



Експертна дискусія

**«Макроекономічна ситуація в умовах війни: які перспективи?»**

01 червня 2022 року Центр соціально-економічних досліджень CASE Україна провів дискусію на тему «**Макроекономічна ситуація в умовах війни: які перспективи?**». У ній взяли участь головний економіст Dragon Capital Олена Білан і керівник аналітичного відділу Concorde Capital Олександр Паращій, модерував захід виконавчий директор CASE Україна Дмитро Боярчук.

Публікуємо ключові тези дискусії, а також стислий переказ доповідей спікерів.

**Основні тези**

- Падіння ВВП зараз оцінюють на рівні -35%, експорт критично знизився з 13 млн тонн з початку вторгнення до 2 млн тонн сьогодні.
- За статистикою ООН, нині з України виїхало 6.8 млн людей, повернулося 2.2 млн людей, 4.6 млн людей (10% населення) емігрували, потенціал споживання знизився мінімум на 12–15%.
- Національний банк впроваджує обмеження на міжбанківський ринок, менш зарегульований ринок фізичних осіб. Обмінний курс перебуває на фіксованому рівні, загальну економічну політику спрямовано на збереження макроекономічної стабільності і недопущення зростання валютного курсу на рівень 40 грн/\$.
- Структура платіжного балансу змінилася, торгові кредити показують -4.5 млрд дол. США, більш як експорт усіх товарів за 2 місяці.
- Ризики небезпеки спричинили еміграцію капіталу. Українські бізнесмени намагаються географічно диверсифікувати свої бізнеси за кордон. Відновлення для бізнесу – найгостріше питання.
- Міжнародні партнери готові надати більш як 30 млрд дол. США на додаткові військові витрати, гуманітарну підтримку, виплату зарплат і пенсій.
- Важливо створити інвестиційні пули, готові вкладати в Україну без високих прибутків, проте з можливістю нових або вивільнених ніш.
- Країна має унікальний шанс не просто відтворити старе, а модернізувати, трансформувати економіку, зробити її більш ефективною та продуктивною.

**Переказ дискусії (відео повної дискусії [за посиланням](#))**

**- Уряд приблизно окреслив наслідки вторгнення на рівні 30–50% падіння ВВП. Чи можна на сьогодні точніше оцінити ситуацію?**

**Олена Білан**

Оцінки дуже важко зробити без доступу до секретних даних. Держстат зараз не оприлюднює жодної статистики, крім статистики цін і зовнішньої торгівлі. Інші міністерства та відомства також не публікують інформації за секторами, як раніше. Тому ми більше покладаємося на власні спостереження, що відбувається з ресторанами, з відвідуваннями торговельних центрів, орієнтуємося на опитування бізнесу. Усі ці індикатори зараз свідчать про те, що економіка не оговтується від первинного шоку.



За оцінками Національного банку, на початку війни економіка скоротилася на 50%, тобто ми втратили половину виробництва. Проте далі почалося відновлення, падіння ВВП скоротилося, у березні воно становило -45%, у квітні – -40%, у травні можемо говорити про -35%.

Зараз **основне питання** – що буде далі, чи зможемо ми зростати, відновлюватися, навіть якщо продовжаться воєнні дії, загрози атак з повітря. Українська економіка має достатньо великий запас міцності, відновлення триватиме.

Критична для України можливість експортувати. Якщо до війни екпортували до 13 млн тонн на місяць, то зараз це приблизно 2 млн тонн. Можливо, ми зможемо розширити можливості до 5–6–7 млн тонн, але це однак буде половина від довоєнного обсягу. Це суттєво впливає на економіку і можливості відновлення виробництва.

**Друге важливе питання** для майбутнього – чи будуть повертатися люди, які виїхали, оскільки це велика частина споживання. -50% за результатами року – дуже песимістична оцінка. Її можна реалізувати в разі прогресу загарбників з окупації територій. Якщо воєнні дії вщухатимуть, то можемо говорити про падіння на рівні -30%, може навіть менше. Якщо ж відкриємо порти, то може йтися про падіння близько 22–25%.

**- Яка ситуація з людьми, які виїхали? ООН каже про 6 млн українців, які залишили країну. Як можна зрозуміти, які витрати споживання від переселення?**

### **Олександр Паращій**

Робочі втрати, а точніше втрати людей, які виїхали, – один з основних факторів, який визначатиме економічну політику в майбутньому. На сьогодні, за офіційною статистикою ООН, від 24 лютого виїхало 6.8 млн людей, повернулося 2.2 млн людей. Тобто 4.6 млн людей виїхало і не повернулося, це більше 10% населення. Відповідно потенціал споживання у нас знижується автоматично мінімум на 12%.

Приблизно 40% тих, хто виїхав, – це діти. Країну покинуло мінімум 27% дітей віком до 18 років і мінімум 30% дітей шкільного віку. Це свідчить про те, що наша інфраструктура може дуже сильно змінитися, якщо ці люди не повернуться. 30% школярів – це колосальна кількість, ми можемо втратити ціле покоління й отримати нову недозавантажену систему освіти. Дуже цікаво, як буде відбуватися вступна кампанія до ВНЗ. Після цього можемо зробити певні висновки про те, чи хоче молодь залишатися в Україні. Поки що картина з еміграцією вкрай тривожна.

Падіння економіки на рівні 20–25% – це реальна цифра, якщо війна прямо сьогодні закінчиться. Потенціал зі споживання зменшився на 15%. До всього потрібно розуміти, що купівельна спроможність людей дуже сильно впала, не враховуючи, що доходи населення зменшаться. Щодо виробництва, то з огляду на зруйнований Маріуполь і деякі інші міста на сході, це 15–20% залежно від того, чи закінчатся зараз бойові дії на півночі, в Донецькій і в містах Луганської областей. Тому навіть якщо війна сьогодні закінчиться, максимум, що можна відновити, – це 80% того, що ми мали до 24 лютого. У кращому разі до кінця року або в останні місяці року будемо бачити зниження економічної активності на рівні -30%, у середньому за рік напевно буде ближче до -35–40%.

**- Зараз багато уваги приділяють обмінному курсу, рішенню Нацбанку, яке всі обговорювали. Можете поділитися своїми думками з приводу тенденцій на валютному ринку, що відбувається і куди це все йде?**



## Олена Білан

Більшу частину валютного ринку зараз дуже жорстко регулюють. Це не зовсім ринок через те, що є суворі обмеження на платежі за кордон. Звичайно, є винятки і те, що зараз міститься в так званому критичному списку імпорту, покриває 90% довоєнного імпорту. Люди, які перебувають за кордоном, також можуть вільно розраховуватися своїми картками. Це два суттєві винятки, але загалом платежі за кордон зробити дуже важко, а іноді просто неможливо. Тому це суворе ручне регулювання ринку.

На валютному ринку сьогодні маємо **два сегменти**: традиційний міжбанківський ринок, де всі імпортери та експортери; і ринок для фізичних осіб, який набагато менше регулюють. Останні дії Нацбанку зменшили регулювання другого сегменту, і курс, який ми бачимо на вивісках обмінників, набагато вищий, аніж офіційний курс НБУ. Така ситуація природна, якщо є суттєві обмеження, уникнути її неможливо.

Що відбуватиметься надалі? Моє розуміння і прогноз: Національний банк буде намагатися повернутися до того режиму, який був до війни, але це відбуватиметься дуже поступово. Цей режим означає, що обмінний курс буде коливатися, він не буде фіксований, як зараз. Завдання НБУ – поступово уникати будь-яких різких змін девальвації. Коли це станеться – зараз важко сказати, можливо, ближче до кінця року, а може раніше. Зважаючи на те, що в нас зараз відбувається дуже різке зростання цін, додаткові коливання курсу на валютному ринку економіці не потрібні, вони ризикові і можуть принести багато додаткового негативу. Тому цієї ситуації намагатимуться уникнути, з іншого боку, постійно жити в такому ручному режимі теж важко, і це приховує свої негативи.

## Олександр Паращій

Так, зараз будь-які різкі коливання будуть сприйматися не дуже добре. Для економіки вже й так забагато стресів і якщо додати курсовий стрес, то це може збільшити градус паніки. З іншого боку, ми бачимо, як дорого Нацбанку обходиться утримання міжбанківського курсу, бачимо, скільки валюти доводиться витратити на підтримку цього курсу, резерви не безмежні.

Сподіваємося на поступову зміну політики Нацбанку і курс, який більш-менш відповідатиме реальності. Який буде той рівноважний курс, відповідь сьогодні дуже важко дати, бо ми бачимо, що економіка України, зовнішня торгівля радикально змінилися з 24 лютого. Наприклад, рік тому були дві найбільші статті експорту, які становили приблизно третину доходів експорту. Це продовольчі товари, зернові продукти і продукція гірничо-металургійного комплексу (сталь, руда). Не зважаючи на величезне падіння, лідером залишається позиція продовольчих товарів. На друге місце виходить ІТ-експорт, це єдина категорія, яка не впала і посідає майже шосту частину від усього експорту товарів і послуг. Тобто наша економіка зараз має зовсім інший вигляд у зовнішньому світі.

Якщо подивитися, що ми імпортуємо, то попри великі обмеження щодо імпорту всередині країни до критичних позицій ми маємо величезну статтю, яка становить у квітні 35% усього імпорту товарів і послуг, – це витрати наших українців, наших біженців за кордоном, вони більші, аніж експорт усього продовольства і сталі за квітень.

Структура дуже сильно змінилася. З новою структурою очевидно має бути якийсь новий рівноважний курс. Проте тут ми говоримо тільки про торговельний баланс, є також інші статті, які завжди були дивними у платіжному балансі, які завжди вилазять у моменти великої



невизначеності. Наприклад, торгові кредити, які в березні-квітні дали мінус за платіжним балансом майже 4.5 млрд дол. США, це більше, ніж експорт усіх товарів за 2 місяці.

Попри всі обмеження, які НБУ запроваджує на фізичному ринку імпорту, у нас однак є дуже великі пробоїни в платіжному балансі, і поки що не зрозуміло, як Нацбанк буде їх лікувати. Тому говорити про рівноважний курс, що він залишатиметься 29.25, поки що точно не можна, але новий курс валюти буде вирівнюватися в найближчі 5-6 місяців, радше це буде точно траєкторія зростання.

**- Зарплати падають, багато людей, які раніше не планували виїжджати, зараз намагаються влаштуватися в західних країнах, порівнюючи умови праці, рівень зарплат. Як ставитися до цієї тенденції, можливо, її потрібно закладати в основу майбутньої політики?**

### **Олександр Паращій**

Насправді це дуже складне питання, як повернути тих людей, які вже за кордоном. За офіційною статистикою, третина населення, що виїхала після 24 лютого, повернулася. Із тих, хто залишився за кордоном, ще половина має наміри повернутися, третина, хто взагалі виїжджав, мабуть, шукатиме можливості залишитися за кордоном. Критичною датою буде 1 вересня, коли діти в країнах Центрально-Західної Європи підуть до школи. Багато українців, які виїхали, вже зараз ходять до іноземних шкіл, але поки що для них це не обов'язкова умова. З 1 вересня ходити в школу для наших емігрантів буде не вільним вибором, а обов'язком. Це буде зовсім інший рівень сприйняття, і повернутися їм буде набагато важче тому, що шкільні програми на Заході не зовсім збігаються з нашими. Навіть коли діти після іноземних шкіл будуть повертатися, їм потрібно заново адаптуватися. Це вже новий бар'єр для того, щоб повертатися назад.

Інша не менш важлива проблема – еміграція капіталу. Серед українських бізнесменів багато хто шкодує про те, що вкладав більшість своїх коштів в Україну. Тобто вони себе вважали українськими бізнесменами, думаючи, що в Україні у них найкращі можливості, найкращі перспективи. В якийсь момент вони справді мали конкурентні переваги в цій країні, але за останні три місяці виникли нові ризики. Тепер чимало українських бізнесменів будуть намагатися диверсифікувати свої бізнеси, зокрема географічно. Це означає, що в Україну вони будуть набагато менше вкладати, натомість шукатимуть можливості за кордоном. Це стане великою проблемою на шляху до відновлення нашої економіки після закінчення війни.

Той бізнес і ті активи, які були зруйновані війною, бізнесмени не схильні відбудовувати саме на тому місці, де вони їх втратили. Половина з них готові шукати можливості прилаштувати ці гроші за кордоном. Це теж може бути великою проблемою, якщо у нас виплачуватимуть компенсації за зруйновані активи.

**- Після завершення війни почнеться відбудова, що може стати джерелом нашої стійкості до завершення гарячої стадії війни і стабілізації?**

### **Олена Білан**

У перші дні, місяці війни було закладено елементи стійкості. **По-перше**, працювала банківська та платіжна система – це було надважливо. **По-друге**, це комунікація, працював інтернет і мобільний зв'язок майже у всій країні. Це основа для нашої майбутньої стійкості. Дуже важко говорити про зростання економіки в умовах війни. Важливим залишається міжнародна



підтримка, зараз її спрямовано на військових і гуманітарну підтримку. Гроші надходять у бюджет для того, щоб платити зарплати, пенсії і додаткові військові витрати з бюджету. Наразі наші партнери готові надати більше 30 млрд дол. США. Тому це теж дуже важливий елемент стійкості.

Уже зараз потрібно створювати всі можливості для релокації бізнесу не за кордон, а на Західну Україну. Вже є певні програми уряду з релокації, але ж перевести виробництво – це тільки частина питання. Проблема в тому, де розмістити людей, бо доступного житла зараз практично немає. Якби запрацювали програми, які дають змогу швидко завершити будівництво, що вже на передостанній стадії завершення в Західній Україні, це допомогло б бізнесу та економіці.

Загальна економічна політика налаштована на те, щоб зберегти макроекономічну стабільність і не допустити зростання валютного курсу на рівень 40 грн за дол. США. Уряд, Нацбанк та інші органи влади в складних умовах війни намагатимуться зберегти економіку та стабільність на валютному ринку. Тимчасові викривлення можуть бути на готівковому ринку, але загалом будемо в коридорі до 35 грн за дол. США.

**- Коли почнеться процес відбудови, то щось будуть компенсуватися, щось відновлювати, попит буде трансформуватися в суміжних секторах. Як це має відбуватися, щоб було комфортно для бізнесу, і яка роль держави в цьому?**

**Олександр Паращій**

Роль держави в цьому процесі має бути ключовою. Та це не означає, що держава мусить втручатися в усі аспекти. В ідеалі держава повинна створити такі умови для бізнесу, які будуть кращими, аніж у сусідній Польщі, Словаччині, Німеччині. Це найбільший челендж, бо в цих країнах уже є досить непогані прозорі зрозумілі умови. У нас же поки що для бізнесу, крім великих ризиків і певних податкових пільг, нічого особливого немає. Тобто якийсь час нам напевно доведеться розраховувати на міжнародну допомогу, яка, на жаль, не безмежна і рано чи пізно закінчиться.

Для держави важливо сьогодні створювати умови для залучення саме іноземного капіталу. У найкращі роки, коли українська економіка зростала майже на 10% у реальному вимірі – 2005–2008 роки, – основним драйвером були саме приватні інвестиції. Без створення нормальних умов для приватних інвестицій нічого не буде. Так, ми можемо відбудувати дороги, мости, школи, театри, заводи, але цим самим ми просто вийдемо до того рівня, з якого почалася війна. Щоб Україна справді відчула економічний бум цього замало. Так, звичайно, будуть вливання грошей, створення додаткових тимчасових робочих місць на відбудову – це даватиме свій статистичний плюс в економічне зростання, але цього буде недостатньо. Потрібно вже зараз створювати пули для інвесторів, готових сьогодні на тлі популярності України приходити і вкладати, не розраховуючи на надвисокі прибутки. Тут не повинно бути ілюзій, у нас не буде високих прибутків. Проте будуть надможливості, може з'явиться багато нових ніш.

Поки що Україна популярна у світі, так само як після Помаранчевої революції. Зараз наше завдання зробити все, щоб країна стала популярною на рівні 2005 року, періоду постпомаранчевої революції. Основне – не зробити тих помилок, які зробили за останні 5–7 років, коли Україна не стала популярною для інвесторів після Революції гідності.

**Олена Білан**





Для України зараз унікальний шанс не просто відтворити те, що в нас було, не просто відбудувати, а модернізувати економіку, трансформувати її більш ефективно, більш продуктивно. Максимально зусилля треба спрямувати саме на це. Відновлення для бізнесу – найважливіше питання. Ми зараз не відбудовуємо стару Україну, а будуємо нову.

**- Який процент реально працюючого населення зараз перебуває за кордоном?**

**Олександр Паращій**

Офіційної точної статистики немає, можна оцінити в 15%.

**Олена Білан**

Зараз виїхали в основному жінки з дітьми, зі своїми батьками, людьми літнього віку. З тих 4.5 млн осіб, які перебувають за кордоном, приблизно половина жінок, які потенційно можуть працювати. Від загального населення, яке працювало в 2021 році, це приблизно 15%. Це важке питання, бо навіть якщо вони всі повернуться, для всіх не буде роботи.

**- Чи існують можливості для активізації військово-промислового комплексу України в найближчу перспективу?**

**Олександр Паращій**

Зараз основне завдання для нашого військово-промислового комплексу – вижити. Наші Збройні Сили роблять хорошу рекламу.

**- Що буде зі структурою експорту і чи агро вийде на перше місце? Для чого використовують наші зернові? Чи це сприятиме їх переробці в Україні, щоб експортувати товари з більшою часткою переробки, чи потрібні якісь додаткові заходи для цього?**

**Олександр Паращій**

Це може вклатися в концепцію модернізації економіки України. Уже десятиліттями точаться дискусії про те, що не потрібно вивозити зерно, треба його тут переробляти. Єдине, що за останні 10 років змінилося, – суттєво збільшилося виробництво олії. Це прогрес, в бік переробок можна справді рухатися. Держава не може вплинути на цей процес, змусити людей займатися переробкою. Можна, звичайно, запровадити експортне мито на зерно, проте це не буде стимулом. Стимулом буде поліпшення інвестиційного клімату.

**- Що буде із заробітною платою населення, яка знецінюється через інфляцію, плюс підвищення цін?**

**Олена Білан**

Ситуація для тих, хто залишився, і тих, хто виїхав, насправді складна в сенсі заробітної плати, тому що багато підприємств скоротили заробітну плату. На ринку праці зараз люди, які втратили роботу і знайти її зараз дуже важко. Багато людей погоджуються на меншу заробітну плату.

Війну ми переможемо, і з економікою в перспективі буде краще, ніж було. Питання в тому, як витримати до перемоги. З погляду будь-якої пересічної людини краще низька зарплата, ніж її відсутність. На жаль, зараз доведеться погоджуватися на те, що ми маємо. Наразі суттєві інвестиції поки що йдуть у воєнні дії.



**- Які сектори економіки можуть стати тимчасовим/частковим «компенсатором» традиційного експорту (сталь, зерно), якщо порти залишаться заблокованими у найближчі 3-6 місяців?**

**Олена Білан**

3-6 місяців порти залишаться найімовірніше заблокованими за будь-якого сценарію. Крім того, що там стоїть російський флот, Чорне море заміновано двічі і ворогами, і нашими військовиками. На розмінування і забезпечення страхування кораблів, які будуть вивозити сталь і зерно, це займе час, в перспективі 6 місяців. Спроможність наземних шляхів розширюється, це може стати компенсатором. Експорт ІТ послуг – це також наразі суттєва наша надія.

**- Як ви оцінюєте перспективи/ризиків нагромадження непрацюючих кредитів (NPLs) у банківській системі?**

**Олександр Паращій**

Наскільки видно зі статистики Нацбанку, у нас немає великих проблем з кредитами банківської системи, які не обслуговують чи не виплачують. Можливо, є кілька банків, які не в найкращій ситуації, але навіть для цих банків НБУ не поспішає вживати серйозних заходів. Тому проблему NPL або поганих кредитів радше вирішуватимуть уже після закінчення війни.

**- Для залучення приватного капіталу і створення умов для реалізації можливостей треба напрацювати гарантії для власників капіталу з огляду на зменшення внутрішнього споживання. Чи можливо розрахувати окупність і прибутковість проектів та які інструменти можна застосувати для надання гарантій приватному капіталу?**

**Олена Білан**

Щодо гарантій приватному капіталу – це дуже важливе питання. Я не можу наразі дати конкретної відповіді про інструменти, які можна застосувати, щоб бізнес почував себе безпечніше і міг бодай у щось інвестувати в умовах війни.

**- Що Україна реалістично може запропонувати західним інвесторам?**

**Олена Білан**

Зараз важко щось запропонувати західним інвесторам, крім перспектив відновлення. Якщо Україна справді зможе піти шляхом наших сусідів, які є членами Євросоюзу, і отримати перспективу членства, то після нашої Перемоги інвестори будуть щасливі допомогти відновлювати економіку і заодно заробити гарні прибутки.

**Олександр Паращій**

Поки що, на мою думку, ми можемо тільки хайп запропонувати: якщо не інвестуєш в Україну, то ти не в тренді. Проте ми можемо запропонувати нові унікальні ніші на ринку. Хто перший прийде і захопить нішу, яка вивільнилася чи якої немає. Є також перспективи інтеграції з ЄС, наприклад, для східних інвесторів, які мають великі бар'єри з Європейським Союзом. Ми вже живемо в режимі вільної торгівлі з ЄС, тому китайці, казахи, країни Перської затоки можуть створювати тут підприємства і без мита постачати свою продукцію в ЄС.



ЕКОНОМІЧНА ПРАВДА

Європерспектива – дуже хороше підсилення для нашої інвестиційної привабливості. У цьому напрямі саме західноєвропейський уряд може допомогти, якщо в нас буде дуже конкретний план дій зі вступу до Європейського Союзу, розписаний з конкретними дедлайнами. Якщо ми будемо чітко йти за цим планом, то інвестиційна привабливість України може зростати плавно, але досить солідно.

**- Наскільки тіньова економіка компенсує втрати і падіння від війни?**

**Олена Білан**

Тіньовий сектор є компенсатором у тому сенсі, що люди мали тіньові незадекларовані заощадження, які зараз допомагають підтримувати внутрішнє споживання. Зважаючи на те, що ми не розуміємо, що зараз відбувається з офіційною економікою, вести статистику тіньової економіки важко. Як і під час будь-якої кризи, частка тіньової економіки зростає.

**- Якщо вас як аналітиків питають, чи купувати українські євробонди та ВВП-варанти за поточними курсами, що ви порекомендуєте?**

**Олександр Паращій**

Ставка на євробонди до війни була 10% умовно, у Європі – 0.5%. Тобто якщо хтось зараз купує дуже дорогий бонд, якщо він вірить у перспективи України до ЄС, то він може розраховувати, що бонд суттєво зростатиме в ціні. Той, хто сьогодні інвестує в Україну, може отримувати хороші ставки. Якщо ми входимо в сім'ю європейських країн, то ці ставки на тлі європейських просто будуть космічні.