

УДК 339.727.22(477)

DOI: 10.32342/2074-5354-2019-2-51-8

А. О. ЗАДОЯ,

доктор економічних наук, професор, завідувач кафедри
Університету імені Альфреда Нобеля (м. Дніпро)

ПОРТФЕЛЬНІ ІНВЕСТИЦІЇ В УКРАЇНУ: ШАНСИ ЧИ ЗАГРОЗИ?

Стаття присвячена дослідженню масштабів, динаміки та структури портфельних інвестицій в Україні, а також оцінці їх можливого впливу на економічну динаміку. На підставі ретроспективного аналізу літературних джерел з'ясовано історичну трансформацію поняття «портфельні інвестиції». У 30–50-х рр. ХХ ст. поняття «портфельні інвестиції» закріпилося за тими вкладеннями коштів, які були пов'язані з формуванням певного набору цінних паперів, що й утворювали інвестиційний портфель. У цьому випадку портфельні інвестиції протиставлялися безсистемним, непов'язаним, одиничним інвестиціям. У новому значенні портфельні інвестиції протиставляються не одиничним, а прямим. Якщо портфельний інвестор не ставить за мету контролювати об'єкт інвестування, то для прямого інвестора саме такий контроль є провідним мотивом для інвестування. Відмінності цілей прямих та портфельних інвесторів змінюють критерії вибору об'єктів інвестування та приводять до різних наслідків інвестування. Особливого значення це набуває у міжнародному інвестуванні. Тому сьогодні найчастіше поняття прямого та портфельного інвестування застосовується саме до класифікації міжнародних інвестицій. У такому значенні термін «портфельні інвестиції» використовується у цій статті.

Портфельні інвестиції можуть бути для інвестора, але не трансформуватися у реальні інвестиції реципієнтом. У статті проаналізовано можливі варіанти використання портфельних інвестицій та канали їх впливу на економічне зростання.

Проведений на підставі інвестиційної позиції України аналіз дозволяє сформулювати такі висновки:

– Україна є нетто-реципієнтом портфельних інвестицій, оскільки інвестиції в країну у 250 разів перевищують портфельні інвестиції з країни;

– виявлення кореляційної залежності між темпами зміни портфельних інвестицій та темпами приросту ВВП України показало наявність такого зв'язку, але його тіснота не є досить значною, що пояснюється формами залучення та напрямками використання залучених коштів;

– основною формою залучення іноземних портфельних інвесторів є продаж боргових цінних паперів загального державного управління. Виручені кошти використовуються як на покриття дефіциту державного бюджету, так і на погашення раніше отриманих запозичень. Як наслідок, іноземні портфельні інвестиції практично не трансформуються у реальні інвестиції, а тому не чинять серйозного впливу на економічну динаміку;

– для підвищення ефективності портфельного інвестування необхідно змінювати структуру залучених коштів шляхом збільшення питомої ваги інструментів участі у капіталі та поширення боргових цінних паперів суб'єктів господарювання. Однак це буде можливим тільки як наслідок розвитку внутрішнього ринку цінних паперів та збільшення довіри іноземних інвесторів до українських емітентів.

Ключові слова: портфельні інвестиції, інвестиційний портфель, боргові цінні папери, інструменти участі у капіталі, динаміка ВВП.

Статья посвящена исследованию масштабов, динамики и структуры портфельных инвестиций в Украину, а также оценке их возможного влияния на экономическую динамику. На основании ретроспективного анализа литературных источников установлена историческая трансформация понятия «портфельные инвестиции». Проведенный анализ позволил сформулировать вывод, что Украина является нетто-реципиентом портфельных инвестиций, однако их объем не существенно влияет на экономическую динамику. Это объясняется формами привлечения и направления использования привлеченных средств. Поскольку основной формой привлечения иностранных портфельных инвесторов является продажа долговых ценных бумаг общего государственного управления, то вырученные средства используются, главным образом, как на покрытие дефицита государственного бюджета, так и на погашение ранее полученных займов. Как следствие, иностранные портфельные инвестиции практически не трансформируются в реальные инвестиции, а потому не оказывают серьезного влияния на экономическую динамику. Для повышения эффективности портфельного инвестирования необходимо менять структуру привлеченных средств путем увеличения удельного веса инструментов участия в капитале и распространения долговых ценных бумаг субъектов хозяйствования. Однако это будет возможным только вследствие развития внутреннего рынка ценных бумаг и повышения доверия иностранных инвесторов к украинским эмитентам.

Ключевые слова: портфельные инвестиции, инвестиционный портфель, долговые ценные бумаги, инструменты участия в капитале, динамика ВВП.

Вплив інвестицій (зокрема закордонних) на економіку країни є загальноновизнаним. Численні дослідження як у минулому, так і сьогодні присвячені вивченню цієї проблеми. Заклики до залучення іноземних інвесторів як шлях для прискорення економічного розвитку України виголошуються і науковцями, і політиками. При цьому основна увага приділяється саме прямим іноземним інвестиціям, оскільки їх прихід пов'язують не тільки з появою додаткових інвестиційних ресурсів (яких так не вистачає Україні), але й з приходом сучасних новітніх технологій, нових можливостей для виходу на світові ринки з використанням каналів збуту іноземного інвестора тощо.

Разом з тим практично за межами дослідження залишаються портфельні інвестиції, хоча їх обсяг у сучасному світі абсолютно порівнянний з прямими інвестиціями. Та й для України цей показник є досить суттєвим. Тому, на нашу думку, ця проблема заслуговує спеціального аналізу.

Метою статті є дослідження масштабів, динаміки та структури портфельних інвестицій в Україні, а також оцінка їх можливого впливу на економічну динаміку.

Загальнотеоретичні основи дослідження портфельних інвестицій закладе-

ні у працях відомих західних дослідників, зокрема: Г. Марковіца [1], Е.С. Бредлі, Р.Дж. Тьюлза, Т.М. Тьюлза [2], У. Шарпа [3] та ін. Саме там сформульовано портфельні підходи до інвестиційної діяльності та визначено основні критерії оцінки ефективності та ризикованості інвестиційного портфеля. Різноманітні аспекти міжнародної інвестиційної діяльності та залучення інвестиційних ресурсів в Україну викладено в працях В. Дергачової, Д. Лук'яненка, Ю. Макогона, А. Пересади, О. Рогача та ін. Особливо слід відзначити доробки П.В. Дзюби, який в останні роки провів досить фундаментальні дослідження портфельних інвестицій у світовій економіці [4–6].

Разом з тим потребує певного уточнення саме поняття «портфельні інвестиції», оскільки воно використовується інколи у різних за змістом значеннях, що викликає плутанину. Є нагальною також оцінка впливу на українську економіку сучасних тенденцій у динаміці портфельних інвестицій та обґрунтування певних дій держави щодо регулювання цього процесу.

Про портфельні інвестиції в економічній науці почали говорити ще у 30-х роках минулого століття. Саме тоді розпочалася розробка поняття «інвестиційний портфель», яка набула більш-менш завер-

шеного вигляду вже в 1950-х роках. Відповідно до цього й поняття «портфельні інвестиції» закріпилося за тими вкладеннями коштів, які були пов'язані з формуванням певного набору цінних паперів, що й утворювали інвестиційний портфель. «Одне з найбільш визначальних місць у сучасній теорії міжнародного портфельного інвестування посідає теорія портфеля, – зазначає П.В. Дзюба. – Вона вважається основоположною щодо пояснення процесів не лише міжнародного, а й портфельного інвестування в цілому» [4, с. 101]. У цьому випадку портфельні інвестиції протиставлялися безсистемним, непов'язаним, одиничним інвестиціям (рис. 1).

Такий підхід є суто мікроекономічним, поведінковим. Він спрямований на розробку рекомендацій господарюючим суб'єктам, які прийняли рішення про формування інвестиційного портфеля. У цьому випадку оцінка інвестиційної привабливості тих чи інших цінних паперів не може бути здійснена лише сама по собі без розуміння ролі та функцій, які будуть виконувати ці папери в інвестиційному портфелі.

Слід підкреслити, що за такого підходу не може використовуватися жоден кількісний критерій для визначення межі між портфельними та одиничними інвестиціями. Для їх виділення немає значення відношення інвестора до об'єкта інвестування. Головне –

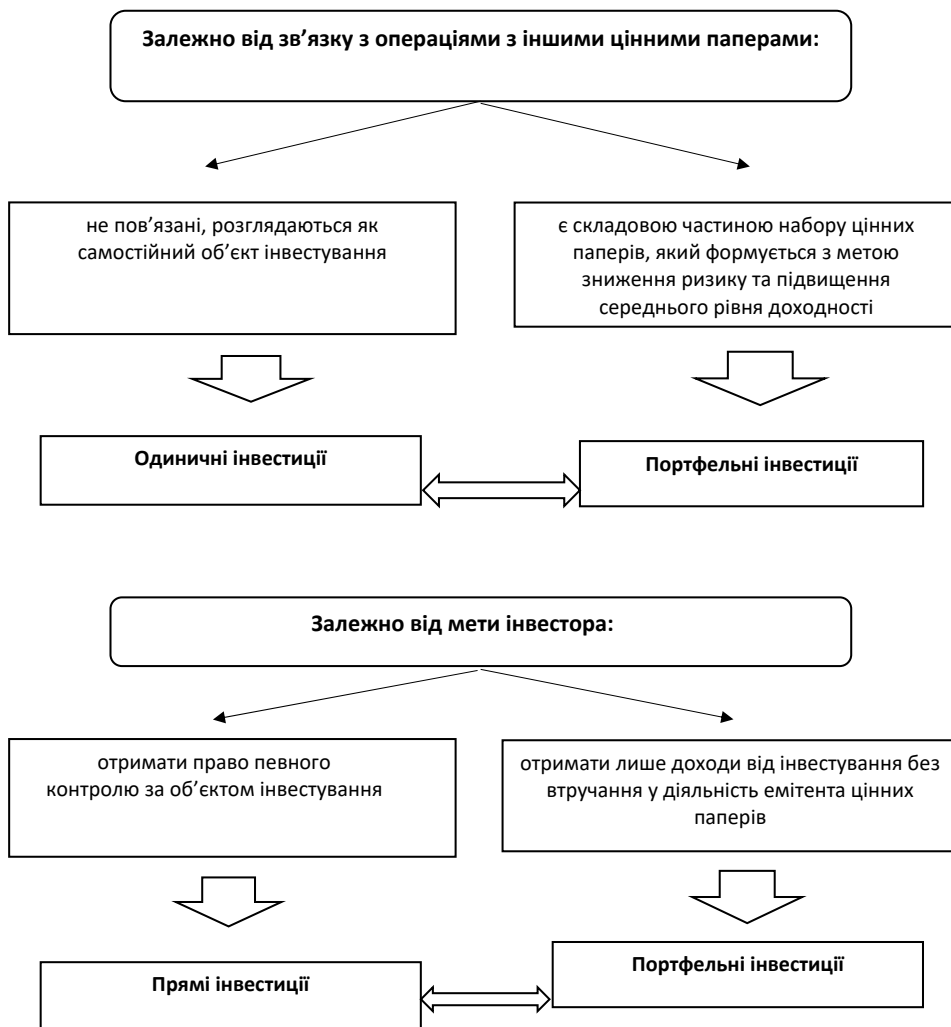


Рис. 1. Варіанти класифікації інвестицій

чи розглядаються інвестиції як елемент певного пакета (тоді вони портфельні), чи вони є самостійними (тоді вони одиничні). Звертаємо увагу, що за такого підходу не має значення місце інвестування: здійснюється воно всередині країни чи за кордоном.

Разом з тим інвестори, які формували інвестиційний портфель, найчастіше були налаштовані саме на отримання прибутку та мінімізацію ризиків, а не на здійснення контролю за діяльністю емітента цінних паперів, які є у портфелі. Такі інвестори (через ті завдання, які вони ставлять перед собою) не «прив'язані» до певного об'єкта інвестування й досить легко розлучаються з тими чи іншими цінними паперами, якщо вони перестають відігравати покладену на них роль в інвестиційному портфелі. Як наслідок, поняття «портфельні інвестиції» починає розширюватися та набувати дещо іншого значення.

У новому значенні портфельні інвестиції протиставляються не одиничним, а прямим. Якщо портфельний інвестор не ставить за мету контролювати об'єкт інвестування, то для прямого інвестора саме такий контроль є провідним мотивом для інвестування. Відмінності цілей прямих та портфельних інвесторів змінюють критерії вибору об'єктів інвестування та приводять до різних наслідків інвестування. Особливого значення це набуває саме у міжнародному інвестуванні. Тому сьогодні найчастіше поняття прямого та портфельного інвестування застосовується саме до класифікації міжнародних інвестицій. Стало хрестоматійним вважати прямими інвестиціями таку міжнародну інвестиційну діяльність, яка «відображає прагнення інституційної одиниці – резидента однієї країни здійснювати контроль або істотний вплив на діяльність

підприємства, що є резидентом іншої країни» [7]. Кількісним критерієм прямих інвестицій є придбання не менше 10% вартості статутного капіталу підприємства-нерезидента. Тоді усі інші міжнародні інвестиції, які не підпадають під поняття прямих, можна вважати портфельними. Саме у такому значенні ми й будемо використовувати це поняття у подальших дослідженнях.

Слід зазначити, що обсяг прямих та портфельних інвестицій за останні 19 років мав різну динаміку (табл. 1). Якщо у 2000 р. прямі інвестиції в Україну були лише в 1,21 раза більші за портфельні інвестиції, то у 2011 р., це співвідношення уже становило 2,71. У наступні два роки Україна дуже високими темпами збільшувала свої міжнародні запозичення: у 2013 р. порівняно з 2011 р. портфельні інвестиції зросли майже у 1,5%. І хоча прямі інвестиції теж зростали, їх співвідношення з портфельними почало змінюватися на користь останніх (табл. 1).

У 2014–2015 рр., коли в Україні розпочалася глибока економічна криза, викликана окупацією Криму та війною на сході, спостерігається відтік як прямих, так і портфельних інвестицій. І хоча загальноновизнано, що портфельні інвестиції більш оперативно реагують на кризові явища, в Україні у ці роки спостерігається дещо інша тенденція: обсяги прямих інвестицій скорочувалися швидше, ніж портфельних. Та й у наступні роки, коли почалося зростання іноземних інвестицій в Україну, швидше зростали портфельні інвестиції, ніж прямі. Це призвело до того, що у 2018 р. прямі інвестиції були лише в 1,38 раза більші, ніж портфельні.

Для пояснення причин такої динаміки проаналізуємо детальніше обсяги, динаміку та структуру портфельних інвестицій.

Таблиця 1

Співвідношення прямих та портфельних інвестицій в економіку України
(млн дол. США)*

Показник	2000	2005	2010	2011	2013	2014	2017	2018
Прямі інвестиції в Україну	3 875	17 209	52 872	59 035	67 204	50 218	43 933	45 134
Портфельні інвестиції в Україну	3 198	9 011	20 085	21 806	35 956	32 021	30 569	32 674
Відношення прямих інвестицій до портфельних	1,21	1,91	2,63	2,71	1,87	1,57	1,44	1,38

*Розраховано за: [7].

Перш за все, слід зазначити, що Україна є нетто-реципієнтом міжнародних портфельних інвестицій. Навіть у найсприятливіші роки (2012–2015 рр.) портфельні інвестиції з України не перевищували 200 млн дол. (рис. 2). На сьогодні ж портфельні інвестиції в Україну перевищують їх потік з України у 250 разів (рис. 3). Як наслідок, Україна має від'ємне сальдо портфельних інвестицій, яке становить більше 30 млрд дол. США. Й неухильно зростає. Зменшення цього показника в окремі роки (2008–2009 та 2014–2015 рр.) пов'язано з кризовими явищами в Україні та певним відтоком раніше здійснених портфельних інвестицій, а не з активізацією закордонної діяльності українських інвесторів (рис. 4).

Разом з тим досить цікавим є той факт, що між обсягами портфельних інвестицій з України та в Україну існує тісний кореляційний зв'язок. За нашими розрахунками, проведеними на підставі даних за період з 2000 по 2018 р., коефіцієнт кореляції між вхідними та вихідними потоками портфельних інвестицій становить 0,894. Це можна пояснити щонайменше двома причинами.

По-перше, можуть існувати треті причини, які однаково впливають на динаміку як вхідних, так і вихідних потоків. Є усі підстави вважати, що таким фактором може бути економічна динаміка. Легко помітити, що як інвестиції з України, так і інвестиції в Україну значно зростають напередодні економічних криз. Локальні максимуми інвестицій в

Україні та з України припадають на 2007 та 2013–2014 рр. Навпаки, у період криз скорочуються як перші, так і другі.

По-друге, можна висловити припущення, що, пройшовши через складні трансформації, залучені в Україну портфельні інвестиції стають джерелом для зовнішнього інвестування. На жаль, немає можливості ні підтвердити, ні заперечити це припущення, однак з урахуванням рівня корумпованості української економіки ймовірність такої трансформації дуже висока.

Загальновизнаним є вплив інвестицій на економічну динаміку. Саме реальне інвестування дозволяє створювати нові робочі місця, збільшувати обсяги пропозиції та формувати більший попит через дію ефекту мультиплікації. Цей ефект особливо зростає, коли в країну інвестиції заходять саме у грошовій формі (а не у вигляді, скажімо, обладнання).

Можна було б прогнозувати, що портфельні інвестиції особливо сприятливі для прискорення економічного розвитку, оскільки їх речовою формою завжди є гроші. Разом з тим аналіз показує, що між динамікою портфельних інвестицій в Україну та темпами приросту ВВП хоча й існує зв'язок (за нашими розрахунками коефіцієнт кореляції між темпами приросту портфельних інвестицій в Україну та темпами приросту ВВП за 2000–2018 рр. становить 0,597), однак його тіснота значно менша, ніж можна було очікувати. Хоча, як видно з рис. 5, спостерігається певний збіг тенденцій зміни досліджуваних показників.



Рис. 2. Портфельні інвестиції з України (млн дол. США) [8]



Рис. 3. Прямі інвестиції в Україну (млн дол. США) [8]



Рис. 4. Сальдо портфельних інвестицій (млн дол. США)

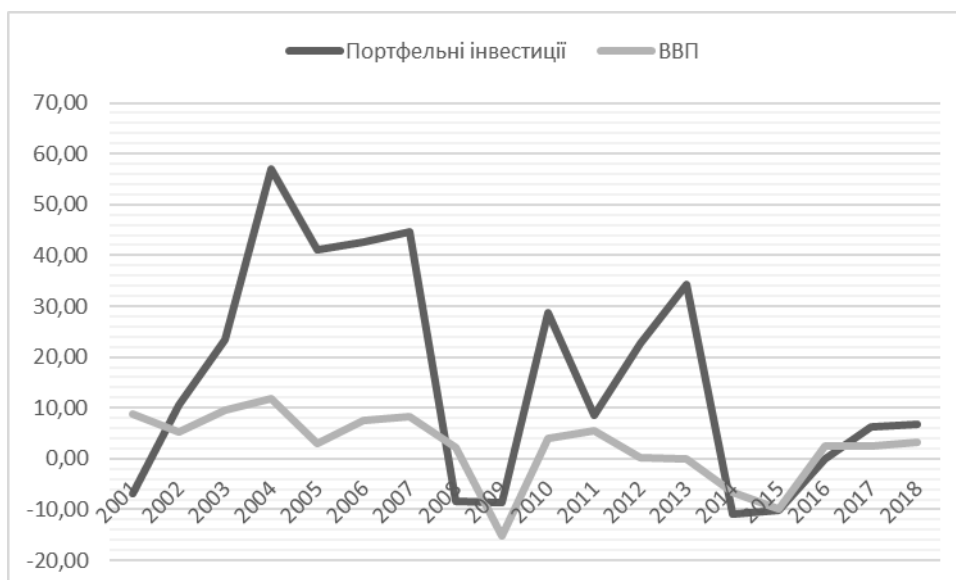


Рис. 5. Співвідношення темпів приросту портфельних інвестицій в Україну і темпів приросту ВВП (%) [7; 8]

На наш погляд, потребує уточнення твердження про те, чи дійсно «портфельні інвестиції» є інвестиціями для всіх. Макро-економічний підхід до аналізу портфельних інвестицій потребує їх оцінки не тільки з точки зору інвестора, але й з позиції реципієнта. Якщо для інвестора придбання цінних паперів з метою отримання прибутку беззаперечно є інвестуванням, то оцінка цього процесу для реципієнта не є такою однозначною. Багато в чому оцінка портфельних інвестицій буде залежати від низки обставин. По-перше, які цінні папери стали об'єктом інвестування: пайові чи боргові? По-друге, хто є емітентом цих паперів? І, по-третє, на які цілі будуть використовуватися вилучені від продажу цінних паперів кошти? Пошук відповіді на ці питання потребує більш глибокого аналізу структури портфельних інвестицій в Україну (табл. 2 і 3).

Як бачимо, на сьогодні лише трохи менше 16% портфельних іноземних

інвестицій пов'язано з інструментами участі в капіталі (абсолютна більшість з них – це акції підприємств). Цей канал може бути використаний для перетворення коштів, що надійшли в Україну, на реальне інвестування. Однак така трансформація була б найбільш ймовірною, якби акції купувалися на первинному ринку. Тоді кошти надходили б безпосередньо емітенту, і була б висока ймовірність їх використання на цілі інвестування. Насправді ж портфельні інвестиції реалізуються найчастіше на вторинному ринку. І це лише означає зміну власників грошей та акцій і не має прямого відношення до реального інвестування. Звичайно, новий власник грошей може використати їх на інвестування. Але з однаковою ймовірністю ці кошти можуть бути використані на споживання (рис. 6).

Таблиця 2

Складові портфельних інвестицій в Україну (млн дол. США)*

Показник	2000	2005	2010	2011	2013	2014	2015	2017	2018
Портфельні інвестиції в Україну	3198	9011	20085	21806	35956	32021	28758	30569	32674
Інструменти участі в капіталі	803	876	2773	3588	5197	4662	4871	5144	5125
Боргові цінні папери	2395	8135	17312	18218	30759	27359	23887	25425	27549
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	0	1256	4672	3648	5082	4365	3490	2753	2841
Сектор загального державного управління	2373	5496	9201	10048	19386	19340	18838	20859	22889
Інші сектори	0	1383	3439	4522	6291	3654	1559	1813	1819

*Розраховано за: [8].

Таблиця 3

Структура портфельних інвестицій в Україну (%)*

Показник	2000	2005	2010	2011	2013	2014	2015	2017	2018
Інструменти участі в капіталі	25,1	9,7	13,8	16,5	14,5	14,6	16,9	16,8	15,7
Боргові цінні папери	74,9	90,3	86,2	83,5	85,5	85,4	83,1	83,2	84,3
Сектор загального державного управління	74,2	61,0	45,8	46,1	53,9	60,4	65,5	68,2	70,1
Депозитні корпорації (крім центрального банку)	0,0	13,9	23,3	16,7	14,1	13,6	12,1	9,0	8,7
Інші сектори	0,0	15,3	17,1	20,7	17,5	11,4	5,4	5,9	5,6

*Розраховано за: [8].

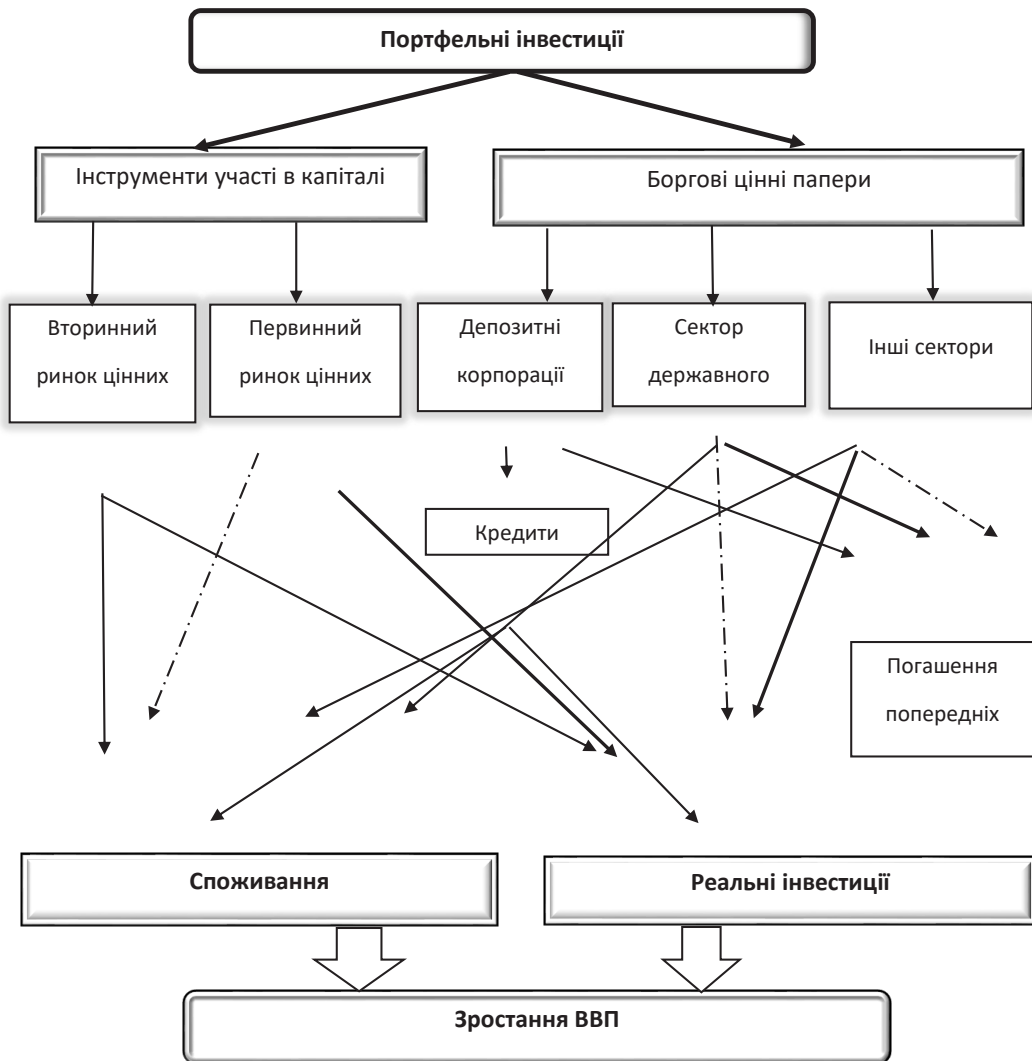


Рис. 6. Канали впливу портфельних інвестицій на темпи зростання ВВП

Слід підкреслити, що навіть використання іноземних інвестицій на цілі споживання може позитивно позначитися на темпах економічного зростання. Адже збільшення сукупного попиту в країні-реципієнті є стимулом для зростання пропозиції, що дає поштовх розвитку національній економіці. На жаль, на практиці українська економіка викривлено реагує на зростання сукупного попиту. Це зростання, як правило, покривається не за рахунок збільшення внутрішнього виробництва, а за рахунок імпорту, що досліджувалося нами у попередніх працях [9].

Лева частка (майже 85%) портфельних інвестицій припадає на боргові цінні папери. Учасниками цього процесу з українського боку є сектор загального державного управління (більше 70%), депозитні корпорації (крім центрального банку, близько 9%) та інші сектори (менше 6%). Кожен з них по-різному може трансформувати закордонні портфельні інвестиції у реальні інвестиції в українську економіку.

Основним способом залучення іноземних портфельних інвестицій з боку сектора загального державного управління є розміщення єврооблігацій (так зва-

них євробондів). Саме держава виступає позичальником і гарантом своєчасного погашення цих зобов'язань. Залучення таких інвестицій коштує досить дорого. За даними Франкфуртської фондової біржі (Німеччина), українські облігації торгуються з купоном (щорічна виплата відсотків) 7,75%. Це чи не найвищий рівень доходності серед державних цінних паперів, що торгуються на цій біржі. Для порівняння можна сказати, що облігації Королівства Норвегії мають купон 1,75%, Сполучених Штатів Америки – 1,5, Канади – 2,25, Австралії – 2,75, Аргентини – 3,38% [10]. Це призводить до зростання зовнішнього боргу не тільки за рахунок «тіла» запозичення, але й за рахунок високих відсотків.

Останнім часом іноземні інвестори стали брати активну участь у торгівлі облігаціями внутрішньої державної позики (ОВДП). Так, за 7 місяців 2019 р. їх портфель ОВДП зріс у 13,5 раза – з 6,3 до 86,4 млрд грн [11].

Залучені державою портфельні інвестиції фактично не використовуються на цілі інвестиційної діяльності. За даними Державної служби статистики України, кошти іноземних інвесторів (як прямих, так і портфельних) складають близько 1% серед джерел фінансування капітальних інвестицій [7].

Незначна частина запозичених коштів використовується на фінансування споживання. Про вплив цього каналу на економічне зростання мова вже йшла вище. Основна частина запозичених коштів спрямовується на погашення зовнішньої заборгованості держави. Оскільки такий «транзит» запозичень жодним чином не пов'язаний з внутрішніми економічними процесами (він тільки збільшує тиск зовнішнього боргу на економіку країни), то він і не чинить особливого впливу на економічне зростання. Є усі підстави стверджувати, що саме через ці обставини й відсутній тісний кореляційний зв'язок між динамікою портфельних інвестицій та ВВП.

Депозитними корпораціями, які залучають портфельні інвестиції, найчастіше є банки. Ці кошти можуть поповнювати резерви банківської системи та використовуватися для кредитування. Оскільки частка банківських кредитів як джерело капітальних інвестицій сьогодні взагалі

не є суттєвою (у першому півріччі 2019 р. вона складає лише 7,7% від загальної суми фінансування капітальних інвестицій), то можна вважати, що й за цим каналом портфельні інвестиції не чинять серйозного впливу на макроекономічну динаміку.

Потенційно найбільшу можливість перетворити портфельні інвестиції на реальні та сприяти тим самим прискоренню економічного зростання країни мають інші сектори. Однак на сьогодні масштаби залучених ними коштів не є суттєвими. Більше того, у 2018 р. їх абсолютні обсяги скоротилися порівняно з 2013 р. майже у 3,5 раза.

Таким чином, проведений аналіз дозволяє сформулювати такі висновки:

- поняття «портфельні інвестиції» може використовуватися у різних значеннях: як системні, що формують певний інвестиційний портфель (на протиставлення одиничним), або як такі, що мають на меті лише отримання прибутку без втручання в роботу емітента цінних паперів (на противагу прямим). У міжнародних відносинах часто використовується це поняття у другому значенні;

- Україна є нетто-реципієнтом портфельних інвестицій, оскільки інвестиції в країну у 250 разів перевищують портфельні інвестиції з країни;

- основною формою залучення іноземних портфельних інвесторів є продаж боргових цінних паперів загального державного управління. Виручені кошти використовуються як на покриття дефіциту державного бюджету, так і на погашення раніше отриманих запозичень. Як наслідок, іноземні портфельні інвестиції практично не трансформуються у реальні інвестиції, а тому не чинять серйозного впливу на економічну динаміку;

- для підвищення ефективності портфельного інвестування необхідно змінювати структуру залучених коштів шляхом збільшення питомої ваги інструментів участі в капіталі та поширення боргових цінних паперів суб'єктів господарювання. Однак це буде можливим тільки як наслідок розвитку внутрішнього ринку цінних паперів та збільшення довіри іноземних інвесторів до українських емітентів.

Список використаної літератури

1. Markowitz H.M. Portfolio Selection: Efficient Diversification of Investments / Harry M. Markowitz. – New York: John Wiley and Sons, Inc., London: Chapman and Hall, Ltd.; Cowles Foundation for Research in Economics at Yale University, 1959. – 344 p.
2. Тьюлз Р.Дж. Фондовый рынок / Р.Дж. Тьюлз, Э.С. Брэдли, Т.М. Тьюлз. – М.: ИНФРА-М, 1999. – 648 с.
3. Sharpe W.F. A Simplified Model for Portfolio Analysis / **William F. Sharpe** // *Management Science*. – 1963. – Vol. 9, № 2. – P. 277–293.
4. Дзюба П.В. Концептуальна структура теорії портфеля як парадигмальна основа сучасної теорії міжнародного портфельного інвестування / П.В. Дзюба // *Науковий вісник Ужгородського національного університету*. Серія: Міжнародні економічні відносини та світове господарство. – 2017. – Вип. 15 (1). – С. 100–106.
5. Дзюба П.В. Концепція ефективного портфеля: ретроспективний аналіз формування основ теорії міжнародного портфельного інвестування / П.В. Дзюба // *Вісник Одеського національного університету*. Серія: Економіка. – 2017. – Т. 22, Вип. 5. – С. 13–19.
6. Дзюба П.В. Глобальні дисбаланси в міжнародних портфельних потоках: емпіричне тестування теоретичних підходів / П.В. Дзюба // *Європейський вектор економічного розвитку*. – 2014. – № 1 (16). – С. 48–57.
7. Державна служба статистики України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: http://www.ukrstat.gov.ua/operativ/operativ2005/vvp/vvp_ric/vvp_u.htm
8. Національний банк України [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.bank.gov.ua/statistic/sector-external/data-sector-external#1>
9. Задоя А.О. Зовнішня торгівля України: сучасні масштаби, структура, тенденції / А.О. Задоя // *Академічний огляд*. – 2016. – № 2 (45). – С. 110–117.
10. Frankfurt Stock Exchange [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://www.boerse-frankfurt.de/bonds>
11. Мінфін поповнив бюджет від продажу держоблігацій: опубліковані підсумки аукціонів [Електронний ресурс]. – Режим доступу: <https://ukr.segodnya.ua/economics/finance/minfin-popolnil-byudzhet-ot-prodazhi-gosobligacij-opublikovany-itogi-aukcionov-1322202.html>