

С точки зрения экономики

DOI: 10.23932/2542-0240-2020-13-4-4

Трансформация глобальной финансовой системы в первые два десятилетия XXI века

Михаил Юрьевич ГОЛОВНИН

член-корреспондент РАН, доктор экономических наук, заместитель директора

Институт экономики РАН, 117218, Нахимовский проспект, д. 32, Москва, Российская Федерация

E-mail: mg-inecon@mail.ru

ORCID: 0000-0001-6687-0744

ЦИТИРОВАНИЕ: Головнин М.Ю. (2020) Трансформация глобальной финансовой системы в первые два десятилетия XXI века // Контуры глобальных трансформаций: политика, экономика, право. Т. 13. № 4. С. 74–96.
DOI: 10.23932/2542-0240-2020-13-4-4

Статья поступила в редакцию 09.07.2020.

АННОТАЦИЯ. В статье анализируются изменения, произошедшие в глобальной финансовой системе в XXI веке. При этом исследование охватывает глобальную финансовую систему в ее целостности как совокупности отдельных финансовых рынков и международных финансовых институтов. На основе анализа статистических данных показано, что глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг. привел к сокращению международных потоков капитала, изменению их структуры (в сторону увеличения доли прямых иностранных инвестиций) и снижению трансграничной финансовой активности. В посткризисный период относительно более динамично развивались рынки государственного долга и долевых ценных бумаг, тогда как банковская активность сдерживалась, в том числе в результате межсекторального регу-

лятивного арбитража, который начал развиваться в ходе проводимых реформ. Процесс реформирования глобальной финансовой системы позволил снизить риски на отдельных сегментах мирового финансового рынка (рынках банковских услуг, внебиржевых производных финансовых инструментов), но сохранил относительно менее регулируемые сегменты, которые в перспективе могут быть подвержены рискам финансовых потрясений. Изменения в глобальной финансовой архитектуре привели к формальному вовлечению стран с формирующимися рынками в процесс реформирования мировой финансовой системы (через «Группу 20») и к некоторому усилению наднационального компонента регулирования. Однако в целом интересы стран с формирующимися рынками как в процессах реформирования, так и в построении глобальной финан-

совой архитектуры учтены не в полной мере.

КЛЮЧЕВЫЕ СЛОВА: *глобальная финансовая система, глобальная финансовая архитектура, мировая банковская система, мировые рынки ценных бумаг, трансграничные потоки капитала*

В XXI веке произошли значительные изменения в мировой финансовой системе, которые требуют теоретического и практического осмысления. Поворотным моментом в этих изменениях безусловно стал глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг.¹ После этого кризиса произошли значительные изменения как на мировых финансовых рынках, так и в механизмах их регулирования под воздействием начавшегося процесса реформирования мировой финансовой системы. Одновременно начались изменения и в структуре международных организаций, занимающихся проблемами мировой финансовой системы. Кроме того, дополнительную актуальность данной работе придает начавшийся в 2020 г. новый мировой экономический кризис, связанный с распространением пандемии COVID-19, который уже затронул отдельные сегменты мировой финансовой системы и последствия которого, по всей видимости, еще не проявились в полной мере.

В данной статье мы будем использовать термин «глобальная финансовая система», понимая под ним совокупность мировых финансовых рынков в широком смысле (включая рынки ценных бумаг и рынки банковских услуг) и систему регулирующих их функцио-

нирование международных институтов. Фактически глобальная финансовая система рассматривается нами как мировая финансовая система на этапе финансовой глобализации. Существуют различные подходы к периодизации этапа финансовой глобализации. Мы придерживаемся точки зрения, что этот этап наступил на рубеже 1980–1990-х гг., характеризовавшемся ростом объемов операций на мировых финансовых рынках и распространением качественных изменений, связанных со стиранием границ между национальными финансовыми рынками и отдельными сегментами мирового финансового рынка. Анализ трансформаций, приведших к формированию глобальной финансовой системы, выходит за рамки нашего непосредственного анализа.

Мы отдаем себе отчет, что проблемы функционирования и реформирования глобальной финансовой системы в рассматриваемый нами период получили отражение в обширной экономической литературе. Поэтому мы сосредоточимся в данной статье на характеристике тех изменений в глобальной финансовой системе, которые произошли в первые два десятилетия XXI века и наиболее значимы, на наш взгляд, опираясь на существующую литературу и собственный анализ статистических данных. Статья состоит из трех разделов, в которых раскрываются трансформации, имевшие место на мировых финансовых рынках, процессы реформирования мировой финансовой системы и изменения в глобальной финансовой архитектуре, призванной регулировать мировую финансовую систему.

¹ Существуют различные подходы к периодизации данного кризиса. Мы исходим из того, что первые его проявления в мировой финансовой системе возникли в 2007 г., а в 2009 г. кризис в полной мере распространился на реальный сектор экономики.

Изменения на мировых финансовых рынках

Прошедшие два десятилетия XXI века не были отмечены однонаправленными трендами на мировых финансовых рынках. Можно выделить четыре основных периода в рамках рассматриваемого временного горизонта.

1. Первые годы XXI века были отмечены кризисом на мировом фондовом рынке и продолжавшимися кризисами в отдельных странах с формирующимися рынками.

2. К 2003 г. эти негативные тенденции были преодолены, и мировые финансовые рынки вступили в период бурного роста, который продолжался до 2007 г. и

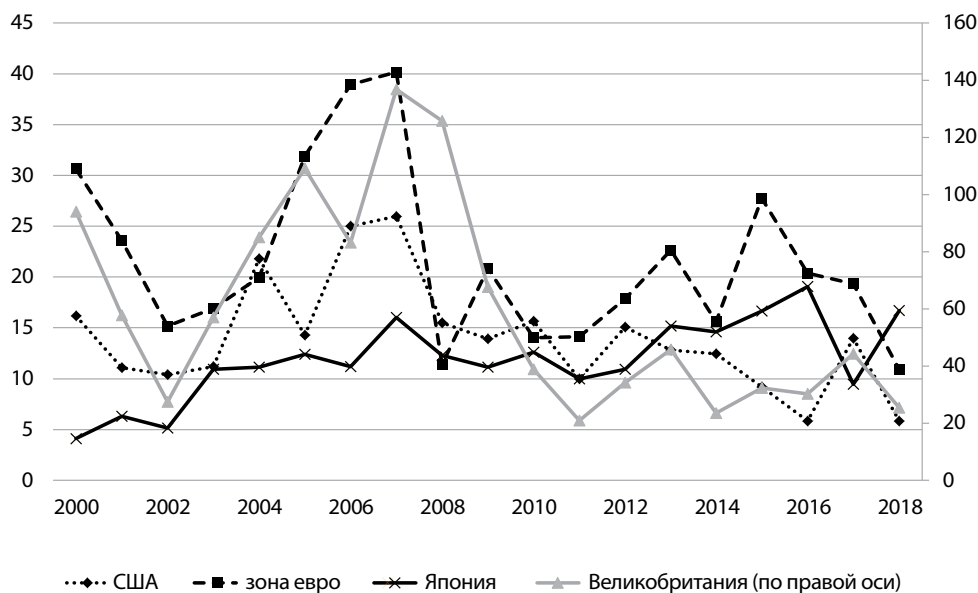
был обусловлен предшествовавшей политикой низких процентных ставок ведущих центральных банков, сочетанием высоких темпов экономического роста и низкой инфляции, наряду с продолжавшимися тенденциями валютной и финансовой либерализации.

3. В 2007 г. на мировых финансовых рынках стали проявляться первые признаки глобального экономического и финансового кризиса, острая фаза которого наступила в сентябре 2008 г. и продолжалась до 2009 г.

4. Посткризисный период, продолжавшийся до 2019 г., был отмечен неоднородными тенденциями на различных сегментах мировых финансовых рынков, которым в значительной

Рисунок 1. Валовые трансграничные потоки в странах с ведущими мировыми валютами, % к ВВП

Figure 1. Gross Cross-border Flows in Countries with the World's Leading Currencies, % of GDP



Источник: расчеты на основе данных Международного валютного фонда: <https://data.imf.org/regular.aspx?key=62805742>, дата обращения 25.08.2020.

степени будет посвящен дальнейший анализ. Наконец, второе десятилетие XXI века отмечено началом нового глобального экономического кризиса, связанного с распространением пандемии COVID-19. Подобная динамика может служить подтверждением наличия длительных циклических процессов на мировых финансовых рынках, которые выделяют ряд авторов (см., например, [Миркин и др. 2019, с. 31–33]).

Указанные периоды нашли отражение в динамике валовых трансграничных потоков капитала² (см. рисунок 1), которые мы рассматриваем как некоторый агрегированный показатель изменений в мировой финансовой системе. Кризисные события начала XXI века и, особенно, глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг. повлекли за собой сокращение трансграничных потоков капитала. Подобное сокращение ожидается и в 2020 г.

Если сравнивать периоды до и после глобального экономического и финансового кризиса, то практически во всех ведущих центрах международного движения капитала из числа развитых стран можно отметить сокращение соответствующих потоков (в % от ВВП): в США с 17,5% в 2000–2007 гг. до 10,5% в 2011–2018 гг., в зоне евро – с 28,5 до 18,3% за тот же период. Наиболее существенным было это сокращение в Великобритании: с 86,4% ВВП в 2000–2007 гг. до 31,9% ВВП в 2011–2018 гг. Некоторое увеличение трансграничных потоков капитала наблюдалось в Японии – с 9,7 до 13,8% ВВП³, однако следует отметить, что экономика Японии в целом является менее финансово открытой, чем перечисленные выше страны.

Произошли изменения и в структуре трансграничных потоков капитала (см. табл. 1). Практически во всех развитых странах, играющих значитель-

Таблица 1. Доля различных видов трансграничных потоков капитала в совокупных потоках капитала по отдельным странам и их группам, %

Table 1. The Share of Different Types of Cross-border Capital Flows in Total Capital Flows for Individual Countries and their Groups, %

	США		Зона евро		Великобритания		Япония	
	2000–2007	2010–2018	2000–2007	2010–2018	2000–2007	2010–2018	2000–2007	2010–2018
Прямые инвестиции	21,8	34,3	24,4	48,3	16,1	16,9	12,6	21,4
Портфельные инвестиции	45,5	42,4	35,1	29,9	22,3	29,5	56,8	44,6
Прочие инвестиции	32,7	23,2	40,5	21,8	61,7	53,6	30,6	34,0
Всего	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0

Источник: расчеты на основе данных Международного валютного фонда // <https://data.imf.org/regular.aspx?key=62805742>, дата обращения 25.08.2020.

2 Мы рассчитываем валовые трансграничные потоки капитала как сумму основных статей финансового счета платежного баланса (прямые, портфельные и прочие инвестиции) по активам и пассивам без учета знака операции.

3 Расчеты на основе данных Международного валютного фонда: Japan: Balance of Payments Standard Presentation // IMF // <https://data.imf.org/regular.aspx?key=62805742>, дата обращения 25.08.2020.

ную роль в международном движении капитала, в посткризисный период (2010–2018 гг.) по сравнению с предкризисным (2000–2007 гг.) возросла доля прямых инвестиций при сокращении доли прочих инвестиций. В качестве некоторых отклонений можно отметить лишь увеличение доли портфельных инвестиций в Великобритании и прочих инвестициях в Японии. Поскольку прямые инвестиции традиционно считаются более устойчивой формой трансграничного движения капиталов, подобные тенденции должны были бы свидетельствовать о снижении роли спекулятивных потоков капитала в международном движении данного фактора⁴.

Тесно связана с международными потоками капитала проблема глобальных дисбалансов в мировой экономике, под которой понимаются дисбалансы между потреблением и сбережением в глобальном масштабе и в качестве измерения которой используются размеры сальдо (дефицита/профицита) текущего счета платежного баланса отдельных стран и их групп в мировой экономике (см. рис. 2).

С точки зрения подхода, концентрировавшегося именно на дисбалансах текущего счета, возникали взаимные обвинения разных групп стран в возникновении глобальных дисбалансов. Развитые страны обвиняли страны с формирующимися рынками (пре-

Рисунок 2. Сальдо текущего счета платежного баланса
Figure 2. Current Account Balance of the Balance of Payments



Источник: World Economic Outlook Database as of October 2019: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/02/weodata/index.aspx>, дата обращения 25.08.2020.

4 Заметим, что к схожим выводам на основе сопоставления менее длительных временных горизонтов (2005–2007 и 2012–2014 гг.) приходят и специалисты Европейского центрального банка. См. [Bussiere et al. 2016, p. 17].

жде всего Китай, хотя подобная практика была свойственна и другим странам) в регулировании курсов своих валют и отклонении последних от фундаментальных рыночных значений. В подобной логике повышение гибкости валютных курсов должно было бы способствовать преодолению проблемы глобальных дисбалансов. Со стороны стран с формирующимися рынками также звучали обвинения в отношении развитых стран в манипулировании валютными курсами, однако уже с помощью косвенных инструментов, в частности, политики «количественного смягчения». Вместе с тем имел место и иной подход, который нам представляется более обоснованным. Он связывает рост дисбалансов текущего счета с ростом трансграничных потоков капитала⁵, который имел место в тот же период, предшествовавший глобальному экономическому и финансовому кризису.

Следует отметить, что резкое сокращение глобальных дисбалансов произошло как раз в 2009 г., когда под воздействием глобального кризиса резко сократились и трансграничные потоки капитала (см. рис. 1). В последующие годы вновь произошло нарастание глобальных дисбалансов, однако они уже не достигали предкризисных значений (см. рис. 2).

Еще более важным стало изменение структуры стран на двух полюсах глобальных дисбалансов. На «отрицательном» полюсе основную роль продолжали играть США. Однако их доля устойчиво снижалась с 91% в 2005 г. до 40% в 2013 г., после чего вновь вы-

росла до 60% в 2018 г.⁶ На «отрицательном» полюсе на протяжении всего рассматриваемого периода находились и некоторые другие англосаксонские страны, прежде всего Великобритания и Австралия. Некоторые группы стран, занимавшие «положительный» полюс до глобального экономического и финансового кризиса, перешли впоследствии к «отрицательному» полюсу – страны Латинской Америки и страны Африки южнее Сахары, а среди развитых стран – Канада. Еще более существенные изменения за рассматриваемый период в 15 лет произошли на «положительном» полюсе глобальных дисбалансов. Здесь ведущая роль от стран Ближнего Востока и Центральной Азии, Китая и Японии, которая принадлежала им в период до глобального экономического и финансового кризиса, перешла к еврозоне при сохранении значимой позиции Японии. Таким образом, к 2018 г. основными игроками на обеих сторонах глобальных дисбалансов стали развитые страны. И аргумент, связанный с необходимостью повышения гибкости валютных курсов для преодоления данной проблемы, утратил свою актуальность [Clayes et al. 2017, p. 9].

Глобальные дисбалансы между потреблением и сбережением отражают, по сути, дисбаланс между потреблением в настоящем и будущем, который тесно связан с проблемой наращивания общей долговой нагрузки в мировой экономике⁷. По расчетам аналитиков McKinsey, отношение глобального долга к мировому ВВП выросло с 207% в 2007 г. до 237% в 2016 г. при том, что

5 См., например, [Borio, Disyatat 2011; Obstfeld 2018]. М. Обстфельд, кроме того, обращает внимание на роль динамики мировых цен на энергоносители в формировании глобальных дисбалансов.

6 Рассчитано на основе данных World Economic Outlook Database as of October 2019: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/02/weodata/index.aspx>, дата обращения 25.08.2020.

7 [Звонова и др. 2016, с. 36] отдельно выделяют дисбаланс внешнего финансирования, связанный с накоплением внешней задолженности.

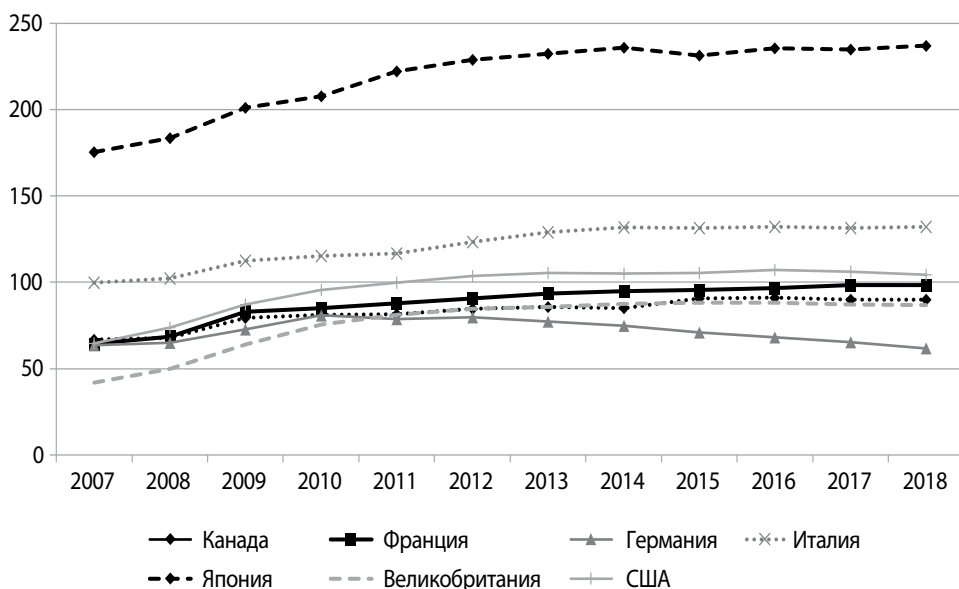
рост в первой половине 2000-х гг. был существенно меньше (на 2000 г. значение показателя составляло 198%). При этом отмечается, что больше трети прироста глобального долга со времени мирового экономического и финансового кризиса обеспечил Китай [McKinsey 2018].

Общее увеличение долговой нагрузки в посткризисный период произошло за счет наращивания государственного долга, отношение которого к мировому ВВП выросло с 69% в 2007 г. до 105% в первой половине 2017 г., тогда как за тот же период частный долг остался примерно на том же уровне (164% ВВП) [McKinsey 2018]. Рост государственного долга происходил главным образом в период глобального экономического и

финансового кризиса, отражая активные меры по поддержке совокупного спроса со стороны государства прежде всего в развитых рыночных экономиках (см. рис. 3). После прохождения кризисного периода большинству крупнейших развитых рыночных экономик удалось стабилизировать государственный долг на новом уровне, однако снижения уровня долга удалось достичь лишь Германии. Новые вызовы, связанные с распространением кризиса 2020 г., с высокой долей вероятности приведут к новому резкому наращиванию долговой нагрузки как по линии бюджетно-налоговой политики, так и через увеличение частного долга в условиях низких процентных ставок. Международный валютный фонд прогнозирует увели-

Рисунок 3. Валовой государственный долг (% к ВВП) в странах G7

Figure 3. Gross Public Debt (% of GDP) in G7 Countries



Источник: World Economic Outlook Database as of April 2019: <https://www.imf.org/external/pubs/ft/weo/2019/01/weodata/index.aspx>, дата обращения 25.08.2020..

чение валового государственного долга в мировом масштабе с 82,8% ВВП в 2019 г. до 101,5% ВВП в 2020 г. и 103,2% ВВП в 2021 г. [World Economic Outlook 2020, p. 20].

При этом международная составляющая рынка долговых ценных бумаг увеличивалась в посткризисный период, хотя и существенно более низкими темпами, чем до 2008 г., а относительно мирового ВВП объем международных долговых ценных бумаг к погашению после существенного спада в 2010–2011 гг. стабилизировался (см. рис. 4).

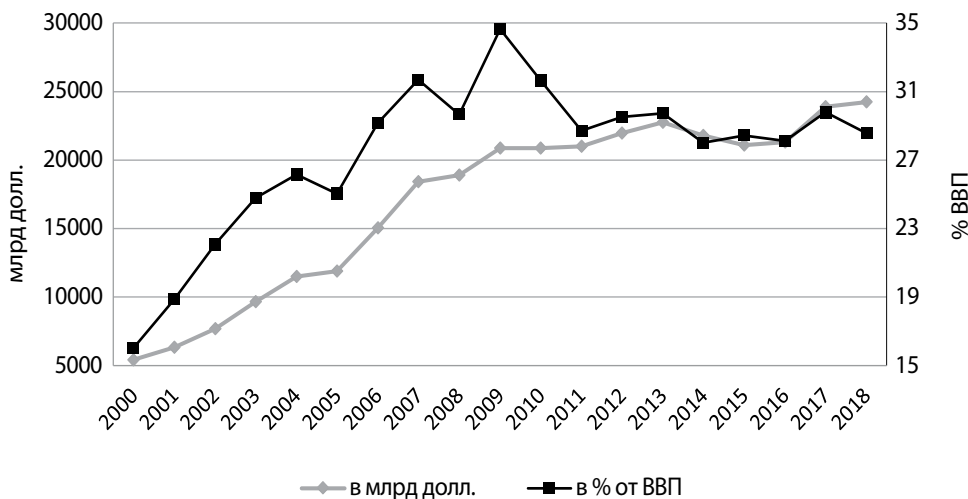
Развитие мирового фондового рынка в XXI веке в целом происходило в рамках выделенных нами в начале ста-

ты периодов. Показатели капитализации и ликвидности мирового рынка акций демонстрировали циклическую динамику. При общем сохранении лидерства США на этом сегменте мирового финансового рынка следует отметить, что рост ликвидности в 2014–2015 гг. обеспечивали также Китай (где «пузырь» на национальном фондовом рынке лопнул в 2015 г.) и Япония⁸. При этом следует отметить, что максимальная волатильность на мировом рынке акций имела место во время глобальных экономических кризисов: в 2008–2009 гг. и 2020 г. (см. рис. 5).

Банковский сектор, как и остальные сегменты мировой финансовой системы, серьезно пострадал после

Рисунок 4. Объем международных долговых ценных бумаг в обращении (на конец периода)

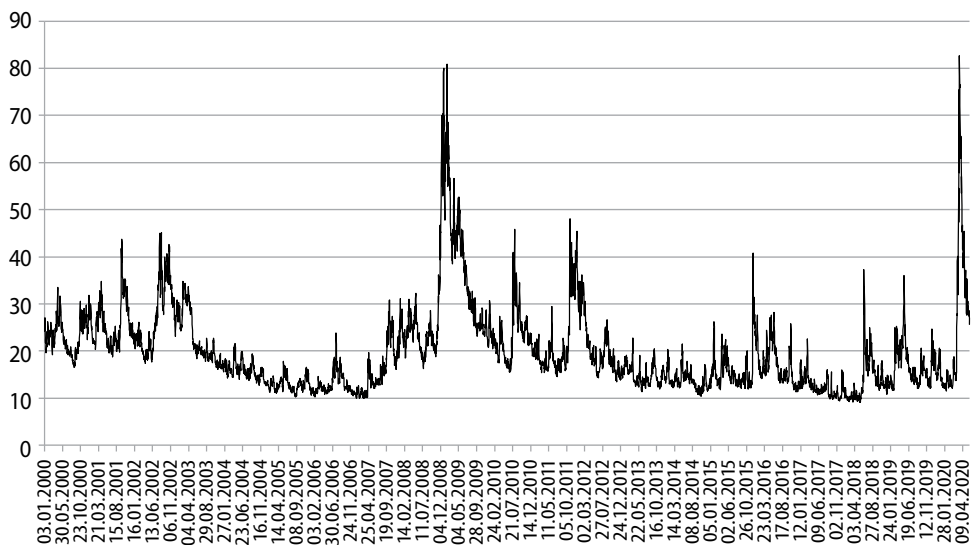
Figure 4. Volume of International Debt Securities in Circulation (at the End of the Year Period)



Источник: Summary of Debt Securities Outstanding // BIS // [http://stats.bis.org/statx/srs/table/c1?p=20174&c=](http://stats.bis.org/statx/srs/table/c1?p=20174&c=,), дата обращения 25.08.2020.

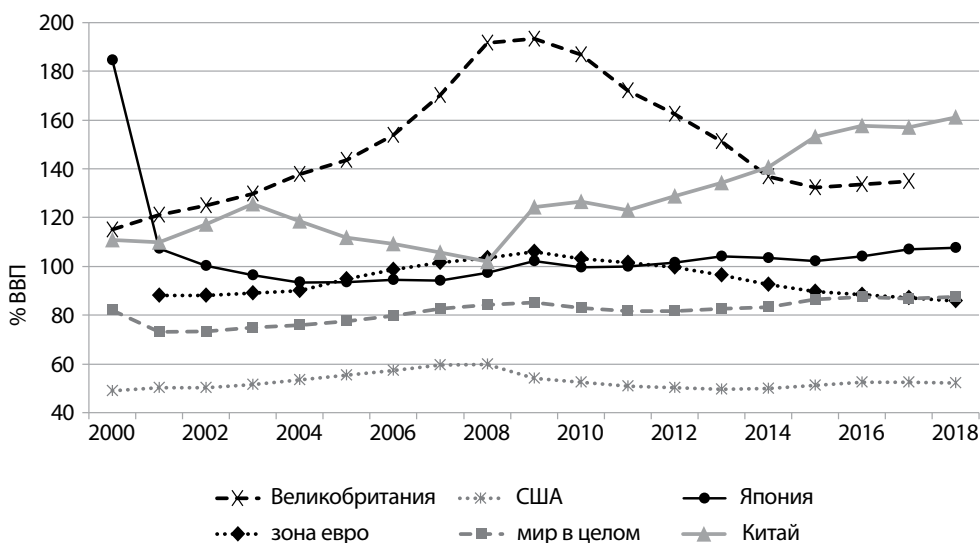
8 Выводы получены на основе анализа статистических данных Всемирного банка // <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.LCAP.GD.ZS>; <https://data.worldbank.org/indicator/CM.MKT.TRAD.GD.ZS>, дата обращения 25.08.2020.

Рисунок 5. Значения индекса VIX в 2000–2020 гг.
Figure 5. The Value of the VIX Index in the Years 2000-2020



Источник: <https://ru.investing.com/indices/volatility-s-p-500-historical-data>, дата обращения 25.08.2020.

Рисунок 6. Банковский кредит частному сектору, % от ВВП
Figure 6. Bank Credit to the Private Sector, % of GDP



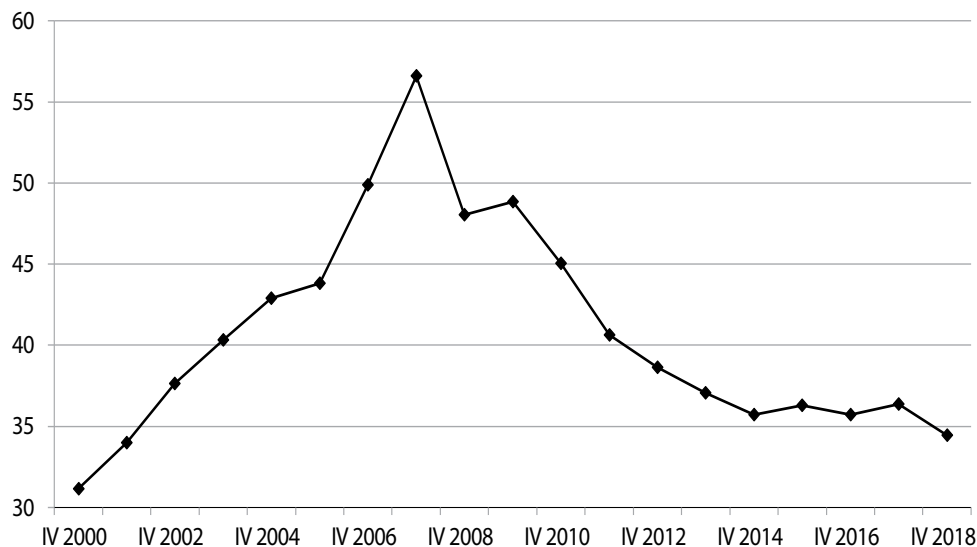
Источник: данные Всемирного банка: <https://data.worldbank.org/indicator/FD.AST.PRVT.GD.ZS>, дата обращения 25.08.2020

глобального экономического и финансового кризиса 2007–2009 гг., хотя во время самого кризиса получил масштабную поддержку со стороны государства. Это во многом позволило поддержать уровень кредита банковского сектора в кризисный период, но затем соответствующий показатель относительно ВВП стал сокращаться (см. рис. 6). В ряде стран начался этап экономического роста, не сопровождавшийся ростом банковского кредитования, вследствие чего этот период в экономической литературе стали называть периодом бескредитного восстановления. Среди крупнейших развитых рыночных экономик наиболее явно сокращение отношения банковского кредита к ВВП в посткризисный период наблюдалось в Великобритании и зоне евро, несколько менее выражено – в США. В Японии, на-

оборот, в посткризисный период уровень банковского кредита был выше, чем в докризисный. Особого внимания заслуживает Китай, в котором до глобального экономического и финансового кризиса процессы банковского кредитования сдерживались, тогда как в результате кризиса и после него кредитная активность банков существенно увеличилась.

Что касается трансграничной банковской активности, то здесь наблюдается явный водораздел в виде глобального экономического и финансового кризиса (см. рис. 7). Если до него в XXI веке происходил устойчивый рост отношения трансграничных банковских требований к мировому ВВП, то во время кризиса и после – столь же устойчивое снижение. Значение показателя стабилизировалось около отметки 35% лишь к концу 2014 г. Ана-

Рисунок 7. Трансграничные банковские требования, % от мирового ВВП
Figure 7. Cross-border Banking Requirements, % of Global GDP



Источник: рассчитано на основе данных Банка международных расчетов: <https://stats.bis.org/statx/srs/table/a1?m=S>, дата обращения 25.08.2020.

литики McKinsey Global Institute отмечают, что сокращение трансграничной банковской активности происходило главным образом за счет европейских банков, прежде всего германских, тогда как банки ряда стран (Канады, Китая, Японии) увеличили свою трансграничную активность в посткризисный период [McKinsey 2018]. Таким образом, переключение активности в банковском секторе от европейских банков к азиатским, в большей степени ориентированным на внутренние рынки, повлекло за собой относительное снижение трансграничных банковских требований.

Таким образом, на всех сегментах мирового финансового рынка глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг. стал переломным моментом. После него сократились в относительном выражении международные потоки капитала по сравнению с докризисным периодом, спад наблюдался и на международных сегментах финансовых рынков. Между тем в рамках мировой финансовой системы относительно более благоприятная динамика наблюдалась на рынках государственного долга и акций. В целом можно говорить о продолжении смещения в мировой финансовой системе в сторону модели, основанной на рынках ценных бумаг, по сравнению с традиционной банковской моделью. В структуре глобальных дисбалансов произошло усиление позиций развитых стран на обеих сторонах этих дисбалансов. Текущий экономический кризис 2020 г. уже оказал мощное негативное воздействие на рынок акций, хотя пока оно носило краткосрочный характер. В более длительном периоде весьма вероятным будет продолжение тенденции наращивания

долговой нагрузки, в т. ч. по линии государственного долга, как реакция на применяемые в настоящее время стимулирующие меры экономической политики.

Процессы реформирования глобальной финансовой системы

Глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг. вскрыл основные проблемы, присущие глобальной финансовой системе. К числу этих проблем можно отнести:

1. Образование «пузырей»⁹ на различных сегментах мирового финансового рынка или, по мнению ряда исследователей, даже в глобальной финансовой системе в целом. Примерами подобных «пузырей» могут служить «кризис доткомов», вылившийся в масштабный кризис на мировом фондовом рынке 2000–2002 гг., кризис на рынке недвижимости в США, ставший «спусковым крючком» для глобального экономического и финансового кризиса в 2007 г. Продолжалось их возникновение и после глобального кризиса: «пузыри» на рынке государственного долга отдельных европейских стран, которые стали очевидны после 2009 г., «пузырь» на фондовом рынке Китая в 2015 г. и др.

Особо следует отметить, что последствия кризисов на финансовых рынках оказывают все более значимое воздействие на экономику в целом, что особенно ярко продемонстрировал глобальный экономический и финансовый кризис.

2. Распространение эффектов «заражения» кризисами между различными странами и группами стран в мировой

9 Понятие «пузыря» мы рассматриваем в русле концепции Ч. Киндлбергера. См., например, [Kindleberger, Aliber 2005].

экономике в условиях глобализации. При этом действие подобных эффектов распространяется не обязательно на экономики со слабыми макроэкономическими показателями – они могут затрагивать и экономики, положение которых выглядит достаточно благополучно [Schmukler et al. 2003]. Во время мирового экономического и финансового кризиса 2007–2009 гг. можно было наблюдать действие эффекта «заражения» в глобальном масштабе. Эффекты «заражения» продолжали действовать и после глобального кризиса. Ярким их примером стал европейский долговой кризис, начавшийся в 2010 г. «Заражение» кризисом в экономическом смысле произошло и в 2020 г. – как через финансовые рынки, так и через остановку глобальных производственных цепочек.

3. Распространение «заражения» в мировой финансовой системе происходит в значительной степени через трансграничные потоки капитала. Их высокая волатильность, наряду с зависимостью от них отдельных стран, формирует макроэкономические риски. Одним из наиболее значимых является риск «остановки потоков капитала» (sudden stop). Мировая финансовая система во время кризиса в 2008–2009 гг. столкнулась с подобной остановкой в глобальном масштабе (см. рис. 1). Повторение такой глобальной остановки потоков капитала (global sudden stop) уже происходит во время текущего экономического кризиса 2020 г., связанного с распространением пандемии COVID-19 [BIS 2020, pp. 1–20].

4. Кроме того, свободное трансграничное движение капитала создает возможность для «межюрисдикционального арбитража», позволяющего обходить регулирующие нормы, установленные на национальном уровне.

Одной из основных форм использования «межюрисдикционального арби-

тража» является активное применение в трансграничных сделках с капиталом низконалоговых офшорных юрисдикций, формирующее риски для осуществления национальной бюджетно-налоговой политики.

5. Распространение новых финансовых инструментов, которые изначально были нацелены на снижение уровня риска в национальных финансовых системах, а впоследствии существенно увеличили этот риск [Некипелов 2010, с. 67]. Речь идет, прежде всего, о производных финансовых инструментах, которые способствовали распространению мирового экономического и финансового кризиса 2007–2009 гг. как между различными сегментами мировой финансовой системы, так и усиливая географический «эффект заражения» (в частности, способствуя перетеканию кризиса из американской в европейскую банковскую систему). Хотя в целом рынок производных финансовых инструментов отличался снижением активности после глобального экономического и финансового кризиса 2007–2009 гг., в числе новых возможных источников риска аналитики McKinsey Global Institute называют обеспеченные долговые обязательства (collateralized debt obligations – CDO) [McKinsey 2018].

6. Глобальная финансовая система зависит от деятельности узкого круга игроков, определяемых в настоящее время как системно значимые финансовые институты. Эффект, возникший в результате банкротства глобального банка Lehman Brothers 15 сентября 2008 г., всю мировую финансовую систему заставил обратить особое внимание на роль подобных институтов. Тем не менее высокая концентрация игроков на отдельных сегментах глобальной финансовой системы сохранилась. В частности, показательным было исследование Банка международных рас-

четов [Aldasoro, Ehlers 2019], продемонстрировавшее высокий уровень концентрации на рынке трансграничных банковских операций, несмотря на некоторое снижение его относительных объемов, отмеченное нами выше.

Для преодоления накопившихся в глобальной финансовой системе проблем на пике глобального экономического и финансового кризиса был запущен процесс ее реформирования. Этот процесс, как отмечает Л.С. Худякова, фактически возглавили США, которых поддерживали страны ЕС [Худякова 2019, с. 93]. Таким образом, повестка дня реформирования изначально определялась исходя из интересов стран с развитой рыночной экономикой. Между тем санкционировались основные направления реформирования глобальной финансовой системы в рамках «Группы 20», т. е. с участием крупнейших стран с формирующимися рынками.

Выделим основные направления процесса реформирования глобальной финансовой системы, которые оформились в течение посткризисного периода.

1. Основной прогресс наблюдается в области *реформирования мировой банковской системы*, где главным достижением стало принятие и начало имплементации нормативов Базеля III. В рамках этих нормативов не только изменялись подходы к оценке достаточности капитала банков (основное направление в рамках подходов Базеля I и II), но и были введены новые показатели: финансовый рычаг (leverage ratio), коэффициент покрытия ликвидности, требование чистого стабильного финансирования (Net Stable Funding Ratio – NSFR). К стандартному нормативу достаточности капитала (который повысился до 6%) были добавлены буфер консервации капитала (capital conservation buffer) (2,5%) и контрциклический буфер капитала (countercyclical

capital buffer) (до 2,5% в условиях кредитного бума).

В рамках реформирования мировой банковской системы особое внимание уделяется регулированию системно значимых финансовых институтов (как на национальном, так и на глобальном уровне), в отношении которых действует известная характеристика «слишком большие, чтобы обанкротиться». Для подобных институтов Базель III предусматривает введение дополнительной «надбавки» к коэффициенту достаточности капитала, а также использование механизма по абсорбированию убытков (Total Loss Absorbing Capacity – TLAC). Однако внедрение регулирующих норм в отношении национальных и глобальных системно значимых финансовых институтов происходит с трудом и проходит весьма дискуссионно [Худякова 2019, с. 98–99].

2. Еще одним значимым сегментом реформирования стал *рынок внебиржевых производных финансовых инструментов*, который был важным каналом распространения финансовых потрясений во время глобального экономического и финансового кризиса при весьма ограниченном уровне его регулирования. Основными направлениями реформирования в рамках данного сегмента стали централизованный клиринг стандартизованных внебиржевых деривативов; перевод торгов по стандартизованным внебиржевым деривативам на биржи или электронные торговые платформы; подача отчетности в торговые репозитории; более высокие требования к капиталу и маржинальные требования для деривативов, по которым не осуществляется централизованный клиринг [Quarles 2019].

3. Меры, направленные на *регулирование «теневой» банковской деятельности* (shadow banking). Существуют различные подходы к определению «теневой» банковской деятельности (см.

[Худякова 2019, с. 100]), которые по сути можно свести к двум основным направлениям: 1) деятельность, осуществляемая небанковскими организациями, но близкая по экономической сущности к банковской деятельности (узкая трактовка); 2) широкий спектр видов деятельности, осуществляемых небанковскими финансовыми организациями, в т. ч. затрагивающий конкурирующие с банками сферы деятельности (широкая трактовка). Различия в подходах можно объяснить «лакунами» в регулировании, которые возникли при осуществлении реформы мировой финансовой системы. Как мы показали выше, реформой были затронуты главным образом банковский сегмент и рынок внебиржевых производных финансовых инструментов. Соответственно, появление межсекторального регулятивного арбитража способствовало расширению активности небанковских финансовых посредников, что можно наблюдать, например, в опережающем росте рынков ценных бумаг по сравнению с традиционными банковскими операциями в посткризисный период (см. выше). Наличие подобного регулятивного арбитража, с одной стороны, создает относительно неблагоприятную среду для одной группы экономических агентов (банков), а с другой – формирует возможности для образования рисков в других сегментах финансовой системы. Преодолением сложившейся ситуации может стать расширение числа сегментов мировой финансовой системы, на которые распространяется процесс реформирования и регулирования.

4. Были приняты меры, направленные на *борьбу с использованием офшорных юрисдикций*. Они принимались

как на национальном уровне (например, закон 2010 г. о зарубежных счетах в США), так и на уровне ЕС (Директива 2016/1164 по противодействию уклонению от уплаты налогов, прямо влияющему на функционирование внутреннего рынка, принята 12 июля 2016 г.) и международных организаций – разработанный в рамках ОЭСР и одобренный на саммите «Группы 20» в Санкт-Петербурге в 2013 г. «План действий по борьбе с размыванием налоговой базы и выводом прибыли из-под налогообложения»¹⁰.

5. Намечились перспективные направления реформирования глобальной финансовой системы, к числу которых относятся ответы на технологические (направление, связанное с финтехом), климатические и социальные вызовы. В области развития финансовых технологий возникает широкий спектр вызовов, связанных с формированием новых игроков (онлайн-платформы), которые выходят за пределы действующего регулирования [Худякова 2019, с. 104], распространением криптовалют, рынки которых подвержены образованию «пузырей». В то же время распространение подобных технологий способно существенно снизить издержки финансового посредничества. Предложения по реформированию глобальной финансовой системы с учетом концепции устойчивого развития были подготовлены Программой ООН по окружающей среде [The Financial System We Need. From Momentum to Transformation 2016].

Таким образом, в отдельных сегментах мировой финансовой системы был достигнут существенный прогресс в реформировании. Не случай-

10 Хейфец Б.А. (2016) Антиофшорная политика международного сообщества: реакция на «панамские документы» // Общество и экономика. № 12. С. 5–17 // https://elibrary.ru/download/elibrary_27544271_86588113.pdf, дата обращения 25.08.2020.

но отмечалось, что к текущему экономическому кризису, связанному с распространением пандемии COVID-19, в 2020 г. мировая банковская система подошла в более устойчивом состоянии, чем к глобальному экономическому и финансовому кризису 2008–2009 гг. [COVID-19 Pandemic 2020]. Однако основные направления реформирования были ограничены банковским сектором, рынком внебиржевых деривативов и борьбой с офшорными юрисдикциями и их использованием. Значительные сферы глобальной финансовой системы, например рынок ценных бумаг, были затронуты процессами реформирования лишь косвенно (главным образом через регулирование системно значимых финансовых институтов или «теневой» банковской деятельности). В результате начал развиваться межсекторальный регулятивный арбитраж. Кроме того, в процессе реформирования практически не была учтена специфика стран с формирующимися рынками, которые в итоге имплементировали реформы, актуальные для развитых стран. Тем самым, с одной стороны, они проводили не очень актуальные для своих финансовых систем меры (например, по регулированию рынка внебиржевых производных финансовых инструментов), но одновременно не решали важных для себя проблем, например, связанных с высокой волатильностью международного движения капитала. Весьма вероятно, что новый мировой экономический кризис 2020 г. с некоторым лагом повлечет за собой активизацию процессов реформирования мировой финансовой системы.

Трансформация глобальной финансовой архитектуры

Ключевыми институтами мировой финансовой системы со времени Бреттон-Вудских соглашений являются Международный валютный фонд и Всемирный банк. Кроме того, к числу «старых» институтов, играющих важную роль в регулировании мировой финансовой системы, следует отнести также Банк международных расчетов.

Глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг. и последовавшие процессы реформирования мировой финансовой системы привели к некоторым сдвигам в структуре институтов глобальной финансовой архитектуры. На первый план в формировании и продвижении повестки реформирования вышла «Группа 20» (G20), что ознаменовало собой, по крайней мере, формальное, включение стран с формирующимися рынками в процесс принятия решений на глобальном уровне. В результате «Группа 20» стала своеобразным «хабом» в системе глобального управления [Ларионова, Шелепов 2019, с. 50], тесно взаимодействуя с традиционными институтами регулирования мировой финансовой системы и вновь созданными институтами, речь о которых пойдет ниже. На саммитах «Группы 20» фактически вырабатывается и принимается «повестка дня» реформирования мировой финансовой системы.

Под воздействием последствий глобального экономического и финансового кризиса в 2009 г. был создан новый орган, нацеленный на координацию практической реализации мер по реформированию мировой финансовой системы – Совет по финансовой стабильности¹¹.

11 Фактически Совет является преобразованным Форумом по финансовой стабильности, который был сформирован в 1999 г. Сейчас Совет представляет собой ассоциацию, в которую входят 24 страны и объединение стран (Европейский союз), международные финансовые институты и организации, занимающиеся разработкой правил и стандартов в отдельных сегментах мировой финансовой системы: <https://www.cbr.ru/today/ms/smo/fsb/>, дата обращения 25.08.2020.

Внутри «Группы 20» образовалось объединение БРИКС, которое фактически было нацелено на продвижение позиции стран с формирующимися рынками в рамках реформирования глобальной финансовой системы.

Активное обсуждение необходимости реформирования глобальной финансовой архитектуры началось уже на рубеже веков, но значительной реформы на тот момент проведено не было. Новым стимулом для реформирования «традиционных» институтов стал глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг.

Одним из направлений реформы системы управления МВФ стало принятие в 2008 г. новой формулы расчета квоты [Дегтярев 2016, с. 80], которая была призвана отчасти отразить позицию стран с формирующимися рынками (за счет включения в показатель ВВП с весом 40% ВВП, рассчитанного по паритету покупательной способности валют, и показателя валютных резервов с весом 5%). Между тем удалось сохранить лидирующую роль развитых стран, главным образом за счет применения показателей волатильности и открытости, а также сохранения в показателе ВВП с весом в 60% ВВП по официальным валютным курсам. Результаты реформы 2008 г. выразились в некотором снижении доли квот в МВФ развивающихся стран и стран с формирующимися рынками (до 36,5%) [Трошин 2017, с. 190].

Наиболее значимую роль к настоящему моменту сыграл 14-й пересмотр квот МВФ. Он был призван решить задачу, которую не была решена в рамках предыдущего пересмотра, – увеличение роли развивающихся стран и стран с формирующимися рынками в общей

системе квот. Вместе с тем было принято еще одно важное решение об общем удвоении квот (до 477 млрд СДР), что позволило увеличить общие ресурсы МВФ, необходимые для расширения кредитных программ. В результате 14-го пересмотра квот доля развивающихся стран и стран с формирующимися рынками выросла до 42,4%. В процессе разработки и принятия этого пересмотра важную роль сыграли страны БРИКС, которые выступили в его поддержку на саммите «Группы 20» в Сеуле в 2010 г. [Ларионова, Шелепов 2019, с. 54]. Однако из-за позиции США принятие 14-го пересмотра квот откладывалось до января 2016 г., когда он наконец вступил в силу. Между тем многие страны, особенно относящиеся к группе стран с формирующимися рынками и развивающихся стран, особенно Китай, остались недовольны результатами 14-го пересмотра квот и возлагали надежды на 15-й пересмотр. Тем не менее, вновь из-за позиции США, 15-й пересмотр квот фактически закончился безрезультатно. И теперь страны с формирующимися рынками переносят свои ожидания на 16-й пересмотр квот [Brasilia Declaration 2019].

Сохранение за США после всех проведенных пересмотров квот более 15% голосов фактически оставляет за ними право вето и особую роль в МВФ [Дегтярев 2016, с. 81]. Очевидно, что США не готовы расстаться с этой особой ролью и, возможно, ради этого пойдут на пересмотр формулы квот, в рамках которого есть возможность для заключения различных коалиций¹².

Процесс реформирования Группы Всемирного банка привлекал существенно меньше внимания. Тем не

12 Различные варианты подобного пересмотра обсуждаются, например, в [Трошин 2017, с. 192].

13 Термин, используемый в рамках Группы Всемирного банка.

14 World Bank Reforms Voting Power, Gets \$86 Billion Boost (2010) // The World Bank, April 25, 2010 // <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2010/04/25/world-bank-reforms-voting-power-gets-86-billion-boost>, дата обращения 25.08.2020.

менее отдельные институты в рамках Группы также увеличили свой капитал и произошло некоторое перераспределение голосов. В апреле 2010 г. было принято решение об увеличении на 86,2 млрд долл. капитала Мирового банка реконструкции и развития (МБРР), в т. ч. оплаченного капитала на 5,1 млрд долл. Параллельно на 3,13 процентных пункта (до 47,19%) была увеличена доля в общих голосах стран с переходной экономикой и развивающихся стран¹³. Капитал Международной финансовой корпорации (МФК) было решено увеличить на 200 млн долл., а долю в голосах стран с переходной экономикой и развивающихся стран – на 6,07 процентных пункта (до 39,48%)¹⁴. В наибольшей степени от этой реформы выиграли Китай, Южная Корея, Турция и Мексика [Vestergaard 2011, p. 38]. В апреле 2018 г. было принято решение о дальнейшем увеличении капитала МБРР (на 60,1 млрд долл., в т. ч. на 7,5 млрд долл. оплачиваемого капитала) и МФК (на 5,5 млрд долл. оплачиваемого капитала) и перераспределении голосов¹⁵.

Недовольство стран с формирующимися рынками тем, что они фактически устранены от принятия ключевых решений в традиционных финансовых институтах (МВФ, Группа Всемирного банка), приводит к тому, что они начинают формировать собственные финансовые институты. В первую очередь следует отметить реализованные инициативы стран БРИКС в части

создания Нового банка развития и Пула условных валютных резервов.

Новый банк развития БРИКС, разрешенный к выпуску капитал которого составляет 100 млрд долл. (оплаченный капитал – 10 млрд долл.), представляет собой первый крупный многосторонний банк развития, полностью контролируемый странами с формирующимися рынками¹⁶. Хотя в перспективе возможно расширение числа стран-участниц банка, страны, основавшие его, в любом случае сохранят за собой контрольный пакет. Банк официально начал функционировать в 2015 г., а к настоящему времени уже имеет 42 одобренных проекта общей стоимостью 11,6 млрд долл.¹⁷

Пул условных валютных резервов (Contingent Reserve Arrangement – CRA) также был создан в 2015 г. К настоящему времени были проведены две тестовые операции, однако фактически Пул не начал выполнение своих основных функций – поддержку валютных курсов стран-участниц в кризисных ситуациях. Пул условных валютных резервов по сути представляет собой систему соглашений своп в иностранной валюте между странами-участницами и дополняет систему других подобных соглашений, действующих в настоящее время¹⁸.

Иногда инициативы БРИКС рассматривают как альтернативу существующим международным финансовым институтам, в частности, МВФ и Группе

15 World Bank Group Shareholders Endorse Transformative Capital Package (2018) // The World Bank, April 21, 2018 // <https://www.worldbank.org/en/news/press-release/2018/04/21/world-bank-group-shareholders-endorse-transformative-capital-package>, дата обращения 25.08.2020.

16 При этом следует отметить, что у всех стран-основательниц равные доли в капитале.

17 Банк БРИКС одобрил новые проекты в Индии, России и ЮАР на \$1,4 млрд (2019) // ТАСС. 16 сентября 2019 // <https://tass.ru/ekonomika/6889012>, дата обращения 25.08.2020.

18 Например, систему двусторонних соглашений валютного свопа Федеральной резервной системы с центральными банками других стран, которая действовала во время глобального экономического и финансового кризиса в 2008–2009 гг. и была запущена вновь во время текущего кризиса 2020 г., а также Инициативу Чианг Май, которая с 2009 г. носит многосторонний характер и представляет собой систему валютных свопов между странами Восточной и Юго-Восточной Азии, в т. ч. с участием Китая.

пе Всемирного банка. Однако на практике институты, созданные в рамках БРИКС, встроены в существующую систему международных финансовых институтов.

Таким образом, несмотря на проведенные реформы и появление новых международных организаций, играющих важную роль в реформировании мировой финансовой системы («Группа 20», Совет по финансовой стабильности, БРИКС), в целом основы глобальной финансовой архитектуры, существовавшие во второй половине XX века, продолжают сохраняться. М.В. Ларионова и А.В. Шелепов высказали интересный тезис, что фактически создание «Группы 20», которое происходило под эгидой США, позволило сохранить существующую систему институтов глобального финансового управления и избежать коренной перестройки системы [Ларионова, Шелепов 2019, с. 52]. Тем не менее происходит постепенное усиление позиций стран с формирующимися рынками в глобальной финансовой архитектуре, в т. ч. через создание ими системы параллельных финансовых институтов (Новый банк развития БРИКС, Азиатский банк инфраструктурных инвестиций, Пул условных валютных резервов). В то же время развитые страны продолжают сохранять контроль за традиционными международными финансовыми институтами.

Глобальный экономический и финансовый кризис 2007–2009 гг., ставший на настоящий момент основным рубежом в рамках трансформации глобальной финансовой системы, привел к сокращению международных потоков капитала и связанной с этим дискуссии относительно начала деглобализации мировой экономики. В структуре глобальной финансовой системы, в т. ч. под влиянием проводившихся в ней реформ, произошел сдвиг

от рынков банковских услуг к рынкам ценных бумаг, в целом продолживший тенденции, которые проявились и до кризиса. Реформирование глобальной финансовой системы привело к снижению ряда рисков ее функционирования, но сохранило возможность появления рисков на отдельных сегментах (рынка акций, рынка долговых ценных бумаг). В условиях текущего глобального экономического кризиса 2020 г. особую остроту приобретает проблема наращивания глобальной долговой нагрузки. Получили развитие новые вызовы для глобальной финансовой системы, связанные с развитием технологий, в то же время делаются попытки построить в целом сбалансированную модель мировой экономики, в которой финансовая система решала бы глобальные экономические задачи (например, устойчивого развития). Вместе с тем действующая система глобальной финансовой архитектуры, хотя постепенно трансформируется, но в целом остается неизменной и в большей степени отражает реалии предшествовавшего этапа развития глобализации. Одним из серьезных вызовов остается усиление роли стран с формирующимися рынками в глобальной финансовой архитектуре.

Список литературы

Дегтярев Д.А. (2016) Политическое влияние в международной финансовой системе // Вестник международных организаций. Т. 11. № 4. С. 77–105 // https://iorj.hse.ru/data/2016/12/14/1111732297/%D0%94.%D0%90.%20%D0%94%D0%B5%D0%B3%D1%82%D0%B5%D1%80%D0%B5%D0%B2_14.12.pdf, дата обращения 25.08.2020.

Звонова Е.А., Ершов М.В., Кузнецов А.В., Навой А.В., Пищик В.Я. (2016) Реформирование мировой финансовой

архитектуры и российский финансовый рынок. М.: РУСАЙНС.

Ларионова М.В., Шелепов А.В. (2019) «Группа двадцати», БРИКС и «Группа семи» в глобальном экономическом управлении // Вестник международных организаций. Т. 14. № 4. С. 48–71. DOI: 10.17323/1996-7845-2019-04-03

Миркин Я.М. (2019) Глобальные финансы: будущее, вызовы роста (при участии Т.В. Жуковой, А.В. Комовой, М.М. Кудиновой). М.: Лингва-Ф.

Некипелов А.Д. (2010) Причины и развитие мирового экономического кризиса // Некипелов А.Д., Головин М.Ю. (ред.) Новые вызовы для денежно-кредитной политики в современных условиях. Книга 1. Взгляд из России. М.: Институт экономики РАН.

Трошин Н.Н. (2017) Реформы Международного валютного фонда и интересы России // Россия: тенденция и перспективы развития. Т. 12. Ч. 2. С. 189–192.

Худякова Л.С. (2019) Десять лет глобальной реформе финансового регулирования: что впереди? // Вестник МГИМО-Университета. Т. 12. № 5. С. 91–113. DOI: 10.24833/2071-8160-2019-5-68-91-113

A Decade after Global Financial Crisis: What Has (and Hasn't) Changed (2018) // McKinsey Global Institute Briefing Note. September 2018 // <https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/A%20decade%20after%20the%20global%20financial%20crisis%20What%20has%20and%20hasnt%20changed/MGI-Briefing-A-decade-after-the-global-financial-crisis-What-has-and-hasnt-changed.ashx>, дата обращения 25.05.2020.

Aldasoro I., Ehlers T. (2019) Concentration in Cross-border Banking // BIS Quarterly Review. June 2019 // https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt-1906b.htm, дата обращения 25.05.2020.

BIS Annual Economic Report (2020) // <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.htm>, дата обращения 25.05.2020.

Borio C., Disyatat P. (2011) Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link? // BIS Working Papers. No. 346.

Brasilia Declaration (2019) // 11th BRICS Summit, November 14, 2019 // <http://en.kremlin.ru/supplement/5458>, дата обращения 25.05.2020.

Bussiere M., Schmidt J., Valla N. (2016) International Financial Flows in the New Normal: Key Patterns (and Why We Should Care) // EIB Working Papers. No. 2 // <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/144175/1/863303153.pdf>, дата обращения 25.05.2020.

Clayes G., Demertzis M., Efstathiou K., Raposo I.G., Huettl P., Lehmann A. (2017) Analysis of Developments in EU Capital Flows in the Global Context. Taking the Perspective of the Capital Market Union // Bruegel Final Report. FISMA/2016/032/B1/ST/OP. European Commission. November 2017 // http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/01/171215study-bruegel-capital-flows_en.pdf, дата обращения 25.05.2020.

COVID-19 Pandemic: Financial Stability Implications and Policy Measures Taken (2020) // FSB, April 15, 2020 // <https://www.fsb.org/2020/04/covid-19-pandemic-financial-stability-implications-and-policy-measures-taken/>, дата обращения 25.05.2020.

Kindleberger Ch.P., Aliber R. (2005) Manias, Panics, and Crashes, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Obstfeld M. (2018) Twenty-Five Years of Global Imbalances // Sustaining Economic Growth in Asia (eds. Cohen-Setton J., Helbling T., Posen A., Rhee C.), Peterson Institute for International Economics.

Quarles R.K. (2019) The Financial Stability Board at 10 Years – Looking Back and Looking Ahead // Speech at the European Banking Federation's Banking Sum-

mit “Building A Positive Future For Europe” // <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/S031019.pdf>, дата обращения 25.05.2020.

Progress in Implementation of G20 Financial Regulatory Reforms (2019) // FSB, June 25, 2019 // <https://www.fsb.org/2019/06/progress-in-implementation-of-g20-financial-regulatory-reforms/>, дата обращения 25.05.2020.

Schmukler S.L., Zoido P., Halac M. (2003) Financial Globalization, Crisis, and Contagion // Background Paper for the Globalization World Bank Policy Research Report.

The Financial System We Need. From Momentum to Transformation (2016) // UNEP. October 2016 // http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/The_Financial_System_We_Need_From_Momentum_to_Transformation.pdf, дата обращения 25.05.2020.

Vestergaard J. (2011) The World Bank and the Emerging World Order. Adjusting to Multipolarity at the Second Decimal Point // Danish Institute for International Studies (DIIS) Report. No. 5.

World Economic Outlook Update. June 2020 (2020), Washington DC; International Monetary Fund.

From the Point of Economic

DOI: 10.23932/2542-0240-2020-13-4-4

Transformation of the Global Financial System in the First Two Decades of the Twenty-first Century

Mikhail Yu. GOLOVNIN

Corresponding Member RAS, DSc in Economics, Deputy Director
Institute of Economics of the Russian Academy of Sciences, 117418, Nakhimovsky Av.,
32, Moscow, Russian Federation
E-mail: mg-inecon@mail.ru
ORCID: 0000-0001-6687-0744

CITATION: Golovnin M.Yu. (2020) Transformation of the Global Financial System in the First Two Decades of the Twenty-first Century. *Outlines of Global Transformations: Politics, Economics, Law*, vol. 13, no 4, pp. 74–96 (in Russian).
DOI: 10.23932/2542-0240-2020-13-4-4

Received: 09.07.2020.

ABSTRACT. The article analyzes the changes that have occurred in the global financial system in the XXI century. Moreover, the study covers the global financial system in its integrity as a combination of different financial markets and international financial institutions. Based on the analysis of statistical data, it is shown that the global economic and financial crisis of 2007–2009 led to a reduction in international capital flows, a change in their structure (towards an increase in the share of foreign direct investment) and a decrease in cross-border financial activity. In the post-crisis period, government debt and equity markets developed relatively more dynamically, while banking activity was restrained, including as a result of intersectoral arbitrage caused by international financial system reforms. The process of reforming the global financial system has reduced risks in certain segments of the global financial market (banking services markets, over-the-counter derivatives), but retained relatively less regulated segments that may be

subject to risks of financial shocks. Changes in the global financial architecture have led to the formal involvement of emerging markets in the process of reforming the global financial system (through the Group of 20) and to some strengthening of the supranational component of regulation. However, in general, the interests of countries with emerging markets both in the reform processes and in the construction of the global financial architecture are not fully taken into account.

KEY WORDS: international financial system, global financial architecture, international banking system, international securities markets, cross-border capital flows.

References

A Decade after Global Financial Crisis: What Has (and Hasn't) Changed (2018). McKinsey Global Institute Briefing Note. September 2018. Available at:

<https://www.mckinsey.com/~media/McKinsey/Industries/Financial%20Services/Our%20Insights/A%20decade%20after%20the%20global%20financial%20crisis%20What%20has%20and%20hasnt%20changed/MGI-Briefing-A-decade-after-the-global-financial-crisis-What-has-and-hasnt-changed.ashx>, accessed 25.05.2020.

Aldasoro I., Ehlers T. (2019) Concentration in Cross-border Banking. *BIS Quarterly Review*. June 2019. Available at: https://www.bis.org/publ/qtrpdf/r_qt1906b.htm, accessed 25.05.2020.

BIS Annual Economic Report (2020). Available at: <https://www.bis.org/publ/arpdf/ar2020e.htm>, accessed 25.05.2020.

Borio C., Disyatat P. (2011) Global Imbalances and the Financial Crisis: Link or no Link? *BIS Working Papers*. No. 346.

Brasilia Declaration (2019). *11th BRICS Summit*, November 14, 2019. Available at: <http://en.kremlin.ru/supplement/5458>, accessed 25.05.2020.

Bussiere M., Schmidt J., Valla N. (2016) International Financial Flows in the New Normal: Key Patterns (and Why We Should Care). *EIB Working Papers*. No. 2. Available at: <https://www.econstor.eu/bitstream/10419/144175/1/863303153.pdf>, accessed 25.05.2020.

Clayes G., Demertzis M., Efstathiou K., Raposo I.G., Huettl P., Lehmann A. (2017) Analysis of Developments in EU Capital Flows in the Global Context. Taking the Perspective of the Capital Market Union. *Bruegel Final Report*. FIS-MA/2016/032/B1/ST/OP. European Commission. November 2017. Available at: http://bruegel.org/wp-content/uploads/2018/01/171215study-bruegel-capital-flows_en.pdf, accessed 25.05.2020.

COVID-19 Pandemic: Financial Stability Implications and Policy Measures Taken (2020). *FSB*, April 15, 2020. Available at: <https://www.fsb.org/2020/04/covid-19-pandemic-financial-stability-implications-and-policy-measures-taken/>, accessed 25.05.2020.

Degterev D.A. (2016) Political Influence in the International Financial System. *International Organisations Research Journal*, vol. 11, no 4, pp. 77–105. Available at: https://iorj.hse.ru/data/2016/12/14/1111732297/%D0%94.%D0%90.%20%D0%94%D0%B5%D0%B3%D1%82%D0%B5%D1%80%D0%B5%D0%B2_14.12.pdf, accessed 25.08.2020 (in Russian).

Khudyakova L.S. (2019) Ten Years of Global Financial Regulatory Reform: What Lies Ahead? *MGIMO Review of International Relations*, vol. 12, no 5, pp. 91–113 (in Russian). DOI: 10.24833/2071-8160-2019-5-68-91-113

Kindleberger Ch.P., Aliber R. (2005) *Manias, Panics, and Crashes*, Hoboken, New Jersey: John Wiley & Sons, Inc.

Larionova M.V., Shelepov A.V. (2019) G20, BRICS and G7 in Global Economic Governance. *International Organisations Research Journal*, vol. 14, no 4, pp. 48–71 (in Russian). DOI: 10.17323/1996-7845-2019-04-03

Mirkin Y.M. (2019) *Global Finance: Future, Challenges for Growth* (in co-authorship with T.V. Zhukova, A.V. Komova, M.M. Kudinova), Moscow: Lingua-F (in Russian).

Nekipelov A.D. (2010) Causes and Development of the Global Economic Crisis. *New Challenges for Monetary Policy in Modern Conditions*. Book 1. A View from Russia (eds. Nekipelov A.D., Golovnin M.Yu.), Moscow: Institute of Economics (in Russian).

Obstfeld M. (2018) Twenty-Five Years of Global Imbalances. *Sustaining Economic Growth in Asia* (eds. Cohen-Setton J., Helbling T., Posen A., Rhee C.), Peterson Institute for International Economics.

Quarles R.K. (2019) The Financial Stability Board at 10 Years – Looking Back and Looking Ahead. *Speech at the European Banking Federation's Banking Summit "Building A Positive Future For Europe"*. Available at: <https://www.fsb.org/wp-content/uploads/S031019.pdf>, accessed 25.05.2020.

Progress in Implementation of G20 Financial Regulatory Reforms (2019). FSB, June 25, 2019. Available at: <https://www.fsb.org/2019/06/progress-in-implementation-of-g20-financial-regulatory-reforms/>, accessed 25.05.2020.

Schmukler S.L., Zoido P., Halac M. (2003) Financial Globalization, Crisis, and Contagion. *Background Paper for the Globalization World Bank Policy Research Report*.

The Financial System We Need. From Momentum to Transformation (2016). UNEP. October 2016. Available at: http://unepinquiry.org/wp-content/uploads/2016/09/The_Financial_System_We_Need_From_Momentum_to_Transformation.pdf, accessed 25.05.2020.

Troshin N.N. (2017) International Monetary Fund Reforms and Russia's Interests. *Russia: Development Trends and Prospects*, vol. 2, part 2, pp. 189–192 (in Russian).

Vestergaard J. (2011) The World Bank and the Emerging World Order. Adjusting to Multipolarity at the Second Decimal Point. *Danish Institute for International Studies (DIIS) Report*. No. 5.

World Economic Outlook Update. June 2020 (2020), Washington DC; International Monetary Fund.

Zvonova E.A., Ershov M.V., Kuznetsov A.V., Navoj A.V., Pischik V.Ya. (2016) *Reforming the International Financial Architecture and Russian Financial Market*, Moscow: RUSAINS (in Russian).