



EKONOMISK ANALYS · SVENSK UPPLAGA

OKTOBER 2007

Eastern European Outlook

Tema: Ryssland efter valen

Important your attention is drawn to the statement on the back cover of this report which affects your rights.

S|E|B

SEB Ekonomisk Analys

Eastern European Outlook - Oktober 2007

Eastern European Outlook utkommer två gånger per år. Denna rapport publicerades den 10 oktober 2007. Rapporten skrevs av Mikael Johansson (chefredaktör), Bo Enegren, Alge Budryte, Dainis Gaspuitis, Gitanas Nauseda, Hardo Pajula, Vilija Tauraite och Andris Vilks.

Robert Bergqvist, chefekonom robert.bergqvist@seb.se	+46 8 506 23016
Håkan Frisen, chef för Ekonomisk Analys hakan.frisen@seb.se	8067
Susanne Eliasson, analytiker privatekonomi susanne.eliasson@seb.se	6588
Bo Enegren, ekonom bo.enegren@seb.se	8594
Ann Enshagen Lavebrink, ekonomassistent ann.lavebrink@seb.se	8077
Ingela Hemming, företagarekonom ingela.hemming@seb.se	8297
Mikael Johansson, ekonom mikael.johansson@seb.se	8093
Erik Lindmark, analytiker företagarekonom erik.lindmark@seb.se	8297
Tomas Lindström, ekonom tomas.z.lindstrom@seb.se	8028
Gunilla Nyström, privatekonom gunilla.nystrom@seb.se	6581
Fax nr	+46 8 763 9300

SEB, Ekonomisk Analys, K A3, SE-106 40 STOCKHOLM

Hardo Pajula, chefekonom, SEB Eesti Ühispank hardo.pajula@seb.ee	+372 665 5173
Dainis Gaspuitis, ekonom, SEB Latvijas Unibanka dainis.gaspuitis@seb.lv	+371 844 79994
Andris Vilks, chefekonom, SEB Latvijas Unibanka andris.vilks@seb.lv	+371 721 5597
Alge Budryte, ekonom, SEB Vilnius Bankas alge.budryte@seb.lt	+370 5 268 2508
Gitanas Nauseda, chefekonom, SEB Vilnius Bankas gitanas.nauseda@seb.lt	+370 5 268 2517
Vilija Tauraite, ekonom, SEB Vilnius Bankas vilija.tauraite@seb.lt	+370 5 268 2521

Innehållet i denna rapport är baserat på uppgifter från källor som av Banken bedöms vara pålitliga. Banken lämnar dock ingen garanti för fullständigheten eller riktigheten i dessa uppgifter. De som tar del av rapporten uppmanas att basera sina investeringsbeslut på undersökningar de själva bedömer vara nödvändiga.

Konjunkturstyrkan i **Central- och Östeuropa** består de närmaste åren trots svagare global efterfrågan. I många länder är inflationen nu på väg upp till följd av stark inhemsk efterfrågan och högt resursutnyttjande. Ukraina och Slovakien går förbi Baltikum som de mest snabbväxande ekonomierna när Estland och Lettland bromsar in. Livlig inhemsk efterfrågan fortsätter att genom-syra Central- och Östeuropa. Men den snabba tillväxten i konsumtion och investeringar dämpas något i spåren av höjda räntor samt försiktigare kreditgivning; det senare delvis som följd av den internationella kreditoron.

Rysslands tillväxtstyrka håller i sig, med draghjälp av fortsatt höga råvarupriser och expansiv finanspolitik. Investeringsuppsvinget fortsätter med stöd av stora satsningar på infrastruktur. Inflationen biter sig fast på höga nivåer. Kreml fortsätter att stärka sin makt och politiken ligger fast efter parlaments- och presidentvalen.

Ukrainas tillväxt och inflation ligger kvar på hög nivå. Den starka kreditexpansionen bromsar in men konsumtionen fortsätter att underbyggas av höga löneökningar och höjda pensioner. Den nya koalitionen intensifierar integrationen med EU.

Baltikum präglas av stora obalanser. Lettland och Estland har fortsatt att uppvisa tydliga tecken på överhettning, efter flera år med alltför snabb inhemskt driven tillväxt. Vårt huvudscenario är fortfarande en mjuklandning i dessa ekonomier. Den ännu höga kredittillväxten fortsätter att dämpas. I Lettland krävs även att ett nytt, kommande ekonomiskt stabiliseringspaket verkligen implementeras.

Estland bromsar in tydligt när luften nu går ur tidigare uppblåsta förväntningar bland hushåll och företag. Ett par år med tillväxt under trend väntar; BNP-ökningen växlar ned från 7 procent i år till 4 procent 2008 och inflationen faller tillbaka. Detta är den största prognosjusteringen jämfört med förra EEO-rapporten i mars 2007.

Lettlands tillväxt sjunker från 10 procent i år till 6-7 procent de kommande åren. Fortsatt höga räntor bidrar till avmattningen och risken för en skarp inbromsning har ökat. Hög lönedriven inflation och extremt stort bytesbalansunderskott minskar marginellt. Risken för växelkursjustering kvarstår men minskar efter regeringens ekonomiska stabiliseringsåtgärder.

Till skillnad mot i främst Estland men även Lettland finns ännu inga tecken till dämpning i **Litauen**. Tillväxten mattas dock gradvis från 8 procent i år till 6 procent 2009.

I **Polen** hakar konsumtionen i den investeringsdrivna uppgången. BNP-tillväxten försvagas litet och ligger kvar något över trenden 5 procent. **Slovakien** utmärker sig med fortsatt hög tillväxt förenad med låg inflation och regeringens mål om euro-anslutning 2009 är väl inom räckhåll.

Tjeckien slår in på en långsiktigt stramare budgetpolitik med sikte på Euro-zonen, men de negativa tillväxteffekterna blir små. **Ungern** reser sig långsamt ur en djup svacka där budgetkonsolideringen fortsätter att sänka landets dubbla underskott till mer uthålliga nivåer.

Kreditoron dämpar

- **Utdragen svacka i USA**
- **Europa står emot väl**
- **Fortsatt höga råvarupriser**

Världsekonomin kommer att tappa en del fart till följd av den globala kreditfrossan, trots att centralbankerna mjuknar i sin penningpolitik. USA:s bolånekris väntas fortgå ytterligare ett halvår. Det gör att osäkerhet och viss riskanpassning kvarstår i det finansiella systemet. Försiktigare kreditgivning och minskad riskvilja ger i sin tur realekonomiska avtryck. Investeringar och konsumtion dämpas; det senare främst i USA. Vi har antagit en sammantagen negativ tillväxteffekt på ½ procentenhet i USA och ¼ procentenhet i Väst Europa. Likväl kommer den globala ekonomin även under 2008-2009 att växa väl över trenden på 3½-4 procent. De positiva utbudskrafterna från globalisering och ny teknik stöttar liksom starka balansräkningar i såväl företags- som hushållssektorer. Därtill utgör en hittills ganska försiktig investeringsvilja samt måttligt värderade aktiemarknader stabiliserande krafter.

BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

	2006	2007	2008	2009
USA	2,9	1,9	2,1	2,8
Japan	2,2	2,0	1,9	2,0
Kina	10,7	11,0	10,0	9,0
Euro-zonen	2,9	2,6	2,2	2,1
Storbritannien	2,8	2,9	1,9	2,2
Norden	3,8	3,4	2,9	2,3
OECD	3,1	2,6	2,5	2,7
Världen	5,4	5,0	4,5	4,5

Källor: OECD, SEB

USA:s tillväxtsvacka förväntas bli mer utdragen än konsensus synen. BNP-ökningen inskränker sig till 2 procent även nästa år, och först 2009 närmar sig ekonomin åter potentiell tillväxt. Anpassningsförloppet efter boomen på bostadsmarknaden håller i sig minst ett år till. De rikstäckande huspriserna börjar nu falla mätt i årstakt och bostadsbyggandet dämpas under det historiska genomsnittet. Samtidigt försvagas arbetsmarknaden, som fram till i höst visat motståndskraft mot det senaste årets försämrade BNP-tillväxt. Följden av allt detta blir att hushållen drar upp sitt obefintliga sparande och drar ned på konsumtionen. En ekonomisk recession kan dock undvikas. Företagens investeringar utanför byggsektorn har potential att öka, exporten får ytterligare draghjälp av en svagare dollar och räntorna sänks. Inflationshotet kan inte avfärdas på kort sikt på grund av produktivitetsdämp-

ningen, men klingar gradvis av i takt med en växande arbetslöshet.

I Europa fortsätter Norden att utmärka sig med hög tillväxt, med tilltagande överhettningrisker i Norge, Danmark och Sverige. BNP ökar med i genomsnitt 3 procent nästa år samtidigt som inflationen stiger tydligt från låga nivåer.

Euro-zonen präglas av fortsatt god tillväxt parad med stabil inflation. Tillväxten dämpas beskedligt och ligger kvar något över trenden 2 procent. Tysklands återkomst i kombination med generellt förstärkta arbetsmarknader utgör buffertar mot tydligt sämre efterfrågan i länder som USA och Storbritannien. Tillväxtens drivkrafter skiftar från export till inhemsk efterfrågan. Höjda löneökningar ger ett uppsving i konsumtionen; det gäller främst Tyskland. I flera länder, däribland Frankrike och Spanien, fortsätter avkyllningen på bostadsmarknaderna. Tyskland bryter mönstret med en uppgång. Relativt högt hushållssparande kontra situationen i USA innebär att Euro-zonens bostadsmarknad överlag framstår som stabilare.

Fed sänker mer

Fed sänker styrräntan med ytterligare en kvarts procentenhet, till 4,50 procent, i år och fortsätter ned till 3,75 procent i mitten av 2008. Bank of England, som på kort sikt har att hantera en uppblossande bolåneproblematik och tendenser till försvagad husmarknad, går i dess fotspår. ECB har nått toppen.

De amerikanska och tyska obligationsräntorna rör sig litet sett på ett års sikt.

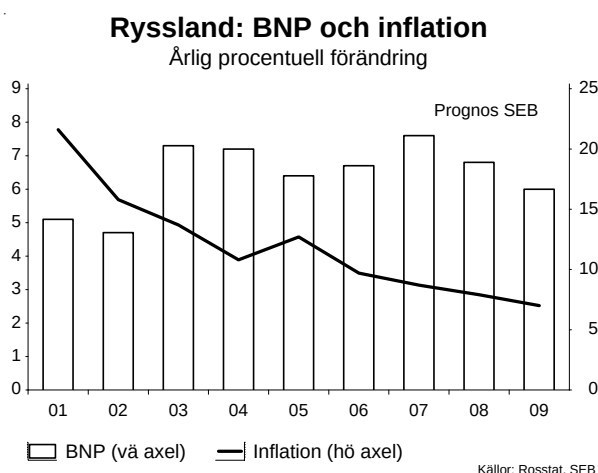
På valutamarknaden fortsätter dollarn att försvagas då den tappar sitt tidigare korträntestöd. EUR/USD går upp mot 1,50 det närmaste året. Euron får bära en stor börda eftersom pundet deprecierar och de asiatiska valutorna förblir relativt lågt värderade. I denna kalkyl ligger antagandet att de kinesiska myndigheterna tillåter yuanen att appreciera med cirka 5 procent mot USD per år.

Råvarupriserna har påverkats litet av den globala kreditoron och nedtonade tillväxtprognoser. Vi räknar också med att de allmänt sett ligger kvar på höga nivåer då efterfrågan utanför USA förblir relativt hög. Oljepriset (Brent) antas ligga på 75 USD/fat de närmaste åren, vilket är 15 USD över utsikterna i förra EEO-rapporten i mars 2007.

Fortsatt tillväxtstyrka

- Konsumtions- och investeringsboom
- Expansiv finanspolitik – fortsatt hög inflation
- Dubbla överskott krymper

Den starka tillväxten fortsätter och har t o m tilltagit. Första halvåret ökade BNP med närmare 8 procent. Efterfrågan drivs på av höga oljepriser, en alltmer expansiv finanspolitik och stora kapitalinflöden. I år ökar BNP med drygt 7½ procent – den starkaste tillväxten sedan år 2000. Fortfarande är konsumtionen den mest expansiva efterfrågekomponenten men även investeringarna ökar nu i allt snabbare takt. Den kraftiga ökningen av inhemsk efterfrågan driver på importen, samtidigt som kapacitetsrestriktioner och rubelns reala appreciering håller tillbaka exporten. Därmed krymper det stora bytesbalansöverskottet trots fortsatt höga råvarupriser. Det offentliga överskottet minskar i än snabbare takt till följd av de senaste årens alltmer expansiva finanspolitik.



Det mesta talar för stark tillväxt även de kommande åren. Hushållens konsumtion fortsätter att byggas under av hög reallönstillväxt och expansiv finanspolitik. Även investeringarna ser ut att kunna växa i snabb takt, inte minst som en följd av statliga satsningar på infrastruktur. Vi räknar därmed med att den inhemska styrkan gör att rysk ekonomi påverkas relativt lite av inbromsningen i den globala ekonomin. Denna gynnsamma bild bygger visserligen på att råvarupriserna hålls uppe på höga nivåer de kommande två åren, men även med en nedgång i råvarupriserna från nuvarande nivåer bör rysk ekonomi stå emot relativt väl på kort sikt tack vare de stora finansiella buffertar som byggts upp de senaste åren.

Vi räknar dock med att tilltagande kapacitetsrestriktioner i ekonomin gör att produktionen dämpas något samtidigt som efterfrågan i hög utsträckning tillgodoses via ökad import. En något långsammare ökning av de offentliga utgifterna bidrar också till en viss dämp-

ning framöver. Därmed faller BNP-tillväxten tillbaka något till 6,8 respektive 6,0 procent de kommande två åren.

Trots tillväxtstyrkan på kort sikt består en hel del frågetecken kring den långsiktiga utvecklingen. Reformtempot är svagt och tendenserna till diversifiering av ekonomin är fortfarande små. Även om viktiga steg tagits i finanspolitikens ramverk innebär den faktiska finanspolitiken en ökad risk för överhettning och därmed en procyklisk åtstramning längre bort i tiden. Med tanke på den låga investeringsnivån i ekonomin är uppväxlingen i investeringstillväxten lovande, men samtidigt reser det stora statliga engagemang en del frågetecken kring förmågan att långsiktigt lyfta tillväxtpotentialen i ekonomin.

Ingen diversifiering av exporten

Från produktionssidan har tillväxten de senaste åren i allt högre utsträckning förskjutits från olje- och gasutvinning till mer inhemskt orienterade sektorer som bygg och tjänster. I synnerhet handeln drar nytta av konsumtionsboomen men också andra tjänstebanscher som t ex transportsektorn och finansiella tjänster går starkt. Byggandet stimuleras av kraftigt stigande priser på fastighetsmarknaden och av regeringens satsningar på bostadsbyggandet som ett av fyra prioriterade "nationella projekt".

I viss mån kan utvecklingen ses som en diversifiering av produktionsstrukturen i rysk ekonomi, men samtidigt finns inte många tecken på en industriell expansion utanför råvarusektorn, vilket är ett av regeringens prioriterade mål. Den fortsatta reala apprecieringen av rubeln gör det heller knappast lättare för den konkurrensutsatta industrin att växa i betydelse för rysk ekonomi. Den del av industrin som producerar för den kraftigt växande inhemska marknaden och som inte är alltför utsatt för konkurrens från importen kan naturligtvis fortsätta att expandera i god takt. Den verkliga utmaningen är dock att få till stånd en konkurrenskraftig exportindustri utanför råvarusektorn.

Att produktionen inom olje- och gassektorn växer så pass långsamt är dessutom illavarslande för framtida exportinkomster, och något förvånande, med tanke på Rysslands starka komparativa fördelar inom dessa sektorer. Efter att ha ökat med tvåsiffriga tal under de första åren på 2000-talet tycks nu produktionen etablerat sig på en tillväxttakt på bara ett par procent. Något som hämmar exporten är de kraftigt subventionerade inhemska priserna vilken motverkat en effektiv energianvändning och därför lett till en hög inhemsk energikonsumtion. Detta skulle, något paradoxalt, kunna leda till inhemsk energibrist och svårigheter att öka, eller till och med upprätthålla dagens nivåer på energiexporten. Den långsamma produktionstillväxten är i första hand en följd av att investeringarna varit otillräckliga – i sin tur en effekt

av hög beskattning, oklara spelregler och osäkerhet kring statens roll i energisektorn.

Lovande investeringsuppgång

Det senaste årets kraftiga uppsving i investeringarna, både i och utanför energisektorn, är därför lovande. Hittills i år har investeringarna ökat med över 20 procent jämfört med i fjol. Uppgången har varit relativt brett baserad över olika branscher och även inflödet av direktinvesteringar har tagit fart ordentligt. Den ryska infrastrukturen är i skriande behov av uppgradering och regeringen har stora planer för att modernisera ekonomin. Strategin är bl a att få igång samarbetsprojekt med privata aktörer. Givet de stora problemen med ineffektivitet och korruption i förvaltningen är dock riskerna för felinvesteringar betydande. Det är sålunda fortfarande osäkert i vilken grad investeringsuppgången förmår lyfta den långsiktiga tillväxtpotentialen så länge investeringarna inte åtföljs av reformer bl a inom den offentliga sektorn.

Den starka tillväxten under senare år har till en rätt liten del berott på stigande sysselsättning och investeringar, utan snarare på en omallokering av resurser från lågproduktiva sektorer till sektorer med högre produktivitet, samt på ett ökat kapacitetsutnyttjande. Potentialen för ytterligare sådana catch-up vinster är betydande men samtidigt kommer den arbetsföra befolkningen att minska de närmaste åren och den lediga kapaciteten har i allt väsentligt tagits i anspråk. Detta understryker vikten av att varaktigt höja nivån på investeringarna.

Nedgången i inflationen har brutits

Den trendmässiga nedgången i inflationen bröts i våras och prisökningstakten steg från knappt 7½ procent i mars till drygt 8½ procent i augusti. Uppgången speglar i viss mån ett omslag i livsmedelspriserna och denna utveckling fortsätter under hösten bl a som en följd av dåliga skördar. Även högre energipriser bidrar till att hålla uppe inflationen. Därmed kommer myndigheternas mål om en inflation på 8 procent i slutet av året inte att uppfyllas.

Det underliggande inflationsproblemet är dock framför allt de stora inflödena av utländsk valuta som uppkommer via överskotten i bytesbalansen, samt det stigande resursutnyttjandet. Eftersom centralbanken vill undvika en alltför stor appreciering av rubeln köper den utländsk valuta, och med små möjligheter att sterilisera dessa inflöden blir resultatet en ökning i penningmängden. Möjligheterna att neutralisera inflödena sker i stället genom finanspolitiken via överföringar till oljestabiliseringsfonden. De senaste kvartalen har överskotten i bytesbalansen dämpats men samtidigt har inflödet av kapital via företagsupplåning i utlandet ökat och dessa inflöden steriliseras inte automatiskt via oljestabiliseringsfonden.

De kommande åren kommer bytesbalansöverskotten successivt att minska i takt med att oljepriserna planar ut och därefter faller tillbaka svagt, medan importen fortsätter att öka i snabb takt. Troligen kommer också kapitalinflödena att dämpas efter att en rad större företagsförvärv avslutats och att utlandsupplåningen går in i en lugnare fas. Samtidigt hålls inflationstrycket uppe av högt resursutnyttjande och expansiv finanspolitik. Möjligheterna att hålla tillbaka inflationen via administrativt satta priser minskar också när t ex gaspriserna anpassas uppåt mot de prisnivåer som utländska användare betalar. Enligt gällande planer ska denna anpassning vara fullt genomförd 2011 och skulle kunna innebära en trefaldigande av priserna jämfört med dagens nivåer.

Rubel mot euro/dollarkorg



Vi räknar därför med att centralbanken låter rubeln appreciera för att inte avlägsna sig alltför mycket från den målsatta inflationen – 7 procent i slutet av 2008. Samtidigt utgör det politiska motståndet mot en alltför stark rubel en restriktion varför vi räknar med en relativt måttlig appreciering. I slutet av nästa år är kursen 23,8 mot dollarn och 35,2 mot euron. I termer av centralbankens valutakorg bestående av 45 procent euro och 55 procent dollar innebär detta en appreciering på drygt 2 procent från dagens nivå. På medellång sikt, när det finansiella systemet nått en mognare nivå, är målet att penningpolitiken ska styras utifrån ett inflationsmål.

Nytt stabiliseringspolitiskt ramverk

Regeringen stod emot krav på att spendera de stora oljeinkomsterna förvånansvärt väl fram till i fjol. Trots en omsvängning av finanspolitiken i expansiv riktning visade de samlade offentliga finanserna förra året fortfarande ett överskott motsvarande 8,4 procent av BNP. Ökningen av de offentliga utgifterna har dock accelererat i år. Utgiftsökningarna har bl a koncentrerats till de fyra nationella programmen som lanserades av president Vladimir Putin under 2006, innefattande satsningar på utbildning, hälsovård, jordbruk och bostadsbyggande. Även pensioner och offentliga löner ökar kraftigt.

Utgiftsexpansionen fortsätter nästa år om än i långsammare takt och med en större inriktning mot investeringar inom bl a energi och infrastruktur. Enligt regeringens budgetförslag faller det statliga överskottet snabbt och vänds till ett underskott 2010. Budgeten bygger på relativt konservativa antaganden om oljepriset som antas falla ned mot 50 dollar/fat på tre års sikt. De finanspolitiska lättnaderna kommer i ett läge när resursutnyttjandet redan ligger på en hög nivå, vilket riskerar att spä på tendenserna till överhettning i ekonomin och driva på rubelns reala appreciering.

Samtidigt har regeringen infört ett nytt budgetpolitiskt ramverk som på sikt kan bidra till mer hållbara offentliga finanser. Sedan i våras görs nu treåriga budgetar med syftet att öka transparens och minska osäkerheten kring den framtida ekonomiska politiken. Dessutom ska oljestabiliseringsfonden delas upp i två delar från och med i februari 2008 – en reservfond och en generationsfond. Intäkter både från gas och olja ska gå till dessa fonder. Reservfonden ska fungera som en buffert mot fluktuationer i oljepriset och ska tillföras intäkter upp till 10 procent av BNP. Fonden ska investera i säkra tillgångar som statsobligationer.

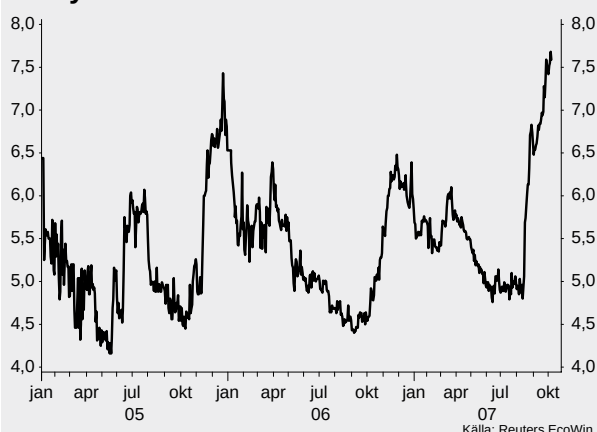
Intäkter utöver det som går till reservfonden hamnar i generationsfonden som är tänkt att investera i t ex utländska aktier, men det har också varit på tal att denna fond skulle kunna investera i t ex infrastruktur.

En årlig överföring av olje- och gasintäkter kommer att användas för att finansiera budgetunderskottet räknat exklusive olja och gas. Denna överföring antas kulminera nästa år och uppgå till drygt 6 procent av BNP, enligt regeringens 3-årsbudget, för att därefter successivt falla till under 4 procent av BNP 2011. Den nya budgetprocessen innebär en mer framträdande roll för budgetunderskottet räknat exklusive olja och gas. Detta ska inte få överstiga 4,7 procent av BNP enligt planerna. Målet beräknas dock inte uppnås förrän 2011. Sammantaget kan det nya finanspolitiska ramverket bidra till ett mer långsiktigt tänkande i budgetpolitiken och mer stabila och uthålliga offentliga finanser. Samtidigt kan realismen i treårsbudgeten ifrågasättas eftersom finanspolitiken på kort sikt kommer att vara expansiv medan den åtstramning som krävs för att uppnå budgetmålet skjuts på framtiden.

Endast mindre effekter från den globala kreditkrisen

En viss smitta från den globala kreditoron nådde Ryssland i mitten av augusti, vilket fick centralbanken att skjuta till likviditet till banksektorn och sälja utländsk valuta för att stödja rubeln. Valutarens föll med nära 7 mdr dollar under ett par veckor men under de följande veckorna återhämtades hela nedgången. I slutet av september återkom kreditoron och centralbanken fick genomföra ytterligare likviditetsinjektioner.

Ryssland: 3-månaders interbankränta



Likviditetsproblemen är inte bara en effekt av den internationella kreditoron utan bottnar också i inhemska förhållanden kopplade till stora skattebetalningar kring månadsskiften. Det något stramare kreditläget lär bestå en tid och den kraftiga kreditexpansionen kommer troligen att dämpas något från dagens höga nivåer – utlåningen till hushållen ökar för närvarande med cirka 70 procent i årstakt.

Samtidigt har bankernas upplåning i utlandet ökat mycket kraftigt och kreditgivningen har på vissa håll varit vidlyftig, inte minst vad gäller konsumtionslån, och andelen dåliga lån tycks ha ökat betydligt. Problemen är i första hand koncentrerade till ett antal mindre banker som utgör en mycket liten del av den totala banksektorn. Ryssland har cirka 950 banker men de tre största svarar för cirka 80 procent av marknaden.

Vi bedömer därför riskerna för det finansiella systemet som små och förutser heller inte några tydliga effekter på tillväxten av kreditproblemen.

Tema: Ryssland efter valen

Eastern European Outlook - Oktober 2007

Politiken ligger fast

- **Parlamentsval stärker Kreml**
- **Putin behåller greppet**
- **Dragkamp mellan maktpolitik och ekonomisk integration**

Maktspelet inför de kommande valen till Duman i december och presidentvalet i mars nästa år är nu i full gång. Det mesta intresset koncentreras kring presidentvalet och vem som ska efterträda president Vladimir Putin – om han som förväntat följer konstitutionen och avgår nästa år. Samtidigt har spekulationerna kring Putins framtida roll tagit en ny vändning i och med att han själv antytt att han skulle kunna fortsätta sin politiska karriär som premiärminister. Detta skulle i sin tur innebära en maktförskjutning från presidenten till förmån för premiärministerposten givet en ändring i konstitutionen. Därmed skulle Putin och hans krets behålla makten också efter presidentvalet.

Parlamentsvalet är förutsägbart, vilket bl a beror på de förändringar av valsystemet som gjorts sedan valet för fyra år sedan. Spärren för att komma in till Duman har höjts från 5 till 7 procent, valförbund förbjuds, enskilda oberoende kandidater kan inte längre ställa upp och kraven på antalet medlemmar för att godkännas som parti har höjts. Likriktningen av massmedierna kan också ses som en garant för att något oförutsett inte inträffar och Putins starka stöd i opinionen gör också att de Kremltroga partierna seglar i medvind. Ungefär 70-80 procent av befolkningen ger sitt stöd åt Putin och 40 procent uppger att de skulle stödja hans val av efterträdare även om de inte visste vem det var.

Sammanlagt 17 partier är registrerade men alla kommer inte att delta i valen och endast fyra partier ser ut att klara spärren på 7 procent. Det stora Putintrogna partiet Enade Ryssland har två tredjedelar av Dumans 450 platser och enligt olika opinionsundersökningar skulle partiet få cirka 50 procent av rösterna om det vore val i dag.

Med Putin som första namn på partiets lista kan dock väljarstödet bli betydligt större än så. Mycket talar för att partiet kan uppnå två-tredjedels majoritet i Duman, vilket är vad som krävs för att ändra konstitutionen och därmed bädda för att flytta över maktbefogenheter från den i dag utomordentligt starka presidentposten till premiärministern.

Det andra Kreml-trogna partiet Rättvisa Ryssland har stöd av drygt 15 procent av väljarna. Partiet som bildades förra året betraktas av många bedömare som ett försök av Kreml att skapa en lojal "opposition" och i förlängningen ett renodlat tvåpartisystem där valen i första hand är ett val på personer snarare än på partipolitik.

Ungefär lika stort stöd i opinionen har kommunisterna, medan det liberaldemokratiska partiet lett av ultranationalisten Vladimir Zirinovskij har ett väljarstöd på knappt 10 procent. Av dessa fyra partier är det bara kommunisterna som kan betraktas som ett oppositionsparti. Inget liberalt västinriktat parti ser ut att ha någon chans att komma in i Duman.

Ovisst presidentval

Om parlamentsvalet är förutsägbart har osäkerheten kring vem som blir president efter valet i mars 2008 snarast ökat, inte minst efter den senaste regeringsombildningen. Många tolkar Putins långa tvekan inför att föra fram en tydlig kandidat som att han inte vill bli en "lame duck" fram till valet och/eller att han inte har bestämt sig för vilken kandidat han vill ge sitt stöd. Fortfarande tycks det hetaste tipset i denna "kremlologibransch" vara att någon av de visa premiärministrarna Medvedev och Ivanov tar över efter Putin, med ett litet försprång för KGB-veteranen Ivanov. Även om Medvedev beskrivs som den något mer liberale av dessa bägge kandidater förefaller skillnaderna dem emellan inte vara särskilt stora.

Spekulationer om att premiärministerposten skulle kunna vara en naturlig språngbräda till presidentämbetet har dämpats i och med utnämningen av den tämligen anonyme Viktor Zubkov. Dennes utnämning har snarast spätt på spekulationerna om en återkomst för Putin eftersom Zubkovs maktposition i första hand bygger på den personliga lojaliteten till presidenten. Logiken i detta resonemang bygger på att Putin vill ha en svag president som sitter en mandatperiod, alternativt avgår i förtid, vilket skulle bädda för Putins comeback. Att Putin nu antyder att han kan komma att bli premiärminister efter presidentvalet öppnar för att han kan förbli landets faktiske ledare som premiärminister. Då blir presidentposten mindre viktig.

Det råder knappast något tvivel om att Putin kommer att finnas kvar i maktens centrum oavsett om han blir premiärminister eller inte.

Putinregimens allt tydligare maktspråk gentemot omvärlden är en faktor som skapat frågetecken kring Rysslands omdaning och farhågor för ökad isolering. Mot dessa farhågor ska ställas det externa tryck på förändring av ekonomin som kommer av Rysslands integrering i den globala ekonomin. Flera viktiga steg i denna ökade integrering har trots allt tagits under senare år. Ett sådant var t ex beslutet att göra rubeln konvertibel för drygt ett år sedan. De kraftigt ökade flödena av direktinvesteringar de senaste åren är en annan viktig trend. De stora marknadsintroduktioner som gjorts av ryska företag utomlands och förvärven av västerländska bolag innebär en press på de ryska företagen att tillämpa västerländska regelverk och bli mer transparenta.

WTO-medlemskap 2008

Rysslands strävan att komma in i WTO innebär också ett viktigt steg mot integrering i den globala ekonomin. Redan i januari i år avslutades de sista bilaterala förhandlingarna, sedan dess har dock tillkommit förhandlingar med Saudiarabien och Kambodja, samt Georgien som rivit upp en tidigare överenskommelse.

Återstående problem i de multilaterala förhandlingarna rör främst frågor kring immateriella rättigheter och jordbrukssubventioner. Planerna är att förhandlingarna ska slutföras till årsskiftet. Erfarenhetsmässigt brukar denna typ av förhandlingar dra ut på tiden. Bl a har EU kritiserat Ryssland för att bryta mot deras bilaterala handelsavtal från 2004. Mycket talar ändå för att Ryssland kan bli medlem i WTO under loppet av nästa år.

Ett irritationsmoment i relationerna mellan Ryssland och framför allt EU handlar om osäkerheten kring statens roll och restriktionerna för utländska företag inom s k strategiska sektorer. Detta gäller inte minst energisektorn. Efter två års vanda lades i slutet av sommaren dock fram ett lagförslag som ska underställas Duman där det klargörs inom vilka sektorer som utländskt ägande ska begränsas. Därmed undanröjs en del osäkerheter kring statens roll i ekonomin. Ett antal områden inom sex olika sektorer av ekonomin anges – rymdteknologi, försvar, flyg, kärnkraft, vissa högteknologiska branscher samt naturliga

monopol. För att en utländsk ägare ska ta kontroll över ett ryskt företag inom något av dessa områden krävs ett särskilt tillstånd från regeringen. Utländska företag med statliga ägare kan inte få något sådant tillstånd. Lagen kommer inte att gälla retroaktivt.

Lagförslaget omfattar dock inte energisektorn, vilken i stället kommer att regleras i en kommande lag om mineraltillgångar. Det är också på detta område som konflikten med EU varit tydligast. Rysslands motvilja mot att släppa in utländska aktörer har mötts av motåtgärder från EU där man begränsar möjligheten för t ex Gazprom att förvärva delar av EU:s distributionsnät för gas. Misstron mot Ryssland som pålitlig energiexportör har också ökat vilket föranlett en strävan efter energileveranser från annat håll. Ryssland har å sin sida orienterat sig mer österut till Kina. Trots detta vapenskrammel har handeln mellan EU och Ryssland ökat mycket kraftigt och det stora ömsesidiga energiberoendet kommer att bestå.

Putins övergripande långsiktiga mål är att återupprätta Rysslands styrka. Regimen tvekar inte att använda Rysslands nyvunna ekonomiska styrka utrikespolitiskt men man är också medveten om beroendet av omvärlden för att kunna fortsätta att leverera ekonomiskt välstånd till befolkningen. Detta talar för att Rysslands väg mot marknadsekonomi är oåterkallelig om än tidvis något krokig.

Expansiv finanspolitik

- Julia Tymosjenko valets segrare
- Fortsatt stark tillväxt
- Inflationen kvar på hög nivå

Det stigande parlamentsvalets tydliga vinnare i kraftmätningen mellan president Viktor Jusjtjenko och premiärminister Viktor Janukovitj är Julia Tymosjenko. Tymosjenkos block fick ihop det kritiska antalet mandat i parlamentet som krävdes för att hon skulle kunna bilda regering. Regeringsbildningen beror nu på hur Tymosjenkos block kommer överrens med det presidenttrogna partiet Vårt Ukraina. Båda partierna strävar efter en närmare integration med EU och har också en likartad syn i många inrikespolitiska frågor.

Tymosjenko har redan utlovat sänkta skatter, högre pensioner och tillväxtbefrämjande åtgärder. Hon kan också komma att återuppliva processen av privatiseringar av statliga tillgångar som stannade av under Janukovitjs administration. Tymosjenko vill minska Ukrainas beroende av Ryssland på energiområdet genom att t ex bygga två oljeraffinaderier vid Svarta Havskusten.

Å andra sidan kan man inte helt bortse från risken för tydliga populistiska åtgärder. Tymosjenko har lovat att inom två år återbetala det sparande som folk förlorade i och med Sovjetunionens kollaps – något som t o m hennes rådgivare bedömer är orealistiskt. Likväl kan Tymosjenko ha lärt sig av erfarenheterna från sin förra period som premiärminister. Oavsett vad hon gör kommer hon att hållas ansvarig av dem som röstade på henne den 30 september.

Tillväxten förblir stark

BNP-tillväxten fortsatte att dämpas i augusti (7,5 procent i årstakt), i första hand beroende på en inbromsning i jordbrukssektorn. Dåliga skördar och brist på foder ledde till lägre utbud av jordbruksprodukter och en oväntad acceleration i inflationen, men detta kan inte överskugga den underligganden positiva makroekonomiska trenden. Tillväxten i tillverkningsindustrin accelererade under året och nådde 13 procent i augusti. Stark industriell expansion stimulerades av gynnsam prisutveckling för metaller globalt och stigande extern efterfrågan på ukrainsk maskinell utrustning, i synnerhet fordon och annan transportmedelsutrustning. Tillväxten i maskinindustrin gynnas av stark efterfrågan på investeringsvaror både i Ukraina och i resten av CIS-länderna.

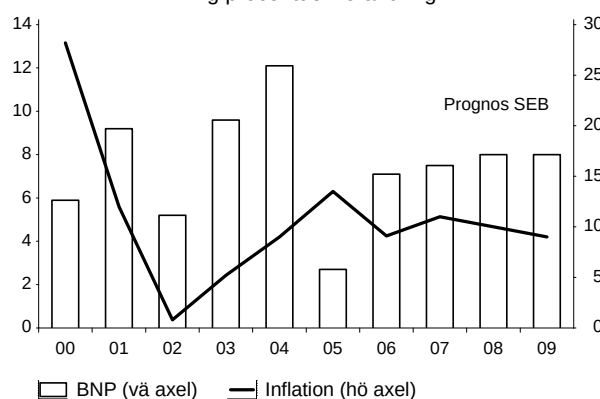
Den mest slående utvecklingen har varit den mycket starka tillväxten inom handeln. I augusti ökade detaljhandeln med 28,4 procent i årstakt med stöd av optimistiska hushåll och frikostig kreditgivning. Konsumentutlåningen minskar dock som andel av de

totala krediterna vilket indikerar ett ökat intresse inom banksektorn för att låna ut till företag, vilket borde få positiva effekter på den reala ekonomin. Å andra sidan har räntorna på krediter varit fortsatt höga på grund av höga riskpremier och stigande inflation. Före den senaste tidens kreditoro ökade ukrainska banker sin upplåning utomlands vilket minskade deras behov av inlåning från inhemska hushåll. Detta har gjort banksystemet mer beroende av externa medel och därmed har känsligheten för en internationell kreditstramning ökat. Vi räknar med en omsvängning tillbaka till inhemsk inlåning med följden att räntorna går upp inom en nära framtid.

Första halvåret 2007 karaktäriserades av en märkbar avmattning i reallönetillväxten, från 18,3 procent 2006 till 12,3 procent i årstakt under perioden januari-augusti 2007. Det är för tidigt att dra några tydliga slutsatser av detta. De nominella lönerna påverkas av högre inflation medan företagens vinsttillväxt är imponerande stark.

Ukraina: BNP och inflation

Årlig procentuell förändring

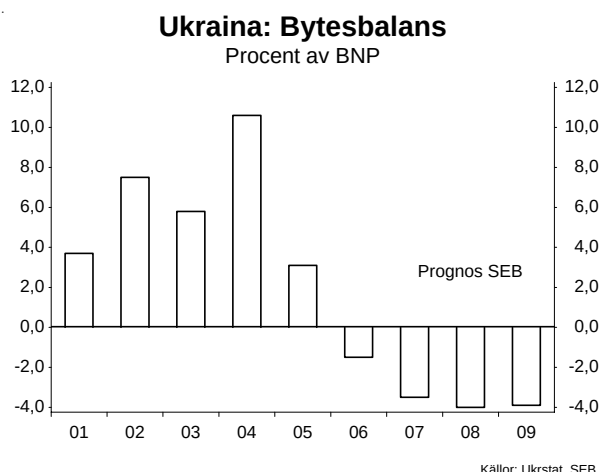


Källa: Ukrstat, SEB

Trots de ovan nämnda trenderna de kommande åren kommer ändå den ekonomiska tillväxten att till största delen drivas av inhemsk efterfrågan, eftersom exporten fortsätter att växa långsammare än importen. Den inhemska marknaden kommer att understödjas av en expansiv finanspolitik i kölvattnet av parlamentsvalet. Samtidigt kommer konkurrenskraften för exporten att tyngas av hryvnians reala appreciering, till följd av den högre inflationen i Ukraina i förhållande till landets viktigaste handelspartners. BNP-tillväxten bör ändå uppgå till 7,5 procent 2007 och 8,0 procent 2008 och 2009.

Ukraina har tagit flera viktiga steg mot djupare integration med EU. I juli skrevs två viktiga kreditöverenskommelser i transportsektorn under. Samtidigt är landets anstränganden för att kvalificera för medlemskap i WTO långtifrån över. För att Ukraina ska komma med i WTO innan årsskiftet, som landets myndigheter har utlovat, måste regeringen slutföra alla tekniska procedurer "oklanderligt". Detta förefaller mycket orealistiskt med tanke på det politiska läget.

Ett betydligt mer komplicerat spörsmål är ett möjligt EU-medlemskap. Även om Ukraina ännu inte betecknas som kandidatland har landets politiska vilja uppmuntrats av EU-kommissionens mandat att fortsätta samtal om medlemskap. Det är dock för tidigt att sätta någon tidpunkt för ett medlemskap.



Bytesbalansunderskottet vidgades från 1,5 procent av BNP 2006 till 3,4 procent vid halvårsskiftet 2007. Exporten ökade med 32 procent under årets sju första månader jämfört med motsvarande period 2006, medan importen steg med 35 procent. Bytesbalansunderskottet minskade dock under det andra kvartalet jämfört med det första, då importen växte i långsammare takt. Underskottet kan fortfarande betraktas som hållbart beroende på det stora nettoinflödet av utländska direktinvesteringar och andra långsiktiga kapitalinflöden. Ukrainas bytesbalansunderskott beräknas bli högre 2009 än 2008 då exporttillväxten mattas och importen drivs på av stigande energipriser. Expansiv inhemsk efterfrågan, pådriven av högre löneökningar, bidrar också till att importen växer snabbare än exporten.

Regeringens finanspolitik är satt under press. I juli 2007 presenterade Ukrainas författningsdomstol ett beslut där flera av regeringens åtgärder i 2007 års budget förklarades strida mot konstitutionen. Dessa gällde i första hand annulleringen av förmåner för offentliganställda och militär personal. Domstolsutslaget återställde förmåner som suspenderats i 2007 års budget. Skulle författningsdomstolens beslut implementeras skulle detta innebära en belastning på budgeten på 70 miljarder UAD, motsvarande närmare 50 procent av statens intäkter. Detta är dock helt osannolikt.

Regeringen och centralbanken har hittills varit oförmögna att tygla inflationen. Inflationen steg till 14,2 procent i augusti, att jämföras med 13,5 procent i juli, i första hand beroende på högre livsmedelspriser. Detta är långt högre än det officiella målet på 7,5 procent 2007. Värt att nämna är att regeringen har missat samtliga inflationsmål sedan 2003. Vi ser det

som ett tecken på desperation att premiärminister Janukovitj krävde striktare kontroll över livsmedelspriserna för att kunna uppvisa åtminstone en marginell förbättring inför valet.

Det mest effektiva sättet av få ned inflationen under 10 procent vore en revalvering av hryvnian. Sedan vår förra prognos i mars har läget på valutamarknaden ändrats påtagligt. I stället för rykten om en devalvering är nu förväntningarna att hryvnian ska revalveras bl a som en följd av de stora kapitalinflödena. Centralbanken har antytt att den kan komma att tillåta hryvnian att handlas i ett vidgat intervall mot dollarn mellan 4,95 och 5,25 nästa år. Vi räknar med att hryvnian kommer att handlas i den starkare delen av detta intervall.

Med antagande om en i stort sett stabil nominell effektiv växelkurs och flaskhalsar i utbudet av livsmedel räknar vi med att inflationen bara dämpas måttligt från 11,0 procent 2007 till 10,0 respektive 9,0 procent 2008 och 2009.

Tydlig avmattning

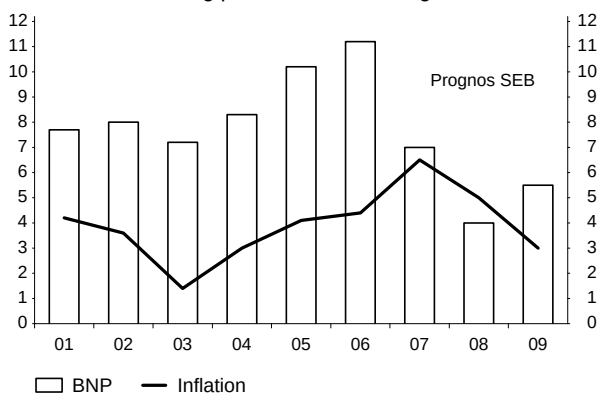
- Inhemsk efterfrågan försvagas
- BNP-tillväxt under trend 2008-2009
- Stigande arbetslöshet dämpar inflationen

Den estniska ekonomin har gradvis tappat fart sedan årsskiftet. BNP-tillväxten har mattats av från tidigare tvåsiffriga nivåer. Samtidigt har förtroendet fallit på bred front bland såväl hushåll som företag. Vi räknar med att BNP-tillväxten gradvis dämpas till 4 procent nästa år. Exporten hämmas av en mer ansträngd konkurrenskraft samtidigt som den inhemska efterfrågan försvagas av bromsande investeringar samt en kombination av fortsatt försiktigare kreditgivning och minskad låneaptit.

Avmattningen började skönjas redan i samband med att den lettiska valutaturbulensen utbröt i februari 2007. Räntespreadar vidgades då i samtliga tre baltiska länder. Oroligheterna kring förflyttningen av ett sovjetisk krigsmonument i Tallinn i april påverkade därtill turism och konsumentförtroende samt minskade handelsflödena från Ryssland till estländska transit-hamnar. Köplusten har sedan dämpats ytterligare genom oron på de internationella finansmarknaderna. Att strömmen av dåliga nyheter varit mer eller mindre konstant har troligen gjort de psykologiska avtrycken extra stora.

Estland: BNP och inflation

Årlig procentuell förändring



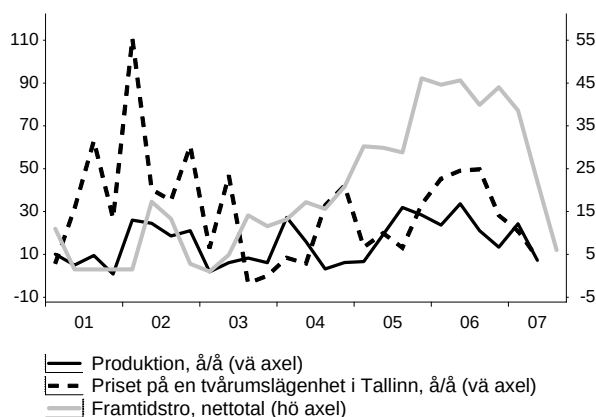
Källa: Estlands statistiska centralbyrå

Byggsektorns centrala roll i Estlands ekonomiska expansion gör förändringen här särskilt viktig. Konfidsensindikatorn i denna sektor har försvagats sedan mitten av 2006 och nedgången har varit extra tydlig det senaste halvåret i takt med att fastighetspriserna börjat dämpas. Bristen på homogenitet i fastighetsmarknaden försvårar dock analysen. Det existerar knappast några allmänt accepterade prismått på marknaden.

En av de mest använda tidsserierna är priset per kvadratmeter för en tvårumslägenhet i Tallinn; denna serie går tillbaka till 2001. I juni 2006 steg priserna

mätt på detta sätt med i genomsnitt cirka 50 procent i årstakt. Förväntningar om framtida prisökningar tillsammans med lättillgängliga krediter utgjorde de primära orsakerna till denna kraftiga prisutveckling. Dessa krafter har den senaste tiden gradvis försvagats. I juni 2007 hade den genomsnittliga prisöknings-takten fallit till drygt 8 procent och kommer troligen att dämpas ytterligare. Vi räknar med att priserna stagnerar helt under loppet av nästa år, men fallande priser kan heller inte uteslutas.

Estland: Byggsektor och fastighetspriser



Källa: Estlands statistikbyrå

Nedgången i byggsektorn hämmar den totala investeringsutvecklingen. Vi räknar med ett negativt bidrag från investeringarna nästa år. Samtidigt bromsar hushållens konsumtion. Orsakerna är försvagad framtidstro, dämpad fastighets- och kreditmarknad samt stigande arbetslöshet.

Nedgången i Estlands exporttillväxt till magra 4 procent i årstakt under första halvåret, som inträffade trots stark efterfrågan på de viktigaste exportmarknaderna, indikerar samtidigt att de senaste årens appreciering av den reala växelkursen har börjat bita. Avmattningen i den inhemska efterfrågan medför dock samtidigt en dämpad import. Därmed minskar underskottet i bytesbalansen från 14 procent av BNP i år till 9 procent nästa år, innan det åter vidgas något 2009.

Sammantaget innebär vår prognos en nedrevidering av årets BNP-tillväxt från 8 till 7 procent. Nästa år räknar vi att BNP-ökningen stannar vid 4 procent; en avsevärd nedjustering jämfört med förra prognosen i mars. En trög men stabil exporttillväxt bidrar till att BNP-tillväxten studsar tillbaka något till 5,5 procent 2009; dock fortfarande under vår uppskattning av potentiell tillväxt.

Ökad arbetslöshet

Den nuvarande arbetslöshetsnivån på 5 procent innebär förmodligen en viss överhettning. Emmigration av vissa nyckelgrupper har bidragit till det strama arbetsmarknadsläget. Den sjunkande ekonomiska tillväxten kommer framöver att driva upp antalet

arbetslösa igen. Vi räknar med en arbetslöshet på 8½ procent som årsgenomsnitt för nästa år och att sedan en utplaning sker på denna nivå.

Lönerna har accelererat på senare år och ökningstakten uppgick till ca 20 procent under andra kvartalet. Den förutspådda uppgången i arbetslösheten är troligen tillräcklig för dämpa löneökningarna betydligt. Nästa år räknar vi med att lönerna växer med ca 7 procent.

Inflationen vänder nedåt

Inflationstakten var i september över 7 procent, den högsta nivån sedan 1998. Dämpad löneökningstakt i kombination med en bromsande penningmängdstillväxt gör dock att inflationstakten sjunker framöver. Inflationen väntas uppgå till i genomsnitt 6,5 procent i år, 5,0 procent nästa år och till 3 procent 2009. Denna inflationsprognos ligger under såväl regeringens prognos som rådande konsensusbild. Detta beror på att vi ser de inflationsdämpande krafterna som viktigare än effekterna av höga oljepriser och förestående höjningar av indirekta skatter.

Vissa momssatser kommer att höjas 2008 som en tidigare läggning för att möta kravet på EU-harmonisering. Regeringen vill på detta sätt städa undan inflationsimpulser från momshöjningar nu för att Estland på några års sikt ska ha bättre chans att klara Maastrichtkriteriet om låg inflation inför en euroan-slutning.

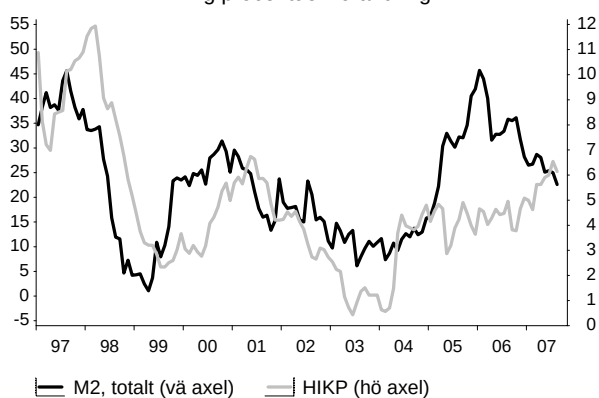
med utgiftsökningar på 25 procent. Detta är långt över regeringens egen prognos för nominell tillväxt på 15 procent. Denna grundar sig därtill på antaganden om såväl högre real tillväxt som inflation jämfört med vår prognos.

Vi spår att regeringens alltför optimistiska antaganden i slutändan kommer att ge upphov till ett mindre underskott i den offentliga sektorns budget efter många år i följd med överskott. Regeringen kan därför tvingas backa om planerna på gradvis sänkt inkomstskatt de närmaste åren.

I grunden kan man säga att regeringens antaganden bygger på invanda inflationsförväntningar som på sikt inte är konsistenta med egenskaperna i Estlands monetära system. Sedelfondssystemet är behagligt under goda tider, men sätter tvingande begränsningar på flexibiliteten på produkt- och faktormarknaderna och, i sista hand, på den ekonomiska politiken. Om nominella variabler som priser och löner inte anpassas kommer de reala variablerna som arbetskraft och efterfrågan att göra det i stället. Stigande arbetslöshet tillsammans med deflationstendenser kan leda till oro under vilken önskvärldheten i Estlands sedelfondssystem ifrågasätts. Detta är dock ett scenario som vi fortfarande betraktar som mindre sannolikt.

Estland: Inflation och penningmängd

Årlig procentuell förändring



Den ekonomiska politiken kommer att sättas på prov framöver. Löneskillnaderna mellan olika grupper har ökat på senare år, vilket inneburit att vissa centrala delar av den offentliga sektorn har förlorat anställda i betydande grad. Att parera detta i en vikande konjunktur kommer att ge upphov till spänningar i budgetbalansen. Regeringen har presenterat en budget för 2008

Mjuklandning med risker

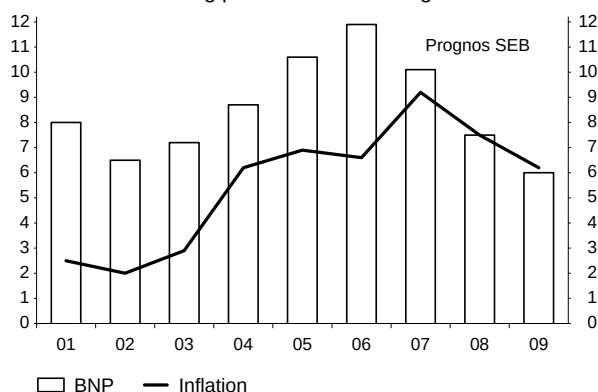
- Ytterligare åtstramningsåtgärder
- Bestående hög inflation
- Rekordstort bytesbalansunderskott 2007

Den ekonomiska utvecklingen i Lettland fortsätter att vara snabb och ojämn. BNP-tillväxten ökar mer än väntat, och det gör även inflation, bytesbalansunderskott, konsumtion och löner. Regeringens anti-inflationspaket från mars 2007 har hittills bara delvis implementerats men har bidragit till att kyla av utlåning och fastighetspriser. Ett nytt ekonomiskt stabiliseringspaket innehållande mer finanspolitisk åtstramning och andra åtgärder väntas läggas fram inom kort. Detta i syfte att uppnå en uthållig långsiktig tillväxt.

BNP växte med 11 procent under första halvåret 2007, i samma tempo som för ett år sedan. En kraftig ökning av inhemska tjänster och byggande kontrasterade mot en svag tillverkningssektor, vilket gav signaler om ännu större obalanser och lägre potential för ytterligare tillväxt. Risken för en skarp inbromsning har sålunda ökat. Även om vi räknar med långsammare tillväxt i slutet av året och under nästa år, främst på grund av implementeringen av mer betydande åtgärder av regeringen och näringslivet, fortsätter tillväxttakten att vara hög då momentum förblir starkt. BNP väntas öka med 10,1 procent 2007 och 7,5 procent 2008. Under 2009 kommer dock ekonomin att sakta in något under sin potentiella nivå på 6-7 procent, till 6,0 procent. Orsakerna bakom den förväntade inbromsningen är finanspolitisk åtstramning, fortsatt höga räntor och fortsatta ansträngningar att begränsa utlåningen.

Lettland: BNP och inflation

Årlig procentuell förändring



Källor: Eurostat, Lettlands statistiska centralbyrå, SEB

Vårt basscenario innebär att de djupa obalanserna, inkluderande hög inflation och stort bytesbalansunderskott, bara minskar marginellt. Sålunda finns en kvardröjande risk för växelkursjustering, även om de förväntade finanspolitiska åtgärderna minskar denna risk.

I ett nedåtrisk-scenario, som innefattar mer långtgående försvagning på fastighetsmarknaden och en snabb

nedgång i sentimentindikatorer, blir BNP-tillväxten klart lägre. I ett sådant scenario kommer sannolikt ett budgetunderskott att uppstå.

Bara vissa av åtgärderna i regeringens anti-inflationsplan har implementerats, med en begränsad påverkan på konsumtion och inflation. Hittills har de flesta åtgärderna gällt affärsbankernas aktiviteter, minskning av utlåning samt krav på att presentera dokumenterad inkomst vid lån. Den månatliga kredittillväxten har avtagit från 3-4 procent i början av året till 2 procent under sommaren, med den brantaste nedgången för huslån. Fastighetsmarknaden reagerade omedelbart på rykten om planen, med en gradvis prisnedgång på lägenheter på andrahandsmarknaden.

Anti-inflationsplanen har dock tappat i prioritet hos regeringen och har varit ensidig och inkonsistent, genom att bara fokusera på att minska inhemsk efterfrågan. I augusti efterlyste bankerna och företagare därför mer betydande steg på utbudssidan för att säkerställa såväl uthållig ekonomisk utveckling som striktare budgetdisciplin. Ett starkt intäktsflöde, översyn av utgifter samt en frysning av lönebudgeten för offentliganställda gör det möjligt för regeringen att uppnå ett budgetöverskott på 0,5 procent av BNP 2007, 1,2 procent 2008 och 1 procent 2009. Sålunda räknar vi med att finanspolitiken blir stramare än den politik som antogs i anti-inflationsprogrammet i mars.

Premiärminister Aigirs Kalvitis åtar sig direkt ansvar och överblick över planens införande. Förutom nämnda åtgärder föreslår banker och företagare konkreta åtgärder för att uppmuntra exporten, samt lägre löneskatter och högre konsumtionsskatter. Den högprioriterade statusen och införandet av programmet kommer åtminstone på kort sikt att förstärka förtroendet för Lettlands ekonomi.

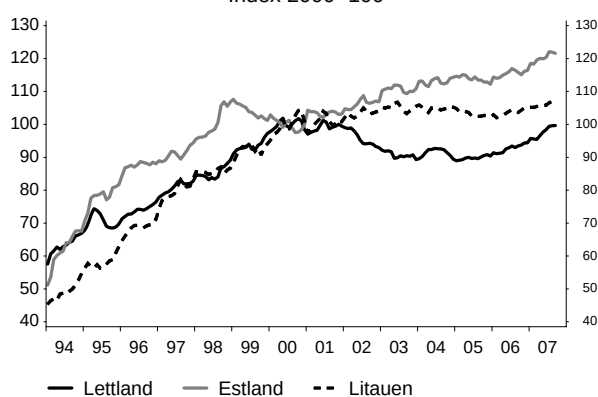
Inflationstakten översteg 10 procent i augusti, och pristrycket förblir starkt under de kommande månaderna. Konsumentpriserna drivs av konsumtionsboomen, höga löneökningar, bestående inflationsförväntningar, stigande energipriser, skatteharmonisering med EU och andra faktorer. Vi räknar med ytterligare en 30-procentig prishöjning på energi nästa år, samt även en höjning av indirekta skatter. Även om det blir vissa gynnsamma återverkningar från stabiliseringsåtgärderna kommer inflationen sålunda att ligga kvar på hög nivå de närmaste åren. Den hamnar på genomsnittliga 9,2 procent 2007, och sjunker sedan till 7,5 procent 2008 och 6,2 procent 2009.

Arbetslösheten föll till 6 procent under andra kvartalet och sysselsättningsnivån fortsatte att öka trycket på Lettlands heta arbetsmarknad. Företagare kräver förenklade immigrationsprocedurer och möjligheten att använda kvoteringsystem för att attrahera arbetskraft från andra länder. Officiell och illegal arbetskraftsinvandring har redan ökat i betydande omfattning. Lönerna steg med 33 procent under första

halvåret 2007. Löneinflationen kyls ned något under de kommande kvartalen då den ekonomiska tillväxten avtar och hamnar på i genomsnitt 20 procent 2008. Lönerna i offentlig sektor växer fortfarande snabbare än i privat sektor. Men premiärministern har tillkännagivit sin avsikt att frysa lönetillväxten nästa år genom att sätta ett tak för ökningen på 10 procent, och har uppmanat den privata sektorn att följa efter. Det största problemet är inte ökningen av lönerna i sig, utan det faktum att nuvarande produktivitetstillväxt är otillräcklig i många sektorer, samtidigt som lönerna drivs upp av den stora efterfrågan på tjänster och varor.

Real effektiv växelkurs

Index 2000=100



Källa: BIS

Under det första halvåret 2007 steg bytesbalansunderskottet till 24,8 procent av BNP, jämfört med 21,1 procent 2006, vilket ytterligare förvärrade obalanserna i ekonomin. Försämringen berodde främst på handelsunderskottet. Trots bestående stark exporttillväxt på över 20 procent, växer importen ännu snabbare – med över 30 procent. Vi räknar med en fortsatt gynnsam exporttrend, främst till följd av starka utländska direktinvesteringar. På grund av bestående appreciering av lats kan vi dock notera en växande press på konkurrenskraften för lettisk export. Ett överskott i tjänster och transfereringar kompenserar delvis för den negativa handelsbalansen. Men utländska direktinvesteringar förblir den viktigaste faktorn att täcka bytesbalansunderskottet. Trots kvarliggande obalanser är investerarsentimentet optimistiskt. De utländska direktinvesteringarna har expanderat betydande och täckte under det andra kvartalet 2007 50,3 procent av bytesbalansunderskottet. Framöver räknar vi med att regeringens stabiliseringsplan och stramare kreditpolitik från bankernas sida ska resultera i en nedgång i hushållens konsumtionstillväxt och en förbättrad handelsbalans under andra halvåret. Vi tror dock att bytesbalansunderskottet kommer att uppgå till rekordstora 24,5 procent av BNP 2007. Underskottet väntas sedan sjunka till 21 procent 2008 och 17 procent 2009.

I maj höjde Bank of Latvia (BoL) sin styrränta från 5,5 till 6 procent. Detta för att stödja regeringens

ansträngningar att bekämpa inflationen och lugna marknaden efter devalveringsryktena i februari-mars. Vi räknar inte med ytterligare höjningar av refiräntan detta år. Likväl har betydande högre marknadsräntor till följd av stramare likviditet och mer försiktig bankutlåning sporrat hushåll att låna i euro, vilket sålunda minskat intresset för lats. Data sedan i våras har visat på en inbromsning av kredittillväxten jämfört med tidigare perioder. De största bankerna i Lettland har dragit ned rejält på beviljandet av krediter, vilket gett utrymme för andra att expandera. Men åtstramningsåtgärder som regeringen antog för att begränsa tillgången på krediter för skattesmitare har haft en inverkan. Fastighetsmarknaden håller på att kylas av utan panik.

I september uppstod förnyade rykten om en möjlig breddning av lats-peggen (som är 1 procents fluktuation runt en centralkurs mot euron, jämfört med 15 procent som tillåts i ERM2). Dessa kunde delvis hänföras till det stundande valet av ny centralbankschef i december. BoL:s hållning när det gäller spekulationer om möjliga förändringar av peggen kommer att förbli fast. Vi tror att den nuvarande BoL-chefen Ilmars Rimsevics blir återvald. Tremånaders interbankräntor ökade till 12 procent i september, efter att ha nått moderata nivåer på 6-8 procent under sommaren. Den nya ekonomiska stabiliseringsplanen väntas sänka räntorna på kort sikt, men det är en klar risk för fortsatt höga räntor en bit in i 2008 på grund av den strama likviditetssituationen och stora kvardröjande obalanser i ekonomin.

Tuff tid för regeringen

Center-högerkoalitionen, som består av fyra partier och leds av Aigars Kalvitis, är under press på grund av korruptionsskandaler, de växande obalanserna i ekonomin och trötar mellan koalitionspartierna. Det förekommer rykten om en regeringsombildning. Om det skulle bli förändringar skulle dock dessa senareläggas till efter den nästa budgetomröstningen i höst. Om parlamentet förkastar budgetförslaget, kommer regeringen att avgå.

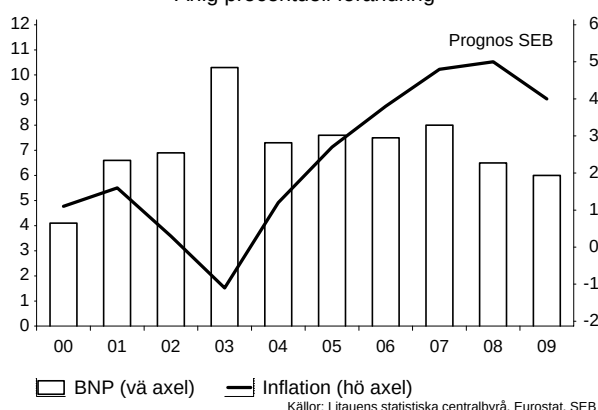
Lettlands planer på att ansluta sig till euron har skjutits upp på grund av misslyckande med att klara inflationskriteriet. Regeringen ville inte i september gå ut med ett exakt datum för eurointroduktion men bekräftade att den kommer att deklarera sina planer två år före att det ska ske. Enligt vår uppfattning finns det inga möjligheter för Lettland – som sedan 2005 är med i ERM2 – att gå med i Euro-zonen före 2013.

Euron försenas ytterligare

- Tecken på överhettning
- Kredittillväxten ännu hög
- BNP-tillväxten på väg att avta

Litauen påbörjar det sista skedet av en imponerande tillväxtperiod. Livlig inhemsk efterfrågan pressar i år BNP-tillväxten över sin potentiella nivå, men till priset av högre inflation. Inflationen får också näring av stigande produktionskostnader. Framöver kommer den privata konsumtion att påverkas negativt av ränteuppgången och avtagande kredittillväxt. Utbudsrestriktioner uppstår som en konsekvens av flaskhalsar på arbetsmarknaden. Sammantaget tror vi att Litauens ekonomi kommer att mjuklanda. Vi räknar med att den ekonomiska tillväxten når 8,0 procent i år, 6,5 procent 2008 och 6,0 procent 2009.

Litauen: BNP och inflation
Årlig procentuell förändring



Den rådande boomen inom bygg- och fastighetssektorerna väntas börja kylas av inom en nära framtid, vilket kommer att ha en bromsande effekt på den ekonomiska tillväxten. De flesta litauiska och utländska experter är försiktiga när det gäller att förutspå förändringar i bostadspriser, mot bakgrund av försvagningen på de lettiska och estniska fastighetsmarknaderna. Hittills finns det inga tecken på anpassning av fastighetspriserna i Litauen. Utbudet av nya bostäder är fortfarande otillräckligt som följd av den begränsade kapaciteten av byggbolag och efterfrågan är stor.

Än så länge fortsätter optimistiska företags- och hushållsförväntningar att driva på inhemsk efterfrågan.

Tillverkningsindustrin är den mest exportinriktade sektorn i den litauiska ekonomin, och dess framtid kommer att avgöras av förändringar i internationell konkurrenskraft. Eftersom litas är fast kopplad till euron kommer accelererande producent- och konsumentpriser att försämra Litauens möjligheter att sälja produkter till EU, som är landets största handelspart-

ner. Däremot tar Litauens ekonomi som helhet bara liten skada av eurons och litas appreciering mot US-dollar; detta eftersom exporten till länder som är knutna till dollarn är försumbar. Dessutom blir landets import av strategiska material (naturgas, råolja) från Ryssland billigare räknat i litas.

Importpriserna på gas väntas öka med 40-50 procent i början av 2008. Detta minskar BNP-tillväxten med ungefär 0,7 procentenheter. Inhemsk efterfrågan kommer också att stramas åt av högre räntor på grund av en högre riskpremie på litas i interbank- och kreditmarknaderna.

Staten och kommunerna rapporterade högre inkomster än budgeterat för första halvåret 2007. Vi kan sålunda sänka vår prognos för helårets budgetunderskott. Å andra sidan var efter årets sex första månader bara 41,9 procent av årets budgeterade inkomster från inkomstskatter insamlade. Därtill kommer sannolikt parlamentsvalet hösten 2008 att resultera i löften om mer sociala utgifter vilka kommer att bli svårare att infria på grund av långsammare tillväxt. Budgeten kommer sålunda att fortsätta vara under press 2008 och 2009.

Högsta inflationen på ett decennium

HIKP-inflationstakten nådde 5,6 procent i augusti 2007, vilket var den högsta takten på tio år. Den främsta orsaken bakom den accelererande inflationen är högre livsmedelspriser. Priser på spannmåls- och mejeriprodukter, olja etc har studsat upp relativt kraftigt. Med början 2008 kommer högre importpriser på gas att direkt spä på inflationen med ungefär 0,5 procentenheter, medan annan energi som el också förväntas gå upp i pris. Vi spår en inflation på i genomsnitt 4,8 procent 2007, 5,0 procent 2008 och 4,0 procent 2009.

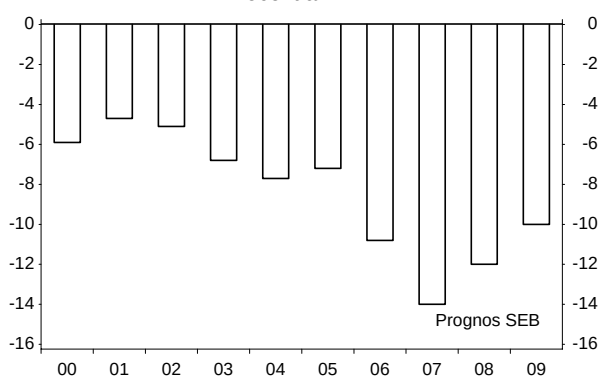
Finansministeriets inflationsprognos är till och med mörkare, med en genomsnittlig inflation som förutspås nå 5,2 procent i år, 5,6 procent nästa år, 5,1 procent 2009 samt 3,6 procent 2010. Fastän regeringen fortsätter att säga att den siktar på litauisk anslutning till Euro-zonen 2010, visar finansministeriet indirekt att ett sådant steg inte är realistiskt förrän tidigast 2012. Under det senaste decenniet har inflationskriteriet i Maastrichtfördraget mestadels fluktuerat mellan 2,5-2,9 procent, och det finns inga skäl att förvänta sig en plötslig uppgång i kalkylen för detta kriterium de närmaste fem åren.

Ett tecken på överhettning är Litauens bytesbalansunderskott, som under första kvartalet 2007 ökade till samma nivå som under den ryska finanskrisen för nästan ett decennium sedan: 13,2 procent av BNP. Under årets första hälft ökade varuexporten med 7,0 procent (exklusive mineralprodukter med 29,3 procent), medan importen växte 15,4 procent (30,1

procent). Första kvartalets indikatorer för bytesbalansens långsiktiga hållbarhet var ändå stabila, och bättre än under 2006. Valutareserven täckte importen och den kortsiktiga utlandsskulden till den högsta graden sedan början av 2004 (3,2 månader respektive 96,8 procent). Inflödet av utländska direktinvesteringar ökade också, men det berodde främst på större upplåning från utländskt baserade moderbolag (banker exkluderade), inte på större investeringar i aktiekapital i litauiska bolag. Vi förväntar oss inga större förändringar i bytesbalansindikatorerna de närmaste åren. Exporten fortsätter att växa långsammare än importen på grund av stark inhemsk efterfrågan. Men robust BNP-tillväxt gör att bytesbalansunderskottet sjunker från 14 procent av BNP 2007 till 12 procent 2008 och 10 procent 2009.

Litauen: Bytesbalans

Procent av BNP



Källor: Bank of Lithuania, SEB

Lönerna växte med 20,5 procent i årstakt under första halvåret 2007. Legaliseringen av löner i den grå ekonomin är fortfarande en viktig faktor bakom den enorma officiella lönetillväxten, särskilt i privata företag, och förklarar varför lönenivåer i privata företag är lägre än i den offentliga sektorn. Enligt våra beräkningar ökade lönerna, exklusive legalisering, med 15 procent under andra kvartalet 2007 jämfört med samma period 2006. En snarlik lönetillväxt på 14,4 procent uppmättes officiellt för finansiella företag. Lönestatistikens tillförlitlighet i denna sektor antyder att vår uppskattning för hela ekonomin är rätt så realistisk.

Det är ganska osannolikt att lönetillväxten saktar in under det andra halvåret 2007. Det finns inga tydliga signaler om ekonomisk inbromsning, och arbetskraftsbristen har ännu inte minskat. Dessutom höjdes den lägsta månadslönen med nästan 17 procent den 1 juli 2007. Mot denna bakgrund räknar vi med att lönerna kommer att vara 17 procent högre fjärde kvartalet detta år, mätt på årsbasis, 15 procent för samma period 2008 och 13 procent i slutet av 2009. Löneökningarna kommer att överstiga produktivitetstillväxten som ligger runt 6-7 procent.

Stigande räntor har ännu inte haft någon dämpande effekt på låneaktiviteten. Stigande företagsvinster och hushållsinkomster har gjort det möjligt för låntagare att hantera växande lånekostnader. Vidare har förväntningar om stigande räntor till och med motiverat en del aktörer att öka på sin upplåning. Denna psykologiska stimulans kommer sannolikt att försvagas först när låneräntorna når sin topp och förväntningar på ytterligare uppgångar helt försvinner. Bankerna är angelägna om att höja sina räntemarginaler, som en reaktion på växande kreditrisker, allmänt försämrad kvalitet på sina kreditportföljer, för att inte tala om den ökade riskpremien på litas.

Som brukligt översteg tillväxten i kreditportföljerna expansionen i inlåningen. Avkastningen på "traditionella" sparalternativ såsom villkors- och sparinlåning är inte längre tillräcklig för att kompensera för inflationen. Potentiella investerare är alltmer intresserade av att gå in i mer riskfyllda och vinstgivande investeringar, medan villkorsinlåning oftast används som skäl för portföljdiversifiering och behovet av att sänka risker. Under 2008-2009 kommer tillväxten i ut- och inlåning att bromsa in i en liknande takt. Kredittillväxten i den privata sektorn sjunker gradvis från 40 procent 2007 till 20 procent 2009, vilket lämnar kvar ett gap på 10-15 procentenheter mellan tillväxten i krediter och inlåning. Detta kommer att uppmuntra litauiska affärsbanker att ta upp ytterligare lån från sina moderbanker utomlands och resultera i en uppåtgående trend i den utländska bruttoskulden.

Ökad riskpremie

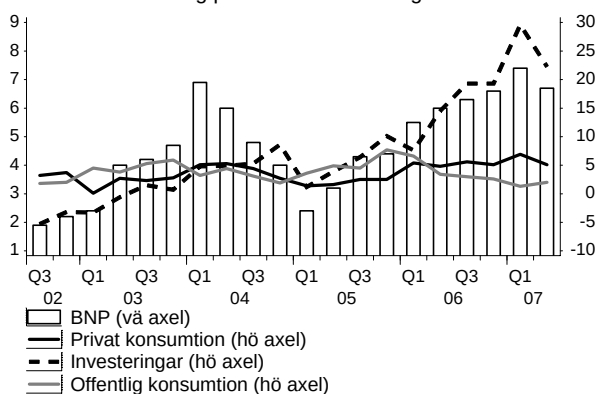
Riskpremien i landets valuta har ökat påtagligt och är en av de faktorer som drivit upp räntor på lån tagna i litas. Sedan den globala finansmarknadsturbulensen i augusti har interbankräntan Vilibor med sex månaders löptid klättrat till nästan 5,50 procent, vilket har flyttat gapet mellan motsvarande Vilibor- och Euriborräntor till 0,8-0,9 procentenheter. Detta gap hade dock börjat vidgas redan sex månader tidigare, efter februariturbulensen på den lettiska finansmarknaden. Till bilden hör också de växande tydliga tecknen på överhettning i Litauen. Vi räknar med att Viliborräntorna gradvis sjunker under 2008-2009.

Robust tillväxt, ny koalition

- BNP-tillväxt över trend
- Stram arbetsmarknad
- Nyval leder till ny koalition

Den polska ekonomin fortsätter att växa snabbt, men tillväxten åtföljs av stigande risker för överhettning. BNP-tillväxten följer dock ett mönster av gradvis avmatning från 6,5 procent 2007 till 5,5 procent nästa år och 5,0 procent 2009. De viktigaste skälen till den gradvisa inbromsningen är stigande räntor, restriktioner från utbudssidan och avmatningen i den globala tillväxten. Vi ser det nära förestående nya valet som någonting positivt för ekonomin då det kan resultera i bildandet av en mer reforminriktad regering, även om den nuvarande regeringen har missat chansen att reducera budgetunderskottet under en period med accelererande tillväxt och låg inflation.

Polen: BNP och dess komponenter
Årlig procentuell förändring



Källa: Polens statistiska centralbyrå

BNP ökade med 7,4 procent i årstakt första kvartalet 2007 och 6,7 procent under det andra. Under bägge kvartalen var inhemsk efterfrågan den viktigaste drivkraften bakom tillväxten, medan utrikeshandeln bidrog negativt. De fasta bruttoinvesteringarna uppvisade robust tillväxt på 29,6 procent första kvartalet och 22,3 procent under det andra. Denna utveckling var nära relaterad till stark expansion i byggandet, som gynnades av en mild vinter, men också inflödet av medel från EU:s strukturfonder bidrog till investeringsuppgången. Även om tillväxtutsikterna för resten av 2007 är fortsatt ljusa har tillväxten passerat toppen. Investeringsstillväxten kommer även fortsättningsvis att vara den viktigaste drivkraften men en viss inbromsning väntas, i första hand som en följd av högre räntor. Polens exporttillväxt kommer också att dämpas ytterligare när den globala ekonomin bromsar in, medan den starka inhemska efterfrågan gör att importtillväxten hålls uppe på en hög nivå. Den privata konsumtionen, som ökade med 6,9 procent första kvartalet och 5,1 procent under det andra, väntas vända upp med stöd av accelererande löneökningar.

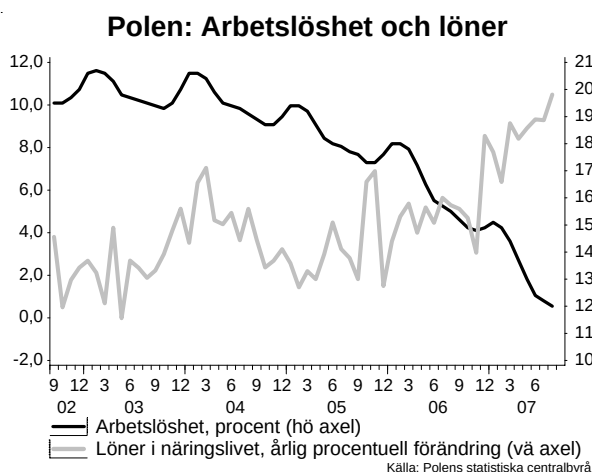
Polens ökade externa obalans är ett tydligt tecken på att ekonomin växer över den potentiella nivån. Under årets andra kvartal uppgick bytesbalansunderskottet till 3 procent av BNP – en ökning jämfört med första kvartalet då underskottet var 2,5 procent. En annan pålitlig indikator är det rekordhög kapacitetsutnyttjandet. Den kraftiga ökningen av investeringarna kommer så småningom att leda till en ökning av ekonomins produktionskapacitet, men på kort sikt innebär den en ytterligare stimulans till inhemsk efterfrågan och bidrar därmed till att späda på inflationstrycket. Enligt vår bedömning uppgår Polens potentiella tillväxt till cirka 5 procent.

Inflationen har uppvisat en konstant uppåtgående trend i år. I augusti var inflationstakten mått med HIKP 1,7 procent att jämföras med årsgenomsnittet för 2006 som var 1,3 procent. Uppgången i inflationen förklaras i första hand av stigande priser på livsmedel och energi, vilket indikerar att faktorer från utbudssidan fortfarande är viktigare än faktorer från efterfrågesidan som drivkrafter för inflationen. Med hänsyn tagen till nuvarande uppåtgående pristrend globalt finns det inga skäl att anta att livsmedelspriserna i Polen ska dämpas. Dessutom kommer de stigande löneökningarna och snabb kreditstillväxt i hushållssektorn att bidra till stigande inflationsimpulser. Vi räknar med att inflationen fortsätter att stiga fram till mitten av nästa år för att därefter börja sakta in. I genomsnitt blir HIKP-inflationen 2,3 procent i år, 2,8 procent 2008 för att därefter falla något till 2,5 procent 2009.

Läget på arbetsmarknaden har blivit alltmer stramt. Trots det relativt stora antalet arbetslösa uppstår arbetskraftsbrist eftersom arbetslösheten i hög grad är strukturell. Många polacker hittar mer attraktiva sysselsättningsmöjligheter utomlands än på hemmaplan och den demografiska trenden är också ogynnsam. Sysselsättningen ökar med cirka 4 procent i årstakt, medan arbetslösheten når allt lägre rekordnivåer månad för månad. I augusti var arbetslösheten 12 procent. På grund av svår arbetskraftsbrist i snabbväxande arbetskraftsintensiva sektorer som t ex byggande och hotell och restaurang, har arbetsgivarna tvingats höja lönerna. Den genomsnittliga nominella lönetillväxten i näringslivet fortsätter att öka och uppgick i augusti till 10,5 procent i årstakt. Trenden med stigande sysselsättning, lägre arbetslöshet och stark lönetillväxt kommer att bestå, men förändringstakten väntas avta när den ekonomiska tillväxten saktar in och vinstläget i företagen försämrar.

Eftersom produktiviteten växer långsammare än lönerna ökar lönekostnaderna. Högre enhetsarbetskostnader riskerar inte bara att försämma konkurrenskraften för exporten utan också orsaka löne- och inflationsspiral. För att motverka en sådan utveckling inledde den polska centralbanken (NBP) en höjningscykel i april 2007 och har redan höjt sin styrränta från 4,00 till 4,75 procent. Så länge ekonomin fortsätter att

växa över sin potentiella nivå, åtföljt av externa och interna obalanser, kommer NBP att fortsätta att höja räntan. I år väntar vi ytterligare en höjning med 25 punkter till 5,00 procent och sedan 100 punkters höjning 2008.



Omvärderingen av risk i spåren av den amerikanska bolånekrisen fick en negativ inverkan på zlotyn i mitten av augusti. Försvagningen var dock tillfällig och av ringa omfattning. Zlotyn var aldrig i närheten av årets svagaste nivåer. Eftersom centralbanken kommer att fortsätta att strama åt penningpolitiken, samtidigt som ECB har höjt färdigt, kommer ränteskillnaden vidgas vilket talar till zlotyns fördel. Trots ett stigande bytesbalansunderskott kommer den säkra finansieringen via direktinvesteringar och EU:s strukturfonder också att underbygga zlotyns styrka. Dessutom är BNP-tillväxten stark om än avtagande. Den viktigaste faktorn som kan verka mot en förstärkning av zlotyn är om oron på de finansiella marknaderna fördjupas och det i sin tur leder till minskad riskapitet gentemot tillväxtmarknaderna.

Politiska dödläget bryts

Efter kollapsen för den styrande trepartikoalitionen i augusti förbereder sig nu Polen för parlamentsval som äger rum den 21 oktober, två år tidigare än ordinarie val. Att en tidpunkt för valet bestämts har gjort de finansiella marknaderna något mer optimistiska, eftersom det spekuleras i att en ny regering kommer att främja ekonomiska reformer och uppnå ökad finanspolitisk disciplin. Detta skulle vara möjligt om, som det nu ser ut, center-högerpartiet Medborgarplattformen (PO) kommer att leda regeringen. De senaste opinionsundersökningarna visar dock att PO och dess huvudmotståndare, det nuvarande regeringspartiet Lag och rättvisa (PiS), skulle få nästan lika mycket röster om det vore val i dag. Det mest troliga resultatet av det nära förestående valet är ytterligare en koalitionsregering, vilket innebär att det inte blir något genombrott i Polens långsamma politiska beslutsprocess. Icke desto mindre är ett nyval ett bättre alterna-

tiv än att låta PiS sitta kvar som minoritetsregering eftersom det tar landet ur det politiska dödläget och ökar sannolikheten för näringslivsvänliga reformer.

Valresultatet är också centralt när det gäller tidtabellen för Polens euroanslutning. Om PO, som är det parti som är mest uttalat positivt till EU-medlemskapet, får flest antal röster, skulle detta kunna innebära en tidigare euroanslutning än förväntat. Det kan påpekas att andelen euroanhängare stigit till 46 procent, vilket innebär att anhängarna nu är fler än motståndarna. Liksom tidigare är det enda allvarliga hindret för Polen att uppfylla kriterierna för Euro-zonen bristande vilja att ta itu med de offentliga underskotten. Dessa budgetproblem lär knappast försvinna, åtminstone inte de närmaste åren. Den avgående regeringen missade ett bra tillfälle att strama åt under en period av stark tillväxt utan förde tvärtom en expansiv finanspolitik. Denna oansvarighet försvårar uppgiften att balansera budgeten längre bort när ekonomin saktar in. Dessutom äventyras planerna på att minska budgetunderskottet 2008 av de nyligen beslutade utgiftsökningarna på ytterligare 6,5 miljarder zloty. I år blir den offentliga sektorns underskott 3,5 procent av BNP, vilket är ett lägre underskott än 2006 i första hand beroende på ett överskott i socialförsäkringssektorn. Nästa år kommer underskottet ligga kvar på samma nivå som i år för att 2009 minska något till 3,2 procent av BNP.

Med beaktande av dessa risker och det faktum att valutagången är osäker har vi inte ändrat vår bedömning om tidpunkt för euroanslutning. Vi räknar med inträde i ERM2 2009 och att euron ersätter zlotyn 2012.

Euro 2009 inom räckhåll

- **Robust ekonomisk tillväxt**
- **Inflation ligger kvar på låg nivå**
- **Finanspolitisk åtstramning**

Den ekonomiska utvecklingen i Slovakien har varit robust på senare år. Den kraftiga tillväxten, främst driven av stark export ackompanjerad av privat konsumtion, förväntas fortgå. BNP-tillväxten når 8,9 procent 2007, 8 procent 2008 och 7 procent 2009. Gynnsamma låneförhållanden och stigande hushållskonsumtion har ännu bara en begränsad effekt på inflationstrycket. Produktivitetsförbättringarna överskrider löneökningarna. Centralbanken är framgångsrik i sin kamp att hålla korunan inom den nya centralkursen mot euron. Slovakien har goda utsikter att uppfylla Maastrichtkriterierna och gå med i Euro-zonen 2009.

Barometrar för industrin pekar mot fortsatt solid tillväxt och högre produktion av elektrotekniska varor, kol, raffinerade oljeprodukter och förädlade trävaror. Byggsektorns produktion har saktat in. Detaljhandeln utvecklas väl. Transport och kommunikation uppvisar också särskilt stark tillväxt. Trots Slovakiens goda ekonomiska utveckling kvarstår betydande regionala skillnader. Företagens vinster har fortsatt att öka. Till följd av lyckade skattereformer har Slovakien under de senaste åren blivit en favoritnation för utländska direktinvesteringar. Skattebördan är en av de lägsta i EU; den uppgår till 29,3 procent av BNP.

Under första halvåret 2007 ökade exporten markant – framför allt maskiner, elektroteknisk utrustning och bilar. Exporten växte snabbare än importen. Som en följd därav förbättrades handelsbalansen och bytesbalansunderskottet minskade, trots en betydande negativ effekt från högre olje- och andra energipriser.

Arbetslösheten sjunker men är ännu hög. Reallöneökningarna modereras och släpar efter produktivitetsförbättringarna, som i sin tur främst drivs av utländska direktinvesteringar och omstrukturering. Arbetslösheten förväntas gå ned ytterligare, vilket ger en stramare arbetsmarknad.

Från oktober 2006 och framåt resulterade stark exporttillväxt och positivt investerarförtroende i en appreciering av korunan, utan att skada konkurrenskraften. Vid årsskiftet 2006/2007 närmade sig korunan den övre gränsen i ERM2-bandet. I mitten av mars 2007, efter kvarstående apprecieringstryck, revalverades korunans centralkurs mot euron med 8,5 procent. Centralbanken har motarbetat apprecieringstrycket sedan revalveringen och har bevarat korunan på runt 6 procent över den nya centralkursen. Centralbanken har sedan slutet av mars sänkt sin styrränta i två steg, med sammanlagt 50 punkter till 4,25 procent. Detta

baserat på sjunkande inflationstryck och bedömningen att uppåttriskerna varit små. Korunan kommer troligen att fortsätta appreciera och nå 33,0 SKK per euro i slutet av 2007. Vi räknar med att centralbanken sänker räntan under det närmaste året.

Nedåtgående inflationstrend

Det senaste året har inflationen varit inne i en nedåtgående trend till följd av en kombination av faktorer, såsom lägre vinstmarginaler i el- och gasssektorerna, trender i den reglerade hälsotjänstsektorn och i matpriser samt apprecieringen av korunan. Vi räknar med att inflationen fortsätter att sjunka något, till i genomsnitt 2,5 procent 2007, 2,4 procent 2008 och 2,3 procent 2009.

Det offentliga budgetunderskottet var 3,4 procent av BNP 2006. För i år planerar regeringen att minska budgetunderskottet till under Maastricht-gränsen på 3 procent. Underskottet antas bli 2,7 procent på grund av förbättrade inkomster och ett budgetramverk för 2007-2009 som syftar till att uppfylla målen för Euro-zonen. En potentiell nedgång i inkomster kan komma att orsaka problem i att uppnå det överenskomna målet. Regeringen har dock åtagit sig att skära ned utgifterna via en betydande neddragning av sina egna anställda samt stänga kontor på regional nivå.

Framgångsrikt alliansbygge

Det politiska systemet har fortsatt att vila på en bred koalitionsregering, styrd av valutfall snarare än ideologiskt sammanhang. Center-vänsterpartiet Smer-SD, under ledning av premiärminister Robert Fico, styr i koalition med slovakiska nationalpartiet SNS och populistiska LS-HZDS. Fico-regeringen gynnas av robust ekonomisk tillväxt och åtnjuter hög popularitet. Populistisk ekonomisk politik som implementerats av regeringen har bara haft en mindre inverkan på budgeten och har ackompanjerats av utgiftsminskande åtgärder, som att skära ned på antalet offentliganställda. Det framstår som troligt att koalitionen sitter kvar vid makten fram till nästa val 2010.

Starkare budgetdisciplin

- **Högre inflation och räntor**
- **Budgetreform öppnar för euroanslutning**
- **Stadigt handelsöverskott**

De senaste årens låga inflation tillsammans med stabil ekonomisk tillväxt visar att den tjeckiska ekonomin går bra. Centralbanken har höjt räntan som en reaktion på ett stigande inflationstryck. Regeringen har fortfarande bara en skör majoritet, något som kan hämma införandet av reformer, men den har realistiska ambitioner att gå med i Euro-zonen senast 2012.

Ekonomin växte med över 6 procent under första halvan av 2007, vilket överträffade förväntningarna främst på grund av stark export och hushållskonsumtion. Aktiviteten förblir hög, även om tillväxten kan komma att sakta in till följd av regeringens åtstramningsåtgärder vilka kan resultera i lägre offentlig konsumtion och även strama åt efterfrågan i privat sektor. Vi räknar med en ekonomisk tillväxt på 5,7 procent 2007, 5 procent 2008 och 4,8 procent 2009.

Den tjeckiska exporten har dragit fördel av en robust ekonomisk tillväxt hos stora handelspartners. Vi förväntar oss att den starka exporttillväxten fortsätter. Bestående försämring i inkomstbalansen pressade bytesbalansen till ett underskott på 3 procent av BNP. Samtidigt uppvisade varu- och tjänstebalanserna överskott. Tjeckien var den enda av EU-medlemmarna från Central- och Östeuropa som redovisade ett handelsöverskott 2006. Handelsbalansen kommer sannolikt att förbli positiv de närmaste åren.

På grund av den negativa korträntespreaden mot Euro-zonen förblir den tjeckiska korunan som en attraktiv finansieringsvaluta för internationella investerare. Trots landets gynnsamma externbalans kommer därför den kortsiktiga potentialen för CZK att vara tämligen begränsad. Inflödet av utländska direktinvesteringar härrör nu främst från återinvesterade vinster och kan nå en liknande nivå som förra året. Planerade privatiseringar kan dock resultera i ett högre inflöde av utländska direktinvesteringar i slutet av 2007.

Arbetsmarknaden förbättras ytterligare. Planerade friställningar i offentliga sektorn kan dock stabilisera arbetslösheten på nuvarande nivå 2007 och 2008. Strukturella problem på arbetsmarknaden kvarstår och reflekteras i starka regionala skillnader.

Lönetillväxten har accelererat. Men finanspolitisk åtstramning väntas bromsa lönetillväxten senare i år och även 2008. Den reala lönetillväxten, som ackompanjeras av högre arbetskraftsproduktivitet, nådde en årstakt om 6,2 procent under första halvåret 2007, att jämföra med ett genomsnitt på 3,9 procent 2006.

Premiärminister Mirek Topolaneks styrande parti, de konservativa ODS, är inte längre skeptiskt till landets måldatum för euroanslutning. Regeringen överväger att uppfylla Maastrichtkriterierna senast 2009 och introducera euron 2012. Den största utmaningen är att dra ned budgetunderskottet under 3 procent av BNP. För att lyckas med detta har regeringen antagit ett paket med budgetreformer. Paketet inkluderar en minskning av utgifterna genom att avskaffa bidrag till familjer över en viss inkomstnivå, gradvis höja pensionsåldern samt friställa 13 000 offentliganställda. Vad som också förväntas är införandet av avgifter för vissa hälsotjänster, en höjning av den lägre momssatsen från 5 till 9 procent, förenkling av skattesystemet samt sänkta vinst- och inkomstskatter. Vi räknar med att budgetunderskottet överskrider 3 procent av BNP i år. På grund av det politiska dödläget är budgetutsikterna för 2008 och takten i implementeringen av budgetreformer osäkra. Men vi tror att reformerna kommer att antas och att underskottet gradvis krymper.

Stark konsumtion, höga energipriser, stigande jordbruks- och producentpriser, snabba löneökningar, hög ekonomisk tillväxt samt en svagare växelkurs är faktorer bakom uppåttrenden i inflation. Flera av dessa faktorer kommer att ligga kvar som huvudsakliga drivkrafter även framgent. Vi räknar med en inflation på 2,6 procent 2007 och 3 procent under 2008 och 2009. För att hålla inflationen inom den målsatta ramen har centralbanken höjt sin styrränta tre gånger sedan juni 2007, till 3,25 procent i augusti. Trots detta är den tjeckiska räntan fortfarande en av de lägsta i EU. Centralbanken kommer att höja räntan ytterligare under de närmaste kvartalen.

Bräcklig politisk stabilitet

På grund av utfallet i valet 2006 var det inte möjligt att bilda en koalitionsregering med majoritet. I sitt andra försök lyckades Mirek Topolaneck forma en trepartikoalition mellan ODS, center-högerpartiet kristdemokraterna samt center-miljöpartiet de gröna. Detta innebär att reformer inom områdena budget- och skattepolitik, pensioner, hälsovård och välfärd kan komma att mjukas upp. Regeringens framgång hänger såväl på Topolanecks skicklighet i att leda sin spretiga koalition som på hans samarbete med det största oppositionspartiet.

Minskande dubbla underskott

- **Målen för budgeten inom räckhåll**
- **Långsammaste BNP-tillväxten sedan 1996**
- **Regeringen kan bli avsatt nästa vår**

Den ungerska ekonomin är fortfarande nedtryckt av det finanspolitiska åtstramningspaketet som infördes i september 2006. BNP-tillväxten är den långsammaste sedan 1996 samtidigt som inflationen ännu är hög. Å andra sidan visar sig regeringens konsolideringsåtgärder vara effektiva i att få ned landets bytesbalansunderskott och budgetunderskott redan i år. Samtidigt kommer de negativa sidoeffekterna att börja klinga av redan sista kvartalet 2007.

Den politiska arenan har hittills varit ganska lugn, med tanke på att regeringen stannat kvar vid makten trots budgetreformernas bistra ekonomiska konsekvenser. Andelen ungrare som ogillar reformerna är så hög som 63 procent, även om de som stödjer dem också framstår som rätt så många; 23 procent. De politiska spänningarna kan komma att växa under de närmaste sex månaderna då oppositionen fortsätter att förfäktat idén om att avsätta regeringen i en folkomröstning våren 2008. Vi kan inte utesluta möjligheten att regeringen kan tvingas att avgå, vilket i så fall skulle utgöra ett hot mot budgetdisciplinen.

Å andra sidan är det mycket troligt att socialisterna uppnår sina mål om att de dubbla underskotten ska avta 2007 och 2008. Olika EU-organ har också gett dem visst erkännande för sina ansträngningar. Finansdepartementet har redan sänkt årets prognosticerade budgetunderskott tre gånger, från 6,8 till 6,4 procent av BNP. Målen för 2008 och 2009 har också reducerats, till 4,1 procent respektive mindre än 3,0 procent. Lägre räntebetalningar på den offentliga skulden, stigande löner och hårdare kontroll av skatteflykt bör bidra till att regeringen uppnår målen. Det blir dock svårare att uppnå 2009-målet, då socialisterna kan frestas att släppa efter på en del utgiftsrestriktioner eller till och med sänka vissa skatter i upptakten inför 2009 års val till Europaparlamentet och valet 2010 till ungerska parlamentet.

Fallande konsumtion

Under det första halvåret 2007 ökade BNP med blott 1,9 procent i årstakt. Den främst orsaken var en nedgång i konsumtionen, som uppgick till 2,1 procent i hushållssektorn och 5,5 procent i offentliga sektorn. Medan budgetkonsolideringen håller tillbaka inhemsk efterfrågan är extern efterfrågan för tillfället den enda motorn. Den exportorienterade tillverkningsindustrin växte med 9,3 procent. BNP-tillväxten kommer att återfå viss styrka under det andra halvåret till följd av gynnsamma statistiska baseffekter, lägre räntor och

stark nettoexport. Under andra halvåret 2008 börjar inhemsk efterfrågan långsamt att återhämta sig. Under 2009 kommer även arbetsmarknaden att förbättras. Vi räknar med att BNP ökar med 2,1 procent 2007, 2,8 procent 2008 och 3,7 procent 2009.

Förbättrad nettoexport har pressat ned bytesbalansunderskottet påtagligt. Under första halvåret 2007 mer än fördubblades handelsöverskottet, mätt på årlig basis, och nådde nytt rekord. Bytesbalansunderskottet väntas bli 5,0 procent av BNP 2007 och minskar till 3,5 procent 2009.

Inflationen har redan passerat toppen, på 9,9 procent i mars 2007, med en årlig HIKP-inflation som var 7,1 procent i augusti 2007. De främsta drivkrafterna bakom de senaste prisökningarna, som höjda skatter och minskade subventioner, är av engångsnatur. Följaktligen förutspår vi att inflationen bromsar in i slutet av 2007 till följd av gynnsamma baseffekter. Likväl kommer inflationstrycket att förbli relativt starkt på grund av höjda matpriser, den svaga forintten, stigande löner och höga globala energipriser. Vår prognos för HIKP-inflationen är 7,4 procent 2007, 4,0 procent 2008 och 3,5 procent 2009.

Efter att förra året ha övergivit målet att introducera euron 2010, förutspår premiärminister Ferenc Gyurcsány nu att Ungern går med i Euro-zonen 2014, medan ekonomiminister János Kóka tror på 2013. Vår bedömning är att euro-introduktion 2014 är rätt så realistiskt, förutsatt att regeringen uppnår sina budgetmål.

De förbättrade inflationsutsikterna samt dämpade tillväxtutsikter bör sporra Ungerns centralbank att lätta på penningpolitiken. Efter en 25-punkters sänkning av styrräntan i juni och igen i september, till 7,50 procent, sker ytterligare en sänkning i slutet av 2007. Ytterligare lättnader i penningpolitiken väntas 2008-2009.

Den globala kreditturbulensen påverkade Ungerns valuta och obligationer negativt. Men återverkningarna från subprime-krisen har nu nästan helt försvunnit. En långsam men ganska stadig förbättring av landets ekonomiska utsikter bör på medellång sikt innebära en fortsatt positiv inställning till forintten och ungerska tillgångar. I motsatt riktning verkar en kraftig sänkning av styrräntan att verka negativt på forintten. Forintten är oförändrad mot euron på ett års sikt.

ESTLAND

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	8,0	7,2	8,3	10,2	11,2	7,0	4,0	5,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	3,6	1,4	3,0	4,1	4,4	6,5	5,0	3,0
Arbetslöshet, %	10,3	10,0	9,7	7,9	5,9	5,0	8,5	9,0
Bytesbalans, % av BNP	-10,6	-11,3	-12,3	-10,0	-15,5	-14,5	-9,0	-10,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	0,4	2,0	2,3	2,3	3,8	1,0	-1,0	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	5,6	5,7	5,2	4,4	4,1	4,0	4,0	4,0
EUR/EEK, årets slut	15,60	15,60	15,60	15,60	15,60	15,60	15,60	15,60
3-månaders ränta, årets slut	3,50	2,60	2,40	2,60	3,90	5,90	8,50	6,50

LETTLAND

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	6,5	7,2	8,7	10,6	11,9	10,1	7,5	6,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	2,0	2,9	6,2	6,9	6,6	9,2	7,5	6,2
Arbetslöshet, %	12,0	10,6	10,4	8,7	6,8	5,8	5,2	5,0
Bytesbalans, % av BNP	-6,6	-8,2	-12,9	-12,5	-21,1	-24,5	-21,0	-17,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-2,3	-1,6	-1,0	-0,2	0,4	0,5	1,2	1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	13,2	14,4	14,5	12,0	10,0	9,3	9,0	8,5
EUR/LVL, årets slut	0,61	0,67	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70	0,70
Styrränta, årets slut	3,50	3,00	3,50	4,00	5,00	6,50	7,00	7,00
5-års ränta, årets slut	5,50	4,60	4,00	3,20	4,90	7,50	8,00	8,00

LITAUEN

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	6,9	10,3	7,3	7,9	7,7	8,0	6,5	6,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	4,8	5,0	4,0
Arbetslöshet, %	13,8	12,4	11,4	8,3	5,6	4,5	4,7	5,2
Bytesbalans, % av BNP	-5,1	-6,8	-7,7	-7,2	-10,8	-14,0	-12,0	-10,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-1,5	-1,3	-1,5	-0,5	-0,3	-0,5	-1,0	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	25,3	21,2	19,4	18,6	18,2	15,5	14,5	14,0
EUR/LTL, årets slut	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45
3-månaders ränta, årets slut	3,50	2,70	2,60	2,50	3,80	5,80	5,60	5,50
5-års ränta, årets slut	4,60	3,60	3,00	3,10	3,90	4,60	4,70	4,50

(p) = prognos

POLEN

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	1,4	3,8	5,3	3,6	6,1	6,5	5,5	5,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	1,9	0,7	3,6	2,2	1,3	2,3	2,8	2,5
Arbetslöshet, %	19,9	19,6	19,0	17,7	13,8	11,0	10,0	9,0
Bytesbalans, % av BNP	-2,6	-2,1	-4,2	-1,7	-2,3	-3,0	-4,0	-4,2
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-3,2	-6,3	-5,7	-4,3	-3,9	-3,5	-3,5	-3,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	39,8	47,1	45,7	47,1	47,8	47,4	47,3	47,5
EUR/PLN, årets slut	4,02	4,71	4,08	3,86	3,83	3,75	3,70	3,72
Styrränta, årets slut	6,75	5,25	6,50	4,50	4,00	5,00	6,00	5,50
5-års ränta, årets slut	5,50	6,70	6,20	5,00	4,98	5,75	5,75	5,40

RYSSLAND

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	4,7	7,3	7,2	6,4	6,7	7,6	6,8	6,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	15,8	13,7	10,8	12,7	9,7	8,4	7,9	7,0
Arbetslöshet, %	8,1	8,6	8,2	7,6	7,2	6,2	5,7	5,5
Bytesbalans, % av BNP	8,4	8,2	9,9	11,0	9,6	6,5	5,0	3,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	0,6	1,4	4,9	7,7	8,4	4,7	2,5	2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	40,4	29,6	22,4	13,4	8,3	7,8	7,5	7,5
USD/RUB, årets slut	31,80	29,50	27,70	28,70	26,30	24,50	23,80	24,50
3-månaders ränta, årets slut	14,50	6,90	6,40	6,50	5,80	7,60	7,20	7,00

SLOVAKIEN

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	4,1	4,2	5,4	6,0	8,3	8,9	8,0	7,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	2,5	2,4	2,3
Arbetslöshet, %	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	11,5	10,8	9,9
Bytesbalans, % av BNP	-8,0	-0,8	-3,5	-8,8	-8,3	-3,5	-2,0	-1,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-7,7	-3,7	-3,0	-2,9	-3,4	-2,7	-2,4	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	43,3	42,7	41,6	34,5	30,8	29,2	28,5	28,0
EUR/SKK, årets slut	41,50	41,10	38,70	37,80	34,60	33,00	33,00	33,00
Styrränta, årets slut	6,50	6,00	4,00	3,00	4,75	4,25	4,00	4,00
5-års ränta, årets slut	5,40	5,20	4,00	3,20	4,20	4,45	4,50	4,50

(p) = prognos

TJECKIEN

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	1,9	3,6	4,2	6,1	6,4	5,7	5,0	4,8
Inflation, årsgenomsnitt, %	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	2,6	3,0	3,0
Arbetslöshet, %	7,3	7,8	8,3	7,9	7,1	6,3	5,8	5,6
Bytesbalans, % av BNP	-5,5	-6,2	-6,0	-2,1	-3,1	-3,0	-2,9	-2,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-6,8	-6,6	-2,9	-3,6	-3,0	-3,3	-3,0	-2,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	28,5	30,1	30,7	30,4	30,2	30,4	30,5	30,1
EUR/CZK, årets slut	31,5	32,4	30,3	29,0	27,5	27,5	27,0	27,0
Styrränta, årets slut	2,75	2,00	2,50	2,00	2,50	3,50	4,25	4,25
5-års ränta, årets slut	3,10	3,70	3,40	3,20	3,70	4,30	4,30	4,40

UKRAINA

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	5,2	9,6	12,1	2,6	7,0	7,5	8,0	8,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	0,8	5,2	9,0	13,5	9,1	12,0	10,0	9,0
Arbetslöshet, %	9,6	9,1	8,6	7,2	6,8	6,0	5,5	5,0
Bytesbalans, % av BNP	7,5	5,8	10,6	3,1	-0,5	-4,0	-5,0	-5,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	0,7	-0,2	-3,2	-1,8	-1,0	-1,5	-1,5	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	33,5	29,0	24,7	17,7	15,3	14,0	13,0	12,5
USD/UAH, årets slut	5,33	5,33	5,31	5,05	5,05	5,00	4,95	4,95
Styrränta, årets slut	7,00	7,00	9,00	9,50	8,50	8,00	7,50	7,00
3-månaders ränta, årets slut	7,90	23,50	28,00	15,30	12,80	9,00	8,00	7,50

UNGERN

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	4,4	4,2	4,8	4,1	3,9	2,1	2,8	3,7
Inflation, årsgenomsnitt, %	5,2	4,7	6,8	3,5	4,0	7,4	4,0	3,5
Arbetslöshet, %	5,8	5,9	6,1	7,2	7,5	7,6	7,3	7,0
Bytesbalans, % av BNP	-7,0	-8,7	-8,8	-7,4	-8,0	-5,0	-4,0	-3,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-8,2	-7,2	-6,5	-7,8	-9,2	-6,4	-4,1	-3,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	54,0	58,0	59,4	61,7	65,6	68,0	65,0	64,0
EUR/HUF, årets slut	235,90	262,20	245,90	252,70	252,30	252,00	250,00	245,00
Styrränta, årets slut	8,50	12,50	9,50	6,00	8,00	7,25	6,50	6,25
5-års ränta, årets slut	7,10	9,30	8,00	7,10	7,40	6,75	6,00	5,50

(p) = prognos

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

Eastern European Outlook finns också tillgänglig på Internet: <http://www.seb.se> under Analyser, råd & nyheter och Ekonomiska rapporter. Den sidan är öppen för alla.

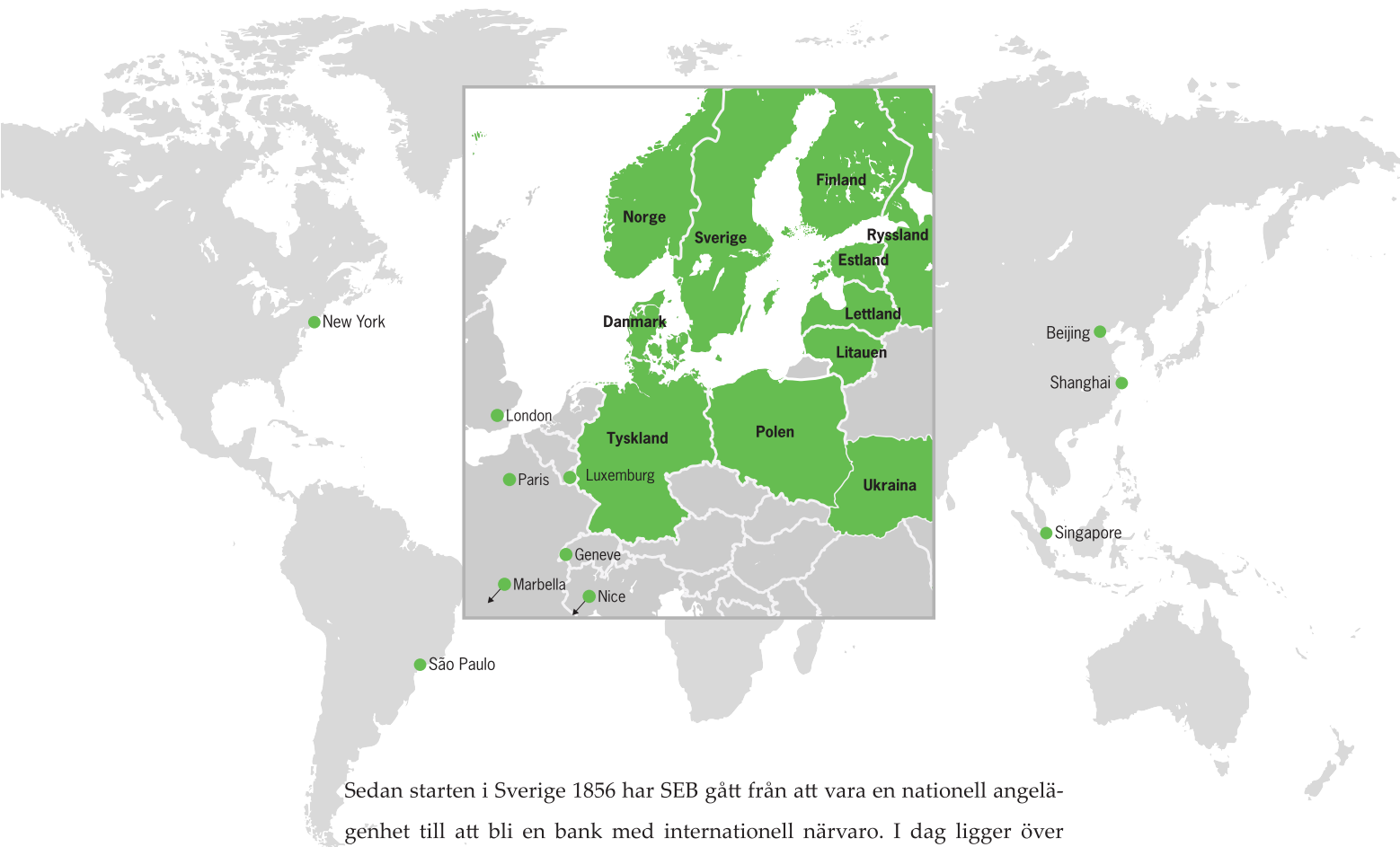
För att få tillgång även till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder, på <http://www.mb.seb.se>, krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

Om ni önskar tillgång till denna sida, kontakta Merchant Bankings kundansvariga för att få lösenordet.

Tekniska krav

Merparten av vår analys publiceras i PDF-format (Portable Document Format).

Mjukvaran Adobe Acrobat, som kan läsa PDF-dokument, kan hämtas gratis från Adobes hemsida: <http://www.adobe.com>.



Sedan starten i Sverige 1856 har SEB gått från att vara en nationell angelägenhet till att bli en bank med internationell närvaro. I dag ligger över hälften av vår affär i andra länder.

Med hemmamarknader i Norden, Baltikum, Tyskland och Ukraina erbjuder vi allt från lokalt förankrade privatjänster till sofistikerade företagsprodukter utvecklade för ett globalt affärsklimat. Med 20 000 anställda, 600 bankkontor och avancerade internetlösningar betjänar vi över fyra miljoner privat- och företagskunder.

Med kapital, kunskap och erfarenhet skapar vi värde åt våra kunder – ett arbete där vi har stor nytta av vår analysverksamhet.

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten Ekonomisk Analys. Utifrån konjunkturläge, ekonomisk politik och finansmarknadens långsiktiga utveckling ger banken sin syn på det ekonomiska läget – lokalt, regionalt och globalt.

En av de centrala publikationerna är kvartalsskriften Nordic Outlook. Där redovisas analyser som täcker in den ekonomiska situationen i världen samt Europa och Sverige. I Eastern European Outlook behandlas Central- och Östeuropa samt Ryssland. Den utkommer en gång i halvåret.