

УДК 339.9.012.23

doi: 10.15330/apred.1.15.113-121

*Васильченко С.М.<sup>1</sup>, Малишівський Т.В.<sup>2</sup>*

## РЕГІОНАЛЬНІ ФОНДОВІ РИНКИ ТА ГЛОБАЛЬНІ ЕКОНОМІЧНІ ЦИКЛИ

<sup>1</sup> ДВНЗ “Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника”,  
Міністерство освіти і науки України,  
кафедра теоретичної і прикладної економіки,  
вул. Шевченка, 57, м. Івано-Франківськ, 76018, тел.  
(0342) 75-23-91, e-mail: sergo\_v@ukr.net

<sup>2</sup> ДВНЗ “Прикарпатський національний університет імені Василя Стефаника”,  
Міністерство освіти і науки України,  
кафедра теоретичної і прикладної економіки,  
вул. Шевченка, 57, м. Івано-Франківськ, 76018, тел.  
(0342) 75-23-91, e-mail: etmal@ukr.net

**Анотація.** В статті досліджується взаємозв'язок між фінансіалізацією економік провідних країн світу і характером сучасного глобального економічного циклу. Починаючи із 1999 року у глобальній економіці спостерігається явище «фінансіалізації економіки». Внаслідок фінансіалізації сучасної економіки генераторами ділового циклу стали фінансові ринки. Саме нестабільність фінансових ринків провокує діловий цикл. Це відкриває можливість робити прогнози коливань ділової активності (глобального економічного циклу), спираючись на відомі і проаналізовані нами особливості розвитку фондового ринку. Автори статті припускають, що в силу певних закономірностей функціонування фондового ринку можна прогнозувати період глобального економічного циклу, що дозволить запобігати його руйнівному впливу на світову економіку. Чим визначається тривалість сучасного економічного циклу (період економічного циклу) в сучасній глобальній економіці, чи можна визначити в часі ймовірність настання чергової рецесії? Ці питання залишаються мало дослідженими і тому дуже актуальними враховуючи руйнівний характер та планетарний масштаб соціально-економічних наслідків сучасного глобального циклу. Тому метою нашого дослідження є оцінка можливостей прогнозування періоду сучасного економічного циклу, а задачами дослідження – аналіз взаємної динаміки показників економічного росту та розвитку фондових ринків провідних країн – основних гравців сучасного глобального фондового ринку. Період глобального економічного циклу, за нашими оцінками, сьогодні складає 7-8 років. Аналіз динаміки економічного росту та фондових ринків провідних країн світу дає нам підставу вважати, що наступна фінансова криза може відбутися уже в 2022-2023 рр.

**Ключові слова.** Глобалізація економіки, транснаціоналізація, фінансіалізація, фінансова криза, глобальні економічні цикли, період економічного циклу.

*Vasylchenko S .M.<sup>1</sup>, Malyshivski T.V.<sup>2</sup>*

## REGIONAL STOCK MARKETS AND GLOBAL ECONOMIC CYCLES

<sup>1</sup> Vasyl Stefanyk Precarpathian National University,  
Ministry of Education and Science of Ukraine,  
Department of Theoretical and Applied Economics,  
Shevchenka Str., 57, Ivano-Frankivsk,  
76018, Ukraine,  
tel.: (0342) 75-23-91,  
e-mail: sergo\_v@ukr.net

<sup>2</sup> Vasyl Stefanyk Precarpathian National University,  
Ministry of Education and Science of Ukraine,  
Department of Theoretical and Applied Economics,  
Shevchenka Str., 57, Ivano-Frankivsk,  
76018, Ukraine,  
tel.: (0342) 75-23-91,  
e-mail: [etmal@ukr.net](mailto:etmal@ukr.net)

**Abstract.** The article examines the relationship between financialization of economies of the leading countries of the world and the nature of the modern global economic cycle. Since 1999, the phenomenon of “financialization of the economy” has been observed in the global economy. Due to financialisation of the modern economy financial markets became the generators of the business cycle. Exactly the instability of financial markets provoke a business cycle. The authors of the article suggest that due to certain laws of functioning of the stock market it is possible to predict the period of the global economic cycle which will prevent its devastating impact on the world economy. What determines the duration of the current economic cycle (the period of the economic cycle) in the modern global economy, is it possible to determine in time the probability of the onset of another recession? These issues remain poorly researched and that is why are very actual taking into account the destructive nature and the planetary scale of the social and economic consequences of the modern global cycle. According to our estimates the period of the global economic cycle is 7-8 years. The analysis of the dynamics of economic growth and stock markets of the leading countries of the world gives us a reason to expect that the next financial crisis can happen already in 2022-2023.

**Keywords.** Globalization of economy, transnationalization, financialization, financial crisis, global economic cycles, period of the economic cycle.

**Вступ.** Циклічність – це одна із основних рис ринкової економіки та невід’ємна складова функціонування і розвитку національних економік усіх країн світу. Світова фінансова криза 2008-2009рр. показала, що в основі сучасного ділового циклу лежить швидко зростаючий розрив між реальним і фінансовим капіталом, що призводить до фінансіалізації економік провідних країн світу та робить їх внутрішньо нестійкими економічними системами.

Теорія економічних циклів бере свій початок ще в середині XIX століття та пов’язана із французьким економістом Клементом Жугляром, який першим почав досліджувати саме цикли, а не окремі кризи в економіці. К. Жугляр виділив середньострокові економічні цикли тривалістю 7 – 11 років (9 років в середньому), та пов’язував їх з оновленням активної частини основного капіталу. Починаючи з XX століття, економісти активно досліджували циклічні коливання в економіці, описували нові види циклів, виявляли їх причини та розробляли рекомендації, щодо зменшення (пом’якшення) впливу даних циклів на економіку (табл.1).

*Таблиця 1*

### Основні підходи до причин циклічних коливань

*Table 1*

#### The basic approaches to causes of cyclic fluctuations

Автори	Причини циклічних коливань
У. С. Джевонс, Х. М. Мор, С. Озді	- вплив сонячної активності;
Ж. Сімонді, Т.Мальтус, Д. Гобсон, М. Туган- Барановський, Дж. Кейнс	- скорочення витрат на споживання; зростання накопичень; - зниження інвестицій;

## Продовження табл. 1

К. Маркс, Ф. Енгельс	- часовий лаг між виробництвом та споживанням
Л. Мізес, Ф. Хайєк, Л. Роббінс, К. Вікселль	- диспропорція між вищими та нижчими стадіями виробництва викликана обсягом грошової маси в обігу;
М. Туган-Барановський, Й. Шумпетер, Г. Кассель та ін.	- диспропорції у структурі перенагромодження капіталу; - скорочення обсягів виробництва основного капіталу в результаті виснаження позичкового капіталу;
У. Джевонс, В. Парето, А. Пігу, Р. Лукас	- настрої населення, що проявляється у схильності до споживання або до заощадження;
Дж. М. Кейнс	- брак споживчого попиту;
Е. Даунс, Р. Барро, Г. Крамер	- діяльність суб'єктів, які приймають політичні рішення;
Н. Д. Кондратьєв	- значні зміни в способі виробництва;
Д. Ромер	- динаміка реальних змінних в економіці.

Проаналізувавши табл. 1, можна помітити, що в процесі еволюції світової економіки еволюціонувала і сама природа економічних циклів: економічні цикли змінювалися одночасно зі зміною структури економіки. Так, до прикладу, промислові цикли (при пануванні промислового капіталу) змінилися на цикли, пов'язані зі зростанням спекулятивних операцій на товарному та грошовому ринках (при зростанні ролі фінансового капіталу) і т. д., а глобалізація економіки лише прискорила цей процес.

Сутність, причини, механізм та наслідки сучасних фінансових криз, віртуалізація економіки і фінансових ринків описані в сучасній науковій літературі достатньо детально як вітчизняними (І. О. Тивончук, П. І. Стецюк, О. І. Тивончук [1], А. М. Ткаченко, Ю. В. Калюжна [2], О. О. Перепьолкіна [3], А. Б. Пельо [4], М. В. Паламарчук [5], С. М. Козьменко, М. В. Корнеєв, В. В. Македон [6], Л. С. Філатова [7] та інші), так і зарубіжними економістами (Ben Bernanke [8], Barry Eichengreen [9], Itay Goldstein, Assaf Goldstein [10], Cencini Alvaro [11], Flavio Vieira [12], Carlos Marichal [13] та інші.)

**Постановка завдання.** Однак автори згаданих досліджень, аналізуючи можливість розгортання глобальної фінансової кризи в майбутньому, не намагаються оцінити ймовірність цього явища у часі. Чим визначається тривалість сучасного економічного циклу (період економічного циклу) в сучасній глобальній економіці, чи можна визначити в часі ймовірність настання чергової рецесії? Ці питання залишаються мало дослідженими і тому дуже актуальними враховуючи руйнівний характер та планетарний масштаб соціально-економічних наслідків сучасного глобального циклу. Тому метою нашого дослідження є оцінка можливостей прогнозування періоду сучасного економічного циклу, а задачами дослідження – аналіз

взаємної динаміки показників економічного росту та розвитку фондових ринків провідних країн – основних гравців сучасного глобального фондового ринку.

**Результати.** Глобалізація - це мейнстрім сучасного цивілізаційного розвитку. Жодна сучасна економічна концепція не може не враховувати цей чинник, адже він докорінно змінює як причини так і наслідки всіх економічних явищ і процесів. Глобалізація супроводжує людство вже понад 40 років (початок глобалізації – остання чверть ХХ століття). Проте, особливо інтенсивно процеси глобалізації почали відбуватися з 1990-х років, коли більшість країн почали “відкривати” свої економіки на засадах “Вашингтонського консенсусу”, та відбувся вибуховий поступ в сфері інформаційних технологій – матеріальної основи глобалізації (поява інтернету в тому числі). Адже, саме завдяки прогресу в сфері телекомунікацій час міграції фінансового капіталу з однієї країни в іншу скоротився всього до кількох секунд. Крім того торгувати на фондовій біржі стало набагато легше, адже тепер з’явилася можливість торгувати навіть із дому. В результаті зросла кількість потенційних гравців на фондових біржах. Одночасно більшість країн світу (як і високорозвинених, так і тих, що розвиваються) радикально лібералізували свої економіки, зокрема і в моментах, що стосуються руху капіталу. Це призвело до того, що реальний капітал (прямі іноземні інвестиції) почав рухатися в напрямку країн, що розвиваються (внаслідок дешевої робочої сили, близькості сировинних ринків та ринків збуту), а фінансовий (фіктивний, спекулятивний) капітал, навпаки, почав рухатися до високорозвинених країн. Відбулась транснаціоналізація економіки, що вилилось в зростанні ціни акцій корпорацій, які котируються на фондових біржах та зростанні капіталізації всього фондового ринку загалом; а також зросла кількість учасників на фондових біржах та кількість транзакцій. Ці два наслідки руху капіталу якраз і уможливили розростання фондових бірж до таких масштабів, які ми маємо сьогодні. В результаті світова економіка стала набувати нових ознак, які не були притаманні їй раніше. Зокрема, за останні 25 – 30 років відбулося стрімке зростання саме фінансової частини економіки. Це явище отримало назву “фінансіалізації економіки”. Тобто сьогодні глобальна економіка функціонує таким чином, що фінансовий сектор економіки розвивається незалежно і значно швидше від реального сектору.

Якщо проаналізувати відношення обсягів торгівлі цінними паперами до величини сукупного світового ВВП за період глобалізації, та одночасно зробити прив’язку до темпів зростання світового ВВП, то можна побачити певну закономірність (циклічність) у функціонуванні глобальної економіки (рис. 1).

З рис. 1 випливає, що:

1) починаючи із 1999 року у глобальній економіці спостерігається явище “фінансіалізації економіки”, адже саме в цьому році вперше за всю історію, об’єм торгівлі цінними паперами в світовому масштабі перевищив світовий ВВП. Дане відношення склало 103,537%;

2) враховуючи той факт, що у 2000 році відношення обсягу торгівлі цінними паперами до обсягу світового ВВП становило 145,653%, у 2007р. – 162,251%, а у 2015р. - 163,454%, тобто, кожен наступний пік даного відношення, був номінально більшим за попередній, можемо зробити висновок, що фінансовий ринок продовжує зростати із більшими темпами, ніж світовий ВВП;

3) світова фінансова криза 2008-2009рр., а також коливання ділової активності у 2001 та 2016 рр. пов’язані саме із відірваністю фінансового сектору економіки від реального сектору, та виникненням “бульбашок” на фондових ринках. Тобто, після буму на фондових ринках, завжди відбувається спад ділової активності. Зокрема, дане припущення підтверджується проведенням нами кореляційно-регресійним аналізом між темпом приросту обсягу торгівлі цінними паперами в світовому масштабі та темпом

приросту світового ВВП за 1997 – 2018рр. Індекс кореляції між даними двома змінними становить 0,62, що підтверджує той факт, що вплив фінансового сектору на реальний сектор економіки є досить відчутним.

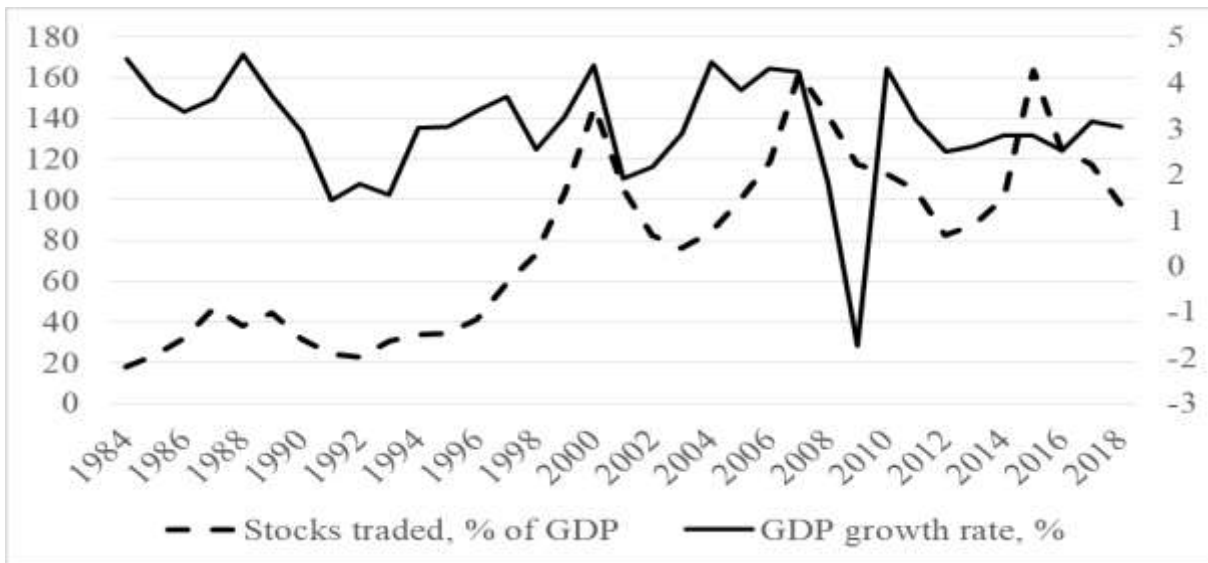


Рис. 1. Відношення обсягів торгівлі цінними паперами до ВВП у світовому масштабі (% , шкала ліворуч) та темпів приросту світового ВВП (% , шкала праворуч) за 1984 – 2018 рр.

Fig. 1. The ratio of volumes of securities trading to GDP in the world scale (per cent, left scale) and tempos of the world GDP growth rates (per cent, right scale) for 1984-2018. [14]

4) Період часу, який проходить від одного буму на фондовому ринку до іншого становить 7 – 8 років. Чому саме 7-8 років? Це пов'язано із часом, який потрібен фондовому ринку для того щоб а) зупинити падіння та б) почати знову зростати. Адже, як правило, опісля буму на фондових ринках та падіння рівня ділової активності, відбувається період ділового затишшя, в якому інвестори, брокери, дилери та інші учасники фондових бірж, оцінюють свої збитки, змінюють структуру своїх інвестиційних портфелів, позбуваються проблемних активів, та, щонайважливіше, спостерігають, як економіка подолає кризу, зокрема, які компанії вистоять, а які, впадуть. Це відображається в падінні акцій компаній, зменшенні капіталізації фондового ринку, та зменшенні об'єму торгівлі цінними паперами. Це, відповідно до Рис. 1, займає час, що триває 3-4 роки.

Потім настає період зростання фондового ринку, який також триває 3-4 роки. Проте, що цікаво, фондовий ринок в цей період зростає просто з шаленими темпами – в середньому під 20% щорічно. На це є декілька причин. Зокрема, однією із причин є раціональні очікування гравців на фондовому ринку щодо майбутнього підвищення цін на цінні папери, так звана “гра на підвищення”. Адже, очікуючи, що ринок зростатиме і надалі, гравці намагаються максимально скористатися моментом та отримати спекулятивні надприбутки, тим самим, ще більше спричиняючи ріст ринку та утворення бульбашки. Іншою причиною такого стрімкого росту є так-званий “ефект володіння”, вперше описаний поведінковим економістом Річардом Талером [15]. Тобто, вважається, що втрати, є майже вдвічі болючішими для нас, аніж виграші (коли йдеться про одну і ту ж величину втрати чи виграшу). Відповідно, люди більш схильні ризикувати, коли мова йде про потенційні втрати, а також, коли після втрат, є можливість повернутися до попереднього рівня добробуту. Саме тому, опісля кризи на фондових ринках, коли учасники зазнають збитків, вони готові йти на більші ризики з

метою повернути втрачені статки. А це, в свою чергу сприяє створенню інвестиційних активів з високим ступенем ризику та формуванню стійкого попиту на них, що і перетворюється у фінансову бульбашку. Крім того низька інвестиційна освіченість більшості громадян – недосвідчених інвесторів, які на піку буму на фондових ринках інвестують в “бульбашкові активи”, лише сприяє перегріву фінансового ринку і прискорює та поглиблює майбутній фінансовий крах. Бульбашка з часом лускає, гравці на фондовому ринку зазнають збитків. А потім знову, в процесі повернення втраченого, йдуть на більші ризики, утворюється бульбашка, і цикл повторюється. Таким чином, фактично, одна криза є частково причиною іншої кризи, якщо йдеться про кризи, спричинені фінансовим сектором економіки.

Особливо важливо зазначити, що останні великі фінансові кризи (крах “доткомів” 2000-го року та глобальна фінансова криза 2008-2009рр.) брали свій початок саме із краху регіональних фондових ринків, в першу чергу, ринку США. Насправді, для такого стану речей є об’єктивна причина, яка полягає в тому, що сьогодні на США припадає понад 48% усього обсягу торгівлі цінними паперами (див. рис. 2), а також співвідношення обсягу торгівлі цінними паперами до ВВП перевищує 160% станом на кінець 2018р. (рис. 3).

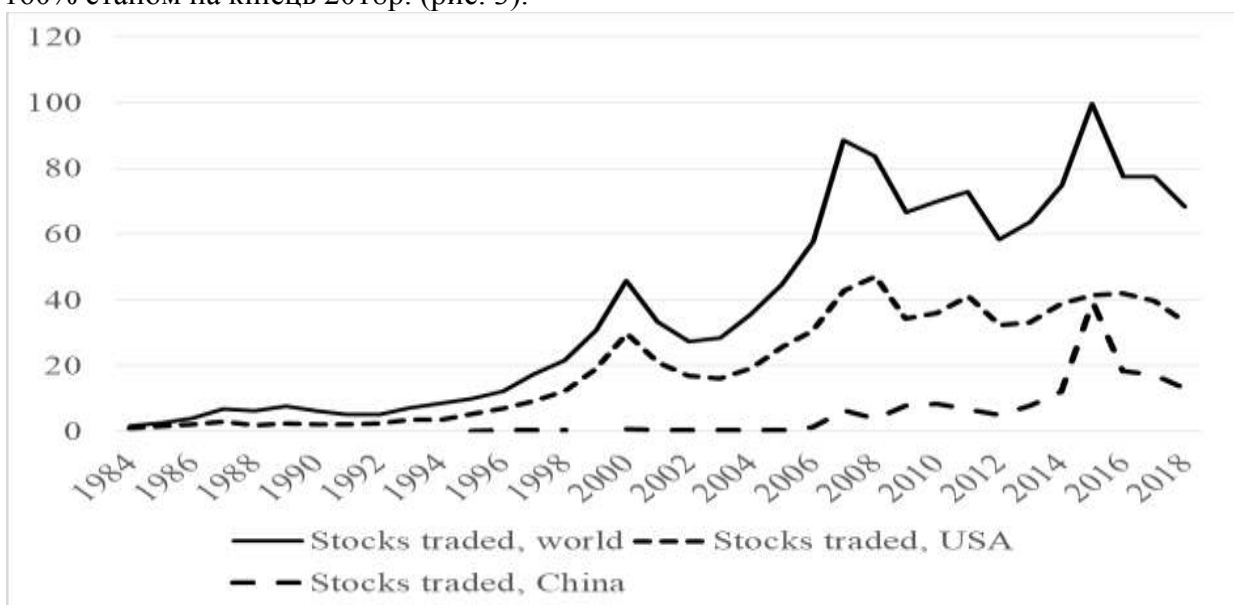


Рис. 2. Порівняльна динаміка світового обсягу торгівлі цінними паперами, та обсягу торгівлі цінними паперами у США та Китаї за 1984 – 2018 рр., млрд. дол. США.

Fig. 2. Comparative dynamics of the world volume of securities trading, and the volume of trading in securities in the USA and China for 1984 - 2018, US billion dollars. [14]

У цьому зв’язку варто зазначити і зростаючу роль Китаю у глобальній економіці. Адже падіння ділової активності у 2016 році пов’язане насамперед із зменшенням об’ємів торгівлі цінними паперами саме у цій країні, які у 2015 році становили 355.42% від ВВП Китаю, та впали до 96% у 2018р. (рис. 3).

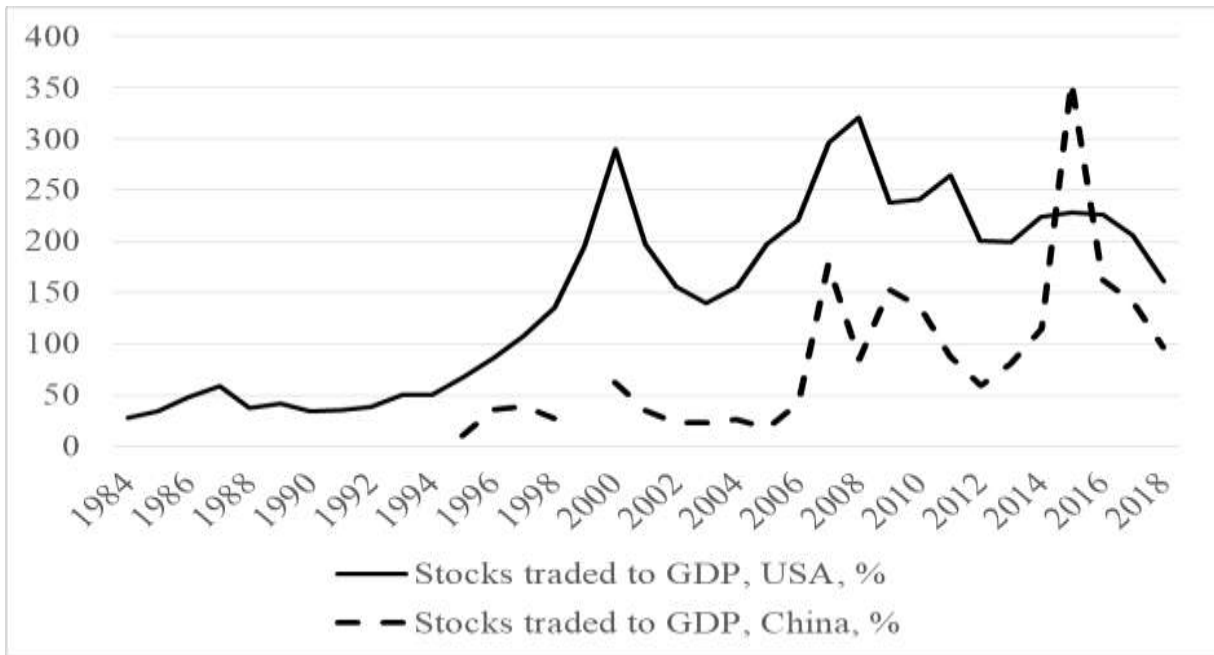


Рис. 3. Співвідношення обсягу торгівлі цінними паперами до ВВП у США та Китаї за 1984 – 2018 рр., %

Fig. 3. The ratio of securities trading volume to GDP in the United States and China in 1984 – 2018, (%) [14]

Також, варто звернути особливу увагу на різко зростаючу частку Китаю в світовому обсязі торгівлі цінними паперами за останню чверть століття: 19,16% станом на 2018 рік порівняно із 0,8% станом на 1995 рік (пік – 39,4% у 2015р. (рис. 2)).

**Висновки.** Для сучасної глобальної економіки, як якісно нового глобального організму, сьогодні притаманний глобальний цикл ділової активності, в якому період від кризи до кризи (період економічного циклу) можна з певною ймовірністю прогнозувати. Причиною циклічності в глобальній економіці - є її прискорена “фінансиалізація”, стрімкий ріст ринкової капіталізації цінних паперів, в результаті якого настає періодичний крах фондових бірж у найбільших економіках світу (передусім США і Китай). Провідні гравці світової економіки сьогодні стають не тільки локомотивами світової економіки, але й генераторами глобального ділового циклу одночасно.

Сьогодні, ділова активність перебуває в точці максимального спаду із очікуваною світовою рецесією із піком у 2019 році. Передумовами такого стану речей стали зменшення ділової активності у глобальному вимірі (інвестори перебувають в очікуванні майбутнього розвитку подій) та зменшення обсягів світової торгівлі на фоні торгівельної війни між США та Китаєм, із частковим залученням ЄС.

Що стосується майбутнього прогнозу, то відновлення темпів зростання глобальної економіки почнеться вже у 2020 році [16].

Таким чином, враховуючи нашу модель глобального економічного циклу, а також прогноз майбутнього розвитку економіки, є всі підстави стверджувати, що найближчий “шок” на світових фондових ринках може відбутися вже у 2022 – 2023 рр. Сьогодні, на жаль, не можливо передбачити на який актив утвориться чергова “бульбашка” та фондовий ринок саме якої країни стане генератором майбутньої кризи. Але постійний моніторинг кон’юнктури на світових сировинних та інших ринках, а також моніторинг частки окремих країн в структурі торгівлі цінними паперами можуть дозволити нам передбачити, куди рухається спекулятивний капітал. Таким чином, уряди країн можуть

вживати відповідних дій для недопущення чергової глобальної фінансової кризи, або ж пом'якшити її вплив, за умови, якщо така криза настане.

1. Тивончук О. І., Стецюк П. І. Фінансові кризи: аналіз причин та механізмів їх прояву. URL: <http://ena.lp.edu.ua/bitstream/ntb/10914/1/16.pdf> (дата звернення: 1.09.2019).
2. Ткаченко А. М., Калюжна Ю. В. Криза: сутність, класифікація та причини виникнення. *Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності*. 2013 №1. Том 2. С. 122-126.
3. Переполкіна О. О. Глобальні фінансові кризи у світовій економіці. *Вісник Львівської комерційної академії. Серія економічна*. 2012. Вип. 39. С. 129-134.
4. Пельо А. Б. Віртуалізація світового фінансового ринку як головна детермінанта розвитку сучасної міжнародної валютної системи. *Теоретичні і практичні аспекти економіки та інтелектуальної власності*. 2013. №1. Том 3. С. 159 – 163.
5. Паламарчук М.В. Глобальний економічний цикл та синхронізація поточної світової рецесії. *Економічний часопис-XXI*. 2011. №3-4. С. 24 – 27.
6. Козьменко С.М., Корнеєв М.В., Македон В.В. Фінансальзація економіки та її вплив на індикатори соціально-економічного розвитку окремих країн. *Актуальні проблеми економіки*. 2014. №11 (161). С. 290 – 298.
7. Філатова Л. С., Бардадин О. А. Теорія циклічності. *Інвестиції: практика та досвід*. 2016. №13. С. 79-82.
8. Bernanke Ben. The Real Effects of the Financial Crisis. *Brookings papers on economic activity. BPEA Conference drafts*. September 13-14. 2018. 90p. URL: [https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/09/BPEA\\_Fall2018\\_The-real-effects-of-the-financial-crisis.pdf](https://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/09/BPEA_Fall2018_The-real-effects-of-the-financial-crisis.pdf) (Accessed 1 Sept. 2019).
9. Barry Eichengreen. The Global Financial Crisis and the Lesson-Drawing Problematique. URL: <https://www.houseoffinance.se/wp-content/uploads/2018/03/Barry-Stockholm-Nobel-Symposium-2018.pdf> (Accessed 1 Sept. 2019).
10. Itay Goldstein, Assaf Goldstein. Three Branches of Theories of Financial Crises. *Foundations and Trends in Finance*. 2015. vol 10(2). P. 113-180. URL: <https://www.nber.org/papers/w18670> (Accessed 1 Sept. 2019).
11. Cencini Alvaro. *Macroeconomic Foundations of Macroeconomics*. Routledge, 2005. P. 40.
12. Flavio Vieira. The new international financial crisis: causes, consequences and perspectives. URL: [http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-31572011000200003](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572011000200003) (Accessed 1 Sept. 2019).
13. Carlos Marichal. World Financial Crises: Lessons of the Past. URL: <https://www.cairn.info/revue-finance-et-bien-commun-2009-2-page-34.htm> (Accessed 1 Sept. 2019).
14. World Bank Open Data. URL: <https://data.worldbank.org/> (Accessed 1 Sept. 2019).
15. Thaler Richard. *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics* by Richard Thaler. K.: Nash Format. 2018. 464 p.
16. The Global Economic Prospects. URL: <https://datacatalog.worldbank.org/dataset/global-economic-prospects> (Accessed 1 Sept. 2019).

#### References

1. Tyvonchuk, O. I. "Financial crises: an analysis of the causes and mechanisms of their manifestation." The electronic archive of scientific materials of the National University "Lviv Polytechnic", [ena.lp.edu.ua/bitstream/ntb/10914/1/16.pdf](http://ena.lp.edu.ua/bitstream/ntb/10914/1/16.pdf). Accessed 1 Sept. 2019.
2. Tkachenko, A.M., and Yu. V. Kaliuzhna. "Crisis: the essence, classification and causes of occurrence." *Theoretical and practical aspects of economics and intellectual property*, no.1, vol. 2, 2013, pp. 122-126.
3. Perepiolkina, O. O. "Global financial crises in the world economy." *Visnyk of Lviv Commercial Academy. Economics series*, no.39, 2012, pp. 129-134.
4. Pelio, A. B. "Virtualization of the world financial market as the main determinant of development of the modern international monetary system." *Theoretical and practical aspects of economy and intellectual property*, no.1, vol.3, 2013, pp. 159 - 163.
5. Palamarchuk, M.V. "Global economic cycle and synchronization of the current world recession." *Economic Chronicle-XXI*, no.3-4, 2011, pp. 24 - 27.
6. Kozmenko, S.M., Korneev, M.V., and V.V. Makedon. "Financialisation of the economy and its impact on indicators of socio-economic development of countries." *Actual problems of economy*, no.11, 2014, pp. 290 - 298.
7. Filatova, L. S., and O. A. Bardadin. "Theory of cyclicity." *Investments: practice and experience*, no.13, 2016, pp. 79-82.



8. Bernanke, Ben. "The real effects of the financial crisis." *Brookings papers on economic activity. BPEA Conference Draft, September 13-14, 2018*, [www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/09/BPEA\\_Fall2018\\_The-real-effects-of-the-financial-crisis.pdf](http://www.brookings.edu/wp-content/uploads/2018/09/BPEA_Fall2018_The-real-effects-of-the-financial-crisis.pdf). Accessed 1 Sept. 2019.
9. Eichengreen, Barry. "The Global Financial Crisis and the Lesson-Drawing Problematique." Swedish house of finance, [www.houseoffinance.se/wp-content/uploads/2018/03/Barry-Stockholm-Nobel-Symposium-2018.pdf](http://www.houseoffinance.se/wp-content/uploads/2018/03/Barry-Stockholm-Nobel-Symposium-2018.pdf). Accessed 1 Sept. 2019.
10. Goldstein, Itay, and Assaf Goldstein. "Three Branches of Theories of Financial Crises." *Foundations and Trends® in Finance*, vol. 10 (2), 2015, pp. 113-180. National Bureau of Economic Research, [www.nber.org/papers/w18670](http://www.nber.org/papers/w18670). Accessed 1 Sept. 2019.
11. Alvaro, Cencini. *Macroeconomic Foundations of Macroeconomics*, 2005.
- 12., Vieira, Flavio. "The new international financial crisis: causes, consequences and perspectives." Scielo, [www.scielo.br/scielo.php?script=sci\\_arttext&pid=S0101-31572011000200003](http://www.scielo.br/scielo.php?script=sci_arttext&pid=S0101-31572011000200003) (Accessed 1 Sept. 2019).
13. Marichal, Carlos. *World Financial Crises: Lessons of the Past*. Cairn.info, [www.cairn.info/revue-finance-et-bien-commun-2009-2-page-34.htm](http://www.cairn.info/revue-finance-et-bien-commun-2009-2-page-34.htm). Accessed 1 Sept. 2019.
14. World Bank Open Data, [data.worldbank.org](http://data.worldbank.org). Accessed 1 Sept. 2019.
15. Thaler, Richard. *Misbehaving: The Making of Behavioral Economics by Richard Thaler*, Nash Format, 2018.
16. The Global Economic Prospects. World Bank Open Data, [datacatalog.worldbank.org/dataset/global-economic-prospects](http://datacatalog.worldbank.org/dataset/global-economic-prospects). Accessed 1 Sept. 2019.