



EKONOMISK ANALYS · SVENSK UPPLAGA

MARS 2008

Eastern European Outlook

Tema: Utmaningar för baltisk export

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 - Mars 2008

Eastern European Outlook utkommer två gånger per år. Denna rapport publicerades den 12 mars 2008.

Rapporten skrevs av Mikael Johansson (chefredaktör), Bo Enegren, Mats Olausson, Ruta Eier, Dainis Gaspuitis, Gitanas Nauseda, 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	763 8067
Mattias Bruér, ekonom mattias.bruer@seb.se	8506
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, ansvarig Central- och Östeuropa mikael.johansson@seb.se	8093
Erik Lindmark, analytiker företagarekonom erik.lindmark@seb.se	5637
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

Mats Olausson, chefsstrateg, Emerging Markets, TCM mats.olausson@seb.se	+46 8 50623262
Ruta Eier, ekonom, SEB Eesti Ühispank ruta.eier@seb.ee	+372 665 5578
Andris Vilks, chefekonom, SEB Latvijas Unibanka andris.vilks@seb.lv	+371 721 5597
Dainis Gaspuitis, ekonom, SEB Latvijas Unibanka dainis.gaspuitis@seb.lv	+371 844 79994
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.

Central- och Östeuropa fortsätter att uppvisa god tillväxt, trots global konjunkturedgång och kreditkris samt skarp inflationsuppgång i regionen. Detta beror främst på dynamisk inhemsk efterfrågan, men även en liten USA-exponering i exporten. Baltikum och Ungern avviker med svaghetstendenser. Överhettade Lettland och Estland bromsar in markant, delvis till följd av stramare kreditgivning – en process som pågått mer än ett år och som inte har direkt koppling till den globala kreditkrisen. Samtidigt präglas Baltikum och flera andra ekonomier av betydande obalanser i form av stora bytesbalansunderskott och/eller högt inflationstryck som bara ger med sig långsamt.

BNP-ökningen i nio länder dämpas måttligt från i genomsnitt 7,4 procent 2007 till 6,1 respektive 5,6 procent 2008-2009. I flertalet länder stimuleras konsumtionen av hög lönetillväxt och stark arbetsmarknad, medan investeringarna får näring av EU-strukturfonder samt i Ukraina-Ryssland av omvandlingstryck och stora offentliga investeringsprojekt. Inflationstrycket, som i hög grad beror på stigande energi- och matpriser, gröper dock delvis ur köpkraften och viss kreditåstramning verkar dämpande på efterfrågan.

Rysslands tillväxtstyrka består, med stöd av höga råvarupriser och expansiv finanspolitik även i år. Investeringsuppsvinget fortsätter och lindrar kapacitetsbristerna på sikt. Det största makroekonomiska problemet är fortsatt hög inflation. Politiken ligger fast efter presidentskiftet. Det dubbla ledarskapet kan innebära en politisk spänning på sikt.

Ukrainas tillväxt och inflation ligger kvar på hög nivå. Ekonomisk upphämtning från en relativt låg levnadsstandard samt expansiv finanspolitik bär upp tillväxten. Ukraina väntas gå med i WTO i sommar samtidigt som närmandet till EU intensifieras.

Estlands inbromsning fortsätter med sjunkande investeringar och svag konsumtion i år. Arbetslösheten stiger. Bubblan på fastighetsmarknaden har pyst ut det senaste året och bara viss korrigering kvarstår. Exporten stärks efter temporär svaghet i fjol. BNP ökar med 3,5 procent 2008 – väl under trenden – mot 7 procent 2007. Inflationen går ned först 2009.

Lettlands inhemska efterfrågan börjar nu svikta. Även Lettlands BNP-ökning närmast halveras, till 6 procent 2008. Exporten står emot hyggligt, men försämrad konkurrenskraft utgör ett hot på sikt. Den höga inflationen kulminerar i vår. Risken i tillväxtprognosen är på nedsidan.

Litauens ekonomi bromsar in mjukt. BNP-tillväxten sjunker från 9 procent förra året till 6 procent. Fastighets- och byggsektorerna stagnerar. Hygglig export motverkar delvis försvagad inhemsk efterfrågan.

Polens höga tillväxt dämpas till en uthållig nivå på cirka 5 procent. Överhettningens riskerna dämpas via lägre global efterfrågan och fortsatt åstramning i penningpolitiken. **Slovakien** växer snabbt och balanserat och klarar målet om euro-konvertering 2009. **Tjeckien** fortsätter att genomföra tillväxtfrämjande reformer. Räntan höjs ytterligare vilket på sikt dämpar nuvarande starka inflationsimpulser. **Ungern** är i en djup svacka efter finanspolitisk åstramning och reser sig långsamt.

Bred konjunktturnedgång

- **Recession i USA**
- **Tillväxt under trend i Västeuropa**
- **Sänkta styrräntor – dollarn nära botten**

Den globala finanskrisen, som pågått sedan förra sommaren får allt större effekter på världsekonomin. Den akuta likviditetsbristen har förvisso mildrats i vinter, men kreditproblemen har snarare förstärkts vilket bl a manifesterats i vidgade spreadar mellan t ex företagsobligationer och statspapper samt stora reserveringar för förluster i banksystemet. Vår bedömning är att kreditkrisen fortgår åtminstone ytterligare ett antal månader. Följden av allt detta har redan blivit en kreditåttstramning som kommer att hämma konsumtion och investeringar. Världsekonomin kommer därmed att tappa betydande fart efter de senaste årens mycket höga tillväxt. USA går in i en recession som ger negativa spridningseffekter och lågkonjunktur i hela OECD-området. Endast tack vare en starkare motståndskraft än tidigare i de nya snabbväxande ekonomierna (i främst Asien och Central- och Östeuropa) kan världsekonomin under 2008-2009 upprätthålla en tillväxt som ligger strax över trend.

BNP-tillväxt

Årlig procentuell förändring

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

Källor: OECD, SEB

USA:s konjunktturnedgång förväntas bli både djupare och mer utdragen än konsensusprognosen. BNP ökar med magra 0,9 procent i år, efter tre kvartal med negativ årlig tillväxt. Anpassningsförloppet på bostadsmarknaden håller i sig ytterligare ett år. Kombinationen av fortsatt fallande huspriser, stramare kreditförhållanden samt en ökad arbetslöshet resulterar i en negativ inhemsk spiral. Konsumtionen mattas kraftigt, medan investeringsnedgången blir relativt mild på grund av en i utgångsläget låg investeringsnivå. En kraftfull stimulanspolitik, både via sänkta räntor och expansiv finanspolitik, bidrar till att en viss återhämtning i ekonomin kan påbörjas i slutet av året. Tillväxten stötts också av en relativt god exporttillväxt där den försvagade dollarn utgör en positiv drivkraft. Inflatio-

nen, som tickat upp till följd av höjda energi- och matpriser samt stigande hyreskostnader, dämpas under loppet av året då den försvagade arbetsmarknaden börjar ge en cyklisk prisdämpning.

I Europa fortsätter Norden, med undantag av Danmark, att än så länge utmärka sig med relativt hög tillväxt; i genomsnitt cirka 3 procent i fjol. Men tillväxten är på väg att dämpas tydligt och nästa år växer den nordiska regionen med 1,8 procent vilket bara är marginellt snabbare än Euro-zonen.

Euro-zonens tillväxt hamnar något under 1,5 procent i år och ligger i stort sett kvar där 2009. Effekterna från den amerikanska nedgången och kreditkrisen blir gradvis tydligare. Exporten pressas också av den starka euron och köpkraften urholkas av den skarpa uppgången i energi- och matpriser. Det breda inflationsmålet faller tillbaka från 2,7 procent i år till 1,7 procent 2009 då lägre oljepriser och baseffekter drar ned takten. Den underliggande inflationen hålls tillbaka av den dämpade tillväxten och ligger kvar strax under 2 procent trots relativt höga löneökningar.

Räntesänkningar på bred front

Fed fortsätter att sänka styrräntan kraftigt och tar ett 50-punkters steg i mitten av mars. I höst har styrräntan dragits ned från nuvarande 3 till 2 procent. En viss uppjustering sker under 2009 då ekonomin vänt upptät. Fed vill även undvika risken att på nytt blåsa under tillgångspriser med mycket expansiv penningpolitik. Bank of England, som liksom Fed börjat sänka räntan, genomför en serie räntesänkningar för att lindra en tvär inbromsning driven av försvagad fastighetsmarknad. ECB börjar lätta på penningpolitiken i vår och sänker det närmaste året reporäntan med sammanlagt en procentenhet, till 3,0 procent.

De amerikanska och tyska statsobligationsräntorna går ned ytterligare något på kort sikt för att därefter vända uppåt relativt beskedligt.

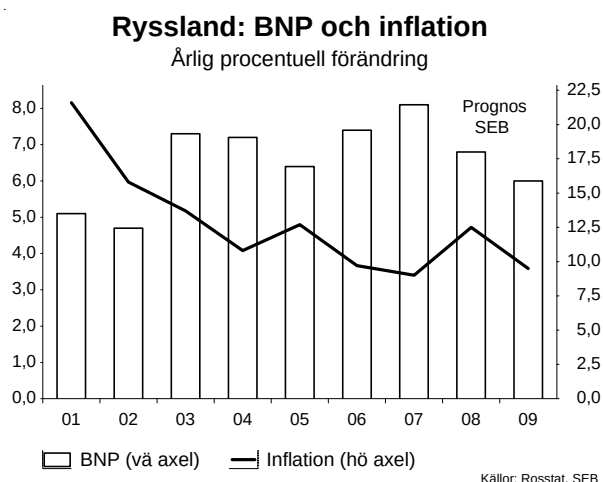
Dollarn försvagas ytterligare något i spåren av Feds räntesänkningar; EUR/USD väntas ligga runt 1,55 under våren. Därefter väntas en svag, mer ihållande, återhämtning för dollarn då marknadens fokus alltmer inriktas på svagheter i Västeuropas ekonomier.

De höga råvarupriserna väntas dämpas i takt med svagare globala konjunkturutsikter. Oljepriset (Brent) antas ligga på 80-90 USD/fat i år och under 80 nästa år.

Stark tillväxt, hög inflation

- Fortsatt dynamisk inhemsk efterfrågan
- Inflationen biter sig fast på hög nivå
- Dubbla överskott krymper snabbt
- Politiskt dubbelkommando en risk

Ryssland har hittills varit relativt opåverkat av den globala kreditkrisen och tillväxten stärktes ytterligare i fjol. Landets starka finansiella ställning gör att förutsättningarna för att möta de stramare internationella kreditförhållandena är relativt goda. Samtidigt påverkas Ryssland bara i liten utsträckning av den globala inbromsningens effekter via utrikeshandeln. Råvarupriserna bedöms visserligen falla tillbaka under loppet av prognosperioden men i snitt räknar vi ändå med klart högre oljepris 2008 än 2007. De stora finansiella buffertar som byggts upp, bl a i oljestabiliseringsfonden, innebär också att landet, åtminstone på kort sikt, är väl skyddat mot en nedgång i oljepriset.



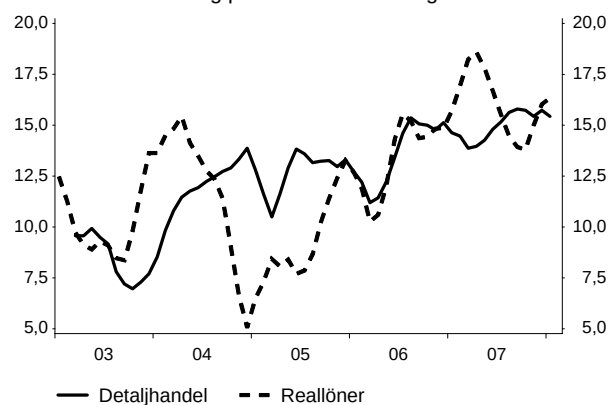
Den inhemska efterfrågan har drivit tillväxten de senaste åren och hålls uppe relativt väl även de kommande två åren. Finanspolitiken ger fortsatt stöd även om tillväxtpulserna successivt dämpas. Det höga resursutnyttjandet innebär dessutom att produktionsstillväxten begränsas från utbudssidan. Bristen på kvalificerad arbetskraft har ökat och tidigare ledig produktionskapacitet har i allt högre utsträckning tagits i anspråk. Därmed kommer troligen en växande del av den stigande efterfrågan att tillgodoses via ökad import. Efter hand kommer dock kapacitetsrestriktionerna att mildras tack vare den kraftiga uppgången i investeringarna. Sammantaget räknar vi med att BNP-tillväxten dämpas gradvis till 6,8 procent 2008 respektive 6,0 procent 2009.

Trots de ljusa tillväxtutsikterna på kort sikt står rysk ekonomi inför en rad utmaningar på lite längre sikt. Något förenklat har rysk tillväxt grundats på ett effektivare utnyttjande av kapital och arbetskraft och

inte som t ex i Kina och Indien av en ökad insats av arbete och kapital. Detta har i sin tur delvis möjliggjorts av ett i utgångsläget lågt kapacitetsutnyttjande efter den finansiella krisen 1998. Utrymmet för att öka produktionen på detta sätt blir dock allt mindre i takt med att produktionskapaciteten tas i anspråk. Möjligheterna att öka insatsen av arbetskraft begränsas också av den mycket negativa demografiska utvecklingen framöver. Därför är en långsiktig ökning av investeringsnivån central för tillväxten på längre sikt. Detta är också viktigt om Ryssland ska minska sitt stora råvaruberoende. För närvarande svarar olja och gas för 2/3 av landets exportintäkter och ungefär hälften av statens intäkter.

Ryssland: Detaljhandel och reallön

Årlig procentuell förändring



Enligt preliminära beräkningar steg BNP med 8,1 procent förra året – den starkaste ökningen sedan 2000. Den inhemska efterfrågan växte på bred front bl a med stöd av en alltmer expansiv finanspolitik. Betydande höjningar av pensioner och andra sociala förmåner, tillsammans med kraftiga reallöneökningar, gynnade den privata konsumtionen som växte med över 12 procent. Dessutom fortsatte arbetslösheten att falla. En mix av god produktivitetstillväxt och höga reallöneökningar utgör en gynnsam grogrund för fortsatt hög konsumtionstillväxt. En viss dämpning av den höga kredittillväxten till hushållen kan förväntas framöver, men detta lär inte få några stora effekter på konsumtionen. Krediter till hushållen utgör bara cirka 7 procent av BNP, vilket är en låg andel inte bara jämfört med OECD-länder utan också i jämförelse med många andra tillväxtekonomier.

En svaghet i rysk ekonomi har varit den låga investeringsnivån. Investeringskvoten, d v s de fasta bruttoinvesteringarna som andel av BNP, har de senaste åren legat kring 17-18 procent, vilket är väsentligt lägre än i många andra jämförbara länder. Den låga investeringsnivån har gjort att kapacitetsläget i många sektorer blivit alltmer ansträngt och infrastrukturen är på sina håll i ett mycket dåligt skick. Fjolårets investeringsuppgång på över 20 procent var därför välkommen.

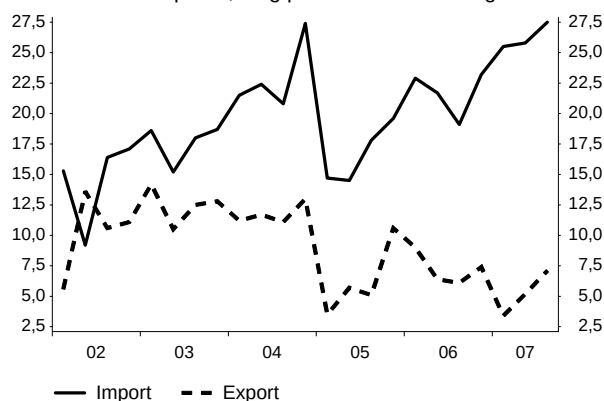
Även de utländska direktinvesteringarna ökade kraftigt i fjol. I första hand inriktades dessa på typiskt hemmarknadsorienterade sektorer som handel, men även elsektorn genererar stora inflöden som en följd av liberaliseringen av denna bransch.

Ett högt kapacitetsutnyttjande och stora statliga satsningar på infrastruktur talar för fortsatt hög investeringstillväxt även under kommande år. Det statliga investeringsprogrammet innebär att 1 000 miljarder dollar ska satsas under en tioårsperiod. I vilken mån dessa satsningar förmår höja tillväxtpotentialen i ekonomin beror dock i hög grad på myndigheternas förmåga att kanalisera dessa medel på rätt sätt. Med tanke på de betydande problemen med korruption och byråkrati är detta långtifrån någon självklarhet.

När det gäller förutsättningarna för den privata sektorns investeringar har inte mycket skett för att förbättra investeringsklimatet. Den sedan länge väntade lagen om strategiska sektorer har t ex dragits ytterligare i långbänk. Ett förslag förelades Duman i juli 2007 där 39 sektorer definierades som strategiska och där utländskt ägande föreslås begränsas. Därefter har ytterligare bearbetningar av lagförslaget skett men det är knappast troligt att lagen träder i kraft före halvårsskiftet 2008. Att osäkerheten består kring denna lagstiftning är troligen värre än de begränsningar som följer av själva lagstiftningen.

Ryssland: Import och export

Fasta priser, årlig procentuell förändring



Källa: Reuters EcoWin

Ser man till BNP från produktionssidan har den kraftigt stigande inhemska efterfrågan i första hand gynnat sektorer som bygg, handel och transporter medan produktionen inom industrin ökat i långsammare takt. Produktionen i olje- och gassektorn har i det närmaste stagnerat de senaste åren. Otillräckliga investeringar och hög beskattning är några förklaringar till den svaga utvecklingen inom denna sektor. Den svaga ökningen av olje- och gasproduktionen visar sig också i en dämpad utveckling för exporten. Samtidigt har den starka inhemska efterfrågan drivit upp importen till nya höjder. Denna trend har förstärkts av den

reala apprecieringen av rubeln och av dollarns försvagning mot euron, eftersom Rysslands exportinkomster i hög grad sätts i dollar medan importen sker i euro. I fjol ökade importen med över 25 procent i volym medan exportvolymen bara ökade med drygt 5 procent. Därmed minskade överskottet i bytesbalansen från närmare 10 procent av BNP 2006 till cirka 6 procent av BNP 2007, trots den kraftiga oljeprisuppgången.

Bytesbalansöverskottet minskar snabbt

Utvecklingen med krympande överskott i bytesbalansen fortsätter de närmaste åren när oljepriset faller tillbaka och importen fortsätter att öka i snabb takt. Vår bedömning är att bytesbalansöverskottet i det närmaste har raderats ut 2009. Samtidigt som överskotten i utrikeshandeln successivt föll tillbaka under 2007 ökade de privata kapitalinflödena kraftigt. De stora inflödena drevs bland annat av ryska företags noteringar på utländska börser samt ett antal större företagsköp. Dessutom ökade ryska banker sin utlandsupplåning kraftigt. Att kapitalinflödena fortsatt i ett läge med minskad global riskapitet antyder att Ryssland betraktas som en trygg hamn, vilket bekräftas av den kraftiga ökningen av valutareserven som steg med närmare 150 miljarder dollar under loppet av 2007.

Rysslands stora utländska reserver, motsvarande cirka 35 procent av BNP, innebär att landet står väl rustat att möta de stramare internationella kreditförhållandena. En relativt låg skuldsättning implicerar också att effekterna från den globala kreditstramningen kan komma att bli ganska små i Ryssland. Ännu så länge finns inte heller några tecken på någon inbromsning i den inhemska kredittillväxten. Vissa effekter kan dock väntas med avseende på den privata sektorns utlandsupplåning som ökat kraftigt de senaste åren. Banksektorn domineras av några få, delvis statsägda, banker med liten utländsk upplåning, medan en rad mindre banker är betydligt mer utsatta för stramare kreditvillkor utomlands. Dessa banker kan behöva strama upp sin kreditgivning men detta lär knappast få några långtgående konsekvenser för rysk ekonomi.

Inflationen mot nya höjder

Den långsiktigt fallande trenden i inflationen bröts under våren 2007. Sedan dess har inflationstakten stigit från 7½ procent till 12,6 procent i januari. Uppgången har i hög grad drivits av stigande priser på energi och livsmedel, men den avspeglar också ett stigande underliggande inflationstryck som är ett resultat av ett ökat resursutnyttjande. Till detta ska läggas en alltmer expansiv finanspolitik och kraftiga kapitalinflöden, i synnerhet under första halvåret 2007, som drivit upp penningmängdstillväxten. Vi räknar med att inflationsuppgången fortsätter fram till som-

maren, bl a som en följd av betydande baseffekter från energi. Kraftiga prisökningar i producentledet de senaste månaderna indikerar också att inflationen fortsätter upp på kort sikt. Därefter klingar pristrycket från energipriserna av samtidigt som den monetära expansionen dämpas när de stora kapitalinflödena avtar.

Den höga inflationen börjar bli alltmer besvärande för myndigheterna som deklarerat att det tillfälliga prisstoppet på vissa livsmedel som infördes i oktober i fjol kommer att förlängas. Det finns också planer på att lägga restriktioner för statliga företags upplåning utomlands för att minska de inflationsdrivande kapitalinflödena. För centralbanken har det viktigaste vapnet för att bekämpa inflationen tidigare varit att låta rubeln appreciera. Detta är dock ett tveeggat vapen. Dels vill banken undvika en alltför snabb appreciering av omsorg om det konkurrensutsatta näringslivet och därmed motverka att landets råvaruberoende ökar ytterligare. Dels riskerar förväntningar om fortsatta apprecieringar av rubeln att stimulera inflationsdrivande kapitalinflöden som motverkar effekterna av en förstärkning av rubeln. Detta är en förklaring till att centralbanken endast motvilligt låtit rubeln appreciera det senaste året.

Under senare tid har centralbanken även höjt räntan och ökat reservkraven. Vår bedömning är dock att centralbanken kommer gå relativt försiktigt fram i sin räntepolitik givet det osäkra kreditläget och ryska bankers och företags behov att återfinansiera sina utländska skulder. Sammanfattningsvis räknar vi med att inflationen kommer att bekämpas med fortsatt försiktig appreciering av rubeln i kombination med måttliga räntehöjningar. Gentemot en korg bestående av 55 procent dollar och 45 procent euro (som styr växelkurspolitiken) bedöms rubeln stärkas med 1½ procent under 2008.

Ryssland: Rubelns växelkurs

Korg bestående av 55% dollar och 45% euro



Källa: Reuters EcoWin

Finanspolitiken hade en tydligt expansiv inriktning under 2007 och fler utgiftsökningar har annonserats i år med bl a ytterligare höjningar av pensioner och löner.

Regeringen räknar i sin treårsbudget med en i stort sett balanserad budget de närmaste åren. Givet ett betydligt högre oljepris än det regeringen antagit räknar vi med ett högre överskott i år, eller runt 3 procent av BNP, vilket ändå är en klar försvagning jämfört med 2007.

Frågor kring dubbelt ledarskap

Valet av Dimitrij Medvedev till president den 2 mars kom knappast som en överraskning för någon. Planen är nu att Putin blir premiärminister, vilket därmed fullbordar en odramatisk växling vid makten. Detta innebär också att den hittills förda politiken ligger fast på kort sikt. Samtidigt ligger det en spänning inbyggd i det dubbla ledarskap som nu troligen tar form. Det finns också fortfarande en osäkerhet kring vad Putin har för mål och hur han kommer att utnyttja sin stora informella makt. Den överlägset största formella makten kommer att ligga på Medvedev samtidigt som denne har Putin att tacka för sin maktposition. Medvedev har alla skäl att hålla sig väl med sin premiärminister även om han har den formella makten att avskeda honom. Givet Putins ställning i Förenade Ryssland, och därmed i Duman, skulle ett avskedande kunna mötas med konstitutionella förändringar som dramatiskt minskar presidentens makt. Alternativt skulle Duman t o m kunna ställa presidenten inför riks rätt. Efter hand som Medvedev byggt upp en egen maktposition skulle man mycket väl kunna tänka sig att denne utmanade Putin.

Det är ännu så länge oklart vilken politik Medvedev kommer att föra som president. Han har dock antydning några områden som han anser som prioriterade, vilket stöder bilden av honom som en relativt liberalt inriktad politiker. Ett sådant är att förbättra det juridiska systemet, att minska byråkrati och regleringar samt att förbättra innovationsklimatet. Han har också sagt sig vilja sträva efter att göra rubeln till regional reservvaluta och att sänka vissa skatter.

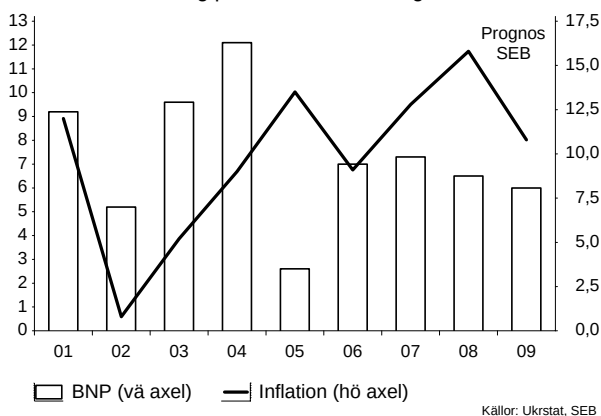
Inhemsk styrka, extern risk

- Fortsatt konsumtionsboom
- Ännu högre inflation
- WTO-medlemskap under 2008

Ukrainas ekonomi växte med drygt 7 procent i fjol, vilket är i linje med genomsnittet under 2000-talet. Tillväxten drevs i första hand av en kraftigt stigande inhemsk, delvis kreditdriven, efterfrågan, men också exporten utvecklades gynnsamt tack vare fortsatt god efterfrågan på viktiga exportprodukter som stål. Vi räknar med att den inhemska efterfrågan hålls uppe relativt väl även de kommande två åren. Flera faktorer talar dock för en gradvis inbromsning i tillväxten. En något mer restriktiv kreditgivning kommer i viss mån att hämma konsumtion och investeringar, samtidigt som den globala inbromsningen troligen innebär att de senaste årens gynnsamma prisutveckling för ukrainsk export inte kan fortsätta. Den höga inflationen innebär också en försämring av köpkraften även om denna i viss mån kompenseras av en expansiv finanspolitik. Sammantaget bedömer vi att BNP-tillväxten bromsar in till 6,5 respektive 6,0 procent 2008 och 2009.

Ukraina: BNP och inflation

Årlig procentuell förändring



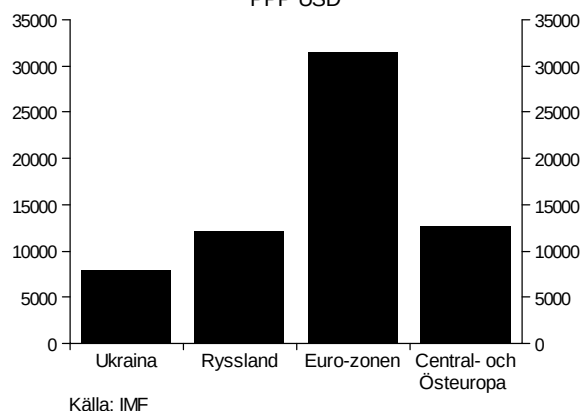
Ukrainas "catch-up"-process är fortfarande en mycket stark underliggande drivkraft för tillväxten. Landets levnadsstandard ligger t ex väsentligt lägre än i flera av grannländerna som Ryssland och Polen. Ukrainas välutbildade arbetskraft innebär också en betydande tillväxtpotential. Samtidigt saknas inte utmaningar på kort sikt. Politisk splittring, svaga institutioner, en hög och stigande inflation, fortsatta prisökningar på importerad naturgas, samt kraftigt stigande skuldsättning i den privata sektorn är några riskfaktorer.

Någon tydlig inbromsning i tillväxten har dock ännu inte kunnat skönjas. Tvärtom, har ekonomin uppvisat en påfallande stabil expansion de senaste två åren, trots politisk instabilitet och kraftigt stigande priser på

naturgas. Den privata konsumtionen beräknas ha stigit med närmare 14 procent och investeringarna med drygt 18 procent under 2007. Kortsiktindikatorer som t ex detaljhandels försäljning talar för fortsatt stark konsumtion. Även kredittillväxten har hållits väl uppe. Denna statistik släpar dock och sannolikt kommer en viss avmattning framöver. Högre finansieringskostnader till följd av den globala kreditorn kommer troligen att utgöra en återhållande faktor för investeringarna, men samtidigt underbyggs kreditexpansionen av ökad konkurrens i banksektorn, samt det faktum att nivåerna på krediterna fortfarande är låga.

BNP per capita, 2006

PPP USD

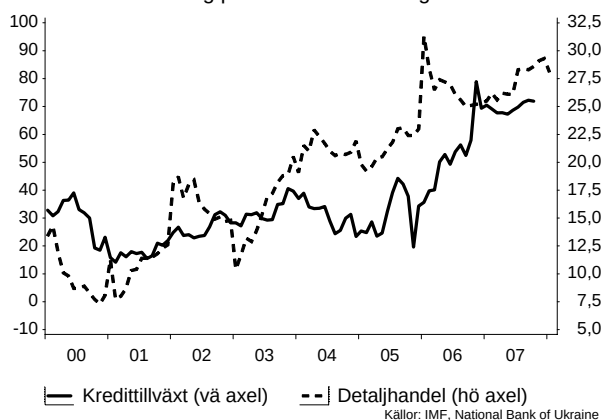


Samtidigt får den inhemska efterfrågan stöd från finanspolitiken som under premiärminister Julia Tymosjenko nu blir mer expansiv. Hennes budget för 2008 innefattar bl a kraftigt höjda pensioner och barnbidrag, garantier till det statliga gasbolaget för att täcka förluster som uppstår när höjda importpriser inte fullt ut förs vidare i användarledet, samt löften att betala tillbaka besparingar som förlorades under Sovjettiden. Det är oklart exakt hur stora dessa återbetalningar kan bli men för 2008 handlar det om belopp kring 4 miljarder dollar, eller motsvarande 3 procent av BNP. Dessa utbetalningar är i första hand tänkta att finansieras via ökade privatiseringar. De totala utbetalningarna väntas dock bli väsentligt större och det är fortfarande osäkert om dessa verkligen kommer att realiseras och hur de i så fall kommer att finansieras.

De ökade utgifterna utgör inget allvarligt hot mot de offentliga finanserna; den offentliga sektorns skuldsättning uppgår bara till 14 procent av BNP. Däremot riskerar de att ytterligare underblåsa den redan höga inflationen. Under det senaste halvåret har inflations-takten stigit från 14 procent i augusti till över 21 procent i februari. Den kraftiga uppgången beror i hög grad på stigande matpriser som i sin tur delvis hänger samman med fjolårets dåliga skördar. Givet att livs-medel står för cirka hälften av konsumtionskorgen i konsumentprisindex får de stigande matpriserna ett kraftigt genomslag i inflationen.

Ukraina: Inhemsk kredit och detaljhandel

Årlig procentuell förändring



Samtidigt kan konstateras att det inhemska pristrycket är relativt brett vilket illustreras av kraftiga prisökningar inom t ex byggsektorn. I det korta perspektivet ligger inflationstrycket kvar på en hög nivå och regeringens mål om en inflation på 12,5 procent i slutet av 2008 blir svårt att uppnå, även om livsmedelspriserna successivt faller tillbaka i linje med ett mer normalt skördeutfall. En osäkerhetsfaktor i bedömningen av inflationen är i vilken grad de stigande importpriserna på naturgas kommer att föras vidare i konsumentledet.

Stabil hryvnia

Centralbanken har relativt begränsade medel att bekämpa inflationen eftersom penningpolitiken i huvudsak är inriktad på att hålla en fast växelkurs mot dollarn. Givet dollarns depreciering mot de flesta andra valutor har växelkurspolitiken snarast bidragit till att spåda på inflationen via importpriserna. Gentemot euron har hryvnian försvagats med cirka 10 procent och mot rubeln har försvagningen uppgått till 5 procent under det senaste halvåret. För närvarande håller centralbanken hryvnian i ett smalt band kring UAH 5,00-5,06/USD inom det officiella bredare intervallet UAH 4,95-5,25/USD.

Även om underskottet i bytesbalansen ökade under 2007 till 3,5 procent av BNP, bidrog de stora kapitalinflödena till ett fortsatt apprecieringstryck på hryvnian. Givet betydande privatiseringar och ökad tillgänglighet för utlänningar att köpa jordbruksfastigheter lär kapitalinflödena hålla i sig även i år. Samtidigt räknar vi med att bytesbalansen fortsätter att försämras i linje med svagare bytesförhållande och fortsatt stark tillväxt i importen. När dessutom dollarn börjar återhämta sig minskar motiven för en appreciering mot dollarn varför vår bedömning är att hryvnian förblir relativt stabil mot dollarn under prognosperioden. På medellång sikt räknar vi med att centralbanken strävar mot en mer flexibel växelkurspolitik vilket indikerar en appreciering av hryvnian. Fram till dess är

ett alternativ att låta hryvnian i likhet med rubeln följa en korg bestående av dollar och euro eller att helt enkelt låta valutan appreciera inom den nuvarande kopplingen till dollarn.

WTO-medlemskap till sommaren

Efter närmare 15 års förhandlingar beviljades Ukraina medlemskap i WTO i början av februari. Nu återstår endast ett godkännande i parlamentet senast den 4 juli för att Ukraina ska bli fullvärdig medlem. Ett medlemskap kommer inte att medföra några dramatiska effekter för Ukrainas ekonomi men ytterligare vissa sänkningar av tullar och tariffer kommer att genomföras vilket kommer att underlätta handeln. De branscher som kommer att gynnas mest av ett WTO-medlemskap är metallurgisektorn som nu kommer att få ökad tillgång till EU-marknaden. Samtidigt kommer jordbrukssektorn att bli mer utsatt för utländsk konkurrens. En positiv effekt av WTO-medlemskapet kan troligen bli ett mer transparent förfarande vid offentliga upphandlingar. Troligen kan det också bidra till ett allmänt mer investeringsvänligt klimat i Ukraina som fortfarande ligger illa till i olika internationella jämförelser avseende t ex korruption och äganderättsfrågor.

WTO-medlemskapet är relativt okontroversiellt och regeringens närmande till EU har också relativt brett stöd. Ukrainas samarbetsavtal med EU löper ut under våren och EU har sagt sig vara beredd att erbjuda ett utökat avtal. En viktig komponent i ett sådant avtal kommer att vara ett frihandelsavtal. Om det råder relativt stor politisk enighet om ett närmande till EU är däremot ett framtida medlemskap i NATO fortfarande något som oppositionen kraftfullt motsätter sig. Oppositionen kräver att ett framtida NATO-medlemskap ska underställas en folkomröstning.

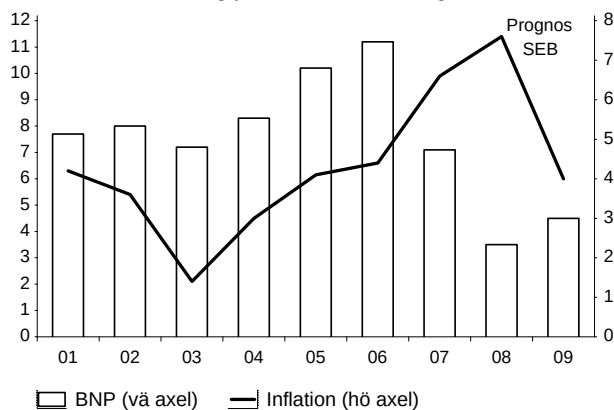
Andra kontroversiella frågor gäller t ex maktfördelningen mellan presidenten och parlamentet. Vissa spänningar har redan uppträtt mellan president Jusjtjenko och premiärminister Tymosjenko. Presidenten har t ex uttalat sig kritiskt kring finanspolitiken som han anser driver på inflationen och som delvis sägs vara motiverad av Tymosjenkos strävan att positionera sig inför presidentvalet 2009.

Nedgången fortsätter

- Inhemsk efterfrågan dämpas
- Kreditåstramning och sämre framtidstro
- Kortvarig korrektion på fastigheter

Stramare produktionsförhållanden gjorde att Estlands BNP-tillväxt saktade in från 11 procent i årstakt under fjärde kvartalet 2006 till 4,8 procent motsvarande kvartal 2007. Med en ekonomi i full sysselsättning begränsade utbudsrestriktioner expansionen, medan stigande efterfrågan pressade upp priserna. Snabbt stigande löner och andra produktionskostnader som på mark och industrifastigheter pressade företagens vinster, då prisökningar på deras produkter släpade efter ännu snabbare kostnadsökningar. De senaste årens tillväxttakt var inte uthållig. En anpassning var nödvändig för att få ekonomin att återgå till en mer balanserad tillväxt. BNP-tillväxten väntas bromsa in ytterligare till 3,5 procent 2008, för att sedan återhämta sig till 4,5 procent 2009. Svag inhemsk efterfrågan fortsätter att utgöra en hämsko för ekonomin, särskilt i år. Riskerna i prognoserna är på nedsidan.

Estland: BNP och inflation
Årlig procentuell förändring



Den ekonomiska boomen som nu håller på att ta slut hade till stor del avvikit från sin långsiktigt uthålliga bana via en robust fastighetsmarknad, som under de senaste åren slog över i en spekulativ bubbla.

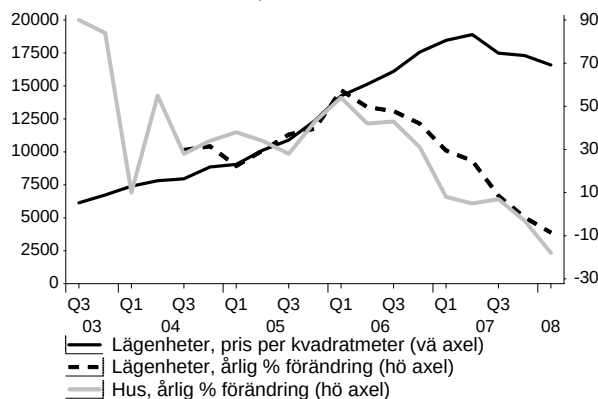
Fastighetspriserna ökade alltför snabbt i förhållande till inkomsterna, och en priskorrektion var att vänta. Avvikelsen från ett normalt mönster speglades såväl i fastighetspriser som sysselsättning i byggsektorn samt löneökningar under 2005 beroende på arbetskraftsbrist. Det finns fortfarande en fundamental efterfrågan på bostäder, men till något lägre priser.

Fastighetsbubblan spricker nu. Processen inleddes i början av 2007 med avtagande tillväxttakter och

senare under året till och med föll priserna. Priserna fortsatte att gå ned under början av 2008, med en omsättning som halverades jämfört med 2007 och som nådde samma nivå som 2005. Köparna förväntar sig fortsatta prisnedgångar.

Estland: Bostadspriser

EEK per kvadratmeter



Vi räknar inte med att denna korrektion blir särskilt långvarig. Det kommer att finnas ett visst överutbud i marknaden för nybyggnation under 2008, vilket kommer att driva ned priserna. Men vi räknar med att detta har absorberats i mitten av 2009. Priserna kommer då att ha fallit till nivåer där ny efterfrågan uppstår. Överutbudet på nya projekt 2008 väntas leda till betydande lägre byggvolym efter att pågående projekt färdigställts. Detta kommer att leda till lägre sysselsättning, mer moderat lönetillväxt och möjligen till och med lönesänkningar i byggsektorn. Andra fastighets- och byggrelaterade branscher drabbas också. Arbetslösheten i ekonomin som helhet kommer även den att stiga något i år beroende på en allmän nedgång.

Ingen stor press på hushållen

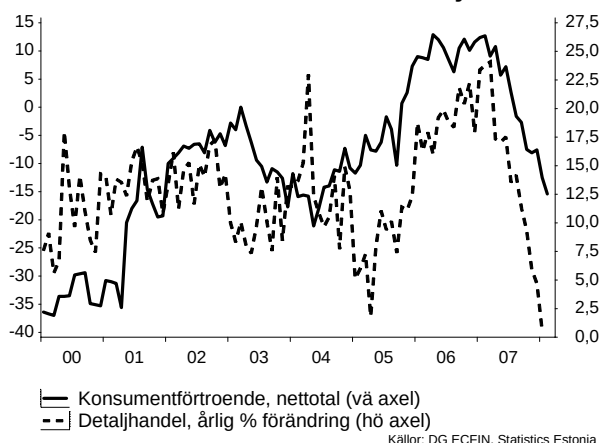
Hur riskabel är nedgången på fastighetsmarknaden för ekonomin?

Om man betänker den omfattning som även företag i andra sektorer varit involverade i spekulativa fastighetsaffärer skulle effekterna kunna bli omfattande. Större delen av bostadsbeståndet är köpt av privatpersoner för eget bruk och den direkta konsekvensen för dessa borde förbli ganska begränsad. Vi förutser inte något avsevärt tryck på hushållen att sälja sina hem då de har relativt sunda balansräkningar och då arbetslösheten inte väntas bli betydande. Låga realräntor är också understödande. Sammantaget räknar vi med att priserna på hus och lägenheter i slutet av 2008 har fallit med i genomsnitt 17 procent sedan toppen andra kvartalet 2007.

Lägre egnahemspriser har dock vissa negativa spridningseffekter på konsumtionen. Konsumtionstillväxten

föll under andra halvåret 2007 och redovisade praktiskt taget ingen tillväxt i januari i år. Konsumenternas framtidstro har rasat. Vi räknar med att konsumtionen växer i en måttlig takt om 3-4 procent 2008 för att återhämta sig något 2009.

Estland: Framtidstro och detaljhandel



De senaste årens ekonomiska boom har i hög grad varit underblåst av tillgången på billigt kapital, med negativa realräntor. Under 2008 då inflationen stiger och räntorna blir något lägre kommer realräntorna att bli än mer negativa. Men utbudet av krediter blir stramare och efterfrågan blir mindre till följd av nedgången i efterfrågan på fastigheter. Sammantaget väntas investeringarna minska under 2008 och börja återhämta sig i inledningen av 2009.

Den ekonomiska nedgången och minskande vinster sätter begränsningar på lönetillväxten, som dämpas från 20 procent 2007 till 9 procent 2008 och 8 procent 2009. Trots lägre inhemsk efterfrågan och efterfrågedriven inflation blir inflationen högre under 2008 än 2007 beroende på höjda konsumtionsskatter och andra skattehöjningar samt fortsatt kostnadsdrivet pristryck. Inflationen blir i genomsnitt 7,6 procent 2008, för att sedan falla påtagligt 2009. Reallönetillväxten avtar markant i år men går upp igen 2009.

Återhämtning för exporten

Förutom att inhemska faktorer begränsar tillväxten 2008 blir externa faktorer heller inte särskilt stödjande. Positivt är att Estlands huvudmarknader – Sverige, Finland och Lettland – förväntas förbli relativt starka. Vi räknar med att exporttillväxten återhämtar sig från de låga nivåerna 2007. Exportvolymerna framstod då som mycket svaga speciellt i ljuset av solid tillväxt i EU. En stor del av den svaga utvecklingen kan dock förklaras av tillfälliga störningar i det ryska handelsutbytet samt rationaliseringar inom den viktiga elektroniksektorn. Exporten kommer troligen att vara den främsta drivkraften för tillväxten i Estland i år då investeringarna sannolikt faller och konsumtionen växer svagt.

Till följd av svag exporttillväxt 2007 vidgades handelsunderskottet, trots effekterna på importen av krympande inhemsk efterfrågan under andra halvåret. Detta bakslag drabbade industrier med låg vidareförädling såsom teko och elektronik, vilka är de mest sårbara för snabba löneökningar. I ett långsiktigt perspektiv är den avgörande frågan för exportsektorn om arbetskraften som nu är sysselsatt i dessa industrier är kvalificerad för anställning i industrier med högt förädlingsvärde.

Med en import som bara växer måttligt och en export som överstiger importen kommer bytesbalansunderskottet som andel av BNP att minska. Då de ackumulerade obalanserna är stora kan inte nedgången i underskottet bli så snabb. Bytesbalansunderskottet förblir stort de kommande åren.

Stramare finanspolitik

Med hänsyn tagen till fortsatt stora obalanser i ekonomin, stort bytesbalansunderskott och fortsatt hög inflation är vår bedömning att finanspolitiken kommer att stramas åt. Regeringen kommer sannolikt att få se lägre inkomster än väntat, särskilt via moms, i spåren av konsumtionsnedgången. Budgeten planlades i ett läge med ljusare tillväxtutsikter, vilka har försämrats avsevärt sedan dess. Regeringen har uttalat sitt åtagande om balanserad budgetpolitik och vi räknar med att den följer detta även i en konjunkturedgång som nu förväntas. Därför kommer sannolikt bortfallet på inkomstsidan att leda till att vissa planerade offentliga investeringsprojekt skärs ned. Det senare får implikationer i form av ytterligare dämpade investeringar 2008 och 2009.

Vår bedömning är att regeringen går vidare med sin plan att gradvis sänka inkomstskatten, vilket ger konsumenterna mer pengar. Å andra sidan blir regeringen tvingad att skära i utgifter de kommande åren, vilket kommer att lägga band på lönetillväxten i offentlig sektor liksom på öknings av transfereringar till hushållen.

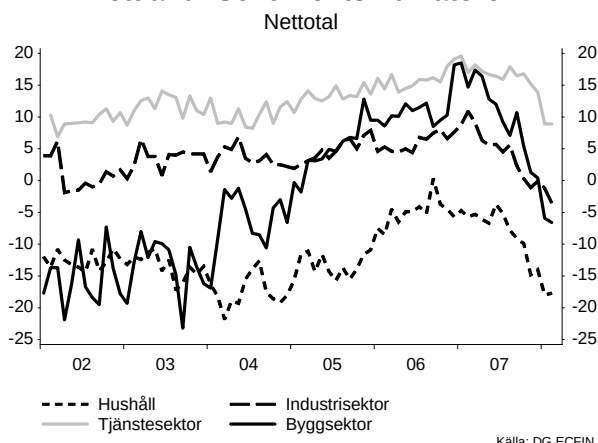
Ett riskscenario för Estland är en hårdlandning i Lettland. En sådan skulle påverka Estland både direkt via handelskanaler men också via en nedgång i utländska investerares förtroende. Detta skulle ytterligare strama åt finansieringen av Estlands ekonomiska tillväxt, trycka upp räntor och dämpa ytterligare tillväxt. Detta skulle också sätta press på den fasta växelkursen mot euron.

Nästan halverad tillväxt

- Konsumtionen kylv av snabbt
- Inflationen toppar i sommar
- Obalanserna minskar men förblir stora

Konsumtionsboomen har upphört, och den lettiska ekonomin har gått in i en ny fas i konjunkturcykeln. Affärsbankernas stramare kreditförhållanden har i kombination med regeringsåtgärder kylt ned den konsumtionsbaserade tillväxten. Ytterligare ekonomiska stabiliseringsåtgärder förväntas, med syfte att förhindra ett hårdlandningsscenario. Sentimentsindikatorer har fallit markant sedan i höstas, och risken för en mer markerad ekonomisk nedgång har ökat.

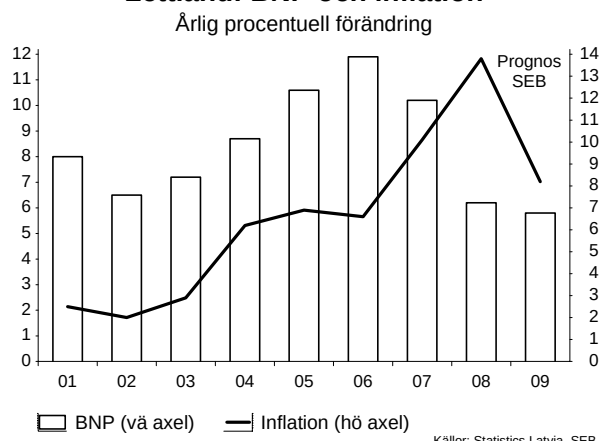
Lettland: Sentimentsindikatorer



Ekonomi växte med 10,2 procent under 2007 beroende på kraftfull konsumtion, men fick också starkt stöd av exporten. Mot slutet av året skedde dock en klar inbromsning. Tidigare höga tillväxttal i handel, bilförsäljning, utlåning, fastighetsaffärer och import gick till och med över i negativt territorium under vintermånaderna. Industriproduktionen sjönk något under 2007.

Under 2008 kommer privat konsumtion och investeringar att ge svagare bidrag till den ekonomiska expansionen. Samtidigt väntas exporten ha en mer betydande inverkan på tillväxten, även om den i viss utsträckning påverkas negativt av svagare internationell efterfrågan och högt kostnadstryck. Vi räknar med fortsatt avtagande tillväxt, och att den bottnar ur om nio-tolv månader. Vi reviderar ned vår tidigare tillväxtprognos. BNP väntas öka med 6,2 procent 2008 och 5,8 procent 2009. Riskerna ligger på nedsidan. En fortsatt snabb nedgång i sentimentsindikatorer och mer djupgående svaghet på fastighetsmarknaden kommer att resultera i klart svagare BNP-tillväxt och ett offentligt budgetunderskott. Om det skulle bli en djup recession kan en växelkursjustering inte uteslutas, men vi bedömer denna risk som liten.

Lettland: BNP och inflation



Regeringens anti-inflationsplan, som lanserades våren 2007 efter ett uppblossande av valutaturbulens, blev bara delvis implementerad och resultaten därför blandade. Den hade störst inverkan på fastighetsmarknaden. Antalet transaktioner har halverats och priserna på lägenheter på andrahandsmarknaden fallit med 20 procent efter att ha toppat våren 2007. Marknaden stagnerar men utan panik. Priserna på mark och kommersiella fastigheter är stabila. Efter att affärsbanker införde striktare låneregler – krävde större eget insatt kapital av kund vid finansiering och stramade åt inkomstkraven – föll den årliga tillväxttakten på bostadslån från 90 procent i mars 2007 till 33 procent i januari 2008. I år väntas lånetillväxten uppgå till bara 15-20 procent. Begränsningar av tillgängligt kapital och svagare prisförväntningar har lett till att fastighetsmarknaden övergått från säljarens till köparens marknad. De framtida prisrörelserna blir beroende av ekonomiska trender och hushållens framtidstro. Om det kommer klara signaler om förbättring, återhämtar sig marknaden under de kommande sex månaderna. I annat fall kommer den att förbli trög, med långsamt fallande priser. Noterbart är dock att efterfrågan på bostäder fortfarande är stark då bostadsutrymmet per person ännu är låg.

Inflationen har inte kuvats utan har fortsatt att stiga. Olyckligtvis vidtogs inga utbudsåtgärder som annars efterfrågades av företagare och oberoende rådgivare. Under de närmaste månaderna kommer regeringen att lägga fram en ekonomisk stabiliseringsplan som fokuserar på en långsiktigt hållbar utveckling. Nyckel-ämnena är stimulans av exporten, förbättringar av affärsklimatet och arbetsmarknaden, utbildning, reformer av skattesystemet samt byråkratin, stramare utgiftskontroll och öka konkurrensen. I slutet av 2007 gjorde regeringen en stark ansträngning för att hålla tillbaka utgifter. Stramare finanspolitik och extra inkomster möjliggjorde ett budgetöverskott på 0,7 procent av BNP 2007, jämfört med ett kalkylerat underskott på 0,4 procent. I år siktar regeringen mot ett överskott på 1 procent, men potentiella hinder för

att uppnå detta innefattar lägre än planerade skatteinkomster om ekonomin bromsar in alltför fort samt om det blir beslut att kompensera pensionärer för högre inflation. Vår prognos är ett 0,5-procentigt budgetöverskott 2008 och 2009.

Inflationen saktar in andra halvåret 2008

Inflationen kvarstår som ett allvarligt ekonomiskt problem för näringsliv och hushåll, och urgröper deras optimism. Den var 16,7 procent i februari, främst beroende på höjda konsumtionsskatter på bränsle och tobak, höjda boendekostnader, stigande livsmedelspriser och inflationsförväntningar. Konsumentpriserna väntas fortsätta att accelerera fram till sommaren, också pådrivna av 30-50-procentiga ökningarna i el-, gas- och värmepriser. Under andra halvåret väntas dock avtagande ekonomisk aktivitet och pris- och kostnadstryck bromsa in konsumtionen och därmed också inflationen. Vi räknar med att inflationen i genomsnitt blir 13,8 procent 2008 och 8,2 procent 2009.

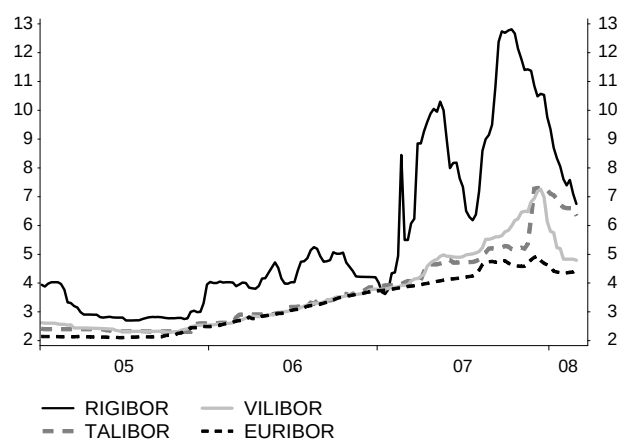
Arbetsmarknaden förblir stram. Arbetslösheten föll till 5,3 procent under fjärde kvartalet jämfört med 6,2 procent ett år tidigare. Efter påtryckningar från näringslivet har regeringen beslutat att tillåta ökad arbetskraftsinvandring. Samtidigt kommer en långsammare tillväxt att underlätta den inhemska rörligheten mellan olika sektorer, till exempel från byggande till industri. Även om lägre ekonomisk aktivitet väntas minska efterfrågan på arbetskraft stiger arbetslösheten bara något. Lönerna ökade med 33 procent under 2007, med den högsta tillväxten i offentlig sektor. Legalisering av löner i den grå ekonomin hade också en inverkan. Under 2008 väntas lönetillväxten halveras, främst till följd av måttlig tillväxt i den offentliga sektorn.

Sjunkande konsumtion och stark exporttillväxt har fortsatt att förbättra Lettlands handels- och bytesbalanser. Exporten växte med 22 procent och importen med 21 procent under 2007. Trenden under fjärde kvartalet skilde sig åt, med en import som bara gick upp med 3 procent i årstakt medan exporten steg med 20 procent. Exporttillväxten var särskilt stark till de andra baltiska länderna, Ryssland, Polen, Sverige och Finland. Den positiva tjänstebalansen fördubblades under tremånadersperioden och inflödet av utländska direktinvesteringar förblev starkt. Detta hade en positiv inverkan på bytesbalansunderskottet som krympte till 20 procent av BNP under fjärde kvartalet jämfört med nästan 25 procent under de första nio månaderna 2007. Förra året attraherade Lettland rekordstora utländska direktinvesteringar, motsvarande 8 procent av BNP, men dessa täckte bara en tredjedel av bytesbalansunderskottet. Resten täcktes av kapitalflöden främst från utländska moderbanker, även om detta flöde försvagades i slutet av året. Trög konsumtion och god exporttillväxt väntas innebära

fortsatt fallande bytesbalansunderskott till i genomsnitt 19 procent av BNP 2008 och 16 procent 2009.

Lettlands valuta har vänt tillbaka till den starka sidan av kursbandet, efter en försvagningstrend under första hälften av 2007. Tremånaders interbankräntor föll från nästan 13 procent i oktober 2007 till 7 procent i mars 2008. Efter att Ilmars Rimsevics åter blivit utnämnd till centralbankschef försvann rykten om en möjlig breddning av lats fasta koppling till euron. Centralbanken lättade på affärsbankernas reservkrav. Bank of Latvia har upprepade gånger betonat vikten av att gå med i Euro-zonen så snabbt som möjligt. Ansträngningar för att uppnå uthållig och balanserad tillväxt är sålunda nödvändiga om Lettland ska kunna konvertera till euron 2012 eller 2013.

Baltikum: 3-månaders interbankräntor



Källa: Reuters EcoWin

Om ekonomin kyls av alltför snabbt kan tillväxtuppmuntrande aktiviteter från regeringen bli nödvändiga. Banker förblir försiktiga då antalet dåliga lån ökar. Nivån på dessa förblir dock mycket låg.

Ny regering

I november 2007 avgick premiärminister Aigars Kalvitis efter att ha förlorat i popularitet då han inte lyckats hantera löften om att förbättra ekonomin och den politiska transparensen. En ny regering bildades bestående av samma center-högerkoalition av fyra partier, även inkluderande de flesta ministrar. Den leds av Ivars Godmanis, som även var premiärminister under de tuffa åren i början av 1990-talet. Regeringen fokuserar på stramare finanspolitik, en mer effektiv offentlig förvaltning, sociala frågor, entreprenörskap och stimulans av exporten.

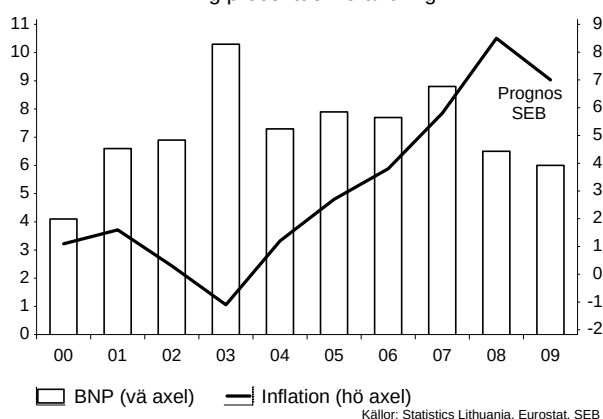
Mild inbromsning

- Avtagande BNP- och kredittillväxt
- Inflationen går upp under 2008
- Energiproblem efter 2010

Den snabbväxande litauiska ekonomin började visa tecken på avmattning i slutet av 2007. Den årliga BNP-tillväxten under fjärde kvartalet uppgick till 8,0 procent och helårsutfallet blev 8,8 procent. De inhemska sektorer som jordbruk, byggande, handel, transport och kommunikation var de viktigaste drivkrafterna bakom expansionen. Ett hårdlandningsscenario kan inte uteslutas men vi bedömer att en mjuklandning är det mest troliga. God export kommer att tjäna som en buffert mot försämd inhemsk efterfrågan.

Litauen: BNP och inflation

Årlig procentuell förändring



Vi förutspår att BNP-tillväxten saktar in till 6,5 procent under 2008 och 6,0 procent 2009. Tillväxtprognoserna från olika institutioner varierar med så mycket som 4-5 procentenheter.

Det är inget tvivel om att tillväxten kommer att avta, men i vilken grad är oklart. Vilket av mjuk- eller hårdlandningsscenarierna som materialiseras beror på om dämpad extern efterfrågan betydande bidrar till svagare inhemsk efterfrågan. Den inhemska ekonomin håller redan på att kyla av till följd av de stagnerade fastighets- och byggsektorer (särskilt bostadssegmentet), något som kommer att få en negativ effekt på produktion och försäljning av byggmaterial, möbler och hushållsapparater. Banker möter redan en lägre efterfrågan på bostadslån då stigande inflation gröper ur hushållens reala inkomst. Försämrade förväntningar bland konsumenterna väntas också få en negativ effekt på detaljhandeln. Denna makroekonomiska övergång tar två-tre kvartal, och Litauen kommer att genomgå den i år. Vi räknar med att arbetslösheten stabiliseras under 2008 och ökar något 2009. En liberal invandringspolitik är nödvändig för att undvika

flaskhalsar på arbetsmarknaden, men regeringen måste även göra sociala överväganden.

Exportutsikterna är mer osäkra än inhemska faktorer. Under 2008 kommer den globala och Euro-zonens ekonomier att sakta in och kreditåstramningen kommer att få en avgörande effekt på konsumtion och investeringar i en rad länder. Krympande tillväxt i Lettland och Estland, två nyckelmarknader, får också en negativ effekt på Litauens ekonomi. Å andra sidan väntas svåra tider i väst och grannländernas ekonomier att motverkas av kraftfull efterfrågan från CIS-marknaderna, särskilt Ryssland och Ukraina. Dessutom förbättras konkurrenskraften i Litauens export till andra östländer på grund av en gynnsam inflationskillnad. Den totala exporten kommer därför att hållas uppe relativt bra.

Bytesbalansunderskottet förblir relativt stort på grund av bestående hög importtillväxt, men det minskar under 2008 och 2009. Fortfarande är det en lång väg att övertyga stora utländska företag att investera i Litauen. Vi räknar inte med något genombrott för utländska direktinvesteringar under ett valår, men en ny koalitionsregering kommer sannolikt att anta en mer flexibel politik gentemot potentiella utländska investerare. Utländska direktinvesteringar väntas täcka mer än hälften av Litauens bytesbalansunderskott 2008 och 2009.

Budgetunderskottet ökar

I linje med långsammare tillväxt sätts de offentliga finanserna under ökat tryck. Prognosen för statens inkomster i budgeten för 2008 är mycket optimistisk. För vissa skatter såsom moms ser prognoserna knappast uppnåeliga ut. Regeringen kommer sannolikt att hålla kvar vid sin inkomstskattepolitik. Under loppet av året kan problemen på inkomstsidan bli ganska akuta. Det är inte troligt att den regerande koalitionen skär i utgifterna inför slutspurten till parlamentsvalet i oktober. Budgetunderskottet kommer sålunda att öka ytterligare. Som en reaktion på sådana förhållanden sänkte Standard&Poor's i januari Litauens långfristiga kreditbetyg från A till A- och förutspådde att budgetunderskottet under 2008-2009 skulle närma sig 3 procent av BNP, gränsen i Maastrichtkriteriet för medlemskap i Euro-zonen. Vår syn är mer optimistisk. Vi räknar med ett budgetunderskott på 1 procent av BNP i år och nästa år. Dessutom bedömer vi att det är för sent att strama åt finanspolitiken; detta skulle vara alltför riskabelt i ljuset av den förutspådda ekonomiska inbromsningen.

Under årets första månader sköt inflationstakten i väg till så högt som 10 procent. De främsta drivkrafterna var högre priser på naturgas, ökningar i avgifter på bränsle och alkohol samt en ytterligare stegring i globala oljepriser. Under senare år har tryck från efterfrågesidan spelat en växande roll. I år förstärks

det också av inkomstpolitiken: en sänkning av inkomstskatten från 27 till 24 procent och en ökning av minimilönen från 700 till 800 litas. Lönerna fortsätter att växa i en snabb takt. Under fjärde kvartalet 2007 steg bruttolönerna med 18,5 procent i årstakt, eller mer än dubbelt så snabbt som ökningen i arbetsproduktiviteten. Lönerna väntas öka med 15 procent under 2008 och 13 procent 2009.

Med beaktande av andrahandseffekter, tilltagande inflationsförväntningar samt en oundviklig höjning av priserna för värme kommande höst höjer vi vår prognos för HIKP-inflationen 2008 till 8,5 procent. Inflationen kommer att falla till 7,0 procent 2009, givet svagare tillväxt.

Följaktligen framstår en euro-introduktion 2010 eller kort därpå inte som realistisk. Litauens möjligheter att ansluta sig till Euro-zonen senare blir beroende av senareläggning av stängningen av den andra reaktorn vid Ignalinas kärnkraftsverk och den förväntade följande uppgången i elpriser. Regeringen har ännu inte gett upp hoppet att den kan förlänga driften i den nuvarande anläggningen, trots negativa signaler från representanter från EU-kommissionen. En grupp som leds av den förra premiärministern Aleksandras Abisala kommer att föra överläggningar med kommissionen i Ignalina-frågan.

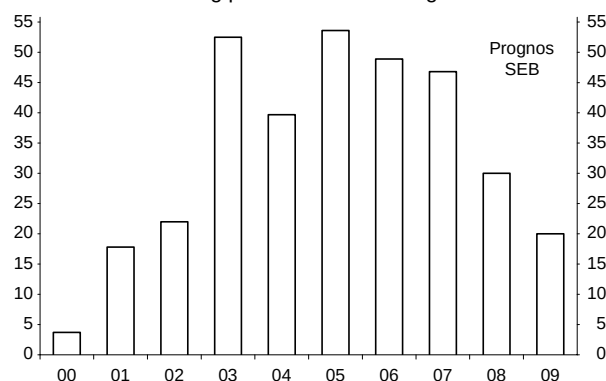
I början av februari godkände president Valdas Adamkus förändringar i lagen om kärnkraftsverk. Baserat på ett tillägg i lagen bildades ett konsortium av stat och privata intressen med syfte att bygga ett nytt kärnkraftsverk. Ett realistiskt datum för att starta denna anläggning är 2017-2018. För att undvika beroende av ryska energikällor, behöver Litauen länka samman sitt elnät med Polen och Sverige. Detta kan dock inte byggas förrän 2015 eller senare. Litauens elförsörjning kommer sålunda att hamna under press i början av nästa decennium, något som definitivt kommer att ha en negativ inverkan på den allmänna ekonomiska situationen.

Kreditboomen klingar av

Kreditboomen har tappat fart de senaste månaderna. Omsvängningen på bostadsmarknaden sänkte tillväxttakten på bostadslån i slutet av 2007. Sedan 2003-2004 har förväntningar om stigande hus- och lägenhetspriser dominerat marknaden. I dag räknar folk med att priserna ska falla, så bostadsmarknaden stagnerar. Säljare är ännu inte beredda att erbjuda rabatter och potentiella köpare känner ingen brådska. Situationen kan förbli sådan för resten av året. Vissa bedömare förutspår att huspriserna ska falla med så mycket som 30 procent i stora städer i år. Vår tro är att om det blir en nedgång i priserna kommer den inte att bli större än 15 procent i årstakt.

Litauen: Inhemska krediter

Årlig procentuell förändring



Källor: Bank of Lithuania, SEB

Valutastrukturen i nyutgivna huslån ändrade även den karaktär under andra halvåret 2007. I början av förra året var ungefär hälften av alla nya lån nominerade i euro and resten i litas. Vid årsskiftet var fördelningen 80-20. Skiftet orsakades av ett vidgande gap mellan räntor på lån i litas och euro, till 200-250 punkter, vilket övertygade de flesta hushåll att låna billigare i euro. I början av 2008 sjönk dock riskpremien på den nationella valutan till 100-150 punkter efter att rykten om en devalvering av litas försvann och likviditeten i den inhemska marknaden ökade.

Under 2008 väntas affärsbankerna låneportföljer växa med åtminstone 30 procent och under nästa år med 20 procent. Tillväxten i inlåning väntas uppgå till 15 respektive 10 procent. Sålunda kommer gapet mellan utlånings- och inlåningstillväxt att bestå och litauiska affärsbanker behöver fortfarande dra till sig ytterligare likviditet från sina utländska moderbanker, men i en mindre utsträckning än under tidigare år.

Räntorna på lån toppade i slutet av 2007 och förväntas inte stiga mer detta år. Räntorna på euro-lån kommer till och med att sjunka när ECB sänker sin referänta med början i vår. Priset på lån i litas kan också komma att minska jämfört med förra året, om inga nya spekulationsattacker mot de baltiska valutorna uppstår, eller om den kvarhängande risken för hårdlandningar inte pressar upp den nationella valutariskpremien.

Tema: Utmaningar för baltisk export

Eastern European Outlook - Mars 2008

Motståndskraften testas

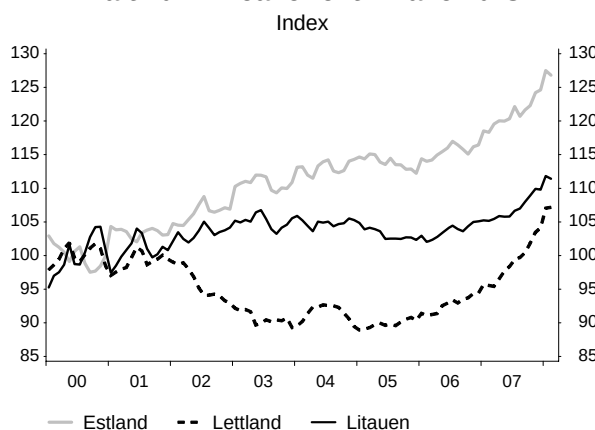
- **Konkurrenskraften försvagad**
- **Exporten har hållits upp väl hittills**
- **Ökad handel i närområdet**

Baltikums ekonomier har ett relativt stort exportberoende. I Estland utgör exporten runt tre fjärdedelar av landets BNP. Motsvarande andelar i Lettland och Litauen är ungefär hälften av ländernas BNP.

Den globala avmattningen kommer i ett extra känsligt konjunkturläge då inhemsk efterfrågan samtidigt börjat bromsa, till stor del en följd av stramare kreditförhållanden. Samtidigt har länderna förlorat i konkurrenskraft efter de senaste årens snabba uppgång i lönetillväxt och inflation. Dessutom har valutorna, som alla är kopplade till euron, apprecierat till följd av eurons förstärkning.

Den reala effektiva växelkursen, som är ett mått på konkurrenskraft, har stärkts med 18 procent i Lettland under 2006-2007, med 12 procent i Estland och 8 procent i Litauen. Detta om man utgår från BIS växelkursmått som baseras på 52 länder och som använder konsumentpriser i kalkylen.

Baltikum: Real effektiv växelkurs



Att Lettlands reala effektiva växelkurs sjönk under perioden 2002-2003 berodde på att den då var knuten till IMF:s SDR-korg där dollarn väger tungt; latsen knöts till euron först den 1 januari 2005.

Ännu är det dock svårt att spåra mer än marginella tapp i marknadsandelar till följd av vikande konkurrenskraft, enligt EU-kommissionens sammanställning i höstrapporten.

Exportutvecklingen under 2007 stödjer också bilden av att Baltikums export hittills klarat den ökade kostnadspressen väl. Lettlands export i löpande pris ökade i fjol med 22 procent, jämfört med 14 procent året dessförinnan. Litauens exportökning dalade visserligen från 20 till 11 procent och Estlands från 26

till 4 procent. Men det fanns ett par speciella centrala förklaringar till dämpningen; i Litauen störningar i landets oljeraffinaderi, i Estland störningar i den ryska utrikeshandeln samt finländska Elcoteqs neddragning i elektroniksektorn.

Ett skäl till att exporten utvecklats förhållandevis bra borträknat för nämnda temporära effekter är också den blygsamma exponeringen mot USA; exporten dit är några procent av BNP.

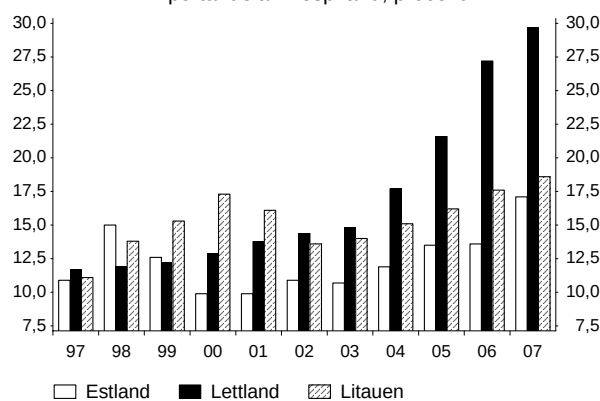
Framöver möter Baltikums export växande utmaningar då Väst Europa drabbas hårdare än tidigare av den amerikanska inbromsningen och då konkurrenskraftsförsvagningen i viss mån ligger kvar som en riskfaktor.

Samtidigt är Baltikum något mindre beroende av Väst Europa än länderna var för tre-fem år sedan. Handelsmönstret har åter förskjutits mer mot närområdena i Central- och Östeuropa. Lettlands exportandel till EU-15 har exempelvis krympt från 47 procent 2005 till 40 procent i fjol. Litauens EU-15-andel har gått ned från 45 till 38 procent.

Handeln mellan de baltiska staterna samt med Ryssland har samtidigt fått ett uppsving. Lettlands exportandel till de baltiska grannarna har t ex fördubblats från cirka 15 procent 2003 till 30 procent 2007 och andelen Rysslandexport har stigit från 5 till 10 procent. Orsakerna är bl a förändringar i tullar i samband med EU-inträdena 2004 samt en växande importefterfrågan från Ryssland.

Baltikum: Intrahandel

Exportandelar i resp land, procent



En ökad intrahandel i Baltikum samt mer handelsutbyte med Ryssland innebär både möjligheter och hot. Blir inbromsningen i någon av de baltiska staterna skarpare än vi räknat med utgör det en sårbarhet. Vår bild av en fortsatt stark inhemsk efterfrågan i Ryssland innebär en positiv draghjälp. Samtidigt visar erfarenheter att störningar kan uppstå i relationerna med Ryssland.

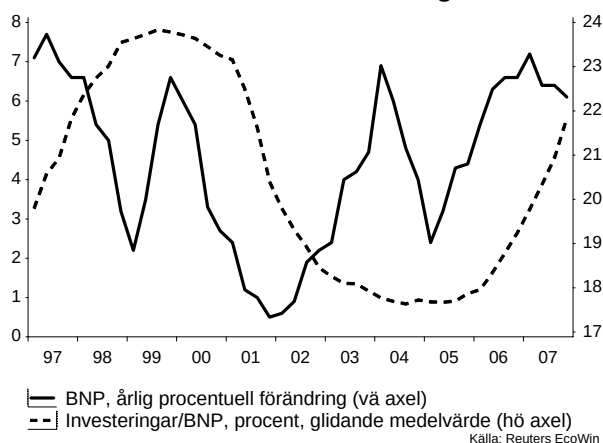
Sammantaget är vår bedömning att Baltikums export dämpas beskedligt under 2008-2009, även om risken ligger på nedsidan.

Tillväxten dämpas till uthållig nivå

- Inflation och ränta stiger mer
- Reformen kvar i startgroparna
- Zlotyn mot nya höjder

Tillväxten under sista kvartalet 2007 överträffade åter förväntningarna och uppgick till 6,1 procent i årstakt. Privat konsumtion och investeringar fortsatte att expandera kraftfullt och lyfte BNP med 6,6 procent för helåret, trots att nettoexporten var negativ. Stigande bytesbalansunderskott och tilltagande inflation signalerar att den ekonomiska varvräknaren börjat gå upp på rött. En dämpning av aktiviteten till följd av den internationella avmattningen, kapacitetsbegränsningar och stramare penningpolitik, är således inte bara sannolik utan även välkommen. Vi förutspår en tillväxt på cirka 5 procent i år och nästa år, med dominans av inhemska drivkrafter, med en gradvis dämpning av överhettningens riskerna. I huvudsak präglas ekonomin av vitalitet och framtidstro. För att förvalta detta på bästa sätt skulle reformarbetet behöva gå från ord till handling. Utsikterna för ett höjt kreditbetyg skulle i så fall vara goda.

Polen: BNP och investeringskvot



Den polska ekonomin kommer från en överhettning i slutet av 1990-talet som kyls ner med kraftiga räntehöjningar. Tillväxten föll till 1 procent medan arbetslösheten fördubblades till 20 procent. Efter några år i stålbadet reste sig näringslivet – starkt – och har med stöd av gynnsamma omvärldsvillkor och EU-inträdet gjort Polen till en av EU:s snabbast växande ekonomier. Konsumtionen växer därför att hushållen nu har mer pengar i sina plånböcker. Arbetslösheten har snart halverats till 10 procent och med brist på arbetskraft inom flera branscher, särskilt i storstäderna, växer lönerna snabbt. Därtill har konsumtionen gynnats av en kraftig kreditexpansion.

Med mer slimmade och stabila balansräkningar efter stålbadet har företagen varit väl rustade att möta ny efterfrågan – initialt från utlandet men i tilltagande grad från inhemskt håll – med nyinvesteringar. Bankerna har stått redo med krediter och EU-finansieringsmöjligheterna tas alltmer i anspråk. Detta har bidragit till att lyfta investeringskvoten från 18 procent av BNP 2004 till 22 procent. Den nya produktionskapaciteten baddar för att den tillväxttakt som kan hållas utan att obalanser uppstår är högre än tidigare och bedöms i dag ligga på ca 5 procent.

I takt med att tillväxtens drivkrafter skiftat över från export till inhemsk efterfrågan har handels- och bytesbalansunderskotten åter börjat växa. Det senare uppgick förra året till 3,7 procent av BNP och väntas stiga till 5 procent. Med tanke på att underskottet täcks med kapitalinflöden från utländska direktinvesteringar samt EU-transfereringar utgör detta ännu inte något problem, men ökningstakten i underskottet kan bli ett hot på sikt.

Konjunkturtoppen passerad

Den amerikanska inbromsningen och globala kreditfrossan har hittills inte satt några spår i polska hushålls och företags agerande. Detta förklaras av att endast en bråkdel av exporten går till USA. Polska banker har därtill inte varit synbarligt involverade i finansiella äventyrligheter med amerikanska subprimemarknaden som bas. Dessutom är den privata sektorns totala krediter ännu måttliga i en internationell jämförelse.

En amerikansk recession kommer dock att bidra till att halvera tillväxten i Euro-zonen till 1,3 procent i år. Även om exporten till Euro-zonen i förhållande till BNP är mindre än i grannländerna så utgör den cirka 30 procent och exportutsikterna har tvivelsutan försämrats. Samtidigt hämmas flera branscher av kapacitetsbegränsningar samt stigande löner, räntor och växelkurs. Investeringsstillväxten förblir hög, men dämpas ändå markant jämfört med förra året. Sysselsättningstillväxten kommer att mattas och med något lägre reallöneökningar i år räknar vi med att även konsumtionsstillväxten dämpas.

Bedrägligt politiskt lugn

För att vidmakthålla en så pass hög potentiell tillväxtnivå som 5 procent – och ännu hellre öka den – skulle strukturella reformer behöva genomföras samtidigt som investeringar ligger på en hög nivå. Medborgarplattformen – det dominerande partiet i tvåpartikoalitionen – gick till val med en ambitiös, om än detaljfattig, reformagenda på fem teman; budgetsanering, skattereform, euroövergång, privatiseringar och avregleringar. Efter valsegern i oktober lovade premiärminister Donald Tusk att gå fram med machete i reformjungeln vilket får ses som en adekvat ambition

med tanke på att Polen står sig klart sämre än närmaste konkurrentländerna i flera internationella studier av näringslivsklimatet. Förutom eftersatt infrastruktur är det i frågor som t ex tidsåtgång och kostnader för att få licenser och att lösa tvister i rättssystemet och orruption som erbjuder stor förbättringspotential.

Under regeringens första fyra månader har dock framstegen varit blygsamma. En förklaring är sannolikt president Kaczynskis uttalade avsikt att lägga sitt veto mot flera av reformförslagen och osäkerheten om huruvida stöd kan påräknas från oppositionspartiet LiD (Socialdemokraterna) för att övervinna presidentveton. Om inte framsteg görs snart ökar risken att det politiska manöverutrymmet för att driva igenom kortsiktigt impopulära reformer krymper inför valet till EU-parlamentet 2009, presidentvalet 2010 (till vilket Tusk sannolikt kommer att kandidera) och parlamentsvalet 2011. Det relativa lugn som präglat politiken på sistone ska således inte nödvändigtvis tolkas som någonting positivt ur långsiktigt tillväxtekonomiskt perspektiv. Några genomgripande reformer på skatte- och hälsoområdena står inte för dörren men vi räknar med att vissa framsteg kan göras liksom i pensionssystemet, arbetsmarknaden samt en markant ökning i privatiseringstempot.

Budgetunderskottet bör kunna hållas kvar under 3 procent av BNP trots de expansiva åtgärder som den förra regeringen lagt in i budgeten, och som den nya behållit. Det strukturella underskottet är dock alltjämt stort. Vi tror att budgetförstärkande åtgärder kommer att beslutas även om regeringens mål – att minska underskottet till 1 procent av BNP 2011 – ter sig optimistisk givet valcykeln. Regeringen har inte satt något mål för övergång till euro. En rapport om eurons för- och nackdelar från centralbanken väntas i slutet av 2008 vilket tidigast skulle kunna bana väg för inträde i ERM våren 2009 och EMU 2012. Finansminister Jacek Rostowski är en varm förespråkare av tidig övergång och "utesluter inte" 2013 vilket vore rimligt enligt vår mening.

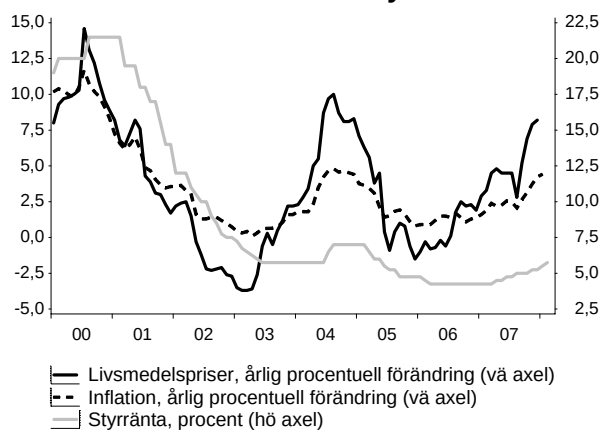
Fler räntehöjningar

Konsumentpriserna mätt med KPI har stigit från 1,1 procent 2006 till 4,3 procent i januari i årstakt och ligger nu klart över inflationsmålet på 2,5 procent +/- 1 procentenhet. Den enskilt viktigaste förklaringen till den snabba uppgången är matpriserna som steg med över 8 procent under 2007. Livsmedel utgör 26 procent av KPI-korgen och får därför stort genomslag. Även energipriserna har stigit kraftigt.

Medan dessa prisökningar är bortom centralbankens kontroll och torde kunna ha en endast temporär effekt på inflationen så är risken stor att inflationsförväntningarna drivs upp och sätter permanenta spår – särskilt med tanke på den starka inhemska efterfrågan och strama arbetsmarknaden. Lönerna ökar med

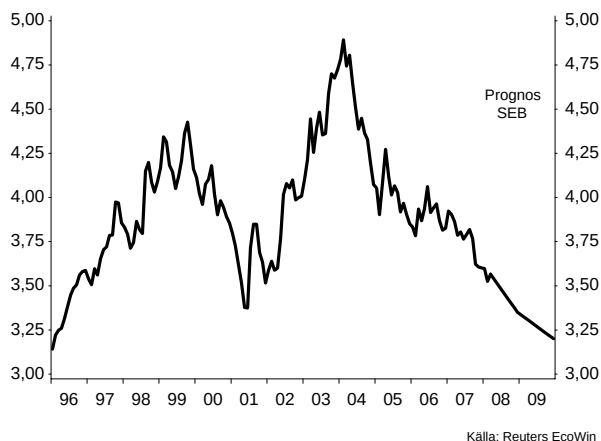
tvåsiffriga tal och överstiger nu produktivitetstillväxten med god marginal. Centralbanken har svarat med att höja räntan i sex steg till 5,5 procent. Vi räknar med att inflationen faller tillbaka ner mot målet först 2009 då mat- och energipriser inte stiger på samma dramatiska sätt längre och konjunkturen mattas något. Vi räknar också med att ytterligare räntehöjningar till 6,25 procent samt en starkare zloty krävs. Realräntan stiger till ca 3 procent mot slutet av prognosperioden – en ganska beskedlig nivå med tanke på tillväxttakten. Inflationskampen det senaste decenniet har förts med framgång.

Polen: Priser och styrränta



Den stigande räntedifferensen mot omvärlden ger zlotyn kraftigt stöd vilket gör att den apprecierar trots ökningen i bytesbalansunderskottet. Relativt hög tillväxt, en måttlig nivå på den reala växelkursen och en positiv riktning i reformpolitiken bidrar till att zlotyn stärks med ytterligare 5 procent mot euron i år till 3,35. Under perioder av global riskaversion kommer dock även zlotyn att segla i motvind, som temporärt kan bli hård, särskilt under våren.

Växelkurs EUR/PLN



Euro-anslutning 2009

- **Inbromsning från tvåsiffriga tillväxttal**
- **Stigande inflation**
- **Offentliga finanser under kontroll**

Slovakien har åtnjutit solid och stark BNP-tillväxt de senaste åren. Från utbudssidan har tillväxten drivits av produktionen av maskiner, bilar och elektrisk utrustning. Tillväxten har varit balanserad med bidrag från såväl inhemsk efterfrågan som export. Ekonomin visar heller inga tecken på överhettning.

Under de tre första kvartalen 2007 ökade BNP med 9 procent och under det fjärde kvartalet steg tillväxten till hela 14,3 procent. Den starka tillväxten fjärde kvartalet berodde delvis på ett beslut av den nationella statistikbyrån att inkludera engångseffekter av hamstring av cigaretter inför en skatteökning. Enligt preliminära beräkningar ökade BNP med 10,3 procent 2007, vilket skulle vara ett rekord för Slovakien efter en ökning med 8,3 procent 2006. Korrigerat för extraordinära effekter blev tillväxten 9,2 procent 2007. Intäkter från indirekta skatter kommer att bli lägre under första halvåret 2008. I januari 2009 planeras ytterligare en höjning av skatten på cigaretter. Vi räknar med att BNP-tillväxten bromsar in till 7,0 procent 2008 och 6,5 procent 2009.

Stigande maskininvesteringar drev upp importen under 2006 vilket bidrog till ett ökat handelsunderskott, men när de ökande investeringarna slog igenom i ökad export förbättrades externbalansen med 4 procentenheter av BNP 2007. Industriproduktionen fortsatte att växa i snabb takt i slutet av 2007 men försämrad global efterfrågan antyder att en försämring i handelsbalans kommer att inträffa. Dock innebär etableringen av nya produktionsanläggningar från Sony och Samsung att förutsättningarna för fortsatta förbättringar i utrikeshandeln är goda. Hushållens konsumtion förblir stark under 2008 tack vare stabila reallöneökningar och stigande sysselsättning. Arbetslösheten har fallit dramatiskt och kommer att sjunka ytterligare till strax under 10 procent under 2008.

Inflationen har ökat pådriven av internationellt stigande priser på energi och livsmedel. Inflationstakten steg till 3,8 procent i januari – den högsta nivån på 13 månader. Rullande 12-månaderstal för HIKP-inflationen har dock inte uppvisat en så snabb uppgång och fortfarande uppfylls inflationskriteriet enligt Maastricht med god marginal. Inflationstrycket från efterfrågesidan förblir svagt.

Slovakien strävar efter att nå en uppgörelse med EU-kommissionen för att ansluta till euron 2009. Bedömningen huruvida landet uppfyller kriterierna för att ansluta till euron kommer att offentliggöras i maj, medan ett slutgiltigt beslut kommer i början av juli.

Det enda hindret för en euroanslutning kommer att bli om Slovakien varaktigt klarar inflationskriteriet. Vi bedömer inte att förväntad kritik från kommissionen och ECB kring hållbarhetsfrågan kommer att vara tillräcklig för att hindra Slovakien från att ansluta till euron enligt plan.

Ytterligare revalvering

Den slovakiska korunas paritet i ERM2 skrevs upp med 8,5 procent i mars 2007 till 35,4424 per euro. Troligen kommer kursen att justeras ytterligare till 32,8 i april för att motverka inflationstendenser och i ett återspeglade av fortsatta produktivitetslyft. Fixeringen av växelkursen inför euro-anslutningen bedöms komma i mitten av 2008. Apprecieringen av korunan kommer inte att allvarligt skada konkurrenskraften. Produktivitetstillväxten har överstigit löneökningarna och därmed stöttat konkurrenskraften.

Som väntat har centralbanken hållit styrräntan oförändrad på 4,25 procent sedan april förra året med syfte att hålla tillbaka inflationen inför ett eurointräde 2009. Vi förväntar oss att centralbanken använder sina sista månader av oberoende till att bibehålla nuvarande räntenivå och harmoniserar räntan med nivån i Eurozonen i slutet av 2008. I frånvaro av en appreciering av korunan, givet lägre räntor och fortsatt stark inhemsk efterfrågan, bedöms inflationen stiga till 3,6 procent i år och 4,0 procent 2009.

Budgetunderskottet minskade från 3,4 procent till 2,5 procent 2007, med stöd av stark ekonomisk tillväxt. Regeringens mål är ett underskott på 2,3 procent av BNP 2008 och 0,8 procent 2010, inklusive kostnaderna för en reformering av pensionssystemet. Finanspolitiken kommer att få en allt viktigare stabiliseringspolitisk roll eftersom penningpolitiken kommer att underställas ECB när Slovakien har anslutit sig till Eurozonen. Detta kan komma att utgöra en politisk utmaning givet långsammare ekonomisk tillväxt och valen 2010.

Politisk stabilitet

Efter en kris som utlöstes i november 2007 av en överföring av mark till en statlig fond återfick den styrande koalitionen intern stabilitet. Det styrande Smer-sociala demokratiska partiet under ledning av premiärminister Robert Fico har påverkats relativt lite av krisen och dess popularitet har snarast ökat medan oppositionens stöd har minskat. Sålunda bedöms regeringen stanna kvar vid makten åtminstone fram till valen 2010.

Långsammare tillväxt

- **Reformer implementerade**
- **Stigande inflation**
- **Ingen brådska att ansluta till euron**

Tillväxtstyrkan har fortsatt och den tjeckiska ekonomin har utvecklats väl. BNP ökade med 6,9 procent under det sista kvartalet 2007. Efter tre år med en tillväxt kring 6,5 procent räknar vi emellertid med en inbromsning till mer uthålliga nivåer kring 4-5 procent i år och nästa år.

Tack vare det långtgående reformpaket som genomfördes i början av detta år kommer ekonomins funktionssätt sannolikt att förbättras. Reformpaketet inkluderar en sänkning av bolagsskatten från 24 till 21 procent (och ytterligare en sänkning till 19 procent 2010) och införandet av en platt inkomstskatt på 15 procent (med en sänkning till 12,5 procent planerad till 2009). Offentliga intäkter kommer i fortsättningen mer grundas på indirekta skatter då den reducerade momsen på t ex livsmedel och mediciner höjts från 6 till 9 procent. Skatter på tobak och energi har också höjts. Dessutom har konkurslagstiftning och andra lagar som styr näringslivet förbättrats för att stödja mindre och medelstora företag. Fokus kommer nu troligen att inriktas på välbehövliga reformer av pensionssystem och hälsovård.

Tillväxten i fjol var brett baserad. Från produktionssidan kom de största bidragen från energi, industri och handel. Den privata konsumtionen ökade med 4,4 procent med stöd från stark inkomstillväxt, rekordlåg arbetslöshet, kredittillväxt och optimistiska förväntningar på bostadsmarknaden. Den rekordstarka tillväxten fjärde kvartalet 2007 berodde dock delvis på inköp av läkemedel inför skattehöjningar kring årsskiftet. Finanspolitiken var i huvudsak expansiv som ett resultat beslut tagna före förra valet. Den starka tillväxten innebar emellertid att de offentliga intäkterna steg och underskottet minskade därför något till 2,2 procent av BNP, klart under det ursprungliga målet.

Under 2008 räknar vi dock med en betydande avmattning i BNP-tillväxten till 4,5 procent beroende på baseffekter då högre inflation dämpar reallönetillväxten, finanspolitiken blir mer restriktiv och svagare extern efterfrågan minskar efterfrågan på tjeckisk export. Under 2009 räknar vi med en återhämtning till 5,0 procent bl a som en följd av ökad produktion i samband med etableringen av Hyundais bilfabrik. Euro-zonen kommer också att återhämta sig något medan den inhemska ekonomin får stöd av förbättrad reallönetillväxt och lägre inkomstskatter. Vi räknar också med att finanspolitiken blir mer expansiv inför valet 2010. Den balanserade inriktningen på avmattningen i år och återhämtningen 2009 innebär att bytesbalansunderskottet ligger kvar kring 3 procent av

BNP. Den utländska skuldsättningen är låg och bytesbalansunderskottet kommer utan problem att finansieras via utländska direktinvesteringar.

Centralbankens trovärdighet testas

Den kraftiga uppgången i inflationen (7,5 procent i januari jämfört med 3,0 procent i snitt förra året) beror i huvudsak på skattehöjningar och globalt stigande priser på livsmedel och energi. Dessa faktorer bör vara tillfälliga även om det finns en risk att de påverkar inflationsförväntningarna givet stark inhemsk efterfrågan och stigande löneinflationstryck. Vi har reviderat upp vår prognos för inflationen 2008 till 6,4 procent och förväntar oss att den faller till 3,8 procent 2009. Givet att centralbankens inflationsmål kommer att justeras från 3 till 2 ± 1 procent 2010 räknar vi med att centralbanken kommer att sträva efter att upprätthålla sin trovärdighet och höja räntan ytterligare till 4,25 procent.

Vändningen i räntedifferensen mot USA och senare under året mot Euro-zonen kommer att ge betydande stöd till korunan. Givet starka fundamenta, framsteg avseende strukturella reformer och oberoende av korta placeringar har CZK varit skyddad från den senaste tidens ökade globala riskaversion och varit en av de valutor som klarat sig bäst sedan halvårsskiftet 2007. Vi räknar med att apprecieringen fortsätter om än i något lugnare takt framöver.

Finansministern har strävat efter en politik som banar väg för en euroanslutning 2012. Regeringen har dock inte offentliggjort något nytt datum för anslutning sedan det förra datumet för anslutning 2010 övergavs. Ledningen för centralbanken pekar också på behovet av fördjupad konvergens (i synnerhet implementeringen av en dyr pensionsreform med bibehållna sunda offentliga finanser) innan en övergång till euron kan bli aktuell. Centralbanken har framhållit 2019 (när CZK firar 100-årsjubileum) som ett mer lämpligt inträdesdatum. Tidpunkten för ett anslutande till euron är mycket osäker och vi har skjutit bort vår prognos för en anslutning till 2013. Ett uppskjutande till efter valet 2014 är också tänkbart.

Svagt parlamentariskt stöd

Center-högerkoalitionen under ledning av Mirek Topolánek – som kontrollerar 100 av parlamentets 200 platser – har inte bara överraskat bedömare genom att sitta kvar fram till nu utan också genom att driva igenom reformer och få stöd för sitt budgetförslag för 2008. Givet regeringens svaga parlamentariska underlag – med beroende av stöd från två oberoende ledamöter – kommer den troligen få svårt att driva igenom ytterligare finanspolitiska reformer samt att vinna den kommande omröstningen om en amerikansk anläggning för anti-robotförsvar.

Fortsatt stagflation

- Svagaste tillväxten sedan 1996
- Försenad inflationsnedgång
- Nedåtrisker för offentliga finanser

Ungerns ekonomiska utveckling under 2007 var svag. BNP ökade med 1,4 procent, medan HIKP-inflationen uppgick till 7,9 procent. I år kommer ekonomin bara att förbättras marginellt. Trots en betydande finanspolitisk åtstramning är underskotten i såväl budget som bytesbalans höga, även om de har gått ned.

Efter att det styrande socialistpartiet implementerade åtstramningsåtgärder under 2006 sjönk partiets opinionsstöd kraftigt. Oppositionspartiet Fidesz har för närvarande en klar ledning i opinionsundersökningarna med ett stöd på 39 procent medan socialisterna bara stöds av 13 procent. Hela 71 procent av de röstberättigade motsätter sig de finanspolitiska reformerna. Folkomröstningen den 9 mars som initierades av oppositionen ökade ytterligare trycket på regeringskoalitionen. Enligt vår mening var det inte förvånande att allmänheten gav ett så starkt stöd till oppositionens förslag i folkomröstningen rörande reformer på hälso- och utbildningsområdet eftersom dessa innebar lägre avgifter för undervisning och vård. Risken för en mer populistisk ekonomisk politik har därmed ökat.

Trots att regeringen är utsatt för hårt tryck är det ändå troligt att den styrande koalitionen sitter kvar till nästa allmänna val 2010. Premiärminister Ferenc Gyurcsány har redan demonstrerat tillräcklig politisk vilja att sitta kvar på sin post, och han kommer troligen att få fortsatt stöd vid socialistpartiets kongress i slutet av mars. Under 2009 kommer regeringen troligen också sänka skatterna med motsvarande 0,8 procent av BNP, vilket kommer att underlätta att blidka den uppretade opinionen.

Skattelättnader, i kombination med sedvanligt mindre restriktiv utgiftspolitik inför valen och svagare ekonomisk utveckling än väntat, ökar risken för att budgetunderskottet 2009 blir högre än regeringens mål. Förra året skedde en imponerande nedgång i underskottet tack vare höjda skatter från 9,2 procent av BNP 2006 till 5,7 procent av BNP 2007. Detta var också lägre än det ursprungliga underskottsmålet på 6,8 procent av BNP. Regeringens mål är att underskottet ska minska ytterligare till 4 procent av BNP i år respektive 3 procent av BNP 2009. Vår prognos för 2009 är ett underskott på 5 procent av BNP. Förra året var BNP-tillväxten den långsammaste sedan 1996 och uppvisade en oavbruten nedåtgående trend. För ett år sedan skar regeringen ned på antalet offentliga ställda, höjde skatterna och drog ned på subventioner. Regeringen minskade också de offentliga investeringarna t ex med avseende på vägbyggen. Dessa åtgärder innebar att den inhemska efterfrågan minskade och att

endast nettoexporten gav ett positivt bidrag till tillväxten. De offentliga utgifterna minskade avsevärt och även den privata konsumtionen föll. Uttryckt i euro minskade handelsunderskottet till mindre än en femtedel av 2006 års nivå. Minskad inhemska efterfrågan höll tillbaka importen medan god global tillväxt och försvagad växelkurs gav stöd åt exporten.

Under 2008 kommer den inhemska efterfrågan att återhämta sig gradvis när de negativa efterdyningarna från den finanspolitiska åtstramningen börjar klinga av. Samtidigt kommer emellertid efterfrågan från utlandet att bromsa in när den globala avmattningen får allt större effekter på Euro-zonen som är Ungerns viktigaste exportmarknad. Fortsatt stramare globala kreditförhållanden kan också hålla tillbaka återhämtningen i den privata sektorn. BNP kommer därför bara att öka med 2,0 procent i år. Under 2009 kommer BNP-tillväxten att stiga till 3,0 procent när både inhemska och extern efterfrågan stärks tack vare skattesänkningar och en viss återhämtning globalt.

Bytesbalansunderskottet minskade till 5½ procent av BNP under januari-september 2007 jämfört med 7,0 procent under motsvarande period 2006. Förbättringen berodde i första hand på en förbättring i handelsbalansen men också på ökade återinvesteringar. I år räknar vi med att bytesbalansunderskottet stiger något när importen återhämtar sig under det att exporten utvecklas mindre gynnsamt.

Penningpolitiken stramas åt

Inflationen steg i fjol till den näst högsta nivån i EU, driven av högre skatter på varor och tjänster och högre priser på energi och transporter när flera subventioner togs bort. Högre världsmarknadspriser på olja och livsmedel, i kombination med dåliga skördar i Ungern, bidrog också till den kraftigt stigande inflationen. Under 2008 räknar vi med att inflationen faller tillbaka på grund av baseffekter och frånvaron av ytterligare politisk beslutade inflationsdrivande faktorer, med undantag för smärre gasprisökningar.

I slutet av februari övergav centralbanken forintens ± 15 procents koppling till euron. Forinten är nu i stället en fritt flytande valuta och penningpolitiken styrs av ett inflationsmål (3 ± 1 procent). Centralbanken återupprättade sitt fokus på inflationen. Vi bedömer att den kommer att behöva höja räntan för att stärka forintens och disinflationsprocessen på kort sikt. Styrräntan kommer att nå 7,75 procent under våren och därefter sänkas till 7,50 procent i slutet av året.

ESTLAND

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	8,0	7,2	8,3	10,2	11,2	7,1	3,5	4,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	3,6	1,4	3,0	4,1	4,4	6,6	7,6	4,0
Arbetslöshet, %	10,3	10,0	9,7	7,9	5,9	4,7	6,5	6,0
Bytesbalans, % av BNP	-10,6	-11,3	-12,3	-10,0	-15,5	-15,9	-12,5	-12,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	0,4	2,0	2,3	2,3	3,8	2,9	0,0	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	5,6	5,7	5,2	4,4	4,1	2,7	2,7	2,5
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	7,30	6,60	6,40

LETTLAND

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	6,5	7,2	8,7	10,6	11,9	10,2	6,2	5,8
Inflation, årsgenomsnitt, %	2,0	2,9	6,2	6,9	6,6	10,1	13,8	8,2
Arbetslöshet, %	12,0	10,6	10,4	8,7	6,8	6,0	6,2	6,5
Bytesbalans, % av BNP	-6,6	-8,2	-12,9	-12,5	-21,1	-23,3	-19,0	-16,0
Fin sparande, off sektor % av BNP	-2,3	-1,6	-1,0	-0,4	-0,3	0,7	0,5	0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	13,2	14,4	14,5	12,5	10,6	8,2	8,1	7,6
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	6,00	6,00	6,00
5-års ränta, årets slut	5,50	4,60	4,00	3,20	4,90	6,00	6,25	6,25

LITAUEN

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	6,9	10,3	7,3	7,9	7,7	8,8	6,5	6,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	0,3	-1,1	1,2	2,7	3,8	5,8	8,5	7,0
Arbetslöshet, %	13,8	12,4	11,4	8,3	5,6	4,3	4,2	4,5
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	-0,6	-0,5	-1,0	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	25,3	21,2	19,4	18,6	18,2	17,3	16,5	16,0
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	6,70	5,60	5,50
5-års ränta, årets slut	4,60	3,60	3,00	3,10	3,90	4,50	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	6,6	5,2	5,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	1,9	0,7	3,6	2,2	1,3	2,6	4,0	3,4
Arbetslöshet, %	19,9	19,6	19,0	17,7	13,8	11,7	10,0	9,0
Bytesbalans, % av BNP	-2,6	-2,1	-4,2	-1,7	-2,3	-3,8	-5,0	-5,3
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-3,2	-6,3	-5,7	-4,3	-3,8	-2,5	-2,9	-2,7
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	3,60	3,35	3,20
Styrränta, årets slut	6,75	5,25	6,50	4,50	4,00	5,00	6,25	6,00
5-års ränta, årets slut	5,50	6,70	6,20	5,00	4,98	6,13	6,30	5,75

RYSSLAND

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

SLOVAKIEN

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	4,1	4,2	5,4	6,0	8,3	10,3	7,0	6,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	3,5	8,4	7,5	2,8	4,3	1,9	3,6	4,0
Arbetslöshet, %	18,7	17,6	18,2	16,3	13,4	10,8	9,7	9,0
Bytesbalans, % av BNP	-8,0	-0,8	-3,5	-8,8	-8,3	-4,0	-3,5	-3,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-7,7	-3,7	-3,0	-2,9	-3,4	-2,3	-2,3	-2,8
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	41,5	41,1	38,7	37,8	34,6	32,9	32,8	32,8
Styrränta, årets slut	6,50	6,00	4,00	3,00	4,75	4,25	3,25	3,00
5-års ränta, årets slut	5,40	5,20	4,00	3,20	4,20	4,60	3,80	3,90

(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	6,6	4,5	5,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	1,4	-0,1	2,6	1,6	2,1	3,0	6,4	3,8
Arbetslöshet, %	7,3	7,8	8,3	7,9	7,1	4,9	5,3	5,2
Bytesbalans, % av BNP	-5,5	-6,2	-6,0	-2,1	-3,1	-2,9	-3,0	-3,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-6,8	-6,6	-2,9	-3,6	-3,0	-2,2	-2,2	-2,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	28,5	30,1	30,7	30,4	30,2	29,5	29,2	29,6
EUR/CZK, årets slut	31,50	32,40	30,30	29,00	27,50	26,60	24,30	23,50
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	4,00	4,25	4,20

UKRAINA

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	5,2	9,6	12,1	2,6	7,0	7,3	6,5	6,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	0,8	5,2	9,0	13,5	9,1	12,8	15,8	10,8
Arbetslöshet, %	9,6	9,1	8,6	7,2	6,8	6,6	6,2	6,0
Bytesbalans, % av BNP	7,5	5,8	10,6	2,9	-1,5	-3,5	-5,5	-6,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	0,7	-0,2	-3,2	-1,8	-0,7	-2,0	-3,0	-3,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	33,5	29,0	24,7	17,7	14,8	13,5	12,5	13,5
USD/UAH, årets slut	5,33	5,33	5,31	5,05	5,05	5,05	5,05	5,05
Styrränta, årets slut	7,00	7,00	9,00	9,50	8,50	10,00	10,50	9,50
3-månaders ränta, årets slut	7,90	23,50	28,00	15,30	12,80	11,40	12,00	10,50

UNGERN

	2002	2003	2004	2005	2006	2007(p)	2008(p)	2009(p)
BNP, %	4,4	4,2	4,8	4,1	3,9	1,4	2,0	3,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	5,2	4,7	6,8	3,5	4,0	7,9	5,8	4,0
Arbetslöshet, %	5,8	5,9	6,1	7,2	7,5	7,4	7,5	7,0
Bytesbalans, % av BNP	-7,0	-7,9	-8,4	-6,8	-6,5	-5,2	-5,5	-5,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-8,2	-7,2	-6,5	-7,8	-9,2	-5,7	-4,1	-5,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	54,0	58,0	59,4	61,7	65,6	64,5	64,0	65,0
EUR/HUF, årets slut	235,9	262,2	245,9	252,7	252,3	253,0	265,0	270,0
Styrränta, årets slut	8,50	12,50	9,50	6,00	8,00	7,50	7,50	7,00
5-års ränta, årets slut	7,10	9,30	8,00	7,10	7,40	7,40	8,40	7,50

(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.

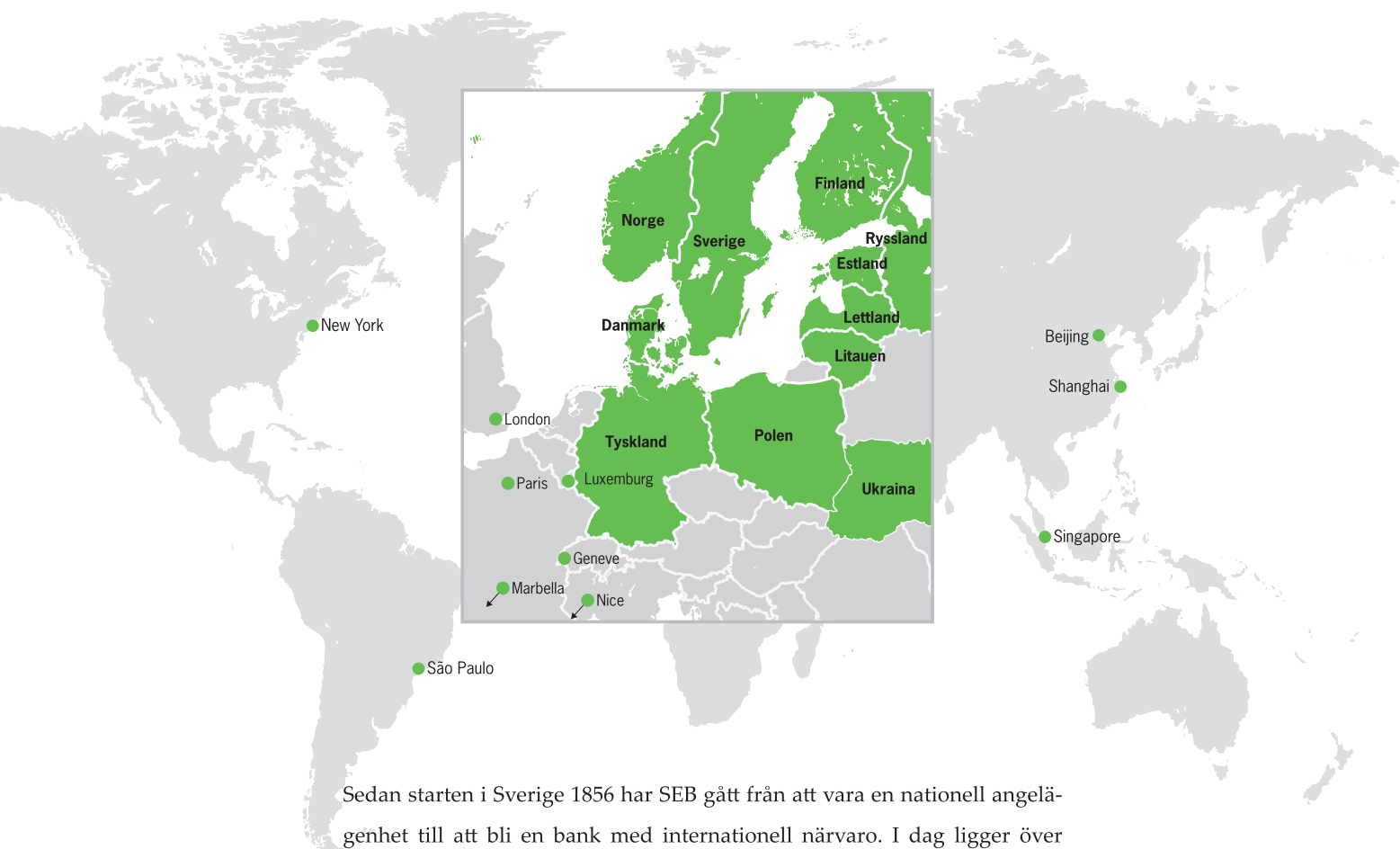
För att få tillgång även till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder, på <http://www.mb.seb.se>, krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

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.