

Десять лет глобальной реформе финансового регулирования: что впереди?

Л.С. Худякова

Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений им.
Е.М. Примакова Российской академии наук

В статье анализируются итоги глобальной посткризисной реформы финансового регулирования в тесной увязке с анализом эволюции институционального механизма, особенности которого во многом определили успешность или неуспешность отдельных её направлений. Автор выделяет и исследует три основных этапа в развитии институционального механизма глобального финансового регулирования. Начальный этап – первые посткризисные годы, когда одновременно работа шла по двум направлениям: координация деятельности национальных финансовых регуляторов по купированию кризисных процессов и нейтрализации последствий; разработка и согласование основных глобальных стандартов финансового регулирования. Данный этап мы считаем наиболее эффективным, поскольку в короткие сроки удалось преодолеть кризисные явления, избежав при этом валютных и торговых войн; одновременно провести работу по согласованию международных регуляторных стандартов.

Второй этап, по классификации автора, примерно 2012–2015 гг. – переход к активной имплементации согласованных глобальных стандартов на национальном и наднациональном (ЕС) уровнях, что выявило ряд трудностей и противоречий между ведущими странами, прежде всего в области реализации стандартов, регулирующих трансграничную деятельность финансовых институтов. Именно тогда, как показывает автор, обостряется проблема так называемой асимметричной суверенности.

Третий этап – с середины 2010-х гг. по настоящее время, когда, с одной стороны, сфера глобального финансового регулирования значительно расширяется с появлением новых вызовов, а с другой – усиливается охлаждение к реформе, укрепляется тенденция к независимости национальных финансовых регуляторов, растёт угроза фрагментарности финансовых рынков и пересмотра уже принятых регуляторных стандартов. Особое внимание в статье уделяется анализу проблемы регулирования теневой банковской системы, которая, по мнению автора, представляет угрозу для глобальной финансовой стабильности, особенно с учётом таких факторов, как её взаимосвязанность с традиционными финансовыми институтами, прежде всего банками, подверженность аналогичным банковским рискам, широкое использование финансовых инноваций при создании новых продуктов. Исследуя новые вызовы, автор приходит к выводу, что внедрение финансовых технологий, равно как и необходимость учёта экологических и социальных факторов, требуют серьёзной трансформации и самой системы финансов, и её регулирования. Учитывая глобальный характер новых вызовов, потребность в международной кооперации и сотрудничестве финансовых регуляторов будет сохраняться.

УДК: 339.72

Поступила в редакцию: 26.08.2019 г.

Принята к публикации: 17.10.2019 г.

Ключевые слова: глобальное финансовое регулирование, посткризисная финансовая реформа, G20, Совет по финансовой стабильности, системные риски, финансовые технологии и инновации, экологически и социально ответственная финансовая система

В 2018 г. исполнилось десять лет со дня банкротства американского инвестиционного банка «Леман Бразерс», которое принято считать началом глобального финансового кризиса. В 2009 г. на саммитах Большой двадцатки (G20) были согласованы основные направления глобальной реформы финансового регулирования, поэтому 2019 год также можно назвать юбилейным. В этой связи в экспертных кругах и в средствах массовой информации активизировались обсуждения итогов посткризисной финансовой реформы. Однако, не только и не столько юбилейные даты определяют актуальность данной тематики.

На современном этапе развития международных экономических отношений (МЭО), когда всё чаще раздаются голоса о конце глобализации, развиваются протекционистские тенденции как в международной торговле, так и в финансах, сохраняются неустойчивость и неопределённость не только на финансовых рынках, но и в других сферах мировой экономики, исследование вопроса об итогах посткризисной финансовой реформы и её перспективах, о судьбе глобального финансового регулирования представляется важным и актуальным как с теоретической, так и с практической точек зрения. В частности, такой анализ необходим для принятия эффективных регуляторных мер в области кредитно-финансовой политики на национальном уровне, а также для выработки аргументированной позиции в сфере международного сотрудничества.

В данной работе автор поставил следующие цели:

- во-первых, исследовать и классифицировать основные этапы эволюции институционального механизма глобального финансового регулирования, оценить степень его эффективности для поддержания финансовой стабильности на современном этапе;
- во-вторых, проанализировать конкретные направления посткризисной финансовой реформы с точки зрения их успешности и определить причины такого положения дел;
- в-третьих, выявить новые риски и новые вызовы в глобальных финансах, рассмотреть возможные направления развития глобального финансового регулирования на перспективу.

Методологическая база исследования состоит в использовании теоретических подходов российских и зарубежных авторов в области международных финансов и глобального управления. В России большой вклад в исследование данной проблематики внесли работы учёных ИМЭМО им. Е.М. Примакова

РАН, НИУ «Высшая школа экономики», МГИМО, РАНХиГС. Среди зарубежных авторов отметим таких известных экономистов, как Дж. Стиглиц, Б. Эйчэнгрин, Р. Портес, Х. Дитер. К работе над статьёй привлечены статистические и отчётные материалы международных организаций и платформ, в числе которых Банк международных расчётов в Базеле (БМР), Международный валютный фонд (МВФ), Совет по финансовой стабильности (СФС), Базельский комитет (БК) и др. Для анализа автор использовал такие общенаучные методы, как сравнительный и интерпретационный анализ, а также комплексный и системный подходы.

Эволюция институционального механизма

В 2008–2009 гг. был создан институциональный механизм глобального финансового регулирования, возглавляемый G20, который включает Совет по финансовой стабильности (СФС), стандартоустанавливающие организации (*Standard Setting Bodies, SSB*), в том числе Базельский комитет, а также международные финансово-экономические организации, такие как МВФ, Мировой банк, ОЭСР и ряд других. Этот механизм действует и по настоящее время. Автор определяет глобальное финансовое регулирование как постоянное взаимодействие государств, международных организаций и иных акторов, направленное на согласование позиций по выработке унифицированных регуляторных стандартов и их внедрение в мировую практику. Мы исходим из того, что в современных условиях, когда не существует ни мирового правительства, ни мирового центрального банка, глобальное финансовое регулирование – это многоуровневый процесс, который включает три взаимодействующих между собой уровня: глобальный, региональный (ЕС), национальный (подробнее см. Худякова 2015).

Начальный этап – первые посткризисные годы, когда работа шла по двум направлениям: координация деятельности национальных финансовых регуляторов по купированию кризисных процессов и нейтрализации их последствий; разработка и согласование основных глобальных стандартов финансового регулирования. Данный этап можно считать наиболее эффективным, поскольку удалось в короткие сроки преодолеть кризисные явления, избежав при этом валютных и торговых войн. Одновременно велась активная работа по согласованию международных регуляторных стандартов. Именно тогда глобальный уровень занимал важнейшее место среди других составляющих. Такое положение дел во многом было обусловлено совпадением на тот момент интересов главных акторов на мировых финансовых рынках: США и стран ЕС. США, где и возник кризис, были инициатором глобальной финансовой реформы и возглавили этот процесс. Их поддержали столь же серьёзно пострадавшие от кризиса страны ЕС (статус постоянных членов G20 имеют Европейский союз, а также Великобритания, Германия, Италия и Франция).

Основные направления глобальной реформы финансового регулирования будут рассмотрены ниже, здесь же отметим, что трудности возникли на втором этапе (его можно датировать примерно 2012–2015 гг.), когда началась имплементация согласованных глобальных стандартов на национальном и региональном (ЕС) уровнях. Напомним, что глобальные финансовые стандарты, разработанные СФС совместно с SSB и международными организациями, а затем одобренные на саммитах G20, носят рекомендательный характер и вступают в силу только после их введения в национальное или наднациональное (ЕС) законодательство. При этом страны могут корректировать предлагаемые нормативы с учётом специфики собственных национальных финансовых систем. Именно добровольный характер применения глобальных стандартов финансового регулирования является одной из важных причин низкого уровня эффективности глобальной финансовой реформы.

Главные трудности возникли с реализацией стандартов, регулирующих транснациональную деятельность финансовых институтов (например, процедура трансграничного банкротства или регулирование деятельности иностранных банков), где остро проявились противоречия между США и ЕС, США, ЕС и Японией, а также другими странами. Уже тогда национальные интересы стали превалировать над общими. США впервые за последние десятилетия отказались от общепризнанного принципа возложения ответственности за трансграничную деятельность банка на регулятора «домашней» страны (*home country*), введя для иностранных банков на своей территории обязанность создавать банковские холдинги и подчиняться американскому законодательству, в том числе выполнять нормативы по капиталу и ликвидности.

Одна из причин усиления тенденций к самостоятельности в национальном финансовом регулировании, как ни парадоксально, связана с опытом преодоления глобального кризиса, когда спасением банков занимались национальные регуляторы. Крылатой фразой стало замечание Управляющего Банком Англии о том, что «крупные банки являются транснациональными пока они живы, но становятся национальными, когда они при смерти» (Davies 2010: 189). И хотя глобальная финансовая реформа во многом была направлена на преодоление именно этого противоречия, время показало, что главное бремя ответственности в случае кризисных ситуаций по-прежнему лежит на национальных регуляторах, хотя транснациональные банки оперируют в глобальном масштабе вне сферы действия национального контроля. Х. Дитер назвал этот феномен «асимметричной суверенностью» (Dieter 2016).

Тем не менее, в техническом отношении процесс согласования и мониторинга реализации основных направлений реформы со стороны международных регуляторов остаётся систематичным и последовательным. Исследователи отмечают более высокий уровень исполнения обязательств внутри финансового трека по сравнению с другими направлениями деятельности G20 (Зуев, Невская 2018).

С середины 2010-х гг. можно говорить о третьем этапе в развитии институционального механизма глобального финансового регулирования, когда сфера его охвата существенно расширяется, в том числе в связи с появлением новых рисков и вызовов. Хотя посткризисная реформа ещё полностью не завершена, большинство глобальных стандартов финансового регулирования согласованы и одобрены на саммитах G20, и основное внимание международных регуляторов смещается в сторону оценки эффективности и непреднамеренных последствий национальных политик по реализации реформы. В 2017 г. СФС разработал предложения по определению стратегических задач, основных аналитических подходов и пакету инструментов для оценки последствий имплементации глобальных стандартов¹. С 2015 г. СФС готовит для G20 годовые отчёты «Имплементация и последствия реформы финансового регулирования под эгидой G20»², которые содержат оценку состояния и, в случае необходимости, предложения по корректировке реформы без ущерба для финансовой стабильности. Например, в докладе 2019 г. «Влияние регуляторной реформы на финансирование малых и средних предприятий» выявлен ряд негативных последствий для кредитования МСП³.

В политике отдельных стран по реализации финансовой реформы сохраняются значительные различия. Как известно, в 2010 г. США приняли Закон Додда-Фрэнка о реформе финансового сектора и защите потребителей, который в самом общем виде расширил регуляторные функции государства в сфере финансов. Во многих более поздних подзаконных актах, например, при исполнении Правила Волкера, регулирующего торговые операции банков с ценными бумагами, были сделаны многочисленные уступки требованиям банковского лобби. Первоначально Закон Додда-Фрэнка рассматривался как модельный для остальных стран, а по ряду направлений США ввели даже более жёсткие регуляторные требования в сравнении с глобальными стандартами. Однако в период президентства Д. Трампа в США происходит пересмотр законодательно принятых решений в рамках глобальной реформы, нарастают тенденции «финансового» протекционизма. Например, в Отчёте по банковскому сектору за 2017 г. Министерство финансов США заявило о необходимости ослабить ряд регулятивных требований, принятых в США в соответствии с международными стандартами при Б. Обаме, в том числе пруденциальные требования к системообразующим банкам (Богаевская, Кулакова 2018).

¹ *Proposed Framework for Post-Implementation Evaluation of the Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms. Consultation Document on Main Elements.* April 11, 2017. 15 p. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Framework-for-the-post-implementation-evaluation-of-the-G20-financial-regulatory-reforms.pdf> (accessed 23.10.2019).

² *Implementation and Effects of the G20 Financial Regulatory Reforms: Fourth Annual Report.* FSB. 28 November 2018. 48 p. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P281118-1.pdf> (accessed 23.10.2019).

³ *Evaluation of the effects of financial regulatory reforms on small and medium-sized enterprise (SME) financing: Consultation report.* 7 June 2019. 102 p. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P070619-1.pdf> (accessed 23.10.2019).

Страны ЕС в основном придерживаются глобальных стандартов, но используют их, в первую очередь, для решения собственных интеграционных задач, в том числе для создания единого свода правил в рамках Банковского союза и общеевропейского рынка капиталов.

Усиление фрагментарности национального финансового регулирования не отменяет необходимости международного сотрудничества по обеспечению стабильности глобальной финансовой системы, принимая во внимание сохранение традиционных рисков и возникновение новых, связанных с финансовыми инновациями, а также экологических, включая климатические.

В докладе МВФ по вопросам глобальной финансовой стабильности, подготовленном в октябре 2018 г., отмечается, что среднесрочные риски для МФС и экономического роста остаются повышенными. Среди факторов уязвимости для стран с развитой экономикой – это высокие и растущие уровни леввериджа в нефинансовом секторе, продолжающееся снижение стандартов кредитования и завышенные цены активов на некоторых основных рынках. Совокупный долг нефинансового сектора в странах с системно значимым финансовым сектором вырос со 113 трлн долл. (вдвое больше их совокупного ВВП) в 2008 г. до 167 трлн долл. в 2018 г. (что почти в два с половиной раза превышает их совокупный ВВП). По мнению экспертов МВФ, после кризиса банки повысили свои резервы капитала и ликвидности, но они уязвимы по отношению к компаниям, домашним хозяйствам и суверенным заёмщикам с высоким уровнем задолженности. В докладе подчёркивается, что для дальнейшего укрепления устойчивости МФС надлежит завершить программу глобальной реформы финансового регулирования, а макропруденциальные инструменты использовать более широко и активно⁴.

Таким образом, на нынешнем, третьем этапе действуют две разнонаправленные тенденции: одна – к укреплению национальной самостоятельности в сфере финансовой политики, что чревато усилением фрагментарности финансовых систем, другая – к координации и объединению усилий по обеспечению стабильности международной финансовой системы.

Итоги посткризисной реформы по основным направлениям

Краеугольным камнем реформы является уменьшение системных рисков в международной финансовой системе, недооценка которых, по мнению большинства экспертов, и стала одной из главных причин глобального финансового кризиса. Снижения рисков добиваются повсеместным внедрением макропру-

⁴ *Global Financial Stability Report. A Decade after the Global Financial Crisis: Are We Safer?* IMF, October 2018. 99 p. URL: <https://www.imf.org/en/Publications/GFSR/Issues/2018/09/25/Global-Financial-Stability-Report-October-2018> (accessed 23.10.2019).

денциального надзора (Джагитян 2017), в том числе за счёт создания специальных органов контроля – национальных Советов по финансовой стабильности. Особенно известна активность таких институтов в США (Совет по надзору за финансовой стабильностью, *Financial Stability Oversight Council*) и в ЕС (Европейский совет по системным рискам, *European Systemic Risk Board*). Одновременно во многих странах была введена обязательная практика стресс-тестирования, которая затрагивает пока только банковский сектор. Однако, по признанию экспертов, методики банковских стресс-тестов не учитывают многие виды рисков, в частности, связанные с прямым и косвенным финансовым заражением (*contagion*) при операциях банков с небанковскими финансовыми посредниками, поэтому их результаты не всегда отражают реальную картину (Portes 2018).

До сих пор СФС совместно с МВФ не удалось разработать эффективный инструментарий для ранней идентификации признаков системных финансовых кризисов, хотя дважды в год осуществляется совместный мониторинг возникающих рисков (*Early Warning Exercise*). МВФ регулярно публикует доклады по вопросам глобальной финансовой стабильности (*Global Financial Stability Reports*), а в рамках программы FSAP (*Financial Sector Assessment Program*) оценивает уровень устойчивости национальных финансовых систем. Для 25 стран с системно значимыми финансовыми системами такой мониторинг обязателен.

СФС ежегодно готовит для саммитов G20 отчёты о выполнении согласованных регуляторных мероприятий, позволяющие оценить ход реализации финансовой реформы. Так, в докладе 2019 г. отмечалось, что, несмотря на имеющиеся достижения, по ряду направлений имплементация не завершена, отстаёт от графика или является неполной; поэтому необходима поддержка реформы со стороны властей стран-членов G20 для предотвращения регуляторного арбитража, а также укрепление сотрудничества, повышение взаимного доверия и активный обмен информацией для сохранения открытой и интегрированной глобальной финансовой системы⁵.

Выделим четыре основных блока посткризисной реформы.

Во-первых, повышение устойчивости финансовых институтов, прежде всего банков. Одно из главных достижений состоит во внедрении стандартов Соглашения Базель III по капиталу и ликвидности. Уже к концу 2014 г. во всех 27 юрисдикциях – членах Базельского комитета вступили в силу национальные требования по достаточности капитала в соответствии с Соглашением Базель III⁶. К настоящему времени во всех странах-членах СФС помимо стандартов по достаточности капитала действуют стандарты по показателям кратко-

⁵ *Progress in implementation of G20 financial regulatory reforms. Summary progress report to the G20 as of June 2019*. FSB. 25 June 2019. 7 p. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P250619-2.pdf> (accessed 23.10.2019).

⁶ *Implementation of Basel standards. A report to G20 Leaders on implementation of the Basel III regulatory reforms*. November 2014. 17 p. URL: <https://www.bis.org/bcbs/publ/d299.pdf> (accessed 23.10.2019).

срочной ликвидности (*Liquidity Coverage Ratio*), а также специальные коэффициенты с учётом надбавки (*surcharge*) для глобальных (*G-SIBs*) и национальных (*D-SIBs*) системно значимых банков. В 16 странах приняты нормативы по уровню левериджа (кредитного плеча), в 11 странах – по показателю долгосрочной ликвидности (*Net Stable Funding Ratio*)⁷.

Отметим здесь, что высокий уровень выполнения Соглашения Базель III обусловлен, во-первых, тем, что его имплементация не требует трансграничных согласований, а, во-вторых, в данном случае комплаенс (*compliance*) определяет конкурентные позиции банков на глобальных рынках, а значит, возможность и стоимость привлечения финансовых ресурсов. Но и при реализации соглашения Базель III возникли сложности. Большие нарекания и споры вызвал механизм использования банками не всегда прозрачных собственных моделей для оценки рисков при расчёте коэффициентов достаточности капитала. По мнению регуляторов, существующая практика может нарушать единое конкурентное поле и создавать дополнительные риски. В результате долгих согласований было принято решение, что внутренние модели рисков (*Internal Rating Based approach*) должны соответствовать Базельским стандартам не менее, чем на 72%, при этом окончательный срок имплементации данного положения – 2027 год. Одновременно сроки завершения разработки отдельных этапов Соглашения Базель III были перенесены с 2019 г. на 2022-й⁸.

До сих пор Базельские нормативы критикуют крупные системообразующие банки, недовольные тем, что для них предусмотрена специальная надбавка к коэффициенту достаточности капитала (от 1 до 1,3 п.п.). Со своей стороны, мелкие и средние банки считают, что им труднее, чем банкам-гигантам, адаптироваться к новым Базельским стандартам по капиталу, и введение этих последних затрудняет кредитование мелкого и среднего бизнеса, а также региональных проектов, создающих новые рабочие места

Второе важное направление реформы заключается в ужесточении режима регулирования и надзора для глобальных и национальных системообразующих банков (*G-SIBs*, *D-SIBs*), постольку банкротство и любые трудности именно у этих банков могут вызвать цепочки кризисов по всей глобальной финансовой системе. Помимо надбавки к коэффициенту достаточности капитала для *G-SIBs*, в 2015 г. было закончено согласование т. наз. механизма TLAC (*Total Loss Absorbing Capacity*), определяющего минимальный коэффициент способности капитала *G-SIBs* абсорбировать гипотетические убытки; с 01.01.2019 этот коэффициент должен составлять 16%. Однако до сих пор имплементация TLAC осуществлена не во всех странах-членах СФС и продолжают споры о необхо-

⁷ *Progress in implementation of G20 financial regulatory reforms. Summary progress report to the G20 as of June 2019.* FSF. 25 June 2019. 7 p. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P250619-2.pdf> (accessed 23.10.2019).

⁸ *Governors and Heads of Supervision finalise Basel III reform.* Press release. BIS. 07 December 2017. URL: <https://www.bis.org/press/p171207.htm> (accessed 23.10.2019).

димости корректировки величины коэффициента *TLAC* для различных банков в зависимости от степени их финансовой устойчивости⁹.

Почти во всех «домашних» и принимающих странах для *G-SIBs* введены режимы упорядоченной процедуры банкротства (*resolution regimes*), соответствующие «Стандартам по реструктуризации и упорядоченной ликвидации финансовых институтов в случае их несостоятельности» (*Key Attributes of Effective Resolution Regimes*), принятым ещё в 2011 г.

Тем не менее, реализация этих стандартов на практике во многих странах не завершена¹⁰. Этому мешают существующие между отдельными странами разногласия в подходе к выбору юрисдикции, ответственной за осуществление процедуры банкротства глобального банка: должна ли это быть «домашняя» или принимающая сторона, или они обе? Чьё законодательство должно иметь главенствующее значение? Самые острые противоречия существуют между США и странами ЕС. Принцип эквивалентного или взаимозаменяемого нормоприменения (*equivalence or substituted compliance*), на котором настаивают страны ЕС, практически не работает.

В-третьих, задача реформы – сделать более безопасным и регулируемым рынок деривативов. Ещё в 2010 г. СФС подготовил рекомендации по выпуску стандартизированных финансовых инструментов и их обслуживанию, согласно которым все сделки с деривативами, во-первых, должны подлежать стандартизации и регистрироваться в торговых репозиториях; во-вторых, торговля внебиржевыми деривативами должна осуществляться централизованно и подлежать обязательному клирингу через центральные контрагенты (ССР) (Худякова 2015). К настоящему времени такой порядок действует в большинстве (около 60%) стран-членов СФС¹¹. При этом по-прежнему стоит вопрос обеспечения финансовой устойчивости самих центральных контрагентов (ССР), где могут быть сосредоточены значительные риски. Международная организация комиссий по рынкам ценных бумаг (*International Organization of Securities Commissions, IOSCO*) приняла стандарты по организации работы ССР, а также рекомендации по упорядоченной системе их банкротства. Во многих странах, однако, пока не разработан требуемый режим по процедуре банкротства ССР¹². Так же остро стоит вопрос об усилении мотивации для осуществления клиринга внебиржевых деривативов через ССР.

Четвёртое направление посткризисной реформы, заслуживающее особенно пристального анализа как наименее успешное, хотя и крайне важное для обеспечения финансовой стабильности – это необходимость усиления

⁹ *Progress in implementation of G20 financial regulatory reforms. Summary progress report to the G20 as of June 2019.* FSF. 25 June 2019. 7 p. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P250619-2.pdf> (accessed 23.10.2019).

¹⁰ Там же.

¹¹ Там же.

¹² Там же.

надзора и регулирования небанковских финансовых посредников (*non-bank financial intermediation, NBFi*), или т. наз. «теневой банковской системы» (*shadow banking*). Термин «теневой банк» (*shadow bank*) в 2007 г. предложил П. Маккалли (*P. McCulley*) применительно к американским небанковским институтам, широко применявшим трансформацию сроков, но не за счёт застрахованных в ФКСД депозитов, как у банков, а путём привлечения обезличенных средств на денежных рынках, т.е. из «тени». До недавнего времени этот термин широко использовали как эксперты, так и международные организации. В своём глобальном мониторинге за 2016 г. СФС определяет теневую банковскую систему как «кредитное посредничество, включающее институты и сферы деятельности (полностью либо частично) вне традиционной банковской системы»¹³, а следовательно, и вне традиционного банковского надзора и регулирования. В октябре 2018 г. СФС объявил о решении во всех своих официальных документах, включая Отчёт 2019 г., отказаться от использования термина «теневая банковская система» (*shadow banking*), заменив его на термин «небанковское финансовое посредничество» (*nonbank financial intermediation, NBFi*). Изменение терминологии отражает стремление международных финансовых регуляторов повысить устойчивость данного вида посредничества, сделав его составной частью традиционной кредитно-финансовой системы¹⁴. В других исследованиях данный термин по-прежнему широко используется.

СФС применяет узкое и широкое измерение *NBFi*. В первом случае анализ фокусируется на той части небанковских финансовых институтов, которые своей деятельностью могут спровоцировать кредитные риски, аналогичные банковским, как то: возможные набеги вкладчиков в случае кризиса (это относится, прежде всего, к коллективным инвестиционным фондам (*CIV*), которые составляют более 70% институтов, включённых в данную категорию); риски трансформации сроков и ликвидности при кредитовании; риски по секьюритизированным кредитам. Более широкая трактовка небанковского финансового посредничества использует категорию Другие финансовые институты (*Other Financial Institutions, OFI*), которая объединяет все финансовые институты, кроме банков, центральных банков, страховых и пенсионных фондов, а также государственных финансовых институтов. В этой группе наибольший удельный вес занимают инвестиционные фонды и фонды структурированного финансирования¹⁵.

Несмотря на все усилия международных регуляторов ограничить масштабы наиболее рискованных операций, активы *NBFi* продолжают расти высокими

¹³ FSB. *Global Shadow Banking Monitoring Report* 2016. May 2017. P.1. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/global-shadow-banking-monitoring-report-2016.pdf> (accessed 23.10.2019).

¹⁴ *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation* 2018. 4 February 2019. FSB. 100 p. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P040219.pdf> (accessed 23.10.2019).

¹⁵ Там же.

темпами (рис. 1). По данным СФС, в 2017 г. темпы роста *OFI* составили 7,6%, а номинальные активы увеличились до 116,6 трлн долл., превысив мировой *GNP*; у *NBFI* в узком измерении – соответственно 8,5% и 51,6 трлн долл. Активы *OFI* росли быстрее, чем у банков, страховых компаний и пенсионных фондов. Их доля в совокупных финансовых активах в 2017 г. достигла рекордной величины – 30,5%¹⁶.

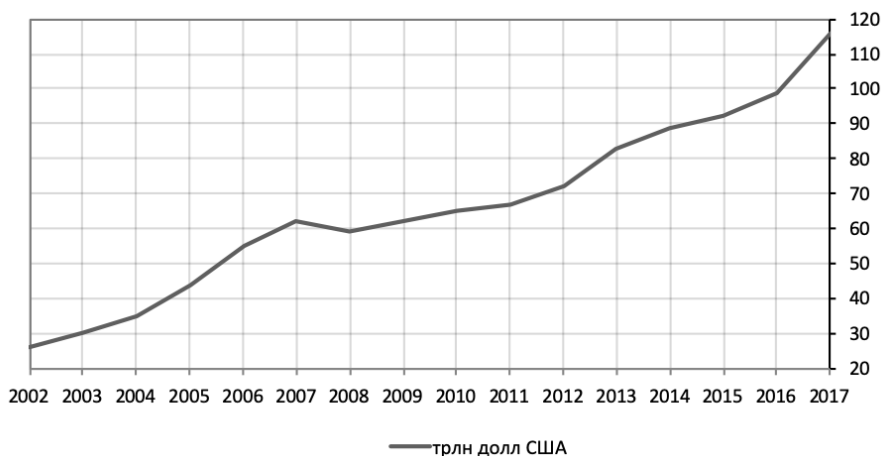


Рис. 1. Динамика активов небанковских финансовых институтов (OFI)
Figure 1. Change in Assets of Other Financial Institutions (OFI)

Источник: FSB Global Shadow Banking Monitoring Reports 2011– 2017, Global Monitoring Report on NBFI 2018, February 2019. FSB

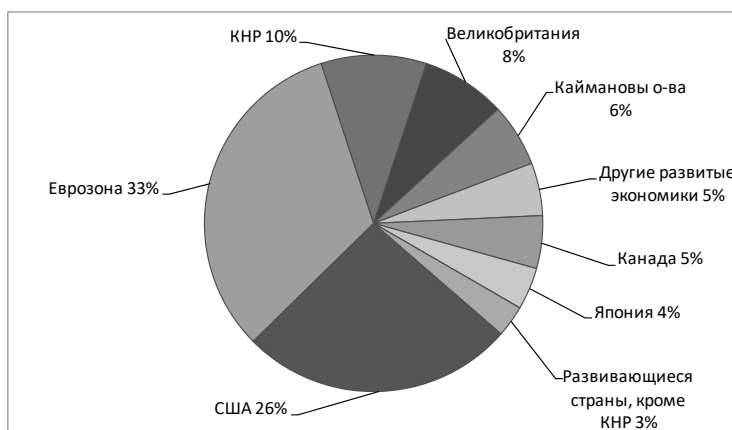


Рис. 2. Географическая структура активов OFI на конец 2017 г.
Figure 2. Geographical Structure of the OFI Assets as of the end 2017

Источник: Global Monitoring Report on NBFI 2018, February 2019, FSB. Статистика включает активы, определяемые по методике OFI для 21 страны-члена СФС, плюс страны еврозоны по данным ЕЦБ.

¹⁶ Там же.

Географическая структура операций (см. рис. 2) теневой банковской системы показывает, что наибольшие активы сосредоточены в США и странах еврозоны, где особенно выделяется Люксембург (территория с преференциальным налоговым режимом, там и действует значительная часть европейских *CIV*). Быстрыми темпами продолжают расти активы теневой банковской системы в Китае, несмотря на предпринимаемые китайскими регуляторами ограничительные меры. В КНР особенно активны трастовые фонды, управляющие средствами национальных инвесторов.

Дорожная карта по превращению теневой банковской системы в устойчивый механизм финансирования реальной экономики реализуется очень медленно. Большинство рекомендаций СФС и *IOSCO*, в частности по снижению волатильности в сфере управления активами и рисками ликвидности, равно как и в области сделок по финансированию операций с ценными бумагами (*Securities Financing Transactions, SFT*), находятся в самой начальной стадии реализации. Некоторый прогресс наблюдается только по внедрению рекомендаций *IOSCO* для фондов денежного рынка¹⁷.

Причины такого положения дел находятся как на стороне спроса, так и предложения финансовых ресурсов. Политика денежных смягчений (*Quantitative Easing, QE*) в большинстве развитых стран и низких (даже иногда отрицательных) процентных ставок по банковским депозитам приводит к притоку свободных денежных средств в фонды по управлению активами и иные небанковские институты. С другой стороны, усиление банковского регулирования, рост нормативов по капиталу вынуждает банки сокращать активы и леверидж, а значит, и предоставление кредитов, что также способствует уходу сделок в теневую банковскую систему. Высокую рискогенность теневой банковской системы эксперты обычно связывают с высокой степенью взаимосвязанности финансовых институтов как внутри самой теневой системы, так и между ними и банками при отсутствии какого-либо «ремня безопасности» в форме надзора и регулирования со стороны центрального банка или мегарегулятора – кредитора в последней инстанции (*lender of last resort*) (Portes 2018).

При этом необходимо различать прямую и косвенную взаимосвязанность. В первом случае речь идёт о непосредственном участии в капитале (в т.ч. трансграничном): например, банки имеют пакет акций управляющих активами или иных фондов; либо прямых клиентских отношениях, отражаемых на балансе. Во-вторых, это могут общие обязательства, цепочки залогов, а также репутационный риск. Сложность заключается ещё и в том, что, например, европейские банки имеют около 60% своих обязательств (*exposure*) в отношении теневых посредников за пределами Европы (Portes 2018). В отсутствие должного над-

¹⁷ *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation* 2018. 4 February 2019. FSB. 100 p. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P040219.pdf> (accessed 23.10.2019).

зора и возможностей для регулирования, в т.ч. обязательной практики стресс-тестирования теневой банковской системы, ситуация чревата новыми кризисами и не может не вызывать беспокойства как в среде международных экспертов, так и у финансовых регуляторов всех уровней.

Директор-распорядитель МВФ Кристин Лагард в связи с 10-летним юбилеем глобальной финансовой реформы написала в своём блоге, что, несмотря на успешность реформы по многим направлениям, не решён целый ряд проблем, в их числе «переход значительных объёмов рыночной активности в теневую банковскую систему ... равно как и значительное давление финансовой индустрии на власти с целью развернуть посткризисное регулирование в обратную сторону ... система стала безопаснее, но ещё не достаточно безопасной (*not safe enough*). Экономический рост восстановился, но недостаточно разделяем всеми»¹⁸.

Каковы же причины такого состояния? Главные из них кроются в существующих противоречиях: между глобальным характером финансовых операций и доминированием национального регулирования, между интересами отдельных стран-участниц международного сотрудничества, между регуляторами и финансовой индустрией. Очень часто в качестве главной причины низкой эффективности реформы называют добровольный, необязательный характер применения глобальных стандартов. Однако, по нашему мнению, именно добровольность устраивает главных участников глобального сотрудничества, прежде всего США, которые не готовы поступиться своей самостоятельностью в финансовой политике. Кроме того, поскольку по многим направлениям позиции отдельных стран существенно различаются, выработка единого, обязательного для всех стандарта была бы невозможной. Важную роль играет и описанная выше асимметричность суверенности. Примером более успешной международной кооперации служит глобальное налоговое сотрудничество по противодействию уходу от налогов, где интересы ведущих стран, прежде всего США и ЕС, в значительной мере совпадают. Не последнюю роль в низкой эффективности реформы играет лоббизм, формальный и неформальный, со стороны частных финансовых институтов, главным образом, крупных банков, стремящихся затормозить введение новых стандартов в национальную практику.

Новые вызовы и перспективы

По мере дальнейшего развития глобальной финансовой системы возникают новые угрозы для финансовой стабильности. В первую очередь, это относится к внедрению новых финансовых технологий¹⁹. Последние играют важную

¹⁸ Lagarde Chr. *Ten Years After Lehman—Lessons Learned and Challenges Ahead*. IMF Blog. September 5, 2018. URL: <https://blogs.imf.org/2018/09/05/ten-years-after-lehman-lessons-learned-and-challenges-ahead> (accessed 23.10.2019).

¹⁹ СФС определяет финтех (англ. *Fintech*) как технологические инновации в финансовых услугах, которые могут создавать новые бизнес-модели, применения, процессы или продукты, имеющие материальные последствия для

положительную роль в создании новых организационных форм и продуктов, создающих более удобный сервис для клиентов, цифровизации процессов и повышении эффективности операционной деятельности финансовых институтов. Вместе с тем появляются новые риски, связанные с цифровыми валютами и активами, пока практически не регулируемыми, с киберпреступностью, с использованием финансовых технологий для ухода из-под действующего надзора и регулирования и др. Не случайно вопрос о возможностях и вызовах, связанных с финансовыми инновациями, был включён в число приоритетных для финансового трэка на саммите G20 в 2019 г.

СФС совместно со стандартоустанавливающими организациями осуществляет анализ возможных последствий финансовых инноваций для стабильности МФС, а также национальных практик регулирования и надзора с целью выявления пробелов и их устранения. Примечательно, что в докладе по мониторингу NBFІ за 2019 г. целый раздел посвящён рассмотрению такого быстрорастущего феномена, как финтех-кредит (*Fintech credit*), предоставляемый через *online*-платформы и находящийся фактически вне сферы надзора и регулирования. СФС определяет его как кредитную деятельность посредством электронных платформ, когда заёмщики непосредственно контактируют с кредиторами. Многие страны включают в данную категорию такие услуги, как кредитование между физическими лицами (*P2P*), краудфандинг, маркетплейс (*marketplace*) кредитование. При этом, по оценке СФС, между юрисдикциями существует очень низкий уровень совместимости в подходах²⁰.

Другая аналитическая работа СФС посвящена децентрализованным финансовым технологиям и последствиям растущего их использования для финансовой стабильности и регулирования²¹. Чаще всего такие технологии используются в платёжных и расчётных операциях, торговом финансировании, сделках на рынке ценных бумаг (токенизация). Наряду с определёнными позитивными результатами (снижение рисков, присущих традиционным финансовым посредникам, в том числе уровня концентрации, взаимосвязанности, киберпреступности), использование децентрализованных технологий несёт с собой новые риски, а именно распыление ответственности и отчётности, большую процикличность (*P2P*), сложности при осуществлении процедуры банкротства, операционные риски. Они могут быть использованы для проведения недобро-

предоставления финансовых услуг. Термин «*Fintech-компания*» обычно используется по отношению к небольшим финансовым компаниям, часто стартапам, которые эти инновации разрабатывают. «*BigTech-компаниями*» называют крупные технологические фирмы, которые работают в сфере финансовых услуг аналогично традиционным финансовым посредникам, конкурируя с последними. *FinTech and market structure in financial services: Market developments and potential financial stability implications*. FSB. 14 February 2019. P. 1. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P140219.pdf> (accessed 23.10.2019).

²⁰ *Global Monitoring Report on Non-Bank Financial Intermediation* 2018. 4 February 2019. FSB. 100 p. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P040219.pdf> (accessed 23.10.2019).

²¹ *Decentralised financial technologies: Report on financial stability, regulatory and governance implications*. 6 June 2019. 31 p. <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P060619.pdf> (accessed 23.10.2019).

совестных сделок, что впоследствии может осложнить правоприменение по этим сделкам (*enforcement*) и т.п. Кроме того, децентрализованные финансовые технологии позволяют проводить сделки без чёткой географической локации, что также затрудняет процесс надзора и регулирования.

Всё вышесказанное свидетельствует о необходимости укрепления международной кооперации национальных финансовых регуляторов, а также привлечения более широкого круга стейкхолдеров к обсуждению данных вопросов.

Р. Менон, Управляющий директор Финансового регулятора Сингапура (*Monetary Authority of Singapore*) полагает, что усложнение, в том числе цифровизация, финансовых операций в будущем потребует не только большей кооперации, но и большей координации действий национальных регуляторов. По его мнению, существенно возрастёт значимость надзора. Для повышения эффективности этого надзора будут внедряться новые финансовые технологии, что значительно ускорит и упростит процесс. Р. Менон даже предлагает новые термины *SupTech* (*Supervisory Tech*) и *ReGTech* (*Regulatory Tech*)²².

СФС совместно с SSB отслеживают риски, связанные с развитием рынка криптовалют и активов в криптовалютах. В докладе 2018 г. «О регулировании активов в криптовалютах в целях обеспечения финансовой стабильности» сделан вывод о том, что до настоящего времени криптовалюты не представляют материального риска для глобальных финансовых рынков в силу их небольших объёмов, но для инвесторов риски возможны. В докладе указано на необходимость постоянно отслеживать операции в этом очень быстро растущем сегменте финансового рынка²³.

В рамках своей компетенции СФС начал работу по повышению устойчивости финансовых институтов к кибератакам. В 2017 г. был подготовлен доклад, содержащий анализ существующих национальных регулятивных и надзорных практик в сфере обеспечения кибербезопасности в финансовом секторе. В 2018 г. опубликован т.н. киберсловарь для унификации терминов и понятий в данной сфере. В том же 2018 г. была создана Рабочая группа по противодействию кибератакам и нейтрализации их последствий (*Working Groupe on Cyber Incident Response and Recovery, CIRR*). Группа занимается разработкой набора практик и инструментов противостояния кибератакам для финансовых институтов и их регуляторов. В докладе к саммиту G20 в 2019 г. предложения СФС в данной сфере были конкретизированы²⁴.

²² Menon R. *Financial regulation – 20 years after the Global Financial Crisis. BIS central bankers' speeches*. San Francisco, 25 June 2018. 9 p. URL: <https://www.bis.org/review/r180727a.pdf> (accessed 23.10.2019)

²³ *Crypto-assets. Report to the G20 on work by the FSB and standard-setting bodies*. FSB. 16 July 2018. 10 p. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P160718-1.pdf> (accessed 23.10.2019).

²⁴ *Cyber Incident Response and Recovery: Progress Report to the G20 Finance Ministers and Central Bank Governors*. 28 May 2019. 6 p. URL: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/P280519-1.pdf> (accessed 23.10.2019).

Рассмотренные выше инициативы СФС позволяют заключить, что на данном этапе речь не идёт о выработке глобальных стандартов регулирования новых финансовых технологий, поскольку национальные подходы плохо совместимы. Делаются первые шаги по исследованию основных тенденций в данной области и возможных рисков, а также выявлению наилучших национальных регуляторных практик и их распространения среди стран-участниц. Наиболее продвинутым и перспективным представляется международное сотрудничество в сфере борьбы с киберпреступностью и обеспечением кибербезопасности, где СФС работает совместно с ФАТФ – Группой по финансовому противодействию отмыванию денег и финансированию терроризма (*Financial Action Task Force on Money Laundering*), имеющей широкие и действенные полномочия. Глобальные стандарты ФАТФ обязательны для стран-членов. В последние годы ФАТФ уделяет особое внимание разработке мер по противодействию использованию криптовалют в противоправных целях.

Следует упомянуть ещё один важный аспект реформирования глобальных финансов, который особо отметила Кристин Лагард: сфера культуры, ценностей, этики внутри самих финансовых институтов – по её мнению мало изменившаяся за последние десять лет. По-прежнему финансовый сектор во главу угла ставит получение краткосрочной прибыли, а не обеспечение устойчивости в долгосрочной перспективе²⁵. И тому есть множество примеров. Не случайно до сих пор разработка мер по предотвращению финансовых манипуляций и нечестной практики (*misconduct*) остаётся одним из приоритетных направлений деятельности СФС. Эти меры важны не только по этическим, но и по экономическим соображениям, поскольку «неэтичное» поведение одного финансового института может иметь серьёзные последствия для всей системы, и чтобы с этим бороться, только ужесточения регулирования и надзора недостаточно, нужна реформа сознания, отношения к клиентам внутри самого финансового сектора.

В этой связи в качестве положительного фактора нужно отметить активно развивающуюся в последние годы тенденцию к повышению экологической и социальной ответственности финансовых институтов в рамках реализации Целей устойчивого развития (ЦУР) до 2030. Создание устойчивой (*sustainable*) финансовой системы имеет своей целью не только обеспечить финансирование ЦУР, но и уменьшить экологические, прежде всего климатические, риски для финансовых институтов. Климатические риски – один из новых вызовов, отслеживание и нейтрализация которых выходит за рамки посткризисной финансовой реформы. Развивается новое направление глобального финансового реформирования – сопряжение с Целями устойчивого развития. Последнее включает внедрение принципов устойчивости (*ESG – ecological, social, governance*) в стра-

²⁵ Lagarde Chr. *Ten Years After Lehman—Lessons Learned and Challenges Ahead*. IMFBlog. September 5, 2018. URL: <https://blogs.imf.org/2018/09/05/ten-years-after-lehman-lessons-learned-and-challenges-ahead/> (accessed 23.10.2019).

тегии и риск-менеджмент финансовых институтов и учёт этих принципов национальными регуляторами в своей надзорной практике. Под эгидой G20 и ЮНЕП (*United Nations Environmental Program*) разработаны Дорожные карты и Планы действий по развитию зелёного финансирования и инклюзивных финансов (подробнее см. Худякова 2018).

По мнению экспертов, при реформировании глобальной финансовой системы необходимо, во-первых, изменить целеполагание стандартоустанавливающих организаций, добавив в него наряду с обеспечением финансовой стабильности пункт о создании условий для инклюзивного экономического развития; во-вторых, расширить представительство в международных финансовых институтах развивающихся стран в соответствии с их новой ролью в глобальных финансах (Jones, Knaack 2017).

Рассмотренные выше новые риски и вызовы обуславливают необходимость не просто усиления регулирования и надзора в МФС, а его серьёзной трансформации с учётом цифровизации, экологизации и социализации глобальных финансов. Возникают вопросы, на которые вряд ли можно ответить определённо: по какому сценарию будет развиваться глобальное финансовое регулирование? Будут ли укрепляться и тенденции к большей самостоятельности национальных регуляторов или возобладает движение к усилению роли глобальных институтов?

Обратимся к широко обсуждаемой в последние годы т. наз. финансовой трилемме, которую впервые предложил Д. Шоемакер (Schoenmaker 2011) применительно к банковской системе по аналогии с макроэкономической трилеммой для открытой экономики Р. Манделла. Финансовая трилемма в современной трактовке утверждает, что из трёх положений: поддержание финансовой стабильности; интеграция национальных финансовых систем; независимая национальная регулятивная политика – одновременно могут действовать только два (Cechetti, Schoenholtz 2017).

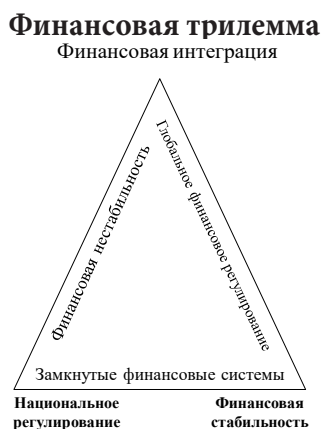


Рис. 3. Финансовая трилемма
Figure 3. Financial Trilemma

Например, если страна стремится обеспечить финансовую стабильность за счёт независимой регулятивной политики, то невозможна интеграция финансовых систем. Если приоритет заключается в укреплении интеграционных процессов в сфере финансов, то государства для обеспечения стабильности финансовой системы должны поступиться частью национального суверенитета в пользу усиления глобального регулирования. В противном случае возникнет нестабильная смешанная система, в которой, с одной стороны, углубляется интеграция финансовых рынков, а с другой – происходит усиление национального регулирования.

По нашему мнению, именно такое описание подходит к современной ситуации. Но, как известно, вариативный прогноз нужен для того, чтобы воздействовать на ход событий в желаемом направлении. Правда, целеполагание у разных групп стейкхолдеров, экспертов, национальных и международных регуляторов разное.

Так наряду со сторонниками усиления независимости национальной финансовой политики ряд экспертов выдвигают различные предложения об укреплении существующего глобального институционального механизма с целью повышения его легитимности и эффективности. Например, в первые посткризисные годы предлагалось создать новую международную финансовую организацию, аналогичную МВФ с точки зрения представительства и юридического статуса (Eichengreen 2009; Stiglitz 2010). Эта идея не была реализована и сейчас практически не обсуждается, тем более в условиях пробуксовки реформ в МВФ и ВТО. Другое предложение – о слиянии G20 с МВФ (Knight 2014) также не было реализовано. Правда, оно получило развитие в т. наз. Докладе Группы «мудрецов» (*Report of the G20 Eminent Persons Group*) по вопросу глобального финансового регулирования, представленном на саммите G20 в 2018 г.²⁶ В Докладе предложено усилить обязательный характер рекомендаций G20 за счёт более тесного взаимодействия с МВФ и другими международными организациями, действующими на основе межправительственных соглашений и объединяющими большее количество стран, т.е. обладающими большей легитимностью. В частности, G20 рекомендуется сосредоточить деятельность на вопросах стратегии, а имплементацию конкретных рекомендаций по финансовому регулированию передать аппарату МВФ, предварительно реформировав его органы управления. Реализация данного предложения в ближайшем будущем, по нашему мнению, маловероятна в силу рассмотренных выше причин.

Вместе с тем представляется справедливым тезис авторов Доклада о том, что необходимо объединить все три уровня регулирования (глобальный, реги-

²⁶ *Making the global financial system work for all. Report of the G20 Eminent Persons Group on Global Financial Governance.* October 2018. 96 p. URL: <https://www.globalfinancialgovernance.org/assets/pdf/G20EPG-Full%20Report.pdf> (accessed 23.10.2019).

ональный, национальный) в единую систему, способную отслеживать финансовые риски, оценивать их и иметь страховой механизм – «глобальный ремень безопасности» на случай возможного кризиса²⁷.

В заключение отметим, что в настоящее время в сфере финансов уже существует высокий уровень взаимозависимости между национальными рынками и системами. Не случайно финансы считаются самой глобализированной сферой мировой экономики. Интеграция финансовых рынков имеет свои плюсы (более эффективное распределение финансовых ресурсов, создание равного конкурентного поля) и свои минусы (возможность кризисного «заражения», в т.ч. через границы, асимметричность суверенности). Угроза фрагментации национальных финансовых систем осложняет дальнейшее продвижение глобального финансового регулирования, тем более в каких-либо наднациональных формах. Однако традиционные риски и новые глобальные вызовы, такие как цифровизация, экологизация и социализация финансового посредничества, при сохраняющейся интегрированности финансовых рынков делают кооперацию в международной финансовой сфере необходимой. Нельзя не согласиться с авторами процитированного выше доклада в том, что главный вызов современности состоит в том, чтобы создать международный порядок, соответствующий XXI веку: «многополярный и более равноправный, децентрализованный в принятии решений, при этом ещё более взаимосвязанный и сотрудничающий»²⁸. Как показывает практика, важная роль в создании этого нового международного порядка принадлежит быстро растущим развивающимся странам, прежде всего Китаю и Индии, а также странам с переходной экономикой, включая Россию.

Об авторе:

Людмила Семёновна Худякова – к.э.н., заведующая Отделом ФГБНУ Национальный исследовательский институт мировой экономики и международных отношений имени Е.М. Примакова Российской академии наук (ИМЭМО РАН). 117997 Профсоюзная ул., д. 23, Москва, Российская Федерация.

Конфликт интересов:

Автор заявляет об отсутствии конфликта интересов.

²⁷ Там же.

²⁸ Там же, с.4.

Received: 26.08.2019
Accepted: 17.10.2019

Ten Years of the Global Reform of Financial Regulation: What is ahead?

L.S. Khudyakova
DOI 10.24833/2071-8160-2019-5-68-91-113

Primakov National Research Institute of World Economy and International Relations

Abstract: Global financial crisis of 2008–2009 demonstrated the need for reforms in the system of financial regulation. An institutional mechanism was created under the auspices of the G20 with the purpose to implement a global reform. In the article results of the post-crisis global financial reform are analysed in contingent with review of the evolution of institutional mechanism, which specifics often determined success or its absence in particular directions of the reform. The author selects and reviews three main periods of development of the global financial regulation's institutional mechanism. In the initial period – the first years after the crisis works were progressing in two directions simultaneously: a) co-ordination of activities of national financial regulatory bodies in coping with the crisis processes and neutralization of its consequences; b) development and reconciliation of major global standards of financial regulation. We can consider that period as successful because crisis processes were overcome in relatively short time, trade and currency wars were also avoided and at the same time international regulatory standards were widely agreed.

The second period according to the author's classification (approx. 2012–2015) – transmission to the implementation of agreed international standards at the national and supranational (EC) levels. That time a range of difficulties and contradictions between leading countries revealed. First of all these problems related to the spheres where the regulations of transnational activities of financial institutions had to be agreed. As the author shows exactly in that time a problem of the so-called asymmetrical sovereignty in the financial policy aggravated.

The third period is continuing in the present time. During this period, from the one side, the global financial regulation expands its coverage according to emergence of new challenges, but from the other side the interest to the reform is being losing and the trend to increase of the independence of the national financial regulators is expanding. So the threat to fragmentation of the international financial markets and revision of already agreed regulatory standards became not illusive.

Special attention in the article was paid to analysis of the problem of regulating the shadow banking or non-bank financial intermediation (NBFIs), which are till now largely outside of the regulatory mandate of the governance bodies. Rapid growth of transactions by the latter, according to the author's opinion, is a threat to the global financial stability especially taking into account such factors as its close interconnectedness with traditional financial institutions (banks), exposure to the bank-like risks, the wide implementation of financial innovations for making new unregulated products.

Investigating new challenges beyond the perimeter of the post-crisis reform the author came to the conclusion that implementation of financial technologies as well as the necessity to take into account ecological and social factors require serious transformation of the global financial system as well as its regulation. Taking into account the global nature of new challenges the need for international co-operation of financial regulatory bodies will be continued.

Key words: global financial regulation, post-crisis financial reform, G20, Financial Stability Board, systemic risk, shadow banking system, financial technologies and innovations, environmentally-sustainable financial system

About the author:

Lyudmila S. Khudyakova – Candidate of science (Economics), Head of Department. IMEMO RAS. Russia, 117997 Moscow, Profsoyuznaya st., 23. E-mail: l.khudyakova@imemo.ru.

Conflict of Interests:

Author declares the absence the conflict of interests.

References:

Ceccehetti S., Shoenholtz K. 2017. *The Other Trilemma: Governing Global Finance*. URL: <https://www.moneyandbanking.com/commentary/2017/7/23/the-other-trilemma-governing-global-finance> (accessed 23.10.2019)

Eichengreen B. 2009. Out of the box Thoughts about the International Financial Architecture. Working Paper No. WP/09/116. *International Monetary Fund*.

Dieter H. 2016. The G20 and the dilemma of asymmetric sovereignty: why multilateralism is failing in crisis prevention. *Global Economic Cooperation Views from G20 Countries*. Ed. Rajat Kathuria, Neetika Kaushal Nagpal. Indian Council for Research on International Economic Relations 20. P. 43–65. DOI 10.1007/978-81-322-2698-7

Jones E., Knaack P. 2017. *The Future of Global Financial Regulation. GEG Working Paper*. WP 127. P. 25. URL: https://www.fsb.org/wp-content/uploads/Jones_Knaack.pdf (accessed 23.10.2019)

Howard D. 2010. Global Financial Regulation after the Credit Crisis. *Global Policy*. 1(2). P. 185–190. DOI: 10.1111/j.1758-5899.2010.00025.x

Knight M. 2014. *Reforming the global architecture of financial regulation: The G20, the IMF and the FSB* (CIGI Papers No. 42). CIGI.

Kodres L.E. 2013. What is Shadow Banking? Many financial institutions that act like banks are not supervised like banks. *Finance Development*. 50(2). P. 42–43. URL: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2013/06/pdf/basics.pdf> (accessed 23.10.2019)

Menon R. 2018. *Financial regulation – 20 years after the Global Financial Crisis. BIS central bankers' speeches*. San Francisco. 9 p. URL: https://www.gov.sg/~sgpcmedia/media_releases/mas/speech/S-20180626-2/attachment/Financial%20Regulation%2020%20Years%20after%20the%20Global%20Financial%20Crisis%20Keynote%20address%20by%20Ravi%20Menon.pdf (accessed 23.10.2013)

Portes R. 2018. Interconnectedness: mapping the shadow banking system. *ADEMU Working paper Series*. WP 2018/117. 11 p.

Schoenmaker D. 2011. The Financial Trilemma. *Economics Letters*. 111(1). P. 57–59. <http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.1340395>

Stiglitz J.E. 2010. The Stiglitz Report: Reforming the International Monetary and Financial Systems in the Wake of the Global Crisis. *The New Press*.

Zuev V., Nevskaya A. 2018. Governing the Gaps in Global Banking. *Accountability for Effectiveness in Global Governance*. Ed. by John J. Kirton and Marina Larionova. Routledge. P. 44–61.

Bogayevskaya O.V., Kulakova V.K. 2018. Postkrisisnoye regulirovaniye deyatel'nosti inostrannykh bankovskikh kompaniy na territorii SSHA [Post-Crisis Regulation of Foreign Banking Companies in the United States]. *USA and Canada: economics, politics, culture*. No. 12. P. 86-98. (In Russian).

Dzhagitjan Je.P. 2017. Makroprudencial'naja politika v postkrisisnom bankovskom regulirovanii. [Macropprudential Policy in Post-Crisis Banking Regulation]. MEIMO. No. 11. P. 13–23. (In Russian).

Global'noe upravlenie: vozmozhnosti i riski [Global Governance: Opportunities and Risks.]. 2015. Otv. red.: V.G. Baranovskii, N.I. Ivanova. Moscow: IMEMO RAN. 315 p.

Grinspen A. 2009. Epokha potryaseniya. Problemy i perspektivy mirovoi finansovoi sistemy [The Era of Upheaval. Problems and Prospects of the World Financial System]. Moscow: Al'pina Business Books. 520 p.

Khudyakova L.S. 2015. Global'noe finansovoe regulirovanie v postkrisisnyy period [Global Financial Regulation in the Post-Crisis Period]. *New Approaches to Global Financial Regulation*. Ed. L.S. Khudyakova. Moscow: IMEMO RAS. P. 6–28. (In Russian).

Khudyakova L.S. 2018. Reforma global'nykh finansov v kontekste ustoychivogo razvitiya [Reform of Global Finance in the Context of Sustainable Development]. L.S. Khudyakova. *World Economy and International Relations*. 62(7). P. 38–47. DOI: 10.20542/0131-2227-2018-62-7-38-47. (In Russian).

Kopytin I.A. 2018. Ekosistema fintekha i usilenie konkurentsii na rynke transgranichnykh mezhbankovskikh platezhei [FINTECH Ecosystem and Increased Competition in the Market of Cross-Border Interbank Payments.]. *Innovatsii i investitsii*. №11. P. 130–134. (In Russian).

Mezhdunarodnyi opyt antikrizisnoi politiki: uroki dlya Rossii [International Experience of Anti-Crisis Policy: Lessons for Russia.]. 2009. Pod red. S.A. Afontseva, N.I. Ivanovoi, I.S. Korableva. Moscow: IMEMO RAN. 197 p. (In Russian).

Novye podkhody k global'nomu finansovomu regulirovaniyu [New Approaches to Global Financial Regulation]. 2015. Pod red. L.S. Khudyakovoi. Moscow: IMEMO RAN. 162 p. (In Russian).

Perspektivy ekonomicheskoi globalizatsii [Prospects for Economic Globalization]. 2019. Pod red. A.S. Bulatova. Moscow: KNORUS. 666 p. (In Russian).

Литература на русском языке:

Богаевская О.В., Кулакова В.К. 2018. Посткризисное регулирование деятельности иностранных банковских компаний на территории США. *США и Канада: экономика, политика, культура*. №12. С. 86–98. DOI: 10.31857/S032120680002704-8

Глобальное управление: возможности и риски. 2015. Оtv. ред.: В.Г. Барановский, Н.И. Иванова. Москва: ИМЭМО РАН. 315 с.

Гринспен А. 2009. *Эпоха потрясений. Проблемы и перспективы мировой финансовой системы*. Москва: Альпина Бизнес Букс. 520 с.

Джагитян Э.П. 2017. Макропруденциальная политика в посткризисном банковском регулировании. *Мировая экономика и международные отношения*. №11. С. 13–23. DOI:10.20542/0131-2227-2017-61-11-13-23 URL: https://www.imemo.ru/jour/meimo/index.php?page_id=1248&file=https://www.imemo.ru/files/File/magazines/meimo/11_2017/0013_0023_Djagityan_ID12126.pdf (accessed 23.10.2019)

Копытин И.А. 2018. Экосистема финтеха и усиление конкуренции на рынке трансграничных межбанковских платежей. *Инновации и инвестиции*. №11. С. 130–134.

Международный опыт антикризисной политики: уроки для России. 2009. Под ред. С.А. Афонцева, Н.И. Ивановой, И.С. Королева. Москва: ИМЭМО РАН. 197 с.

Новые подходы к глобальному финансовому регулированию. 2015. Под ред. Л.С. Худяковой. Москва: ИМЭМО РАН. 162 с.

Перспективы экономической глобализации. 2019. Под ред. А.С. Булатова. Москва: КНОРУС. 666 с.

Худякова Л.С. 2015. Глобальное финансовое регулирование в посткризисный период. *Новые подходы к глобальному финансовому регулированию.* Под ред. Л.С. Худяковой. Москва: ИМЭМО РАН. С. 6-28. URL: https://www.imemo.ru/files/File/ru/publ/2015/2015_018.pdf (accessed 23.10.2019)

Худякова Л.С. 2018. Реформа глобальных финансов в контексте устойчивого развития. *Мировая экономика и международные отношения.* 62(7). С. 38-47. DOI: 10.20542/0131-2227-2018-62-7-38-47.