

ЭКОНОМИКА,  
ЭКОНОМИЧЕСКАЯ ТЕОРИЯ

НАДНАЦИОНАЛЬНЫЕ ПОДХОДЫ К РЕГУЛИРОВАНИЮ  
ГЛОБАЛЬНЫХ ФИНАНСОВЫХ ДИСБАЛАНСОВ\*

© 2017 г. Е. Звонова, А. Кузнецов

*Рассмотрены подходы к наднациональному регулированию институтов мирового финансового рынка. Проанализированы системные противоречия мировой финансовой архитектуры, связанные с деятельностью глобальных системно значимых финансовых институтов, теневой банковской системы, рейтинговых агентств, налоговых убежищ (офшоров) и хедж-фондов. Проведен анализ действий G20 по трансформации мировой финансовой архитектуры и мониторингу глобальных дисбалансов на наднациональном уровне.*

*Ключевые слова: финансовая система, мировая финансовая архитектура, глобальные дисбалансы, финансовые институты, теневой банкинг, рейтинговые агентства, офшорные юрисдикции, хедж-фонды, G20.*

*Статья поступила в редакцию 23.01.2017.*

DOI:10.20542/0131-2227-2017-61-6-67-76

Современная мировая финансовая система (МФС) функционирует в условиях глобальных дисбалансов, дестабилизирующих развитие мировой экономики. Реальная угроза полной разбалансировки мировой финансовой системы вынуждает международных и национальных регуляторов, денежные власти отдельных стран и их объединений разрабатывать новые подходы к реформированию мировой финансовой архитектуры.

#### ПРОТИВОРЕЧИЯ РЕГУЛИРОВАНИЯ

В посткризисный период усилилось противоречие между глобальным характером финансового рынка и преимущественно национальным уровнем его регулирования. Это противоречие находит отражение в различных его сегментах, в частности, в деятельности системно значимых финансовых институтов и их государственной поддержке, формировании теневой банковской системы, деятельности рейтинговых агентств, операциях в налоговых убежищах (офшорах), операциях хедж-фондов.

ЗВОНОВА Елена Анатольевна, доктор экономических наук, руководитель Департамента мировой экономики и мировых финансов Финансового университета при Правительстве РФ, РФ, 125993 Москва, Ленинградский пр-т, 49 (zvonovaelena7@mail.ru).

КУЗНЕЦОВ Алексей Владимирович, доктор экономических наук, профессор Финансового университета при Правительстве РФ, РФ, 125993 Москва, Ленинградский пр-т, 49 (kuznetsov0572@mail.ru).

\* Публикация подготовлена при поддержке РГНФ, проект № 15-02-00669 “Разработка концепции регулирования трансграничного движения капитала в условиях обострения геополитических рисков для Российской Федерации”.

#### Системно значимые финансовые институты.

В ноябре 2011 г. Совет по финансовой стабильности (СФС)<sup>1</sup> впервые обнародовал перечень политических мер по устранению системных рисков и рисков недобросовестного финансового поведения системно значимых финансовых институтов (СЗФИ). К СЗФИ относят кредитные и небанковские финансовые организации, чьи финансовые затруднения или банкротство в силу значительного объема, сложности проводимых финансовых операций и системной взаимосвязанности способны разбалансировать МФС в целом. В целях недопущения столь серьезных последствий денежные власти вынуждены оказывать таким организациям государственную поддержку и принимать меры по их санированию [1].

Для регулирования деятельности системно значимых банков разрабатываются дополнительные, более жесткие критерии, направленные на предотвращение операционных рисков и рисков краткосрочной ликвидности. Основой регулятивного воздействия служат ограничения на размер финансового рычага системно значимых банков, позволяющие контролировать указанные риски и обеспечивать покрытие возможных убытков за счет их собственных средств (капитала).

Используя методологию, разработанную Базельским комитетом по банковскому надзору (БКБН), СФС в 2011 г. впервые составил список глобальных системно значимых банков (ГСЗБ), который ежегодно обновляется. В зависимости от степени подверженности рискам финансовых

<sup>1</sup> СФС был создан на базе действовавшего ранее Форума по финансовой стабильности.

**Таблица 1.** Классификация глобальных системно значимых банков (ГСЗБ), 2016 г.

Подгруппа	Дополнительная надбавка к достаточности капитала, % к активам	Глобальные системно значимые банки (в алфавитном порядке)	Страна
5	3.5		
4	2.5	<i>Citigroup</i> <i>JP Morgan Chase</i>	США США
3	2.0	<i>Bank of America</i> <i>BNP Paribas</i> <i>Deutsche Bank</i> <i>HSBC</i>	США Франция Германия Великобритания
2	1.5	<i>Barclays</i> <i>Credit Suisse</i> <i>Goldman Sachs</i> <i>Industrial and Commercial Bank of China Limited</i> <i>Mitsubishi UFJ FG</i> <i>Wells Fargo</i>	Великобритания Швейцария США Китай Япония США
1	1.0	<i>Agricultural Bank of China</i> <i>Bank of China</i> <i>Bank of New York Mellon</i> <i>China Construction Bank</i> <i>Groupe BPCE</i> <i>Group Credit Agricole</i> <i>ING Bank</i> <i>Mizuho FG</i> <i>Morgan Stanley</i> <i>Nordea</i> <i>Royal Bank of Scotland</i> <i>Santander</i> <i>Societe Generale</i> <i>Standard Chartered</i> <i>State Street</i> <i>Sumitomo Mitsui FG</i> <i>UBS</i> <i>Unicredit Group</i>	Китай Китай США Китай Франция Франция Нидерланды Япония США Швеция Великобритания Испания Франция Великобритания США Япония Швейцария Италия

Источник: [2].

потерь глобальные системно значимые банки объединены в пять подгрупп, которые различаются по размеру дополнительной надбавки к установленным нормам достаточности капитала. В нижней группе (с минимальной подверженностью рискам) такая дополнительная надбавка составляет 1%, в верхней – 3.5%. Согласно методике кластерного анализа БКБН,

в ноябре 2016 г. в список ГСЗБ были включены 30 банков<sup>2</sup> (в списке 2011 г. их было 28) (табл. 1).

<sup>2</sup>В список СЗФИ также включены 9 страховых компаний: *Aegon N.V.* (Нидерланды), *Allianz SE* (Германия), *Axa S.A.* (Франция), *Aviva plc* (Великобритания), *American International Group, Inc.* (США), *MetLife, Inc.* (США), *Ping An Insurance (Group) Company of China, Ltd.* (Китай), *Prudential Financial, Inc.* (США), *Prudential plc* (Великобритания).

Перечисленные в табл. 1 финансовые институты находятся на самом вершине пирамиды МФА, осуществляя накопление и перераспределение глобальных финансовых потоков между “периферией” и “центром” (в том числе через офшорные юрисдикции). Российские банки в списке не значатся, несмотря на то что среди стран с развивающимися рынками РФ выступает основным поставщиком финансовых ресурсов в офшорные юрисдикции.

По данным аудита, проведенного в 2011 г., в период кризиса Федеральная резервная система США выделила кредиты СЗФИ на сумму 16 трлн долл., большая часть которых была предназначена американским банкам. Однако намерения регуляторов положить конец эре слишком крупных для того, чтобы стать банкротами, банков, пока так и остаются намерениями. По состоянию на второй квартал 2016 г. пять крупнейших американских банков контролировали 49% совокупных активов банковской системы США, тогда как в декабре 2014 г. на их долю приходилось 44%, а в 1990 г. — менее 10% [3, р. 26; 4].

**Формирование теневой банковской системы.** СФС характеризует теневую банковскую систему как посредническую кредитную деятельность, в которой участвуют институты мирового финансового рынка и осуществляются операции за рамками традиционной банковской системы. Теневой банковский бизнес, формально находясь вне банковской системы, фактически тесно с ней связан. Так, до кризиса 2007–2009 гг. большинство структурированных инвестиционных компаний были созданы коммерческими банками с целью выведения активов на забалансовые счета для создания видимости достаточности капитала [5, с. 46].

Кредитное посредничество через небанковские каналы может иметь важные преимущества и способствовать финансированию реального сектора экономики, но оно же может стать источником системного риска, особенно когда реализуются функции банков (такие, например, как трансформация сроков и трансформация ликвидности<sup>3</sup>, использование кредитных рычагов). Целевой мониторинг позволяет предотвратить нарастание системных рисков, обусловленных теневым банкингом.

Согласно рекомендациям G20, проведение мониторинга теневой банковской деятельности было

<sup>3</sup> Трансформация сроков — банковская техника преобразования краткосрочных инструментов денежного рынка (например, депозитов) в долгосрочные инструменты рынка капиталов (например, кредиты). Трансформация ликвидности — обеспечение ликвидных обязательств (депозитов) неликвидными активами (кредитами, акциями, облигациями и пр.). Чрезмерная ориентация на долгосрочные инвестиции приводит банки к кризису ликвидности.

возложено на СФС. В отчете СФС, опубликованном 12 ноября 2015 г., отражены данные 26 юрисдикций и отдельно группы стран зоны евро<sup>4</sup>, формирующих почти 80% глобального ВВП и 90% активов глобальной финансовой системы [6]. По итогам анализа в отчете сделаны следующие выводы:

— глобальные активы теневой банковской системы в 2014 г. возросли на 10.1%, достигнув 36 трлн долл.;

— по абсолютному размеру теневых банковских активов мировое лидерство принадлежит англосаксонским странам (доля США — 41%, Великобритании — 13, Ирландии — 7%). На совокупные активы теневой банковской системы приходится примерно 12% глобальных финансовых активов, 27% активов мировой банковской системы и 59% мирового ВВП;

— наиболее быстрые темпы роста активов теневого банкинга наблюдались в юрисдикциях с формирующимися рынками, в восьми из них они превысили 10% (максимальный показатель в Аргентине — 51.9%), правда, при относительно невысокой начальной базе. В России активы теневого банковского сектора (с учетом корректировки на изменение валютного курса) выросли на 27% в 2013 г. и на 28% — в 2014-м. При этом доля России в активах мирового теневого банкинга остается незначительной — 0.1%.

Очевидно, что теневая банковская деятельность будет развиваться и дальше вследствие продолжения политики поддержания низких процентных ставок, ужесточения банковского регулирования и усиления намерений оптимизировать портфель банковских активов. Текущая экономическая конъюнктура в странах с развитой экономикой, скорее всего, будет способствовать дальнейшему росту теневой банковской деятельности [7, р. 65].

Среди развивающихся финансовых рынков масштабами и темпами роста теневого банкинга выделяется китайский. Быстрое развитие в Китае теневого банкинга связывают в первую очередь с проводимой в последние 30 лет мягкой денежно-кредитной политикой, в результате чего ежегодные темпы роста денежной массы и банковских кредитов составляли 21.1% и 18.2% соответственно. При этом активы теневого банкинга увеличились с 5.3 млрд долл. в 2002 г. до 3019.2 млрд в 2014-м.

Высокие темпы роста кредитования были связаны не только с быстрым ростом экономики страны, но и с отрицательной реальной процентной ставкой. В то время как инфляция составляла 5–10% в год, на депозитные вклады начислялись в среднем 2% годовых,

<sup>4</sup> В эту группу включены шесть стран: Германия, Франция, Италия, Нидерланды, Испания и Ирландия.

что усиливало интерес к альтернативным вложениям денежных средств, таким как инвестирование в недвижимость, микрокредитование и управление активами. При этом компании, аффилированные с государством, и крупные частные заемщики получали привилегии в доступе к кредитам, в то время как малому бизнесу доставалась лишь малая их часть. Это привело к перегреву в промышленном производстве и сфере недвижимости, способствовавшему в свою очередь росту теневой банковской деятельности [8].

Вместе с тем, по мнению специалистов МВФ, теневой банковский сектор может в определенном смысле быть полезным для национальной финансовой системы, особенно в странах с формирующимися рынками. Он расширяет доступ к кредитам, тогда как традиционные банковские сети часто действуют в условиях нехватки ликвидности и жестких ограничений со стороны регулятора (нормативы на кредитование, размер депозитных ставок и т.д.).

Анализ рисков теневой банковской системы во многом затруднен в силу сохраняющихся ограничений в доступе к информации. Кроме того, методология учета рисков на балансах небанковских финансовых учреждений (НБФУ) в разных юрисдикциях заметно различается. В последние годы в зоне евро и в США наблюдались самые высокие темпы роста инвестирования НБФУ в фонды облигаций, смешанные фонды и другие фонды, традиционно считающиеся менее рискованными. Эконометрические исследования потоков денежных средств и секторальных балансов, проведенные МВФ, показывают, что в условиях ограниченности отчетных данных такая динамика указывает на определенный рост рисков трансформации ликвидности и трансформации сроков погашения активов [7, р. 95-98].

**Деятельность рейтинговых агентств.** Мировой финансовый рынок сегодня открыт и доступен для всех субъектов хозяйственной деятельности, однако стоимость финансовых ресурсов неодинакова и во многом зависит от оценки кредитных рисков рейтинговыми агентствами, фактически подчиненными США. Три американских рейтинговых агентства, контролируемых частными компаниями (*Standard & Poor's*, *Moody's*, *Fitch Ratings*), стали самыми влиятельными в мире.

В 1975 г. Комиссия по ценным бумагам и биржам США предоставила названным агентствам специальный статус “статистических рейтинговых организаций, официально признанных на уровне страны”. Только их рейтинги могли использоваться для определения инвестиционной категории и уровня кредитной надежности ценных бумаг. В результате институциональным инвесторам, таким как страховые компании и пенсионные фонды, было запрещено включать

в инвестиционные портфели облигации, которые не получили “инвестиционного рейтинга”.

Затем в 2004 г. в соответствии с положениями соглашения Базель-2 была предписана необходимость получения рейтинга двух из трех вышеназванных агентств для обеспеченных ликвидными активами облигаций (*ABS*), которые находятся в портфеле банка и не предназначены для продажи. Таким образом, каждому рейтинговому агентству на законодательном уровне практически гарантировалось получение дохода от присвоения рейтингов вне зависимости от качества используемых методик, что снижало мотивации к их дальнейшему совершенствованию [9, сс. 174-175].

В настоящее время практически невозможно получить доступ на рынок капиталов без соответствующего рейтинга американских агентств. Сегодня на них приходится 95% всех мировых кредитных рейтингов [10]. Поэтому именно эти три рейтинговых агентства во многом ответственны за распределение финансовых ресурсов между центром и периферией МФС.

Агентство *Standard & Poor's* в январе 2015 г. снизило кредитный суверенный рейтинг России с инвестиционного “*BBB-*” до спекулятивного уровня “*BB+*”, а в феврале 2016 г. подтвердило долгосрочный и краткосрочный суверенный кредитный рейтинг “*BB+/B*” с негативным прогнозом. Рейтинговое агентство *Moody's* в январе 2015 г. тоже понизило суверенный кредитный рейтинг РФ с “*Baa3*” до спекулятивного “*Ba1*”, а в марте 2015 г. допустило возможность его дальнейшего понижения. Также действовало и рейтинговое агентство *Fitch Ratings*: в январе 2015 г. оно снизило оценку кредитоспособности России с уровня “*BBB*” до нижней ступени инвестиционной категории “*BBB-*”. Негативные оценки американских рейтинговых агентств способствовали дестабилизации не только российского рынка, но и рынков других стран. Так, распространение информации о вероятном дефолте Греции стало реакцией на действия рейтинговых агентств и чрезмерное раздувание этой проблемы в средствах массовой информации [11, р. 1].

Деятельность крупнейших рейтинговых агентств, оказывающая заметное влияние на мировой финансовый рынок, пока не получила должной оценки со стороны БКБН. В новом рамочном соглашении (Базель-3) содержится лишь общее предупреждение о целесообразности ослабления ориентации на внешние рейтинги наряду с требованием к банкам выполнять свои собственные внутренние оценки секьюритизированных активов [12, р. 4].

**Функционирование налоговых убежищ (офшоров).** Офшоры – один из важных элементов сложного механизма мировой экономики. В результате глобализации и развития ИТ-технологий в начале XXI в. они

**Таблица 2.** Активы банков, расположенных в отдельных офшорных и условно офшорных юрисдикциях в 2000–2014 гг., млрд долл.

Место локализации	2000	2003	2007	2012	2013	2014
Багамы	272	287	407	315	235	207
Бахрейн	95	86	208	138	143	142
Каймановы острова	782	1039	1927	1409	1377	1445
Гернси		122	246	183	164	165
Гонконг	450	440	798	985	1133	1216
Остров Мэн		49	94	73	65	63
Джерси		284	519	274	242	227
Сингапур	424	442	785	711	750	754

Источник: [16, р. А8].

превратились в мощные распределительные финансовые центры. Наибольшим спросом пользуются “налоговые гавани”, где подоходный налог взимается по нулевой ставке (налог как таковой фактически отсутствует) или действует режим преференциального налогообложения, дающий возможность нерезидентам уклоняться от уплаты налогов в странах их резидентства [13].

При этом величина налоговых льгот в офшорах может заметно различаться. Так, ставка налога на прибыль корпораций в 2016 г. колебалась от 0% (Багамские, Бермудские, Британские Виргинские и Каймановы острова, а также острова Гернси, Мэн и Джерси<sup>5</sup>) до 25% (Барбадос и Панама). В Гибралтаре ставка в этот же период составляла 10%, в Гонконге –16.5, Ирландии –12.5, Лихтенштейне –12.5, Сингапуре – 17; Швейцарии – от 12 до 24% [14].

Еще одним востребованным инструментом снижения налогового бремени стали двусторонние межгосударственные соглашения об избежании двойного налогообложения (СИДН), а также о защите и поощрении инвестиций (СЗПИ). В 1990–2010 гг. количество заключенных СИДН практически удвоилось, что способствовало увеличению финансовых потоков, в том числе и через офшорные юрисдикции [15, сс. 116-119].

В первом десятилетии XXI в. наблюдалась устойчивая тенденция роста активов банков, расположенных в отдельных офшорных (и условно офшорных) зонах (табл. 2).

Средства в офшоры направляются как из мировых финансовых центров, таких как Нью-Йорк, Лондон, Женева, Цюрих, Люксембург, Сингапур, Гонконг, так и из развивающихся стран и стран с формирующимися рынками – экспортеров сырья и готовой продукции. Согласно данным *Tax Justice Network*, в 1970–2014 гг. из развивающихся стран

в офшоры было выведено более 12 трлн долл., в том числе 1.3 трлн долл. из России [17]. Если бы эти деньги не ушли в офшоры, развивающиеся страны, по мнению авторов доклада, давно могли бы расплатиться по своей внешней задолженности, которая, согласно *Tax Justice Network*, в 2010 г. достигала 4.1 трлн долл.

Если из этой суммы вычесть сумму международных резервов, которые развивающиеся страны инвестировали в ценные бумаги развитых стран, то величина их совокупных чистых внешних обязательств была бы отрицательной (–2.8 трлн долл.). Если же к этим долгам прибавить активы, находящиеся в офшорах, то картина была бы иной: в 2010 г. развивающиеся страны из должников превратились бы в чистых кредиторов МФС с объемом вложений от 10.1 до 12.1 трлн долл. Пока же держателями офшорных активов развивающихся стран является узкий круг состоятельных индивидов, в то время как долговая нагрузка лежит на плечах всех их граждан [18].

Таким образом, если обобщить основные риски и проблемы дальнейшей офшоризации мирового финансового рынка, то они заключаются в следующем: 1) “налоговые гавани” сокращают фискальные поступления в национальные бюджеты; 2) офшоры способствуют росту организованной преступности и отмыванию денег, полученных незаконным образом; 3) слабое регулирование офшорных юрисдикций стимулирует приток в них “горячих денег”, что дестабилизирует МФС; 4) офшоры больше не служат надежным хранилищем денег, о чем свидетельствует, в частности, прецедент кипрской экспроприации вкладов<sup>6</sup>.

<sup>6</sup> В целях преодоления банковского кризиса 2013 г. правительство Кипра обложило 20%-ным налогом банковские депозиты в размере свыше 100 тыс. евро. Эта мера особенно затронула россиян, которым на тот момент принадлежала почти 1/3 иностранных депозитов, размещенных в кипрских банках.

<sup>5</sup> На острове Джерси ставка находилась в диапазоне от 0 до 20%

**Операции хедж-фондов на мировом финансовом рынке.** Хедж-фонды представляют собой альтернативную форму инвестиционных фондов. Для них, как правило, характерна высокая гибкость в выборе стратегий инвестирования в различные классы активов. Фактически хедж-фонды – это компании, которые создаются специально для инвестирования и проведения спекулятивных операций на разных сегментах мирового товарного и финансового рынков. Они крайне неравномерно распределены по странам и юрисдикциям<sup>7</sup>.

В 2014 г. в Америке (в основном, в США) отчетность о своей деятельности предоставляли 1388 хедж-фондов, в Европе – 21, в Азии – 77. При этом основным местом регистрации хедж-фондов оставались Каймановы острова (48.7% всех фондов), в США были зарегистрированы 37.2%.

Хедж-фонды применяют различные индивидуальные стратегии инвестирования, что связано с постоянно возрастающей сложностью рынков и расширяющимся спросом инвесторов. В 2014 г. агрегированная на глобальном уровне структура индивидуальных стратегий хедж-фондов выглядела следующим образом: управление акциями – 67%; управление проблемными кредитами – 8%; управление фьючерсами – 5%; управление фондами относительной стоимости (использование разницы цен на взаимосвязанные активы на национальных фондовых рынках конкретной страны) – 5%; событийно-управляемые стратегии – 3%; инвестирование на нескольких рынках и/или в нескольких секторах одной конкретной страны (макро-фонды) – 2%; прочие – 10% [19, р. 16, 23, 26]. При этом стратегии управления акциями по-прежнему остаются доминирующими.

Механизм регулирования деятельности хедж-фондов пока не отработан, что обусловлено спецификой их деятельности на мировом финансовом рынке. Как правило, хедж-фонды являются непубличными и создаются в форме частных партнерств. Представления о применяемых ими стратегиях во многом расходятся с общепринятыми представлениями об эффективности сегментов рынка. Хедж-фонды пытаются обыграть рынок и добиться избыточной доходности. Это предопределяет уникальность их положения на рынке, позволяющего извлекать прибыль как на растущих, так и на падающих рынках.

По мнению члена Совета по международным отношениям США (*Council on Foreign Relations, CFR*) С. Маллаби, “хедж-фонды нацелены покупать

ценные бумаги или валюты, неправильно оцененные рынком: они ведут игру цифр и психологии” [20, с. 501]. В 2000–2014 гг. активы под управлением хедж-фондов возросли более чем в шесть раз, их глобальные активы, по данным Агентства по надзору за поведением финансовых рынков (Великобритания), в 2014 г. превысили 3.1 трлн долл. [21, р. 11].

В ноябре 2008 г. Международная организация комиссий по ценным бумагам (МОКЦБ) создала Целевую группу по нерегулируемым финансовым организациям в поддержку инициативы лидеров *G20* по разработке и внедрению механизмов снижения рисков, связанных с нерегулируемой торговлей финансовыми активами. В июне следующего года МОКЦБ опубликовала отчет о надзоре за хедж-фондами с рекомендациями по принципам регулирования. Главные из них: обязательная регистрация и раскрытие информации хедж-фондами и менеджерами хедж-фондов перед надзорными и контролирующими органами. Вместе с тем по-прежнему сохраняются дисбалансы между национальными и международными правилами регулирования их деятельности, что способствует дестабилизации мирового финансового рынка.

## ГЛОБАЛЬНЫЙ МОНИТОРИНГ ДИСБАЛАНСОВ

Глобальные финансовые дисбалансы представляют собой единый комплекс проблем, требующих наднационального мониторинга, контроля и реформирования всей современной системы регулирования МФА. Важную роль в преодолении таких дисбалансов и выработке мер реформирования на наднациональном уровне может сыграть *G20*. Задача этой неформальной группы стран состоит в том, чтобы в постоянном режиме (в частности, через ежегодные саммиты) выявлять новые аспекты глобальных дисбалансов и выработать конкретные меры по их преодолению либо смягчению как на глобальном, так и на национальном уровне.

Первый саммит *G20* (Вашингтон, 2008 г.) был посвящен анализу глобального финансового кризиса как следствия накопленных к этому времени дисбалансов МФА. На нем были сформулированы следующие ключевые принципы реформы МФА:

1) повышение транспарентности мирового финансового рынка через раскрытие информации о его участниках и сложных финансовых продуктах;

2) повышение качества регулирования, контроля и управления рисками, касающееся не

<sup>7</sup> Имеются в виду хедж-фонды с активами свыше 500 млн долл.

только секторов рынка, а также обращающихся на них финансовых продуктов, но и самих участников рынка, в том числе рейтинговых агентств;

3) обеспечение устойчивости функционирования рынка путем защиты инвесторов и потребителей, предотвращения конфликтов интересов, незаконных рыночных операций, мошенничества и злоупотреблений;

4) развитие сотрудничества и координация национальных, региональных и наднациональных регулирующих органов во всех секторах, в том числе в сфере трансграничного перемещения капитала, а также сотрудничества в целях предотвращения и преодоления последствий всех видов финансовых кризисов;

5) реформирование международных финансовых организаций (МВФ, Всемирного банка, международных банков развития и др.).

Если на первом саммите *G20* основное внимание было сосредоточено на преодолении последствий глобального финансового кризиса 2008 г. и реформирование МФА, то на втором (Лондон, 2009 г.) – усилия были сконцентрированы на выработке мер по преодолению дисбаланса между глобальным характером мирового финансового рынка и национальным уровнем его регулирования. В их числе: разработка согласованного порядка определения уровня достаточности капитала кредитных организаций (в 2010 г. Базельский комитет пересмотрел стандарты устойчивости кредитных организаций); ужесточение надзора за деятельностью хедж-фондов (обязательность регистрации и раскрытия информации перед надзорными и контролирующими органами); регулирование рынка деривативов; разработка и внедрение усовершенствованных стандартов оценки производных финансовых инструментов; регулирование и контроль выплат вознаграждений и компенсаций менеджменту в системно значимых финансовых институтах; организация надзора за рейтинговыми агентствами. Для координации работы национальных и международных финансовых регуляторов была создана новая международная финансовая организация – Совет по финансовой стабильности (СФС).

В 2009–2010 гг. на трех саммитах *G20* (Питтсбург, Торонто, Сеул) был принят комплекс решений по дальнейшей гармонизации национального и международного регулирования финансового рынка. Условно их можно объединить в три группы: 1) меры по дальнейшему реформированию системы регулирования мирового финансового рынка; 2) меры по обеспечению устойчивости

к кризисам; 3) определение принципов проведения дальнейших реформ МФА.

Первая группа решений предусматривала, в частности, разработку стандартов регулирования и надзора в отношении теневой банковской системы и рынка деривативов на сырье; усиление защиты прав потребителей продуктов и услуг мирового финансового рынка; активизацию регулирования системно значимых финансовых институтов (в том числе трансграничных) с учетом того, что ни один участник (институт) рынка не может считаться слишком большим или слишком сложным для того, чтобы быть признанным банкротом, а налогоплательщики не должны нести расходы по ликвидации таких институтов.

Вторая группа решений была направлена на дальнейшее повышение устойчивости кредитных организаций; реформирование системы вознаграждения для поддержания финансовой стабильности и поддержки инициатив СФС в этой области; повышение стабильности рынков деривативов путем перевода всех стандартных торгуемых контрактов на расчеты через центральных контрагентов.

Третья группа решений определила принципы проведения реформ МФА, в их числе: 1) создание глобальной системы регулирования МФР на базе разработанного Базельским комитетом по банковскому надзору (БКБН) нового глобального режима надзора за деятельностью хедж-фондов, рейтинговых агентств, внебиржевых рынков деривативов, а также усиления требований к устойчивости кредитных организаций; 2) действенный надзор; 3) проработка процедуры банкротства и решения проблем системно значимых финансовых институтов; 4) прозрачность международных оценок и обзоров.

На следующих саммитах *G20* (2011–2014 гг.) проблема реформирования системы регулирования мирового финансового рынка увязывалась главным образом с необходимостью установления нормативов достаточности капитала и ликвидности системно значимых финансовых институтов. Совет по финансовой стабильности опубликовал список таких СЗФИ, было принято решение об усилении контроля над их деятельностью и принят новый международный стандарт регулирования их банкротств. Кроме того, с 2016 г. введена единая система дополнительных требований к объему собственных средств СЗФИ.

В 2014–2016 гг. были подтверждены решения предыдущих саммитов в области модификации компенсационных схем для менеджмента,

сокращения зависимости монетарных властей и национальных финансовых институтов от внешних кредитных рейтингов, усиления мониторинга реформы финансового регулирования, повышения уровня контроля над теневой банковской деятельностью, борьбы с офшорами и другими налоговыми убежищами.

\* \* \*

В посткризисный период (2009–2016 гг.) получила оформление наднациональная система мониторинга одного из основных дисбалансов МФА – между глобальным характером функционирования мирового финансового рынка и его регулированием преимущественно на национальном уровне. Вместе с тем предложенный *G20* план по выводу мировой экономики на траекторию устойчивого развития еще не в полной мере учитывает возросший вес развивающихся стран в глобальной экономике. Кроме того, он не содержит эффективных механизмов противодействия негативным последствиям трансформации мировой валютно-финансовой архитектуры. Принятые на саммитах *G20* обязательства воздерживаться от торговых и валютных войн повсеместно нарушаются самими участниками группы, в первую очередь США и Китаем. Наиболее наглядным проявлением этого стали экономические санкции по отношению к России, манипуляции валютными курсами, торговые ограничения.

В результате реформирования международных финансовых институтов страны БРИКС так и не получили контрольный пакет голосов в МВФ (15%) – он сохранился за США и *G7*. Это означает, что возможности для участия стран БРИКС в реформировании глобальной валютно-финансовой системы в соответствии с их нынешней значимостью в мировой экономике и мировых финансах по-прежнему не созданы.

Развитие наднационального регулирования тормозится сохранением двух других дисбалансов МФА – дисбалансов сбережений и инвестиций (потребления) и дисбалансов внешнего долга. Дисбаланс сбережений и потребления обусловлен тем, что сальдо текущих операций одной группы стран (во главе с КНР) продолжительное время сводится со значительным и устойчивым профицитом, а другой группы стран (возглавляемой США) – с хроническим дефицитом. Прекращение финансирования дефицитных стран со стороны инвесторов может повлечь за собой изменение направления трансграничных потоков капиталов и запустить процесс неупорядоченной корректировки платежных балансов.

Дисбаланс же внешнего долга связан с формированием большинством развитых и развивающихся стран необоснованно высокого уровня внешней задолженности, что напрямую вытекает из дисбаланса сбережений и потребления. Согласно концепции регулирования МФС, применяемой международными финансовыми организациями, внешнее финансирование является основным средством абсорбции излишней ликвидности. В то же время вследствие дисбаланса внешнего долга перманентные долговые кризисы возникают уже не только на развивающихся рынках и в отдельных развитых странах, но и в валютно-финансовых объединениях (например, в зоне евро) [22].

Таким образом, только комплексное решение проблемы глобальных дисбалансов позволит МФА перейти на качественно новый уровень развития, преодолеть присущую ей внутреннюю инертность и создать реальные условия для реализации стратегии *G20* по возвращению на путь уверенного, устойчивого и сбалансированного роста.

#### СПИСОК ЛИТЕРАТУРЫ / REFERENCES

1. *Policy Measures to Address Systemically Important Financial Institutions*. *Financial Stability Board*. 4 November 2011. Available at: [http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r\\_111104bb.pdf?page\\_moved=1](http://www.financialstabilityboard.org/wp-content/uploads/r_111104bb.pdf?page_moved=1) (accessed 27.01.2017).
2. *2016 List of Global Systemically Important Banks (G-SIBs)*. *Financial Stability Board*. 21 November 2016. Available at: <http://www.fsb.org/wp-content/uploads/2016-list-of-global-systemically-important-banks-G-SIBs.pdf> (accessed 27.01.2017).
3. *Quarterly Trends for Consolidated U. S. Banking Organizations Second Quarter 2016*. *Federal Reserve Bank of New York*. Available at: [https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/banking\\_research/quarterlytrends2016q2.pdf?la=en](https://www.newyorkfed.org/medialibrary/media/research/banking_research/quarterlytrends2016q2.pdf?la=en) (accessed 27.01.2017).
4. *Five Biggest U. S. Banks Control Nearly Half Industry's \$15 Trillion in Assets*. *Forbes*. December 3, 2014. Available at: <http://www.forbes.com/sites/steveschaefer/2014/12/03/five-biggest-banks-trillion-jpmorgan-citi-bankamerica/#5962fce31d43> (accessed 27.01.2017).



5. Greenspan A. *The Map and the Territory: Risk, Human Nature and the Future of Forecasting*. New York, Penguin Press, 2013. 400 p.
6. *Global Shadow Banking Monitoring Report 2015*. Financial Stability Board. 12 November 2015. 62 p.
7. *Global Financial Stability Report, October 2014: Risk Taking, Liquidity, and Shadow Banking: Curbing Excess while Promoting Growth*. International Monetary Fund. 2014. 180 p.
8. Zhang J. Shadow Bankers Fight a Losing Battle in China. *The World Financial Review*, September 26, 2014. Available at: <http://www.worldfinancialreview.com/?p=2947> (accessed 27.01.2017).
9. Friedman J., Kraus W. *Engineering the Financial Crisis: Systemic Risk and the Failure of Regulation*. Philadelphia, University of Pennsylvania Press, 2011. 224 p.
10. *Credit Rating Controversy*. Council on Foreign Relations. February 19, 2015. Available at: <http://www.cfr.org/financial-crises/credit-rating-controversy/p22328> (accessed 27.01.2017).
11. De Grauwe P. Crisis in the Eurozone and How to Deal With It. *Centre for European Policy Studies. CEPS Policy Brief no. 204*. February 2010. 5 p.
12. *Basel III: A Global Regulatory Framework for More Resilient Banks and Banking Systems*. Bank for International Settlements. December 2010 (rev June 2011). 68 p.
13. *Offshore Financial Centers. IMF Background Paper*. International Monetary Fund. June 23, 2000. Available at: <https://www.imf.org/external/np/mae/osshore/2000/eng/back.htm> (accessed 27.01.2017).
14. *Worldwide Corporate Tax Guide 2016*. Ernst & Young, April 2016. 1673 p.
15. Хейфец Б. А. *Офшорные юрисдикции в глобальной и национальной экономике*. Москва, Издательство “Экономика”, 2008. 335 с. [Kheyfets B. A. *Ofshornye yurisdiktсии v global'noi i natsional'noi ekonomike* [Offshore Jurisdictions in the Global and National Economies]. Moscow, Izdatel'stvo “Ekonomika”, 2008. 335 p.]
16. *BIS Quarterly Review: International Banking and Financial Markets Developments, March 2015*. Bank for International Settlements. 2015. 268 p.
17. Stewart H. Offshore Finance: More Than \$12tn Siphoned out of Emerging Countries. *The Guardian*, 8 May 2016. Available at: [https://www.theguardian.com/business/2016/may/08/offshore-finance-emerging-countries-russia-david-cameron-summit?CMP=Share\\_iOSApp\\_Other](https://www.theguardian.com/business/2016/may/08/offshore-finance-emerging-countries-russia-david-cameron-summit?CMP=Share_iOSApp_Other) (accessed 27.01.2017).
18. Henry J. S. *The Price of Offshore Revisited*. Tax Justice Network. July 2012. Available at: [http://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/Price\\_of\\_Offshore\\_Revisited\\_120722.pdf](http://www.taxjustice.net/cms/upload/pdf/Price_of_Offshore_Revisited_120722.pdf) (accessed 27.01.2017).
19. *Report on the Third IOSCO Hedge Fund Survey*. The Board of the International Organization of Securities Commissions. December 2015. 38 p.
20. Mallaby S. *More Money than God: Hedge Funds and the Making of a New Elite*. New York, Penguin Press, 2010. 496 p.
21. *Hedge Fund Survey 2015*. Financial Conduct Authority. June 2015. 34 p.
22. Звонова Е. А., Кузнецов А. В. Фундаментальные дисбалансы в мировой финансовой архитектуре. *Российский экономический журнал*, 2016, № 4, сс. 19-31. [Zvonova E. A., Kuznetsov A. V. Fundamental'nye disbalansy v mirovoi finansovoi arkhitekture [The Fundamental Imbalances in the Global Financial Architecture]. *Rossiiskii ekonomicheskii zhurnal*, 2016, no. 4, pp. 19-31.]

**SUPRA-NATIONAL APPROACHES TO REGULATION OF GLOBAL FINANCIAL DISBALANCES**

*(World Economy and International Relations, 2017, vol. 61, no. 6, pp. 67-76)*

*Received 23.01.2017.*

*Elena A. ZVONOVA (zvonovaelena7@mail.ru),*

*Financial University under the Government of the Russian Federation, 49, Leningradskii Prosp., Moscow, 125993, Russian Federation.*

*Aleksei V. KUZNETSOV (kuznetsov0572@mail.ru),*

*Financial University under the Government of the Russian Federation, 49, Leningradskii Prosp., Moscow, 125993, Russian Federation.*

*Acknowledgement. The study was supported by Russian Foundation for Humanities (project no. 15-02-00669 "Development of the Concept of Regulation of Cross-border Capital Movement in the Conditions of Increasing Geopolitical Risks for the Russian Federation").*

*The authors examine existing approaches to supranational regulation of the institutions of the global financial market. It is argued that increasing number of financial institutions, which are not regulated at the supranational level, is the main source of the formation of global imbalances. This undermines the potential of global financial intermediation. The most explicit manifestation of this trend is the extraordinary growth of assets of non-bank financial institutions, including those in emerging markets. In this regard particular concerns are related to China. Rapid development of the shadow banking in this country is caused by the inadequate response of monetary policy-makers to the changing structure of domestic economy. A substantial proportion of the financial resources are redistributed from the "periphery" to the "center" of the global financial system through offshore jurisdictions. Tax havens absorb the lion's share of the national wealth generated in developing countries and emerging markets that, in fact, have turned into the net creditors of developed world. Offshore transactions have a number of negative consequences: they undermine fiscal revenues in national budgets, they contribute to money laundering of funds that were obtained illegally, and they encourage the massive transborder migrations of "hot money" that destabilize the global financial system. Another negative consequence of non-regulated offshore jurisdictions is the outperforming activities of the hedge funds. Hedge-funds' strategies are aimed to generating profit at the expense of market failures and to maximize the potential of speculative capital. Also, formation of global imbalance is related to oligopolistic position of the rating agencies on global financial markets. The authors conclude, that only a comprehensive solution to the problem of global imbalances will allow to overcome the internal inertia of the global financial architecture and to create real conditions for the realization of the G20 strategy to return to the path of "strong, sustainable and balanced growth".*

*Keywords: global financial system, global financial architecture, global imbalances, systemically important financial institutions, shadow banking, credit rating agencies, offshore jurisdictions, hedge funds, G20.*

*About authors:*

*Elena A. ZVONOVA, Dr. Sci. (Econ.), Head of Department.*

*Aleksei V. KUZNETSOV, Dr. Sci. (Econ.), Professor.*

*DOI:10.20542/0131-2227-2017-61-6-67-76*