

АКТУАЛЬНІ ТРАНСФОРМАЦІЇ ФІНАНСОВО-ІНСТИТУЦІЙНОГО ПРОСТОРУ ЄВРОЗОНИ

© 2016 КОРНІВСЬКА В. О., ЯРЕМЕНКО В. Г.

УДК 330.341.2

Корнівська В. О., Яременко В. Г.

Актуальні трансформації фінансово-інституційного простору єврозони

В статті подано результати дослідження процесів реформування фінансово-інституційного простору єврозони, що у довгостроковій перспективі створює підґрунтя для наріжних, базових змін, результатом яких буде не просто посткризовий «перезапуск» системи фінансових інститутів, а формування нових механізмів циркуляції ліквідності та перебудова на цій основі діючої моделі інвестиційного процесу з переважно банківської на ринкову (фондову). На основі аналізу кредитної взаємодії банківських установ єврозони та реального сектора в роботі зроблено висновки відносно обмеженої ефективності діючої моделі інвестиційного забезпечення через неспроможність домінуючих фінансових інститутів (банків) включити процеси економічного відновлення в умовах розриву комплементарної взаємодії банківських структур із реальним сектором економіки. В роботі обґрунтовано, що розрив комплементарності банківської системи та реального сектора сформувався у тому числі і зв'язку із розвитком негативної в загальноекономічному контексті комплементарності держави та банківського сектора, що значно спотворює конкурентні засади європейського фінансово-інституційного простору, сприяє банківському лобі та заважає процесам реформування банківського простору, який і надалі буде обмежено ефективним.

Ключові слова: фінансово-інституційне реформування, єврозона, комплементарність, Союз Ринків Капіталу.

Рис.: 12. **Бібл.:** 8.

Корнівська Валерія Олегівна – кандидат економічних наук, старший науковий співробітник відділу економічної теорії, Інститут економіки та прогнозування НАН України (вул. Панаса Мирного, 26, Київ, 01011, Україна)

Яременко Валентина Григорівна – кандидат економічних наук, доцент кафедри державних фінансів, Харківський інститут фінансів Київського національного торговельно-економічного університету (пров. Плетньовський, 5, Харків, 61003, Україна)

УДК 330.341.2

UDC 330.341.2

Корниевская В. О., Яременко В. Г. Актуальные трансформации финансово-институционального пространства еврозоны

В статье представлены результаты исследования процессов реформирования финансово-институционального пространства еврозоны, которое в долгосрочной перспективе создает почву для базовых изменений, результатом которых будет не просто посткризисный «перезапуск» системы финансовых институтов, а формирование новых механизмов циркуляции ликвидности и перестройка на этой основе действующей модели инвестиционного процесса с преимущественно банковской на рыночную (фондовую). На основе анализа кредитного взаимодействия банковских учреждений еврозоны и реального сектора в работе сделаны выводы относительно ограниченной эффективности действующей модели инвестиционного обеспечения из-за неспособности доминирующих финансовых институтов (банков) включить процессы экономического восстановления в условиях разрыва комплементарного взаимодействия банковских структур с реальным сектором экономики. В работе обосновано, что разрыв комплементарности банковской системы и реального сектора сформировался в том числе в связи с формированием негативной в общеэкономическом контексте комплементарности государства и банковского сектора, что значительно искажает конкурентные основы европейского финансово-институционального пространства, способствует банковскому лобби, мешает процессам реформирования банковского пространства, которое и в дальнейшем будет ограниченно эффективным.

Ключевые слова: финансово-институциональное реформирование, еврозона, комплементарность, Союз Рынков Капитала.

Рис.: 12. **Библ.:** 8.

Корниевская Валерия Олеговна – кандидат экономических наук, старший научный сотрудник отдела экономической теории, Институт экономики и прогнозирования НАН Украины (ул. Панаса Мирного, 26, Киев, 01011, Украина)

Kornivska V. O., Yaremenko V. H. Current Transformations of the Eurozone Financial and Institutional Space

The article presents the results of studying the processes of reforming the financial and institutional space of the eurozone, which in the long run creates the foundation for basic changes, which will result in not just a post-crisis “restart” of the system of financial institutions, but the creation of new mechanisms of liquidity circulation and in view of this the restructuring of the current model of investment process from mainly the banking into the market (stock) one. On the basis of the analysis of the credit cooperation between banking institutions of the eurozone and the real sector there made conclusions about the limited effectiveness of the current model of investment support due to the inability of the dominant financial institutions (banks) to enable economic recovery under conditions of the gap between the complementary interaction of banking institutions and the real sector of the economy. The paper justifies that the gap between the complementarity of the banking system and the real sector emerged also in connection with the formation of the negative in the general economic context complementarity of the state and the banking sector, which greatly distorts the competitive foundations of the European financial and institutional space, contributes to the banking lobby, hinders the process of reforming the banking space, which will be of limited effectiveness in the future.

Keywords: financial and institutional reform, eurozone, complementarity, Capital Markets Union.

Fig.: 12. **Bibl.:** 8.

Kornivska Valeria O. – Candidate of Sciences (Economics), Senior Research Fellow, Department of Economic Theory, Institute for Economics and Forecasting of NAS of Ukraine (26 Panasa Myrnoho Str., Kyiv, 01011, Ukraine)

Yaremenko Valentyna H. – Candidate of Sciences (Economics), Associate Professor, Department of Public Finance, Kharkiv Institute of Finance of the Kyiv National University of Trade and Economics (5 Pletnovskiy Lane, Kharkov, 61003, Ukraine)

Яременко Валентина Григорьевна – кандидат економічних наук, доцент кафедри державних фінансів, Харківський інститут фінансів Київського національного торговельно-економічного університету (пер. Плетневський, 5, Харків, 61003, Україна)

Постановка проблеми: Глобальна фінансова криза висвітлює глибинні дисбаланси та викривлення світової економіки, що виникли як результат інституційних деформацій у системі національних господарств і наднаціонального простору економічної взаємодії; багатство факторів, що впливали на ці процеси, зумовлює унікальність сучасної кризи, яка в науковому дискурсі розглядається не тільки як системна нестабільність, а як глибинний трансформаційний перехід – сингулярність [1, с. 39]. При цьому подолання наслідків цих процесів потребує зміни як глибинних підходів в організації економічної активності, так і кардинального переформатування системи державного регулювання, особливо це стосується фінансових ринків, що стали катализатором загальносистемної нестабільності. Значним вкладом у фінансово-інституційну перебудову глобального економічного простору стали європейські трансформації нагаду, які спрямовані на подолання сегментованості регуляторних підходів, створення єдиної наглядової системи на фінансовому ринку з поступовим переходом до домінування наднаціональних органів нагляду, при цьому одним із найважливіших напрямів реформування стало створення основ для відродження комплементарного зв'язку між реальною економікою та банками. В той же час актуальний стан банківської системи єврозони свідчить про вкорінення дисбалансів, що заважають реанімації позитивної взаємодії реального та банківського сектора та ставлять під питання ефективність реформування.

Аналіз останніх публікацій: Український науковий дискурс із приводу проблематики європейських інституційних трансформацій представлений системними роботами О. Білоруса, В. Гейця, А. Гриценка, Т. Єфіменко, О. Кузнецова, В. Міщенко, С. Науменкової, В. Сіденка, О. Яременка. Західні підходи до обґрунтування європейських посткризових фінансових трансформацій наведено у роботах Р. Мохадма, Е. Познера, Х. Джеймса та ін.

Метою цієї роботи є систематизація актуальних тенденцій кредитної активності банків єврозони для обґрунтування можливостей відновлення комплементарних зв'язків між реальним і фінансовим секторами економіки і виявлення перспектив фінансово-інституційного реформування у євзоні.

Результати. Одним із базових протиріч, розвиток яких створив підґрунтя для стану біфуркації, є суперечність між глобалізацією, яка розвивається через інформаційно-технологічні та фінансово-економічні механізми, і локалізацією, яка реалізується через просторово-територіальні форми. Інституційною формою укорінення глобалізації є зростання ролі транснаціональних корпорацій, а інституційною формою укорінення локалізації є посилення значення організаційно-економічних структур, які базуються на певній території, і послаблення ролі територіально-державних утворень, що може бути кваліфіковано як криза національних держав [2, с. 10–11]. Вона сьогодні проявляється не тільки в загальнонизькій ефективності національ-

них урядів у контексті подолання рецесії, а й у тому, що посилення наднаціональної взаємодії в процесі боротьби з кризою поставило світ перед необхідністю створення основ глобального управління для формування засад усталеного посткризового розвитку. Довіра до національних урядів продовжує зменшуватися, тоді як рівень довіри до наднаціональних органів управління зростає, від них очікується прийняття та реалізація ефективної стратегії посткризового розвитку. Водночас слід зауважити, що наднаціональний рівень регуляторної взаємодії формувалася з метою інституціоналізації руху глобального капіталу, форми та мотивації циркуляції якого докорінно трансформують вигляд світової економіки сьогодні та у майбутньому, породжуючи такі феномени, як фінансіалізація та гіперфінансіалізація глобальної економіки [3, с. 10], що значно вплинули на інституційну ефективність національних держав. Тому мотивації наднаціонального регулювання на сучасному етапі мають трансформуватися в контексті гармонізації взаємодії з національними підходами з метою пошуку шляхів посткризового розвитку.

Економічна взаємодія на рівні національних держав характеризується глибиною комплементарності її складових елементів, яка виключає просторово-часові розриви, гармонійне поєднання довгострокових і короткострокових мотивацій економічної діяльності, що зумовлює ефективність інституційної системи. Трансформації світового устрою у процесі розвитку фінансіалізаційних тенденцій зумовили деформації базових комплементарних зв'язків у системі національних держав, з особливою гостротою це проявилось в системі взаємодії реального сектора та банків, які не тільки продемонстрували себе осередком кризових тенденцій, але й визначили свою нейтральну позицію щодо посткризового відновлення. Так, витрати на підтримку депресивних фінансових установ у таких країнах, як Бельгія, Греція, Ірландія, Люксембург, Нідерланди, Австрія, за різними даними склали більше 5 % ВВП. Але наскільки виправданими були ці витрати сьогодні дуже складно відповісти, адже зростання повільне, а безробіття високе: його рівень у зоні євро виріс із докризових 7,5 % (в 2007 році) до 11,6 % в 2014 році, в ЄС за той же період безробіття зросло з 7,2 % до 10,2 %.

Активне світове фінансово-інституційне реформування, що сьогодні розвивається у світі, спрямоване на подолання опортуністичного характеру фінансових ринків як у глобальному контексті, так і на рівні національних держав. Спроба гармонізувати наднаціональний і національний рівень регуляторної взаємодії для відновлення комплементарності фінансового та реального секторів є базовим контекстом реформування фінансового простору в євзоні та ЄС.

Воно складається з трьох взаємопов'язаних систем заходів, спрямованих на: 1) створення єдиної системи наднаціонального нагляду, що є домінуючою стосовно національних органів; 2) формування дійсно єдиного європей-

ського фінансово-інституційного простору шляхом формування Союзу Ринків Капіталу; 3) впорядкування банківської діяльності в межах створеного Банківського Союзу.

Всі вказані напрями реформування так чи інакше створюють підґрунтя для наріжних, базових змін, результатом яких буде не просто посткризовий «перезапуск» системи фінансових інститутів, а формування нових механізмів циркуляції ліквідності та, можливо, перебудова на цій основі діючої моделі інвестиційного процесу в континентальній Європі з переважно банківської на ринкову (фондову).

Діюча модель показала свою обмежену ефективність через неспроможність домінантних фінансових інститутів (банків) включити процеси економічного відновлення в умовх розриву комплементарної взаємодії

банківських структур із реальним сектором економіки. Причому проблема розриву комплементарності проявляється не тільки у скороченні обсягів кредитування реальних економічних процесів, але й у зменшенні фінансування з боку банківської системи соціально важливих напрямів, таких як підприємства освіти, охорони здоров'я, соціальної роботи, мистецтва, інакше кажучи, кредитування продовжує бути соціально неефективним як кількісно, так і якісно.

Якщо подивитись на монетарний розвиток у еврозоні (дані січня 2016 р.) (рис. 1), то можна стверджувати, що кредитно-інвестиційна активність банків не зростає, обсяги виданих кредитів та цінних паперів на балансі інститутів грошового ринку на сьогодні менші за показники 2011 р. (історичний максимум):

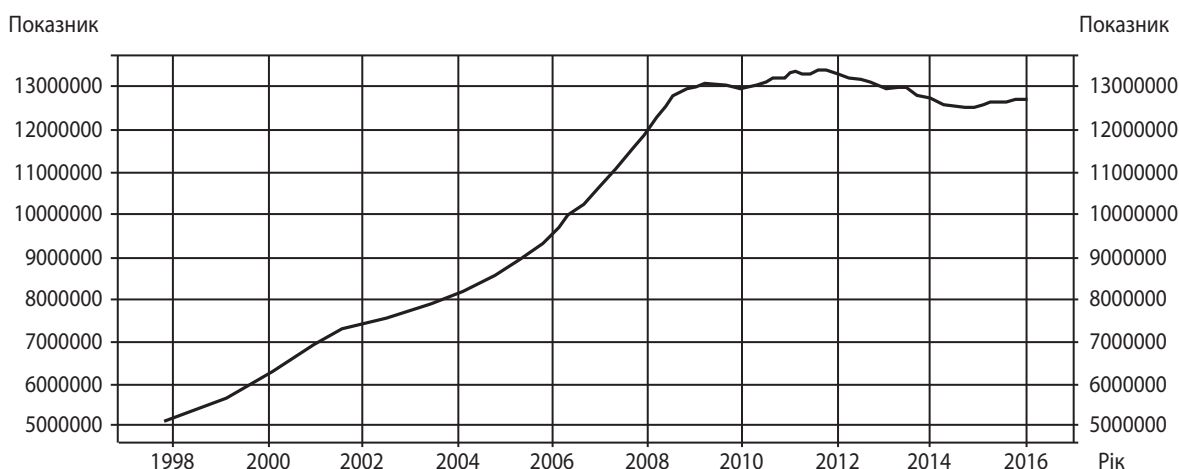


Рис. 1. Загальні обсяги виданих кредитів і цінних паперів на балансі інститутів грошового ринку (MFI) в еврозоні (млн євро)

Джерело: [4]

Показник кредитної активності на ринку кредитів нефінансовим корпораціям також далекий від історичного максимуму 2009 р. (рис. 2).

При цьому слід зазначити, що після 2008 р., коли відбулося падіння обсягів кредитних операцій MFI з нефінансовими корпораціями, загальні обсяги кредитно-

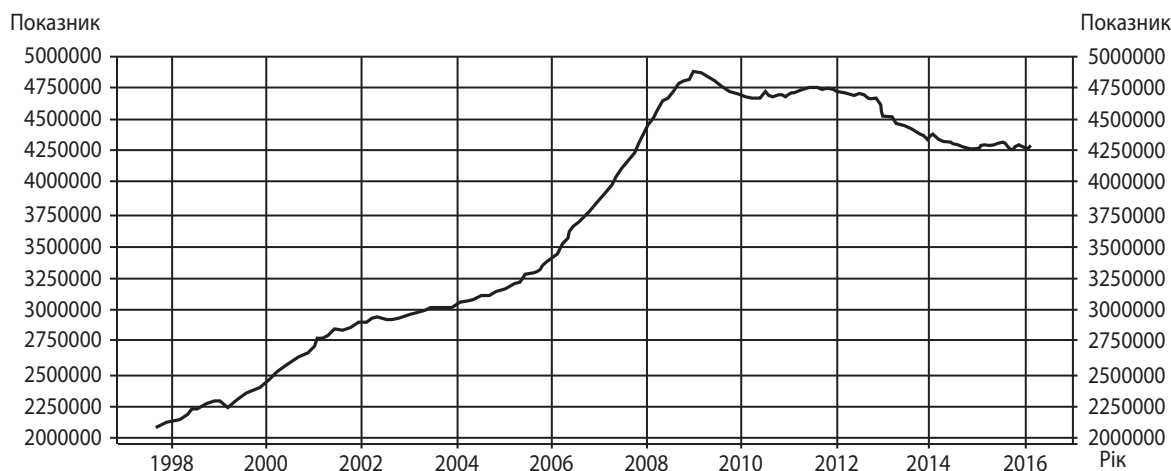


Рис. 2. Загальні обсяги кредитів, виданих MFI нефінансовим корпораціям у еврозоні в 1998–2016 рр. (млн євро)

Джерело: [4]

інвестиційних операцій продовжували зростати (до 2012 р.). Це означає, що серед банківських операцій першого кризового удару зазнала саме взаємодія із реальним сектором економіки, що свідчить про деформацію комплементарності (адже вбудовані механізми стабілізації ситуації на кредитному ринку не спрацювали).

Істотного падіння зазнало короткострокове кредитування (із практично 1 трлн 400 млрд євро у 2009 р. до 1 трлн 050 млрд євро у 2016 р.) (рис. 3).

Менш стрімкого, але також значного падіння зазнало кредитування строком від 1 до 5 років (рис. 4), водночас у 2015–2016 рр. цей сегмент показує певне зростання.



Рис. 3. Загальні обсяги кредитів до 1 року, виданих МФІ нефінансовим корпораціям у Єврозоні в 2004–2016 рр. (млн євро)

Джерело: [4]

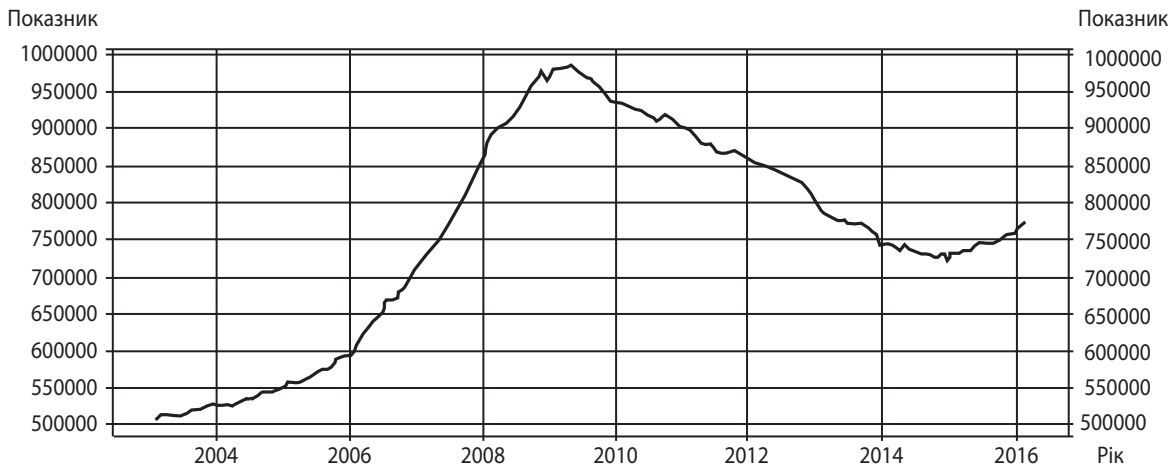


Рис. 4. Загальні обсяги кредитів від 1 року до 5, виданих МФІ нефінансовим корпораціям у Єврозоні в 2004–2016 рр. (млн євро)

Джерело: [4]

Найбільш витривалишим щодо реакції на кризу демонструє себе сегмент довгострокового кредитування (строком більше 5 років), його обсяги зростали до 2012 року, проте криза суверенних облігацій відобразилася і на ньому, зменшивши обсяги з 2,7 до 2,47 трлн євро (рис. 5)

В той же час, якщо ми проаналізуємо депозитну взаємодію інститутів грошового ринку та нефінансових корпорацій, то побачимо, що загальний обсяг депозитів у банківській системі починаючи із 1998 року з незначними коливаннями зростає: в 2000 р. цей показник складав 750 млрд євро, в 2016 р. – більше 2000 млрд євро (рис. 6). Отже, очевидно, що, отримуючи ліквідні ресурси, банків-

ська система працює явно неефективно в частині її кредитної активності із нефінансовими корпораціями.

Якщо проаналізувати, яким чином останніми роками розвивалось кредитування визначених видів діяльності, то виникає значне занепокоєння. Крім кредитування підприємств сільського, рибного та лісового господарств (з 2009 р. по 2016 р. там тривало збільшення обсягів кредитів із приблизно 160 млрд євро до практично 180 млрд євро) та підприємств електропостачання, газопостачання, кондиціонування повітря, водопостачання, управління відходами, де стрімке зростання обсягів кредитування практично в два рази в період 2005–2009 рр. протягом кризи та рецесії змінилося незначними коливаннями в межах

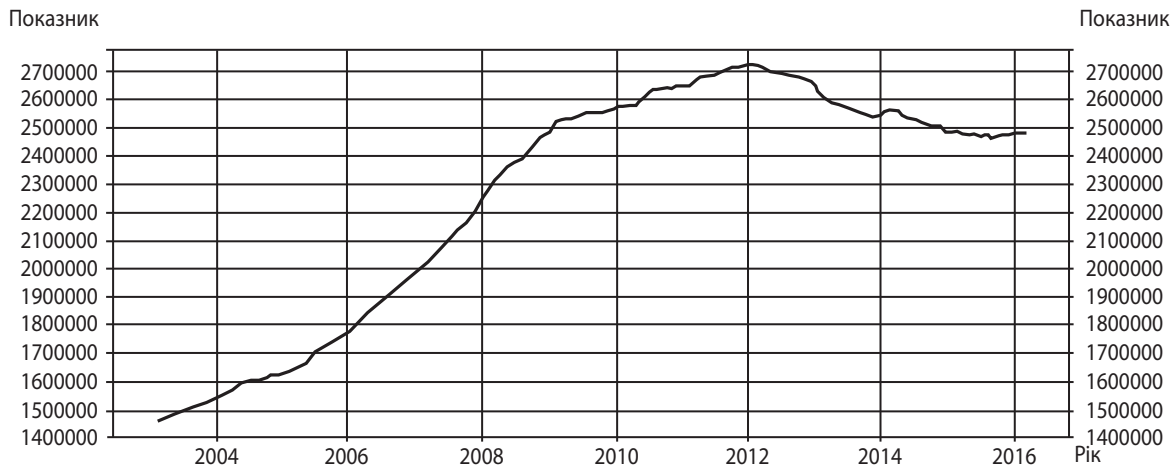


Рис. 5. Загальні обсяги кредитів строком більше 5 років, виданих МФІ нефінансовим корпораціям у Єврозоні в 2004–2016 рр. (млн євро)

Джерело: [4]

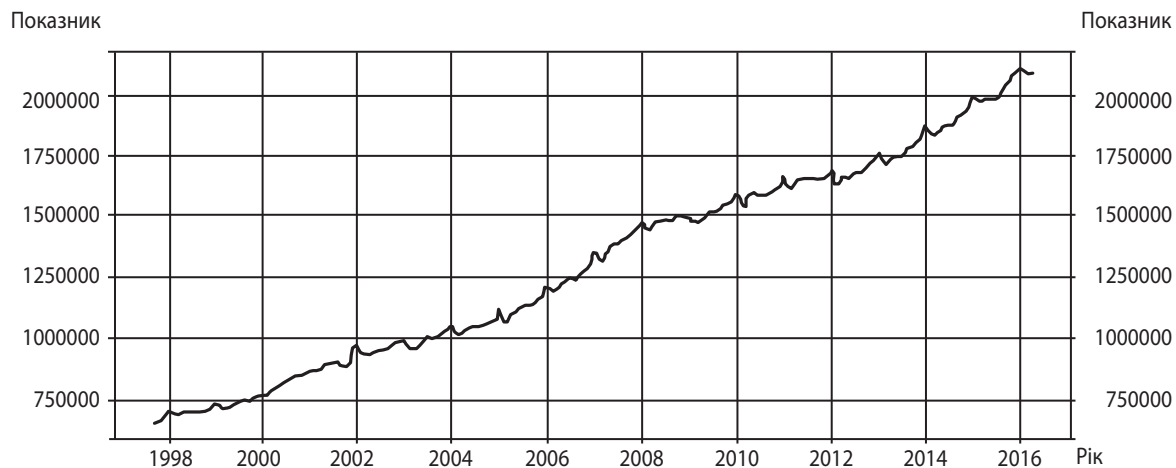


Рис. 6. Загальні обсяги депозитів, отриманих від нефінансових корпорацій у Єврозоні в 1998–2016 рр. (млн євро)

Джерело: [4]

225 млрд євро, падіння відбулося по всіх сферах економіки Єврозони.

Сильно постраждало під час кризи кредитування підприємств освіти, охорони здоров'я, соціальної роботи, мистецтва, розваги та відпочинку. Його обсяги з 2009 по 2016 рр. зменшилися із 450 млрд євро до 340 млрд євро, або практично в 1,32 разу.

В той же час протягом кризи та подальшої рецесії значно зросла кредитно-інвестиційна взаємодія банківської системи Єврозони із державами Єврозони. Так, за період 2008–2012 рр. обсяги кредитів МФІ, наданих державам зони євро, зросли із 800 млрд євро до рекордних 1 трлн 200 млрд (практично в 1,5 разу), після 2012 р. тривало певне зниження показника, в 2016 р. він склав близько 1 трлн 100 млрд, у той же час перевищивши докризовий показник в 1,37 разу (рис. 7).

Не меншими, а навіть більшими за обсяги кредитів державам є інвестиції МФІ в боргові цінні папери, емітовані державами зони євро (рис. 8). Так, якщо в 2008 році цей

показник складав 1 трлн 200 млрд євро, то в 2015 р. він був вже на рівні більше 1 трлн 900 млрд євро, зростання складо 1,6 разу.

Таким чином, кредитно-інвестиційна взаємодія держави та МФІ на сьогодні складає приблизно 3 трлн євро. Це значна цифра, особливо порівняно із показниками кредитування реального сектора економіки, що в 2016 році за загальними обсягами складало приблизно 4 трлн 250 млрд. До того ж до кризи кредитування реального сектора було більшим за кредитування держав у 2,375 разу, після кризи цей показник був на рівні 1,4 разу. Отже, ситуація складається явно не на користь підприємств реального сектора.

Після виверження європейської боргової кризи частка внутрішнього державного боргу, що перебуває у власності національної банківської системи, різко зросла, причому в країнах, що найбільше постраждали від кризи. На сьогодні витіснення кредитування приватного сектора на фоні зростання кредитування держави є чи не най-

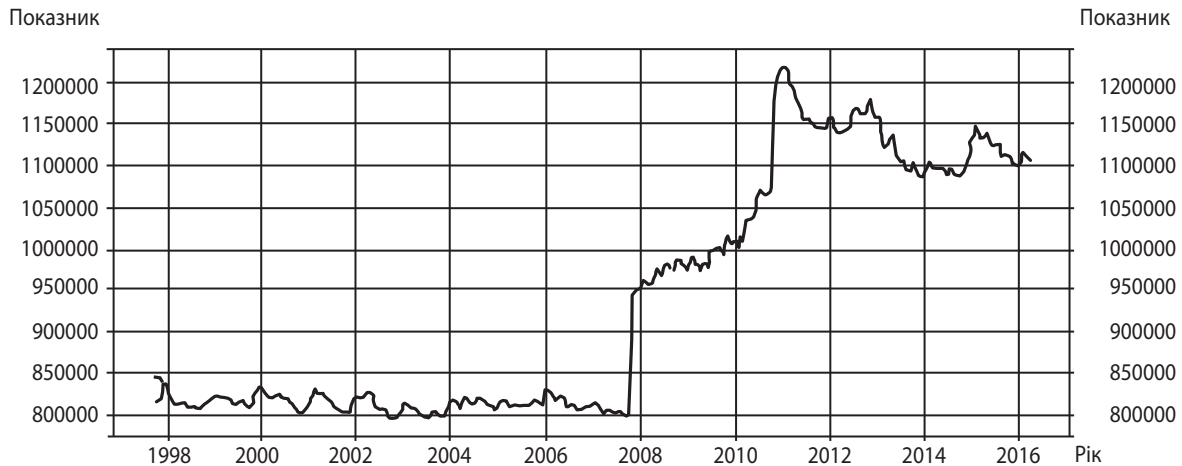


Рис. 7. Кредити МФІ, надані державам зони євро (млн євро)

Джерело: [4]



Рис. 8. Боргові цінні папери, емітовані державами зони євро, на балансі МФІ (млн євро)

Джерело: [4]

глибшим ризиком стабільності в єврозоні. І тут проблема не лише в ризиках суверенного дефолту, який призведе до банківської кризи та повторення загальносистемної кризи, проблема також у тих інституційних трансформаціях, які виникають у середовищі фінансових посередників, що звикають спрямовувати свою діяльність не в контексті довгострокової ефективності, а для досягнення короткострокової доходності від операцій з цінними паперами та диверсифікації ризиків. Крім того, існують дослідження [4], що саме недокапіталізовані банки для мінімізації ризиків найбільш часто оперують цінними паперами суверенного боргу, інакше кажучи – потенційно нестабільні суб'єкти фінансового ринку оперують цінними паперами потенційно нестабільних державних суб'єктів, значно розширюючи простір для формування ризиків загальносистемної нестабільності.

Крім того, для єврозони зростає проблема збільшення кредитування населення на фоні зменшення кредитування реального сектора економіки (рис. 9). Така тенденція спостерігається сьогодні у багатьох країнах, і проблема не вирішується, а зростає в умовах погіршення показників повернення кредитів.

Якщо подивитись на кредитну активність у Німеччині, то очевидно є тенденція до недостатнього кредитування сектора нефінансових корпорацій, на відміну від сектора домогосподарств. Так, після кризового падіння в 2008–2011 рр. триваючі коливальні тенденції ще не вивели кредитування виробничого сектора на докризовий рівень, в той час як кредитування домогосподарств, незважаючи на кризу, з 2008 р. постійно зростало, вишовши в 2016 р. на рекордний рівень – 1530 млрд євро. Обсяги кредитування нефінансових корпорацій у 2016 р. склали 920 млрд євро, тоді як у 2008 р. цей показник був на рівні приблизно 950 млрд євро.

Тенденції зростання кредитування домогосподарств на фоні зменшення кредитування нефінансових корпорацій тривають і в Італії. Отже, аналіз свідчить про недосконалість кредитно-інвестиційного процесу в єврозоні та слабку ефективність банківської системи.

Сьогодні слід враховувати, що розрив комплементарності банківської системи та реального сектора сформувався більшою мірою у зв'язку із формуванням негативної в загальноекономічному контексті комплементарності держави та банківського сектора, яка значно спотворює кон-

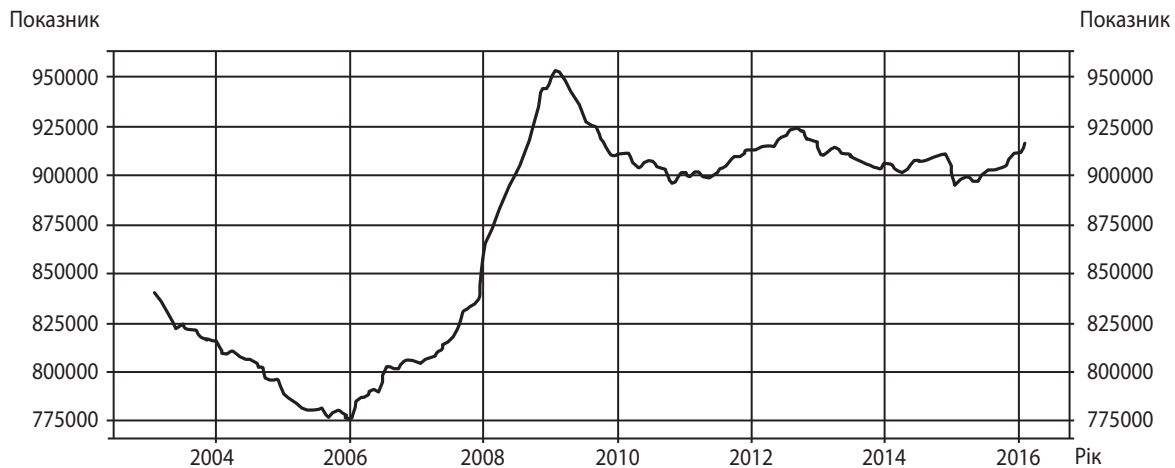


Рис. 9. Загальні обсяги кредитів, виданих нефінансовим корпораціям, скориговані на продаж та сек'юритизацію, у Німеччині за період 2003–2016 рр. (млн євро)

Джерело: [4]

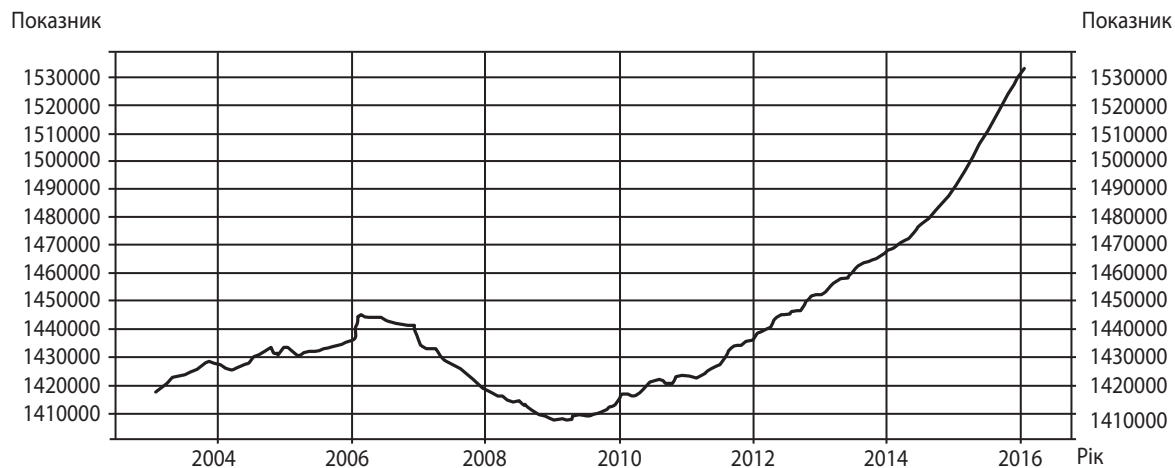


Рис. 10. Загальні обсяги кредитів, виданих домогосподарствам і неприбутковим організаціям, що їх обслуговують, скориговані на продаж і сек'юритизацію, у Німеччині за період 2003–2016 рр. (млн євро)

Джерело: [4]

курентні засади європейського фінансово-інституційного простору. Як свідчать основні підходи ЄЦБ, фінансова інтеграція шляхом створення умов вільної конкуренції у всіх фінансових сегментах ринку єврозони має сприяти зростанню кредитно-інвестиційних процесів. У той же час сучасні тенденції розвитку банківського сегменту свідчать про неоднозначність процесів, що деформують конкурентні начала фінансових відносин у єврозоні та показують обмежену ефективність банківської системи. Йдеться про формування замкненого кола взаємодії банків і держави; адже держава протягом активної фази кризи рефінансувала та докапіталізувала банківську систему, яка сьогодні кредитує державу й інвестує кошти в державні цінні папери; на цьому тлі кредитування реального сектора економіки зменшується. Таким чином, сьогодні в Європі тривають процеси зрощення держави та фінансового капіталу, які будуть спотворювати конкурентне середовище. Тут слід брати до уваги, що інституційне реформування на фінансових ринках ЄС, в тому числі через створення Банків-

ського Союзу, спрямоване на подолання згубного зв'язку між банками та державою [5]. Водночас наявний високий рівень взаємних обов'язків між банками та державою буде сприяти банківському лобі та заважати процесам реформування банківського простору, який і надалі буде обмежено ефективним. У цих умовах провідники реформування в ЄС спрямовують зусилля на створення нових механізмів наповнення реального сектора економіки ліквідністю шляхом запровадження Союзу Ринків Капіталу (СРК).

Створення Союзу Ринків Капіталу сьогодні вважається кроком, що має завершити трансформаційні процеси та запровадити єдиний ринок капіталу для всіх 28 держав-членів ЄС. В лютому 2015 р. Єврокомісія оприлюднила Зелену книгу «Розбудова Союзу Ринків Капіталу». В ній зазначалося [6], що реалізація основного європейського пріоритету – економічного зростання та створення робочих місць – стикається з істотною перешкодою, пов'язаною із недостатністю інвестування. Тому головна ціль Союзу – це активізація ринків капіталу та небанків-

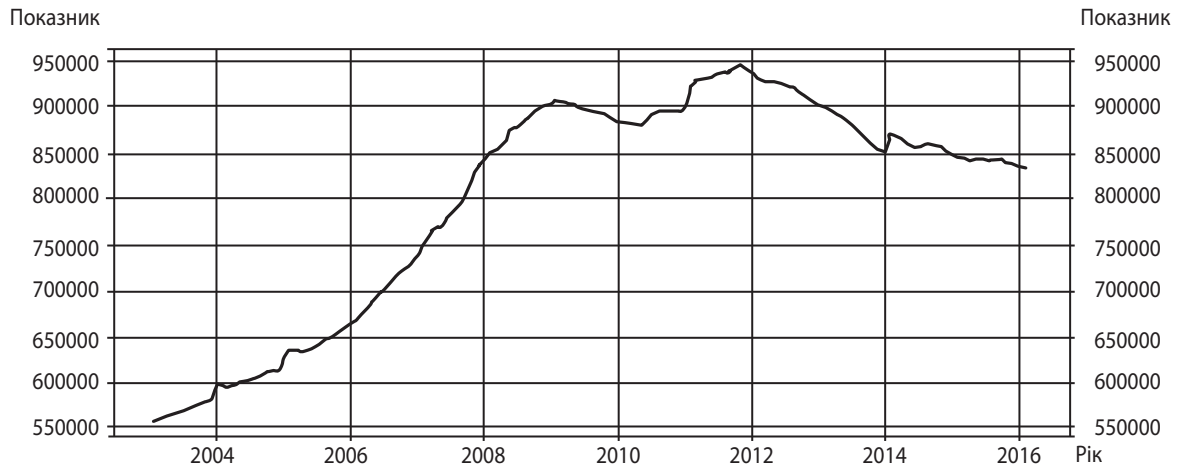


Рис. 11. Загальні обсяги кредитів, виданих нефінансовим корпораціям, скориговані на продаж і сек'юритизацію, в Італії за період 2003–2016 рр.

Джерело: [4]

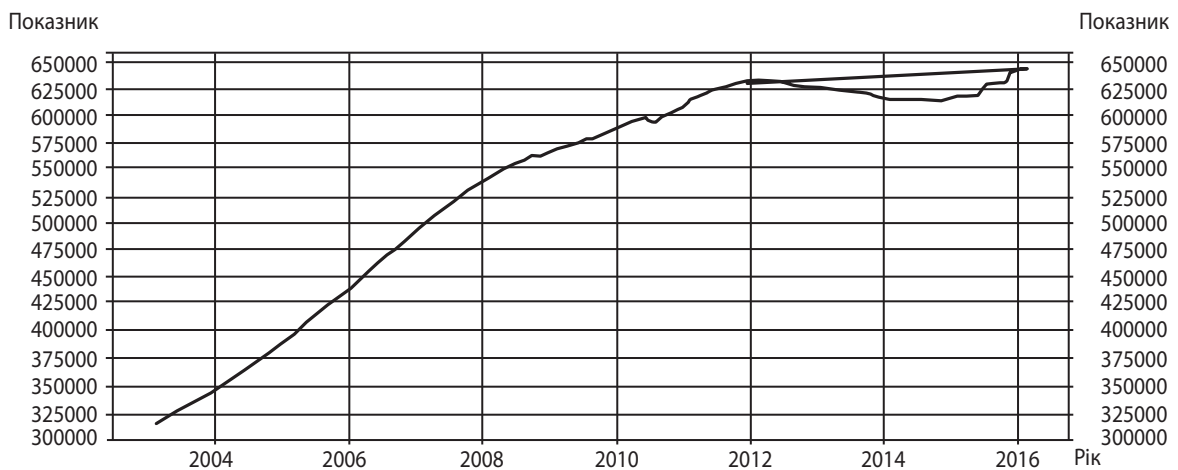


Рис. 12. Загальні обсяги кредитів, виданих домогосподарствам і неприбутковим організаціям, що їх обслуговують, скориговані на продаж і сек'юритизацію, в Італії за період 2003–2016 рр. (млн євро)

Джерело: [4]

ських фінансових установ у контексті посткризового відновлення послабленої економіки ЄС, диверсифікація джерел фінансування економіки та зниження вартості залучення інвестиційних коштів для малого та середнього бізнесу [7]. Іншими словами, відновлення необхідної комплементарності фінансового та реального секторів.

Ці процеси потребують сьогодні особливої дослідницької уваги через революційність змін, які в довгостроковій перспективі можуть стати результатом впровадження СРК. Йдеться про поступовий відхід від переважно банківської моделі та розвиток фондової моделі інвестиційного фінансування через запровадження нових небанківських механізмів насичення економіки ліквідністю. Дослідники європейських трансформацій зазначають, що вони мають переважно кумулятивний характер [8], завжди впроваджуються шляхом поступового вживання в інституційне середовище, а отже, мають потрібний рівень ефективності. Відхід від домінування банків в інвестиційному процесі, що декларується як одна з цілей створення СРК, – це надто

гучна та революційна мотивація, до таких подій європейське середовище не звикло, воно може просто відторгнути подібні інституційні інновації.

Висновки. Завершальні кроки щодо формування Економічного та Валютного Союзу в ЄС ускладнюються завданнями переформатування всієї системи фінансових взаємодій, у якій в довгостроковій перспективі банки вже не будуть грати провідної ролі в забезпеченні кредитно-інвестиційного процесу. Саме в контексті подолання домінантного стану банків на інвестиційному ринку та створення нових механізмів циркуляції ліквідності для виходу з кризового становища і розвивається реформування у єврозоні.

ЛІТЕРАТУРА

1. Яременко О. Інституційні підвалини трансформаційних процесів в економіці / О. Яременко ; за ред. А. А. Грицен-

ка // Інституційні трансформації соціально-економічної системи України : монографія. – Київ : Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2015. – С. 39. – 262 с.

2. Гриценко А. Методологія дослідження інституційних трансформацій в умовах поєднання інверсійного типу ринкових перетворень і глобалізації економіки / А. Гриценко // Інституційні трансформації соціально-економічної системи України : монографія. – Київ : Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2015. – С. 10–11. – 262 с.

3. Білорус О. Г. Структурна трансформація глобального капіталу та гіперфінансіалізація відтворювальних процесів / О. Г. Білорус // Фінанси України. – 2016. – № 1. – С. 7–19.

4. Anil A. Sovereign risk and bank risk-taking [Електронний ресурс] / А. Anil. – Режим доступу : <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1894.en.pdf>

5. Moghadam R. Europe's Road to Integration [Електронний ресурс] / R. Moghadam // FINANCE & DEVELOPMENT. – 2014. – Vol. 51. – № 1. – Режим доступу : <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/03/moghadam.htm>

6. GREEN PAPER Building a Capital Markets Union [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52015DC0063>

7. Yves Mersch: Capital markets union – the “Why” and the “How” [Електронний ресурс]. – Режим доступу : <http://www.bis.org/review/r141023g.pdf>

8. Posner E. Financial Transformation in the European Union [Електронний ресурс] / E. Posner. – Режим доступу : <http://english.case.edu/wp-content/blogs.dir/134/files/2015/01/Posner.Transformation.pdf>

Bilorus, O. H. “Strukturna transformatsiia hlobalnoho kapitalu ta hiperfinansializatsiia vidtvoriuvalnykh protsesiv” [Structural transformation of global capital and hyper-financialization of re-production processes]. *Finansy Ukrainy*, no. 1 (2016): 7-19.

“GREEN PAPER Building a Capital Markets Union” <http://eur-lex.europa.eu/legal-content/EN/TXT/?uri=celex%3A52015DC0063>

Hrytsenko, A. “Metodolohiia doslidzhennia instytutsiinykh transformatsii v umovakh poiednannia inversiinoho typu rynkovykh peretvoren i hlobalizatsii ekonomiky” [Research methodology institutional transformations in terms of a combination of inversion of the type of market reforms and globalization of the economy]. In *Instytutsiini transformatsii sotsialno-ekonomichnoi systemy Ukrainy*, 10-11. Kyiv: Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2015.

Moghadam, R. “Europe's Road to Integration” FINANCE& DEVELOPMENT. <http://www.imf.org/external/pubs/ft/fandd/2014/03/moghadam.htm>

Posner, E. “Financial Transformation in the European Union” <http://english.case.edu/wp-content/blogs.dir/134/files/2015/01/Posner.Transformation.pdf>

“Yves Mersch: Capital markets union - the “Why” and the “How”” <http://www.bis.org/review/r141023g.pdf>

Yaremenko, O. “Instytutsiini pidvalyny transformatsiinykh protsesiv v ekonomitsi” [The institutional framework of the transformation processes in the economy]. In *Instytutsiini transformatsii sotsialno-ekonomichnoi systemy Ukrainy*, 39-. Kyiv: Ін-т економіки та прогнозування НАН України, 2015.

REFERENCES

Anil, A. “Sovereign risk and bank risk-taking” <https://www.ecb.europa.eu/pub/pdf/scpwps/ecbwp1894.en.pdf>