени ЄС зберігають суверенітет у продукуванні фіскальної та макропруденційної політик, окремі економіки ЄС, в силу їхніх масштабів та складності структури, по-різному підпадають під вплив проявів ГФЦ. Більше того, в той час, як існують значні докази впливу грошово-кредитної політики США на глобальний фінансовий цикл, аналогічні докази для Єврозони більш обмежені. При цьому рух капіталу між країнами ЄС (розглядаючи окремо зону євро) має суттєві відмінності від руху капіталу до решти світу: наявність єдиної грошово-кредитної політики в Єврозоні є характерною рисою руху капіталу в країнах ЄС, оскільки вона здебільшого детермінує потоки капіталу в межах ЄС (Darracq Pariès, Kok and Rancoita, 2019).

Після світової фінансової кризи 2008–2012 рр. у ЄС відбулося уповільнення темпів фінансової інтеграції, що відбилось і на роботі банківського сектору. У перспективі зростаюче значення країн із економікою, що розвивається (і, насамперед, Китаю) у світовій фінансовій системі, ймовірно, призведе до посилення міжнародних побічних ефектів від дій монетарної політики в цих країнах. На сьогоднішній день емпіричні дані щодо глобального впливу грошово-кредитної політики Китаю на ГФЦ обмежені, в основному через відсутність адекватних даних про фінансову систему Китаю. Зростання значення Китаю на світовій арені дозволяє припустити, що динаміка китайської економіки також вноситиме суттєвий внесок у глобальний фінансовий цикл. Політика, яку проводив Народний банк Китаю щодо нарощування масштабних іноземних резервів, а потім їх скорочення в 2015–2016 роках у рамках своєї мети підтримки валютної стабільності, було названо важливим чинником, що впливає на глобальні умови ліквідності. Існування глобального фінансового циклу має важливі наслідки для системного ризику, що виникають насамперед через взаємодію між глобальним фінансовим циклом, ключовими глобальними факторами та транскордонною діяльністю банків. Глобальний фінансовий цикл має взаємопідсилювальний зв'язок із транскордонною діяльністю глобальних банків, зокрема, через їхнє управління ліквідністю та відношенням до ризику (Borio and Zhu, 2012).

Поведінка глобальних банків (ГБ) є водночас результатом глобального фінансового циклу і фактором, що визначають його специфіку, адже ГБ керують своєю ліквідністю у глобальному масштабі, тим самим сприяючи міжнародній трансмісії шоків. По суті, існує внутрішній ринок капіталу, на якому кошти активно переводяться між

материнськими банками та їхніми філіями у всьому світі, і у разі несприятливого шоку фінансування материнські банки перерозподіляють ліквідність усередині банківської організації відповідно до існуючих стратегій поведінки. Для пом'якшення потрясінь балансу материнського банку кошти із закордонних філій, які вважаються важливими «ринками фінансування», репатріюються у головний офіс. Інші закордонні філії, що розглядаються материнським банком як важливі інвестиційні ринки, оскільки вони роблять відносно більший внесок у потоки доходів, натомість залишаються пунктами призначення для фінансування (Cerutti and Zhou, 2017). Це доводить, що існування внутрішнього ринку капіталу для глобальних банків збільшує міжнародне поширення внутрішніх потрясінь ліквідності через ефект заміщення між внутрішнім та зовнішнім кредитуванням. Банки з низьким рівнем ліквідних активів активно використовують транскордонне внутрішнє фінансування у відповідь на локальні потрясіння, тоді як збільшення внутрішнього фінансування пов'язані зі зменшенням зовнішнього кредитування. Результати показують, що на кожен додатковий долар внутрішнього кредитування, який глобальний банк, який відчуває дефіцит ліквідності, отримує від своїх зарубіжних підрозділів, зовнішнє кредитування знижується на 29 центів (Aldasoro, Caparusso and Chen, 2022). Це може викликати ефект стратегічної взаємодоповнюваності, який виникає в результаті стратегічної взаємодії між банками, іншими фінансовими установами та агентами, які можуть посилювати системну вразливість під час підйомів і під час спадів внаслідок посилення конкуренції між банками.

Емпіричний досвід свідчить, що: (1) іноземні філії ГБ із вищою залежністю від материнського фінансування продовжували отримувати більші обсяги фінансування порівняно з іншими банками під час світової фінансової кризи, що дозволило їм надати відносно більше кредитів на ринках, де вони проводили свою діяльність; (2) пом'якшення грошово-кредитної політики США впливає на кредитування країн за межами США, передаючись через збільшення транскордонних потоків від американських банків; (3) кредитори, які беруть активну участь у глобальному ринку синдигованих кредитів, скорочують свої зарубіжні балансові позиції для підтримки внутрішньої діяльності після банківської кризи в країні походження банку, що символізує собою феномен «втечі додому», обумовлений підвищенням неприйняттям ризику банками та вищою ймовірністю порятунку, пов'язаною з кредитуванням усередині країни (Berger, DeYoung, Flannery, Lee and Oztekin, 2008); (4) міжнародні банки вдаються до скорочення кредитування географічно віддалених позичальників, тоді як кредитування географічно найближчих позичальників залишається більш стабільним.

Зовнішні ефекти від діяльності міжнародних банків можуть проявлятися наступним чином: банкрутство одного банку може вплинути на інші фінансові установи через двосторонні баланси та інші ризики, зміни цін на активи та сукупні ефекти зворотного зв'язку з боку реальної економіки. Системно значущі фінансові установи особливо вразливі від дії зовнішніх факторів, оскільки вони зазвичай працюють на міжнародному рівні та мають тісні міжбанківські ринкові зв'язки, що робить їх «надто великими, щоб збанкрутувати», що створює стимул ставати системоутворюючими (Vulatova and Marena, 2019). Той факт, що ці ринкові збої можуть призвести до системного ризику у фінансовій системі із значними наслідками для реальної економіки, демонструє важливість використання різних макропруденційних політик.

Висновки. Глобальний фінансовий цикл визначається глобальними детермінантами, що проявляються в потоках капіталу і асоціюються з бумами і спадами цін на активи і кризами, характеризується високим рівнем взаємозалежності кредитних циклів, цін на житло, прибутковості корпоративних облігацій та цін на акції в

міжнародних масштабах. Існування ГФЦ означає, що вплив, який він здійснює на внутрішнє фінансове середовище через механізми зовнішніх зобов'язань національних банків та визначення вартості фінансування, відбивається на доступності запозичень для компаній та домогосподарств. Це означає, що економіка країн із малою відкритою економікою більш вразлива до зовнішніх потрясінь та знаходиться під впливом умов фінансування у фінансових центрах, головним чином у США, а також у Єврозоні, Великобританії, Японії та останнім часом у Китаї. Умови фінансування у фінансових центрах «задають тон» на світових фінансових ринках. За цих умов динаміка глобальної ліквідності обмежує ефективність національної грошово-кредитної політики, а відтак затребуваність дієвої міжнародної координації макропруденційної політики набуває ще більшої нагальності. Необхідність перегляду грошово-кредитної політики з міркувань підвищення її спроможності нівелювати ризики фінансової нестабільності залежать від: (1) ефективності макропруденційної політики (наприклад, здатності управляти фінансовим циклом); (2) внеску грошово-кредитної політики (включаючи її традиційні та нетрадиційні інструменти) у загострення фінансової нестабільності; (3) ступеня незалежності грошово-кредитної політики, особливо під час кризи. З огляду на взаємозалежність макропруденційної та грошово-кредитної політик, постає необхідність пошуку компромісу між двома функціями політики, оскільки вжиті макропруденційні заходи із високим рівнем ймовірності впливатимуть на трансмісійний механізм грошово-кредитної політики. Відтак зміна грошово-кредитної політики впливатиме на макропруденційну політику (наприклад, через її вплив на прибутковість банків та сприйняття допустимого ризику), і, навпаки, зміни в макропруденційній політиці, такі як коригування вимог до буферного капіталу або зміни в показниках, орієнтованих на позичальника, швидше за все, вплинуть на загальну економічну активність (через кредитні резерви, ціни на активи та вплив економічних факторів на визначення загальних умов фінансування) і, таким чином, відобразяться на курсі грошово-кредитної політики. Однак між грошово-кредитною та макропруденційною політикою може виникнути конфлікт у разі, коли обмежувальний характер макропруденційної політики перешкоджатиме передачі ефектів м'якої грошово-кредитної політики, яка може призвести до виникнення фінансових дисбалансів.

Бібліографічний список

- 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., 2021b. Від синтезу економічних теорій до політичного консенсусу: монетарно-фіскальні дилеми макроекономічної стабілізації в умовах коронакризи. *Економіка України*, 4 (713), с. 21–44.
- Aldasoro, I., Caparusso, J. and Chen, Y., 2022. Global banks' local presence: a new lens. *BIS Quarterly Review* [online], March, pp. 31–43 Available at: <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2203d.pdf> (Accessed 25 March 2022).
- Bekaert, G. and Popov, A., 2012. On the link between the volatility and skewness of growth. *NBER Working Papers*, 18556, November 2012. [online] Available at: <<https://www.nber.org/papers/w18556>> (Accessed 25 March 2022).
- Berger, A., DeYoung, R., Flannery, M., Lee, D. and Oztekin, O., 2008. How Do Large Banking Organizations Manage Their Capital Ratios? *Journal of Financial Services Research*, 34 (2–3), pp. 123–149.
- BIS, 2012. Property markets and financial stability. *BIS Papers*, 64. [online] Available at: <<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap64.pdf>> (Accessed 25 March 2022).

- Borio, C. and Zhu, H., 2012. Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism. *Journal of Financial Stability*, 8 (4), pp. 236–251.
- Bruno, V. and Shin, H. S., 2015. Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 71, pp. 119–132.
- Bulatova, O. and Marena, T., 2019. World Banking System: Post-Crisis Recovery? *Journal of European Economy*, 18 (3), pp. 321–337.
- Caballero, R. and Krishnamurthy, A., 2009. Global imbalances and financial fragility. *American Economic Review*, 99 (2), pp. 584–588.
- Cerutti, E. and Zhou, H., 2017. The global banking network in the aftermath of the crisis: is there evidence of de-globalization? *IMF Working Papers*, 17 (232). [online] Available at: <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/11/07/The-Global-Banking-Network-in-the-Aftermath-of-the-Crisis-Is-There-Evidence-of-De-45342>> (Accessed 25 March 2022).
- Claessens, S., Ghosh, S. and Mihet, R., 2013. Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities. *Journal of International Money and Finance*, 39, pp. 153–185.
- Darracq Pariès, M., Kok, C. and Rancoita, E., 2019. Macroprudential Policy in a Monetary Union with Cross-border Banking. *ECB Working Paper Series*, 2260. [online] Available at: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2260~30decf9827.en.pdf>> (Accessed 25 March 2022).
- Duca, J., Muellbauer, J. and Murphy, A., 2010. Housing Markets and the Financial Crisis of 2007–2009: Lessons for the Future. [online] Available at: <<https://eprints.lse.ac.uk/33613/1/sercdp0049.pdf>> (Accessed 25 March 2022).
- Eichengreen, B., 2010. *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford: Oxford University Press.
- Eller, M., Huber, F. and Schuberth, H., 2018. How important are global factors for understanding the dynamics of international capital flows? [online] Available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/201670/1/WP_18_02.pdf> (Accessed 25 March 2022).
- European Central Bank, 2019. The international role of the euro, June. [online] Available at: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire201906~f0da2b823e.en.html>> (Accessed 25 March 2022).
- Gorback, C. S. and Keys, B. J., 2020. Global Capital and Local Assets: House Prices, Quantities, and Elasticities. *NBER Working Paper*, 27370. [online] Available at: <https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27370/w27370.pdf> (Accessed 25 March 2022).
- Gourinchas, P-O., Rey, H. and Govillot, N., 2017. Exorbitant privilege and exorbitant duty. [online] Available at: <http://heleneroy.eu/Content/_Documents/duty_23_10_2017.pdf> (Accessed 25 March 2022).
- Gourinchas, P-O., Rey, H. and Sauzet, M., 2019. The international monetary and financial system. *Annual Review of Economics*, 11, pp. 859–893.
- Habib, M. and Venditti, F., 2019. The global capital flows cycle: structural drivers and transmission channels. *ECB Working Paper Series*, 2280. [online] Available at: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2280~2e76974901.en.pdf>> (Accessed 25 March 2022).
- Hirata, H., Kose, A. M., Otrok, C. and Terrones, M. E., 2013. Global House Price Fluctuations: Synchronization and Determinants. [online] Available at: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1338.pdf>> (Accessed 25 March 2022).

- International Monetary Fund, 2018. Global Financial Stability Report. [online] Available at: <<https://www.iri.edu.ar/wp-content/uploads/2018/09/a2018econoDocumentosFMIGlobalFinancialStabilityReportAbril2018.pdf>> (Accessed 25 March 2022).
- Jiang, Z., Krishnamurthy, A. and Lustig, H., 2020. Dollar Safety and the Global Financial Cycle. *NBER Working Paper*, 27682. [online] Available at: <https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27682/w27682.pdf> (Accessed 25 March 2022).
- Kormendi, R. and Meguire, P., 1985. Macroeconomic determinants of growth: crosscountry evidence. *Journal of Monetary Economics*, 16 (2), pp. 141–163.
- Obstfeld, M., 2019. Global dimensions of U.S. monetary policy. *NBER Working Papers*, 26039. [online] Available at: <https://www.nber.org/system/files/working_papers/w26039/w26039.pdf> (Accessed 25 March 2022).
- Obstfeld, M., Ostry, J. D. and Qureshi, M. S., 2018. Global Financial Cycles and the Exchange Rate Regime: A Perspective from Emerging Markets. *AEA Papers and Proceedings*, 108, pp. 499–504.
- Rebucci, A. and Ma, C., 2019. Capital Controls: A Survey of the New Literature. *NBER Working Papers*, 26558. [online] Available at: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3504443> (Accessed 25 March 2022).
- Tenreiro, S., and Thwaites G., 2016, Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 8 (4), pp. 43–74.

References

- Aldasoro, I., Caparusso, J. and Chen, Y., 2022. Global banks' local presence: a new lens. *BIS Quarterly Review* [online], March, pp. 31–43 Available at: <https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt2203d.pdf> (Accessed 25 March 2022).
- Bekaert, G. and Popov, A., 2012. On the link between the volatility and skewness of growth. *NBER Working Papers*, 18556, November 2012. [online] Available at: <<https://www.nber.org/papers/w18556>> (Accessed 25 March 2022).
- Berger, A., DeYoung, R., Flannery, M., Lee, D. and Oztekin, O., 2008. How Do Large Banking Organizations Manage Their Capital Ratios? *Journal of Financial Services Research*, 34 (2–3), pp. 123–149.
- BIS, 2012. Property markets and financial stability. *BIS Papers*, 64. [online] Available at: <<https://www.bis.org/publ/bppdf/bispap64.pdf>> (Accessed 25 March 2022).
- Borio, C. and Zhu, H., 2012. Capital Regulation, Risk-taking and Monetary Policy: A Missing Link in the Transmission Mechanism. *Journal of Financial Stability*, 8 (4), pp. 236–251.
- Bruno, V. and Shin, H. S., 2015. Capital flows and the risk-taking channel of monetary policy. *Journal of Monetary Economics*, 71, pp. 119–132.
- Bulatova, O. and Marena, T., 2019. World Banking System: Post-Crisis Recovery? *Journal of European Economy*, 18 (3), pp. 321–337.
- Caballero, R. and Krishnamurthy, A., 2009. Global imbalances and financial fragility. *American Economic Review*, 99 (2), pp. 584–588.
- Cerutti, E. and Zhou, H., 2017. The global banking network in the aftermath of the crisis: is there evidence of de-globalization? *IMF Working Papers*, 17 (232). [online] Available at: <<https://www.imf.org/en/Publications/WP/Issues/2017/11/07/The-Global-Banking-Network-in-the-Aftermath-of-the-Crisis-Is-There-Evidence-of-De-45342>> (Accessed 25 March 2022).

- Claessens, S., Ghosh, S. and Mihet, R., 2013. Macro-prudential policies to mitigate financial system vulnerabilities. *Journal of International Money and Finance*, 39, pp. 153–185.
- Darracq Pariès, M., Kok, C. and Rancoita, E., 2019. Macroprudential Policy in a Monetary Union with Cross-border Banking. *ECB Working Paper Series*, 2260. [online] Available at: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2260~30decf9827.en.pdf>> (Accessed 25 March 2022).
- Duca, J., Muellbauer, J. and Murphy, A., 2010. Housing Markets and the Financial Crisis of 2007–2009: Lessons for the Future. [online] Available at: <<https://eprints.lse.ac.uk/33613/1/sercdp0049.pdf>> (Accessed 25 March 2022).
- Eichengreen, B., 2010. *Exorbitant Privilege. The Rise and Fall of the Dollar and the Future of the International Monetary System*. Oxford: Oxford University Press.
- Eller, M., Huber, F. and Schuberth, H., 2018. How important are global factors for understanding the dynamics of international capital flows? [online] Available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/201670/1/WP_18_02.pdf> (Accessed 25 March 2022).
- European Central Bank, 2019. The international role of the euro, June. [online] Available at: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/ire/html/ecb.ire201906~f0da2b823e.en.html>> (Accessed 25 March 2022).
- Gorback, C. S. and Keys, B. J., 2020. Global Capital and Local Assets: House Prices, Quantities, and Elasticities. *NBER Working Paper*, 27370. [online] Available at: <https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27370/w27370.pdf> (Accessed 25 March 2022).
- Gourinchas, P-O., Rey, H. and Govillot, N., 2017. Exorbitant privilege and exorbitant duty. [online] Available at: <http://helenerrey.eu/Content/_Documents/duty_23_10_2017.pdf> (Accessed 25 March 2022).
- Gourinchas, P-O., Rey, H. and Sauzet, M., 2019. The international monetary and financial system. *Annual Review of Economics*, 11, pp. 859–893.
- Habib, M. and Venditti, F., 2019. The global capital flows cycle: structural drivers and transmission channels. *ECB Working Paper Series*, 2280. [online] Available at: <<https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecb.wp2280~2e76974901.en.pdf>> (Accessed 25 March 2022).
- Hirata, H., Kose, A.M., Otrok, C. and Terrones, M.E., 2013. Global House Price Fluctuations: Synchronization and Determinants. [online] Available at: <<https://www.imf.org/external/pubs/ft/wp/2013/wp1338.pdf>> (Accessed 25 March 2022).
- International Monetary Fund, 2018. Global Financial Stability Report. [online] Available at: <<https://www.iri.edu.ar/wp-content/uploads/2018/09/a2018econDocumentsFMIGlobalFinancialStabilityReportAbril2018.pdf>> (Accessed 25 March 2022).
- Jiang, Z., Krishnamurthy, A. and Lustig, H., 2020. Dollar Safety and the Global Financial Cycle. *NBER Working Paper*, 27682. [online] Available at: <https://www.nber.org/system/files/working_papers/w27682/w27682.pdf> (Accessed 25 March 2022).
- Kormendi, R. and Meguire, P., 1985. Macroeconomic determinants of growth: crosscountry evidence. *Journal of Monetary Economics*, 16 (2), pp. 141–163.
- Obstfeld, M., 2019. Global dimensions of U.S. monetary policy. *NBER Working Papers*, 26039. [online] Available at: <https://www.nber.org/system/files/working_papers/w26039/w26039.pdf> (Accessed 25 March 2022).

- Obstfeld, M., Ostry, J. D. and Qureshi, M. S., 2018. Global Financial Cycles and the Exchange Rate Regime: A Perspective from Emerging Markets. *AEA Papers and Proceedings*, 108, pp. 499–504.
- Rebucci, A. and Ma, C., 2019. Capital Controls: A Survey of the New Literature. *NBER Working Papers*, 26558. [online] Available at: <https://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=3504443> (Accessed 25 March 2022).
- Reznikova, N., Panchenko, V. and Ivashchenko, O., 2021. 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).
- Reznikova, N., Panchenko, V. and Ivashchenko, O., 2021. 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).
- Tenreiro, S., and Thwaites G., 2016, Pushing on a String: US Monetary Policy Is Less Powerful in Recessions. *American Economic Journal: Macroeconomics*, 8 (4), pp. 43–74.

Стаття надійшла до редакції 22.04.2022 р.

Shlapak A.

GLOBAL FINANCIAL CYCLES AND THE PROBLEM OF REGULATION OF INTERNATIONAL CAPITAL FLOWS: THE ROLE OF BANKS AND MACROPRUDENCE POLICY IN RESPONDING TO CRISES

The aggravation of crisis processes in the global financial system produces a request to find tools to eliminate the systemic risk of global instability, which arises primarily through the interaction between the global financial cycle, key global factors (global risk and monetary policy in major economies) and cross-border banking activities. The situation in the monetary and financial spheres of countries with large open economies has a powerful impact on the economic situation, exacerbating the asymmetries of interaction on a global scale, which actualizes the need for macroprudential authorities in countries with small open economies to take preventive measures to maintain internal balance from destructive crisis processes in key economies of the world. The article provides a comprehensive analysis of approaches to substantiating the channels of mutual influence of the internal financial cycle, the global financial cycle and macroprudential policy, and also assesses the potential of macroprudential policy in smoothing out procyclical processes in order to stimulate economic growth. The interdependence of global banks on the dynamics of the global financial cycle and vice versa is determined, because global banks determine the specifics of the manifestations of the latter, given the way they manage their liquidity on a global scale, thereby contributing to the international transmission of shocks. It is found that the existence of a domestic capital market for global banks exacerbates the international spread of domestic liquidity shocks due to the strategic complementarity effect arising from strategic interactions between banks, other financial institutions and agents, which can increase systemic vulnerabilities during booms and busts due to increased competition between banks. It was revealed that the impact of the global financial cycle on the internal financial environment of banks and financial institutions through

the mechanisms of external obligations of national banks and the determination of the cost of financing affects the availability of loans for companies and households. This means that the economies of small open economies are more vulnerable to external shocks and are affected by financing conditions determined in the world's financial centers. Under these conditions, the dynamics of global liquidity limits the effectiveness of national monetary policy, and therefore the demand for effective international coordination of macroprudential policy becomes even more urgent. The need to revise monetary policy in order to increase its ability to mitigate the risks of financial instability depends on: (1) the effectiveness of macroprudential policy (for example, the ability to manage the financial cycle); (2) the contribution of monetary policy (including its traditional and non-traditional instruments) to the exacerbation of financial instability; (3) the degree of independence of monetary policy, especially during a crisis.

Keywords: *global financial cycle, global banks, financial system, international capital flows, macroprudential policy, monetary policy, systemic risk, countries with large and small open economies*