



Eastern European Outlook

Ekonomisk Analys – Mars 2012

Tema: Eurokrisens effekter
på Östeuropa

SEB

Eastern European Outlook utkommer två gånger per år. Denna rapport publicerades den 28 mars 2012.

Rapporten skrevs av Mikael Johansson (chefredaktör), Daniel Bergvall, Dainis Gaspuitis, Hardo Pajula och Vilija Tauraite.

Robert Bergqvist
 Chefsekonom
 + 46 8 506 230 16

Håkan Frisé
 Chef för Ekonomisk Analys
 + 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
 Ekonom
 +46 8 763 85 94

Mattias Bruér
 Ekonom
 + 46 8 763 85 06

Ann Enshagen Lavebrink
 Redaktionsassistent
 + 46 8 763 80 77

Mikael Johansson
 Ekonom, chef Östeuropa-analys
 + 46 8 763 80 93

Andreas Johnson
 Ekonom
 +46 8 763 80 32

Tomas Lindström
 Ekonom
 + 46 8 763 80 28

Gunilla Nyström
 Privatekonom
 + 46 8 763 65 81

Ingela Hemming
 Företagarekonom
 + 46 8 763 82 97

Susanne Eliasson
 Analytiker privatekonomi
 + 46 8 763 65 88

Johanna Wahlsten
 Analytiker företagarekonom
 + 46 8 763 80 72

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

Hardo Pajula
 Ekonom, SEB i Tallinn
 +372 6655173

Dainis Gaspuitis
 Ekonom, SEB i Riga
 +371 67779994

Gitanas Nauseda
 Chefsekonom, SEB i Vilnius
 +370 5 2682517

Vilija Tauraite
 Ekonom, SEB i Vilnius
 +370 5 2682521

Även Östeuropas konjunktur började svikta andra halvåret 2011. Men tungviktarna i regionen Ryssland och Polen har, som vi förutspått, stått emot omvärldskrisen bra. Vi fortsätter att räkna med en mild avmattning i Ryssland och Polen. Skälen är måttliga exportvikter, modest offentlig skuldsättning samt litet eller måttligt beroende av bankfinansiering via Euro-zonen som uppvisar recession i år. Ryssland gynnas även av högt oljepris.

Just skillnader i beroende via banksystem och importefterfrågan från euro-området gör att Östeuropas utveckling blir alltmer polariserad. De norra delarna med Ryssland och Polen står emot eurokrisen relativt väl medan delar av den centrala och främst södra regionen drabbas hårdare. Baltikum och Tjeckien hör till de "medel-drabbade" medan Bulgarien, Kroatien, Rumänien, Ungern och Ukraina är de "mest drabbade" som en följd av relativt starka banklänkar med Euro-zonen, även om Ukraina hankar sig fram med hyfsad BNP-tillväxt.

ECB:s förmånliga lån (LTRO I och II) till banker och finansinstitut i Euro-zonen har klart minskat riskerna för en mer allvarlig och långvarig kreditåtstramning även i Östeuropa. Men en kreditåtstramning påbörjades även i öst i slutet av 2011 och kreditvillkoren kommer bara att gradvis att återgå till det normala under det närmaste året.

Inflationen sjunker i år i de flesta östländer, med kärninflationen förblir relativt hög i Estland och Polen. Senaste tidens oljeprislyft utgör en allmän uppåtrisk i inflationsprognoserna.

I alla sex länder som *Eastern European Outlook* täcker sjunker tillväxten till något under trend åren 2012-2013; i Baltikum tydligt under trend i år. Under 2013 sker en viss uppstuds.

- **Rysslands** BNP ökar med 3,8 procent 2012 och 4,1 procent 2013. Ekonomin får stöd av högt oljepris, hög reallönetillväxt och expansiv finanspolitik. Långsiktiga frågetecken kvarstår dock via stort råvaru-beroende och långsam reformtakt. En viss öppning för mer reformer kan ske med Putin som nu åter innehar presidentposten.
- **Polens** tillväxt dämpas något till 3,0 procent 2012 för att växla upp till 3,6 procent 2013. Ekonomin blir alltmer investeringsdriven. Finanspolitiken fortsätter att stramas åt, medan penningpolitiken läggs om och styrräntan sänks två gånger under andra halvåret 2012. Zlotyn stärks ytterligare något efter tvära kast.
- **Ukrainas** tillväxt sviktar till 3,2 respektive 4,2 procent 2012-2013. Höga priser på stål och jordbruksvaror ger stöd. Relationerna med IMF och EU kärvar. Ser tillväxttappet ut att bli större så blidkar Ukraina IMF:s krav så att det frysta låneavtalet återupptas.
- **Estlands** tillväxt faller tvärt till 1,5 procent 2012 och stiger något till 2,5 procent 2013. Försvagad efterfrågan från Sverige och Finland tynger. Privata sektorns skulder har dämpats, kraftigt så vad gäller nettoskulden. Inflationen biter sig fast på hög nivå.
- **Litauens** tillväxt bromsar häftigt till 2,0 procent i år och ökar till 3,0 procent 2013. Regeringen siktar på euro-inträde 2014 men får svårt att klara budgetkravet; vi spår euro-konvertering 2015. Regeringskoalitionen förändras efter höstens parlamentsval.
- **Lettland** bromsar mjukare än Estland och Litauen, då landet inte har så stort exportberoende. Tillväxten sjunker till 2,5 procent i år och ökar till 4 procent 2013. Fortsatt budgetåtstramning banar planenligt väg för euro-anslutning 2014.

Minskad recessionsrisk men tillväxt under trend

- **ECB-åtgärder mildrar finansiell stress**
- **USA-tillväxt runt trend**
- **Recession i Euro-zonen**

De senaste månaderna har **situationen i världsekonomin förbättrats något**. Euro-zonen gled förvisso som väntat in i recession under fjärde kvartalet, men samtidigt har **framåt-blickande konjunkturindikatorer** såväl i för Central- och Östeuropa så viktiga Västeuropa som övriga världen **stabiliserats**, inte minst i Tyskland och USA. Vidare har Kinas inbromsning av den höga tillväxten varit mindre än befarat. **ECB:s stödlån till banksystemet har minskat den finansiella stressen**. Stigande börser har därtill bidragit till att reparera skadade balansräkningar och höja den tidigare starkt nedpressade framtidstron bland hushåll och företag.

Men **ännu finns stora risker och underliggande svåra sparobalanser**. Eurokrisen rullar vidare. Trots att skuldnedskrivning och nya krislån är på väg i Grekland är landets framtida medverkan i valutasamarbetet fortsatt mycket osäker. Fortsatt osäkerhet gäller även runt Portugal. Spanien kan därtill behöva finansiellt stöd. USA-tillväxten har på senare tid i hög grad hållits uppe av onormalt mild vinter som stöttat byggandet samt att hushållen på nytt dragit ned på sitt sparande, inte av genuin inkomstillväxt som tvärtom har fortsatt att sjunka till låg nivå. Spänningarna runt bl a Iran har höjt oljepriset med 10-15 USD/fat till över 125 (Brent) vilket i kombination med ökad finanspolitisk åtstramning (främst 2013) hämmar amerikansk tillväxt framöver. Kina och snabbväxande Asien visar fortsatta tecken på mjuklandning. Kina ser också ut att ha fått bukt med inflationen, men en vikande fastighetsmarknad utgör ett fortsatt orosmoment för såväl Kina som världen om prisfallen skulle accelerera.

Globala nyckeltal

BNP, årlig procentuell förändring

	2010	2011	2012	2013
USA	3,0	1,7	2,5	2,5
Euro-zonen	1,8	1,5	-0,6	0,8
Världen	5,2	3,9	3,5	4,0
Oljepris USD/fat	79,8	111,0	118,0	120,0
EUR/USD, dec	1,34	1,29	1,26	1,20

Källa: SEB

Sammanvägt **faller globala BNP-tillväxten**, mätt i köpkraftskorrigerade termer, **från 3,9 procent i fjol till 3,5 procent 2012**, för att därefter när recessionen i Euro-zonen hävs åter-

hämta sig till 4,0 procent 2013. Vi tror fortfarande att **Tyskland, med relativt goda fundamenta, undgår tillbakagång** och dess BNP växer med 0,7 procent i år och 1,4 procent 2013.

Årets globala tillväxt hamnar en bit under potentiell takt 3,75-4,00 procent. Det innebär att arbetslösheten stiger i många länder. KPI-inflationen började falla tillbaka från relativt hög nivå i slutet av 2011 och väntas fortsätta dämpas, om än i långsammare takt än vi tidigare räknat med p g a den nya oljeprisuppgången. Kärninflationen utvecklas lugnt, särskilt i USA, även om priserna i Euro-zonen hålls uppe av relativt höga lönekostnader i Tyskland samt höjda skatter som följd av nödvändig finanspolitisk åtstramning i främst Sydeuropa.

Centralbankerna fortsätter att bedriva en **ultralätt penningpolitik**. Fed ligger still med styrrentan nära noll under hela vår prognosperiod och sjosätter efter sommaren ett tredje kvantitativt lätttnadsprogram med inriktning på bostadspapper denna gång. ECB låter refinansieringen ligga kvar på 1,00 procent efter de två sänkningarna i slutet av 2011. Nya rundor av obegränsade lån till banksystemet (LTRO) kan komma om det blir bakslag i läkeprocessen på finansmarknaderna.

ECB:s massiva förmånliga treårslån till banker och finansinstitut i Euro-zonen bidrar till att stärka deras balansräkningar och **minskar därmed risken för en mer allvarlig och långvarig kreditkontraktion** i främst zonen men även i öst (se tema). Dessa likviditetsinjektioner på netto ca EUR 200 mdr i december 2011 och netto EUR 300 mdr i februari 2012 har även lättat på interbankupplåning-stressen i länder utanför zonen. Runt 500 respektive 800 banker/institut tecknade sig för lån. ECB har med dessa insatser byggt "brandväggar" mot landkriser som skulle slå mot banksystemet. Centralbanken har också skapat viss tid i den finansiella och politiska läkeprocessen. Men stora reform- och sparbehov kvarstår i länderna och baksidan av ECB-åtgärderna är att statsskuldrisker nu koncentreras på nationell nivå och i nationella banksystem genom att banker köpt statspapper till en förvisso god avkastning.

Euron fortsätter att depreciera när det i år uppstår stora växtskillnader mellan USA och Euro-zonen; EUR/USD står i 1,26 i december 2012 och sjunker nästa år ytterligare till 1,20, nära vår jämviktsberäkning.

Råvarupriserna exklusive energi **planar grovt sett ut på ännu relativt höga nivåer** efter fjolårets dämpning. **Energi-priserna fastnar på höga nivåer**, ca 118 USD/fat i år, i spåren av oron runt Mellanöstern samt att investerare håller på att "prisa ur" de mörkaste scenarierna för världsekonomin.

Minskad kreditstress, splittrad ekonomisk utveckling

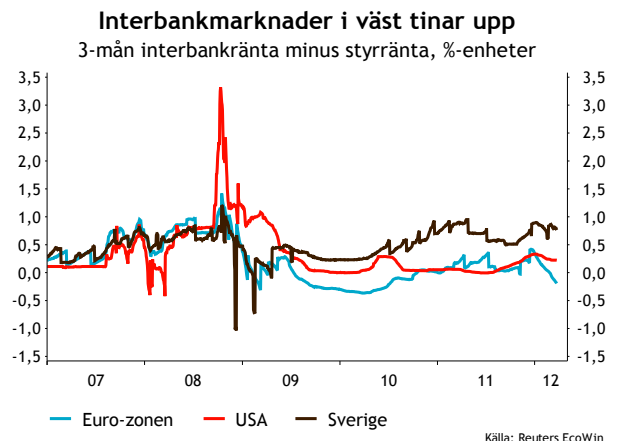
- **ECB-åtgärder mildrar kreditåtstramning**
- **Ryssland och Polen visar motståndskraft**
- **Sydöstra Europa drabbas värst**

En fördjupad och mer långvarig kreditåtstramning i Euro-zonen/Västeuropa har utgjort en huvudrisk mot det fortsatt relativt goda tillväxtscenario som vi tecknat för Östeuropas större ekonomier – Ryssland, Polen och Ukraina. Samtidigt är just dessa tre länder inte så hårt exponerade som flera andra öststater, som t ex Ungern och Kroatien men även Bulgarien och Rumänien, vad gäller bankers finansieringsbehov via bank-systemen i Euro-zonen. Detta har lyfts fram i SEB:s senaste två globala konjunkturrapporter *Nordic Outlook*, i november 2011 och februari 2012. Stramare kreditförhållanden i Euro-zonen/Västeuropa får indirekta och direkta återverkningar på Östeuropas banksystem och därmed på utlåning till hushåll och företag, dels via kreditförsörjning, dels via moderbankernas kapitalförsörjning. Och läget var särskilt nervspänt i november-december i fjol. Då deklarerade bl a italienska UniCredit, med relativt stor exponering i Central- och Östeuropa, att den skulle se över hela sina affärer i regionen. Tyska Commerzbank sade att den skulle begränsa sin fortsatta nyutlåning till bara Tyskland och Polen.

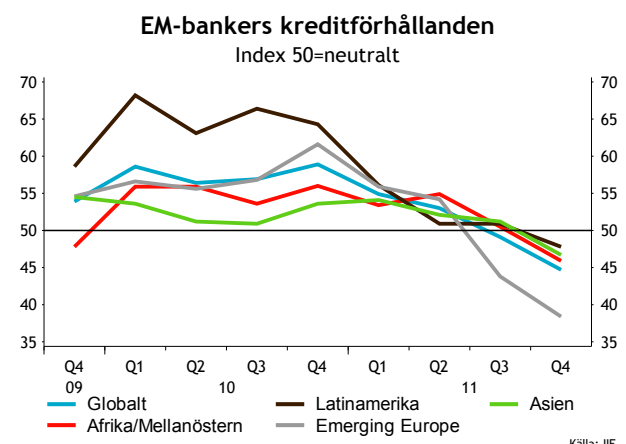
Det står också klart att höstens likviditetsproblem för banker i Euro-zonen – som i sin tur hängde/hänger samman med den akuta skuldskrisen i Sydeuropa och främst Grekland och Portugal – verkligen ledde till en kreditåtstramning där. Detta framgår av såväl faktiska data som ECB:s kvartalsvisa undersökning av utlåningsvillkoren (Bank lending survey). Utlåningen till hushåll och företag slog tydligt om från tillväxt till fall i slutet av 2011. Kreditvillkoren stramades åt markant under fjärde kvartalet. Bankerna förväntade sig även en ytterligare åtstramning av villkoren men i långsammare takt under första kvartalet i år. Åtstramningen var utbredd över flera euroländer men Tyskland framhölls som ett undantag.

För att motverka likviditetsproblemen och dämpningen av utlåningen sjösatte ECB i slutet av december 2011 och februari 2012 **två program med obegränsade treårslån (LTRO)** till banker och finansinstitut i Euro-zonen. Lånen har varit ett **lyckat schackdrag**. Pressen på banksektorn har minskat. Interbankmarknadens funktionssätt har förbättrats. Interbankspreaden mellan interbankränta och styrränta i Euro-zonen har sjunkit tydligt, under nivån som gällde före krisen bröt ut i slutet av juli 2011. **Ännu kvarstår vissa stresssymptom** i det europeiska banksystemet. Detta i kombination med fortsatt osäkerhet runt eurofrågan i Grekland och Portugal talar för

att kreditförhållandena kommer att förbli onormalt strama åtminstone i år.



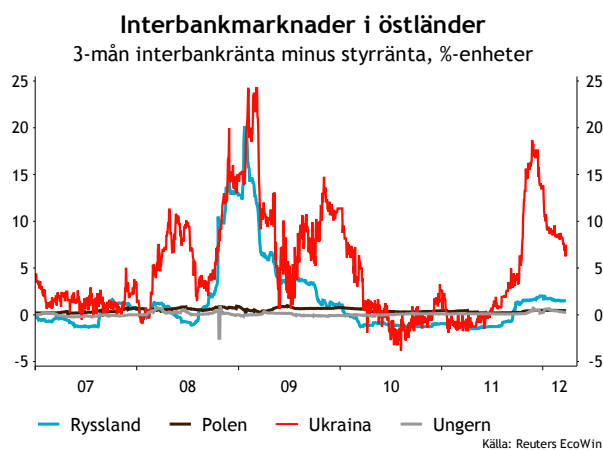
Det finns även tecken på att **kreditförhållandena blivit klart stramare även i Central- och Östeuropa**. Det visar exempelvis IIF:s (Institute of International Finance) kvartalsvisa undersökning för fjärde kvartalet 2011 bland banker i tillväxtekonomier och som publicerades i slutet av januari 2012. Den konstaterade att bankförhållandena hade försämrats markant i Emerging Europe (Central- och Östeuropa inklusive bl a Turkiet), något som speglade återverkningar från krisen i Euro-zonen. I rapporten framgår att kreditförhållandena under det sista kvartalet i fjol hade försämrats mer och snabbare i Emerging Europe jämfört med andra EM-områden. Av bankerna i Emerging Europe uppgav 63 procent att åtstramningen av kreditvillkor var direkt kopplad till den finansiella stressen i euro-området.



Ett annat exempel på småblåst på kreditmarknaden är Polen, som f ö utmärker sig med en robust och välkapitaliserad banksektor. Enligt polska centralbankens senaste undersökning stramades villkoren åt på företagslån men lättades något på konsumtionslån under fjärde kvartalet 2011. På företags-

sidan var det första åtstramningen efter sex kvartal i följd med successiva låtnader; som skäl angavs ökade räntespreadar i upplåning samt allmänt ökade ekonomiska risker. Förväntningarna på första kvartalet i år var åtstramning över samtliga segment samt att lägre efterfrågan väntades på bolån och konsumtionslån.

Samtidigt som rapporter kommer om tuffare kreditklimat har **interbankspreddarna under de senaste tre månaderna dämpats även i Central- och Östeuropa**, särskilt i Ukraina. Vidare har CDS-prissättningen på stora banker verksamma i öst kommit ned en hel del. Exempelvis har 5-åriga CDS för den största ryska banken Sberbank sjunkit från toppen 425 punkter i oktober i fjol till 225 nu i mars; ännu är det förvisso en bit kvar ner till de 150-200 som gällde före den europeiska bankstresen drog igång. Notabelt är att även Österrikes största bank Raiffeisen, med stora och utbredda intressen i östregionen, noterat en liknande utveckling i CDS-kontrakten.



Sammantaget är vår bedömning att **ECB klart minskat riskerna för en mer allvarlig kreditåtstramning även i Central- och Östeuropa**, men att man bör räkna med att **kreditvillkoren bara gradvis under det närmaste året återgår till det normala**. Sålunda utgör relativt strama kreditförhållanden en viss tillväxtbroms för östländerna, något som sedan slutet av förra året redan legat inbakat i våra BNP-prognoser.

Vad gäller **den ekonomiska utvecklingen i Östeuropa** i stort är vår bedömning att den blir **alltmer polariserad**. I grova drag fortsätter de norra delarna att stå emot eurokrisen relativt bra medan delar av den centrala och framför allt södra regionen drabbas hårdare. **Skillnaderna** beror bl a på **exportens storlek samt olika grad av exponering mot banker i Euro-zonen**. Tre grupper kan utkristalliseras vad gäller effekter från eurokris, kreditåtstramning och recession i Euro-zonen samt allmänt mycket svag utveckling i Väst Europa i år.

"Minst drabbade": Här återfinns **Ryssland och Polen**.

Exportens andel av ländernas respektive BNP är måttliga 30-40 procent. Beroendet av finansiering via Euro-zonens banker (mätt med interbanklån i förhållande till ländernas BNP) är marginellt i Ryssland och måttligt i Polen. Vidare är ländernas valutalån relativt små i förhållande till BNP. Den ekonomiska avmattningen i Ryssland och Polen under 2012 blir beskedlig.

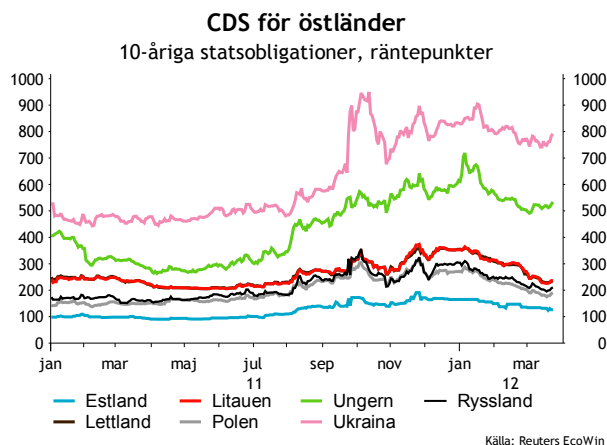
"Medel-drabbade": I denna grupp finns t ex **Baltikum** och **Tjeckien**. Alla har högt exportberoende, med undantag av

Letlands mer måttfulla beroende. Tjeckien är därtill hårt knutet till Tyskland. Detta leder till relativt skarpa tillväxttapp, i Tjeckien från redan låg tillväxt till svag recession. Baltikum har liten finansiering via Euro-zonens banksystem, men stor via det svenska. De baltiska länderna är finansiellt mindre såbara än för några år sedan efter korrigerande av obalanser i bytesbalans och lönebildning samt efter stabilisering av banksystem. Tjeckien har en måttlig bankfinansiering via Euro-zonen, ungefär i samma nivå vägt mot BNP som Polen.

"Mest drabbade": Här återfinns **Ungern** och **Ukraina** men även t ex **Kroatien, Bulgarien** och **Rumänien**. De påverkas i hög grad via finansiella kanaler. Ungern och Kroatiens banksektorer har mycket stor interbankfinansiering via Euro-zonen; även Bulgarien och Rumänien sticker ut här medan Ukrainas exponering är mer måttlig. Ungern och Kroatien väntas få svaga BNP-fall i år medan övriga nämnda når svag tillväxt. Ungern och Kroatien har båda relativt sett stor exportsektor, särskilt Ungern. Det gäller även Ukraina.

Bland de "mest drabbade" i vår genomgång finns just länder som varit inne, och alltjämt är, i en svår förtroendekris bland investerare på finansmarknaden. CDS-priser för stater - som speglar oro för betalningsinställelse - har varit högt uppdrivna i Ukraina och Ungern. Under de senaste månaderna har trycket lättat något på dessa två länder och för Baltikum, Polen och Ryssland har CDS-priserna kommit ned till ungefär samma nivå som gällde före den senaste finansiella krisvågen som startade förra sommaren.

Ukraina har förvisso moderata obalanser vad gäller nivå på statsskuld samt underskott i budget och bytesbalans, men **oron grundar sig troligen på den långsiktiga politiska färdriktningen**. Den underliggande osäkerheten har spåtts på av det senaste årets öppna spänningar i **relationerna med IMF och EU**. Vi räknar med **fortsatt osäkerhet** men tror att Ukraina backar och godtar reformkrav om den ekonomiska utvecklingen eller förtroendet skulle försämrars radikalt. **Ungern** väntas **under 2012 komma överens med EU/IMF** om ett nytt flerårigt krislån (ett s k Stand-By-lån), något som blir viktigt för omvärldens förtroende då trycket på landet ökar gällande skuldkorrigerande och reformer.



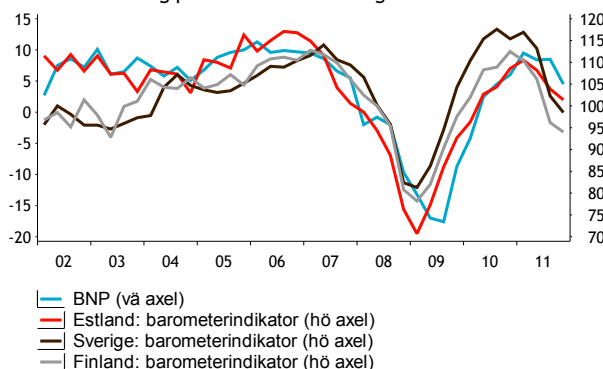
Svag export drar ner tillväxten

- **Svag utveckling i Sverige och Finland stor risk**
- **Skuldeddragning i privat sektor**
- **Inhemska kostnadstrycket kommer åter**

Med en exportkvot på 70 procent av BNP känner den estniska ekonomin nu av effekterna av svagare tillväxt bland dess huvudsakliga exportländer. Även om Norden och andra delar av Nord-Europa undviker recession så kommer ländernas tillväxtinbromsning att hålla tillbaka tillväxten, framför allt 2012.

Försämrade barometrar indikerar avmattning

Årtlig procentuell förändring och index



Estlands BNP ökade 2011 med hela 7,6 procent, den högsta tillväxttakten sedan boomen 2005 och 2006. **Under loppet av året föll dock den årliga tillväxttakten kraftigt.** Siffran för fjärde kvartalet var 4,5 procent – 4 procentenhet lägre än kvartalet innan och inte ens halva tillväxttakten som uppmättes första kvartalet 2011. Mätt jämfört med kvartalet innan påbörjades inbromsningen redan våren 2011 och tilltog under andra halvan av året; ekonomin krympte till och med under fjärde kvartalet med 1 procent.

Inbromsningen har drivits av en sämre utveckling i Västeuropa. **En indikator är EU-kommissionens månadsvisa barometer för Sverige**, vars fall nyligen avstannade men som **tidigare mattats av kraftigt** sedan sommaren 2011. I dagsläget har index fallit 20 procent sedan toppen i januari 2011. Samtidigt har den estniska motsvarigheten varit något mindre volatil de senaste åren, men de överlappande vändningspunkterna är förklara för att hänföras till slumpen. **Sverige och Finland – där vi väntar oss en BNP-tillväxt på endast 0,7 respektive 0,5 procent 2012 – är Estlands viktigaste handelspartners**, vart och ett med 15 procent av total export, före Ryssland på drygt 10 procent.

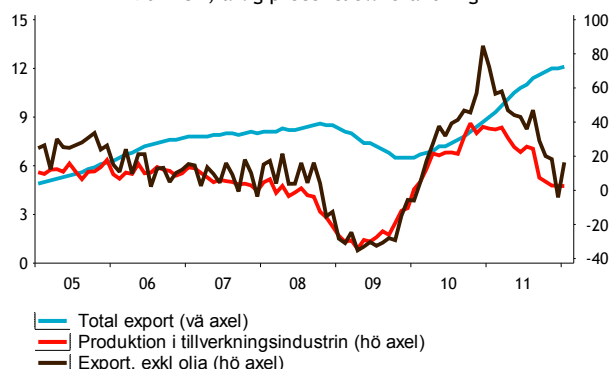
Månadsvisa indikatorer tyder på att inbromsningen inte bara begränsas till humörbaserade mått utan även är synlig i hård-

data. Den årliga ökningstakten för tillverkningsindustrin har fallit från nära 40 procent förra våren till svaga 2,5 procent i januari. Än mer betydelsefullt är att **den huvudsakliga motorn i senaste årens expansion har tappat kraft**. Export av icke oljerelaterade produkter (dvs exklusive effekter av återexport) föll i december under nollan för första gången på två år. Trots att januari siffran hoppade upp till 16 procent är det tveklöst att exportörer inom tillverkningsindustrin redan känner av att skuldskrisens kyliga vindar nått Baltikum.

Vår prognos är att **BNP växer med 1,5 procent 2012 och 2,5 procent 2013** (oförändrad sedan *Nordic Outlook* februari) och tillväxtriskerna är balanserade. Å andra sidan är det möjligt att ECB:s likviditetsinjektioner och dess mer aggressiva tillväxtvänliga ställning ger Euro-zonen en tillväxtskjuts. Om utvecklingen i svensk och finsk ekonomi å andra sidan blir sämre än väntat så kommer de stora export- och finansiella kopplingarna snabbt föra problemen till Estland, troligen i förstärkt form.

Tillväxtmotorn hackar

Mdr EUR, årtlig procentuell förändring



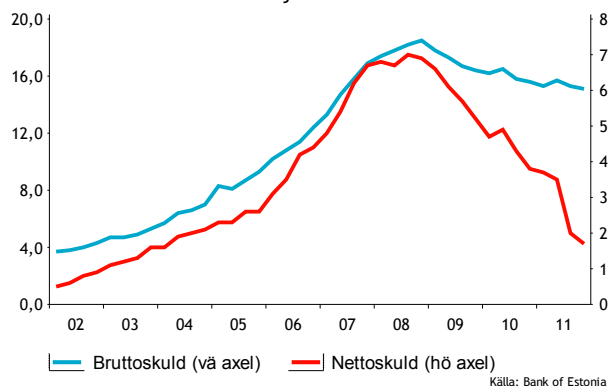
Privat konsumtion bidrog med 2,4 procentenheter till den övergripande 4,5-procentiga tillväxten fjärde kvartalet 2011. Detaljhandels försäljning höll emot förvånansvärt väl under året och steg kraftigt i januari 2012 med 15 procent i årstakt. Men som vi framhållit i tidigare rapporter så kommer **inte inhemska efterfrågan att bli en huvudsaklig drivkraft för tillväxten för en utdragen period**, eftersom det främst är genom privat konsumtion och investeringar som externa chocker påverkar denna lilla, öppna ekonomi. Tillväxtbidraget från investeringar var 7,4 procentenheter fjärde kvartalet, det högsta bidraget på mer än fem år, men vi väntar oss ett fall de kommande kvartalen.

Förra årets starka tillväxt är förvånansvärd i det att den inträffade samtidigt som skulderna föll. Estlands nettoställning mot utlandet har förbättrats med mer än 3,6 miljarder EUR (över 20 procent av BNP) sedan tillväxtboomens topp tredje kvartalet 2008. Den privata bruttoskulden föll från 18,5 till 15,1 miljarder EUR (ungefär 100 procent av BNP) och i nettoterm var

utveckling starkare; från 7 till 1,7 miljarder EUR sista kvartalet 2011. Som andel av BNP föll nettoskulden från 40 till 27 procent av BNP.

Privata skuldsättningen faller

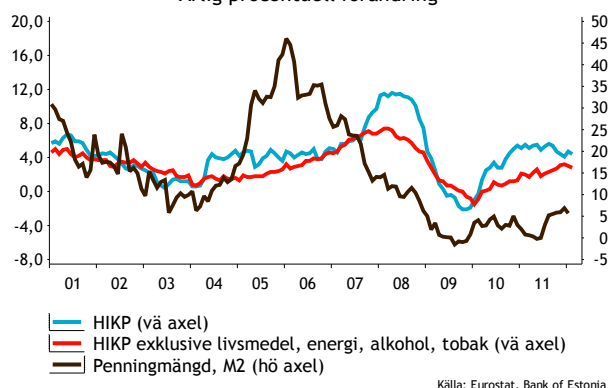
Miljarder EUR



För att kunna växa och betala tillbaka skulderna kommer Estland att behöva generera ett bytesbalansöverskott ett antal år framöver. Den kvartalsvisa bytesbalansen vände till positiv andra kvartalet 2009 och har fortsatt vara på plus sedan dess (förutom första kvartalet 2011). För 2011 som helhet uppgick överskottet till 3,2 procent av BNP, något ner från 3,6 procent av BNP 2010. Trenden framöver kommer att bero på den relativa utvecklingen av två motverkande krafter. Å ena sidan kommer lägre efterfrågan från omvärlden att försämra bytesbalanssaldo, å andra sidan kommer lägre inhemsk efterfrågan att ha omvänd effekt. Eftersom exportörer ofta är de första att känna av nedgången väntar vi oss att bytesbalansöverskottet minskar kommande kvartal. Vi väntar oss fortsatt ett litet överskott 2012 på 1 procent av BNP. I och med att BNP-tillväxten tar fart 2013 blir det överskott i bytesbalansen även det året.

Penningmängd påverkar inflation

Årtlig procentuell förändring



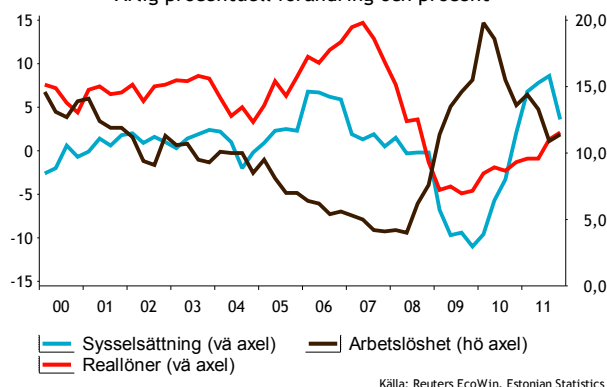
Förmågan att leverera stabila bytesbalansöverskott över tiden beror även på det inhemska kostnadstrycket. Med en HIKP-inflation på 5,1 procent 2011 – den andra högsta efter Rumänien inom EU-27 – så är trenden inte övertygande. Till det kommer att kärninflationen varit relativt hög. Med det sagt har den årliga ökningstakten i HIKP fallit från 5,5 procent i augusti till 3,7 procent i december 2011 innan den åter studsade upp till 4,2 procent i februari 2012. Inflationförväntningarna har samtidigt stabiliserats något. ECB:s okonventionella penningpolitik gör medelfristiga inflationsprognosen svår för tillfället, men vi väntar oss att **HIKP-inflationen faller till 4 procent 2012 och**

därefter öka till 5 procent 2013. Estlands inflation påverkas i hög grad av förändringar i penningmängden.

Det är bara en fråga om tid innan den **svagare tillväxten påverkar arbetsmarknaden** och därifrån vidare påverkar offentliga finanser. För tillfället ger dock tillgängligt kvartalsdata en hyfsat positiv bild. Trots att jobbskapandet på årsbasis föll relativt kraftigt sista kvartalet 2011 så gick arbetslösheten bara upp marginellt och reallönerna har återigen börjat öka (för första gången sedan 2008). Givet att den exportinriktade tillverkningsindustrin blir först att känna av nedgången kommer effekten på arbetslösheten att bli liten. Vi väntar oss att arbetslösheten i genomsnitt landar på 14 procent 2012 och 15 procent 2013.

Stark sysselsättningsökning driver upp reallönerna

Årtlig procentuell förändring och procent



Finansdepartementet spår ett offentligt underskott på 2,1 procent av BNP 2012. Givet behovet att blika väljarna, efter bl a den nyligen genomförda generalstrejken, och eventuella förluster för garantier till Euro-zonens stödprogram så kommer det faktiska utfallet att bli sämre. **Det offentliga underskottet blir enligt våra prognoser 3 respektive 2 procent av BNP 2012 och 2013.** Den senaste politiska utvecklingen, t ex protesterna mot ACTA-avtalet, visar att folket i ökad utsträckning visar viss trötthet på premiärminister Andrus Ansip och den politik som hans center-höger koalition implementerat före och under krisen. För tillfället har socialisterna vinden i ryggen men nästa val är tre år bort och den styrande koalitionen har 56 av 101 platser i parlamentet. Vi väntar oss i och med det inga större förändringar i det politiska landskapet så länge inte den europeiska krisen tar ett stort steg mot det värre och att återverkningarna slår hårt mot Estland.

Gradvis avkyllning via långsammare exporttillväxt

- **Inhemsk efterfrågan hålls uppe relativt väl**
- **Offentliga finanser under kontroll**
- **Euro-anslutning 2014 enligt plan**

2011 var ett ganska framgångsrikt år för ekonomin i stort, med en BNP-tillväxt på 5,5 procent. Privat konsumtion bidrog med tre procentenheter till den samlade tillväxten, fasta investeringar med 7,5 procentenheter; byggandet återhämtade sig snabbt under andra halvåret. Återuppvaknade import gjorde att nettoexporten bidrog negativt med 5,2 procentenheter. Den gradvisa försämringen av bytesbalansen till underskott **indikerar behovet av fortsatt förstärkning av exportkapaciteten**. Exportens vikt i ekonomin skiljer sig stort åt mellan de baltiska länderna. Estlands och Litauens export motsvarar ca 70 respektive 60 procent av BNP, jämfört med 45 procent i Lettland (enligt genomsnitt för perioden 2006-2010).

Efter att fortsatt på den tidigare trenden ökade BNP med 5,7 procent i årstakt under det fjärde kvartalet 2011. Men ekonomin uppvisade samtidigt tecken på en nedkyllning, något som troligen kommer att visa sig senare i år. Ännu under de första månaderna av 2012 noterades en stor motståndskraft mot den spridande tillbakagången i Euro-zonen. Utsikterna för 2012 blir främst beroende av exportresultatet, medan inhemsk efterfrågan kommer att uppvisa en moderat tillväxt. Utvecklingen i industrin, särskilt inom tillverkningsidan, blir beroende av flexibilitet och situationen på exportmarknader, främst i EU. Tillväxten väntas sakta ned och bli ojämnt fördelad inom tillverkningsindustrin. Stora utmaningar blir dels bristen på ledig kapacitet i och med att många sektorer, t ex träbranschen och lätt industri, åter nått volymer som gällde före krisen, dels tillgången på finansiering. Byggsektorn – den industri som drabbades hårdast och visade längsta nedgången – stöds av EU-fondmedel och förväntas att fortsätta sin uppgång för att i slutet av året visa en mer balanserad tillväxt. Utvecklingen i privat konsumtion blir i hög grad avhängig sentimentet, som i sin tur bestäms av de övergripande ekonomiska trenderna. Tillväxten kommer att tappa momentum, även om effekterna av robust expansion på östeuropeiska marknader delvis håller emot. Vi räknar med att **BNP växer med 2,5 procent i år, en klart långsammare takt än förra året. Under 2013 väntas BNP-tillväxten återhämta sig till 4 procent.**

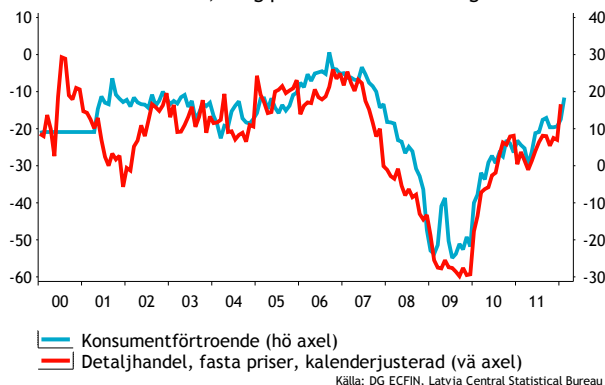
Lettland var mycket framgångsrikt i utrikeshandeln förra året. Jämfört med 2010 ökade exportvolymen med 28,1 procent och nådde oväntade 6 mdr LVL. I januari växte exporten ännu med 12,5 procent i årstakt och löpande priser. **Den försämrade trenden i EU väntas gradvis börja inverka på exporten** och ge en fluktuerande utveckling. Vi räknar med att exportvolym-

men ökar i år men långt ifrån så snabbt som under 2011. **Öst-europa framstår som en mycket god möjlighet att styra om exporten till** när efterfrågan minskar från väst. Rysslands anslutning till WTO väntas ge kraft åt handeln. Samtidigt kan potentiella politiska spänningar mellan EU och Vitryssland dämpa denna kraft. Ryssland, Estland och Litauen är bland Lettlands största exportmarknader. Fortfarande kvarstår EU-marknaden som kritisk.

Efter en **återhämtning i detaljhandeln** under andra halvåret i fjol uppvisades i januari en försäljningsökning om 17 procent mätt i årstakt. Under de kommande månaderna kommer försäljningen troligen att påverkas av häftiga uppvärmningskostnader och ett mer försiktigt konsumentbeteende och därmed bli mer ojämn. Vårt huvudscenario antar dock att aktiviteten i detaljhandeln får tillräckligt stöd av turister och mer måttfulla prisökningar så att det blir en tillväxt om 5 procent i år. Sammantaget spår vi att privat konsumtion ökar med 3 procent 2012 och 6 procent 2013.

Indikatorer och detaljhandel återhämtar sig

Nettotal, årlig procentuell förändring



Efter en slående anpassning under nedgångsperioden visar sig nu återhämtningen i privat konsumtion och högre investeringar i en gradvis försämrade bytesbalans. Under 2011 var underskottet 170,9 miljoner LVL eller 1,2 procent av BNP. Ett moderat bytesbalansunderskott består troligen 2012 och kommer därefter gradvis att växa under de kommande åren.

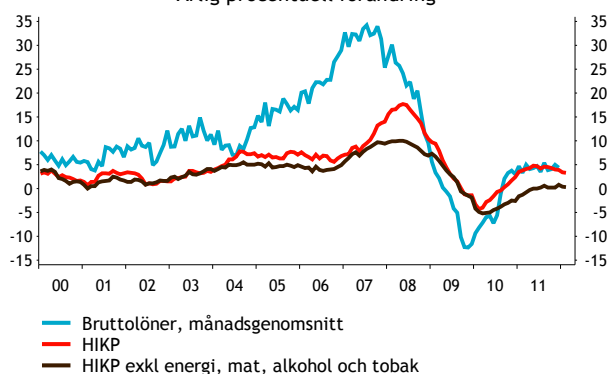
Arbetslösheten stod i 14,3 procent under det fjärde kvartalet i fjol. Den rådande osäkerheten kommer också att återspeglas i jobbskapande. I februari var den registrerade arbetslösheten 11,8 procent, en uppgång med 0,3 procentenheter jämfört med slutet av förra året. **Arbetslösheten väntas sjunka i långsammare takt** i år; vissa perioder kan den öka eller ligga oförändrad. En positiv trend väntas när efterfrågan på säsongsarbetare drar i gång, förutsatt att recessionen i Euro-zonen inte utvecklas till en störttykning. Statistiken kan också komma att förbättras av bristande motivation för långtidsarbetslösa att registrera sig som arbetslösa och till följd av fortsatt emigration.

Under 2011 återupptogs löneökningar inom alla områden av ekonomin. Även om den genomsnittliga bruttomånadslönen steg med 4,4 procent, så ökade reallönerna med obefintliga 0,1 procent. Vi räknar med moderat lönetillväxt i år. Ersättningarna kan öka snabbare i vissa industrier och svårillsatta jobb. Tack vare lägre inflation förbättras köpkraften snabbare. Vår prognos är att lönerna ökar med 4,5 procent i år och med 5 procent 2013.

Inflationstakten fortsatte i februari sin nedåtgående trend och uppgick till 3,4 procent. **Prisökningarna blir mer måttfulla i år**, även om denna process för tillfället i betydande grad hindras av höga oljepriser. Kärninflationen är låg och vi räknar inte med någon uppgång. Lettlands fullföljande av Maastrichts inflationskrav för medlemskap i Euro-zonen kommer i hög utsträckning att bli beroende av global prisutveckling. EU:s utvärdering av Lettland väntas äga rum våren 2013. Enligt inflationskriteriet får det senaste tillgängliga genomsnittet för tolv månadersperioden för inflationen inte vara högre än 1,5 procentenheter över de tre EU-länder som har lägst inflation. Lettlands genomsnitt för 2012 väntas hamna på 2,5 procent och 2,1 procent 2013.

Inflationen faller - stabil löneökning

Årlig procentuell förändring



Som en följd av solid ekonomisk aktivitet **fortsatte statens budgetintäkter att öka** under de första två månaderna 2012 och ledde till ett klart mindre underskott än i januari-februari förra året. Ökningen av intäkterna härrörde både från skatter och andra intäkter. Regeringen överväger nu att sänka privata inkomstskatter. Den första planen är att sänka skatten från nuvarande 25 procent till 21 procent samt att höja det månatliga grundavdraget från 45 LVL till 90 LVL. Men först måste regeringen utvärdera potentiella åtgärder för att kompensera för minskade intäkter. Den måste kanske begränsa omfattningen av reducerad moms, förändra pensionsavsättningar eller höja fastighetsskatten. Sådana förändringar blir dock avhängiga takten i reformer och ekonomisk tillväxt. Regeringen kommer att ställas inför ett dilemma då begränsningar av momsreduktioner kan komma att pressa upp inflationen och äventyra fullföljande av Maastrichtkriteriet.

Bättre än förväntad tillväxt "räddade" regeringen från att behöva införa ytterligare konsolideringsåtgärder för att uppnå målsatta underskottsnivåer. Under 2011 var budgetunderskottet 426,8 miljoner LVL eller 3,0 procent av BNP, räknat på kassaflöde. Enligt ESA95-definitionen låg underskottet strax över 4 procent av BNP under 2011. Vår prognos är att regeringen fortsätter att sträva mot en balanserad budget, vilket innebär

ytterligare viss finanspolitisk åtstramning 2013. Vi spår ett underskott om 2,4 procent av BNP 2012 och 1,6 procent 2013. Då detta är lägre än vad Maastrichtkriteriet stipulerar **banar det väg för euro-anslutning 2014, i linje med regeringens plan.**

Lettland **avslutade i januari sitt treåriga internationella stödlån-program** (främst EU- och IMF-pengar och med ett av huvudmålen att på sikt göra Lettland fähigt för ett medlemskap i Euro-zonen). Den 14 februari emitterade Lettland en 5-årig obligation på 1 miljard USD med en kupongränta på 5,25 procent. Snitträntan blev 5,375. Utgivningen syftade till att bygga upp en buffert för den kommande refinansieringen av landets internationella låneprogram. Lettland startar återbetalningar redan i början av detta år: 346 miljoner EUR 2012, 519 miljoner 2013, 1 240 miljoner 2014 och en topp på 1 327 miljoner EUR 2015, och har därmed betalat av det mesta av skulden. Under 2015-2019 ska Lettland återbetala lån på 300 miljoner EUR till Världsbanken. Den återstående skulden till EU betalas vid två tillfällen; 500 miljoner EUR 2019 och 200 miljoner EUR 2025.

Enligt de preliminära resultaten av folkräkningen den 1 mars 2011 hade Lettland ca 2 067 000 invånare. Sedan räkningen 2000 har befolkningen minskat med 309 000 eller 13 procent. Det faktiska antalet bosatta i landet kan vara än färre då denna siffra inkluderar folk som lever utomlands som planerar att återvända på sikt. **Avfolkningstrenden har blivit en av de största utmaningarna** för Lettlands ekonomi. Uppenbarligen kommer den även att leda till reviderade data. Å ena sidan kan arbetslösheten komma att bli högre än vad som tidigare beräknats. Å andra sidan kan BNP per capita visa sig bli högre. Den nuvarande trenden understryker också behovet av snabbt och beslutsamt agerande från regeringen att fortsätta med strukturella reformer och öka födelsetalet.

Den 18 februari höll Lettland folkomröstning om att göra ryska till det andra officiella språket. Som en konsekvens av detta känsliga ämne blev valdeltagandet det högsta sedan valet 1993; totalt röstade 70 procent av medborgarna. Resultatet tolkades på olika sätt, men förslaget röstades kraftfullt ned. Folkomröstningen orsakade inte politisk instabilitet men möjligheterna för det vänsterinriktade och i hög grad etnisk-ryska Harmony Centre-partiet att ansluta sig till regeringen i en nära framtid försvann drastiskt. Samtidigt har **Valdis Dombrovskis** nu suttit tre år vid makten och blev den första premiärministern att leda tre regeringar i en följd. Det framstår som troligt att hans **center-höger-regering** – som består av premiärministerns egna Unity party, expresident Valdis Zatlers Reform Party och the National Alliance, samt med stöd av sex oberoende parlamentsledamöter – kommer att sitta **kvar vid makten fram till nästa parlamentsval 2014.**

Bredbaserad inbromsning

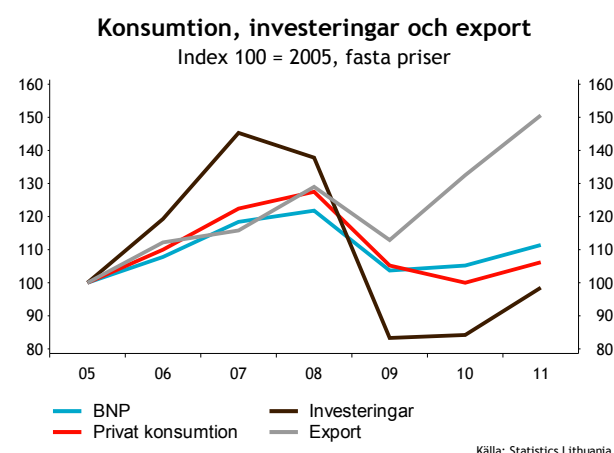
- **Långsammare råvarudriven inflation**
- **Lägre budgetunderskott men över 3 procent**
- **Trolig förändring i koalitionen efter valet**

Under 2011 var den ekonomiska utvecklingen robust och välbalanserad. Den årliga BNP-ökningen uppgick till 5,9 procent, vilket innebar att Litauen var den näst snabbväxande ekonomin i EU efter Estland. Under de senaste månaderna har tillväxten avtagit något, särskilt i exportorienterade sektorer. På grund av svagare exportmarknader kommer tillväxten att förbli långsammare genom hela 2012 och varva upp något först 2013. **BNP-tillväxten väntas bli 2 procent 2012 och 3 procent 2013, med en fortsatt balans mellan inhemsk efterfrågan och export.** De främsta riskerna i vår prognos, både på upp- och nedsidan, är knutna till Litauens största exportpartners. Ekonomin förblir högt beroende av utvecklingen i Euro-zonen. En plötslig uppgång för investeringar är osannolik innan det blir mer klarhet om Euro-zonens skuldcris. Å andra sidan stabiliserades konsumenternas förväntningar i januari och februari samtidigt som industrins framtidstro förbättrades påtagligt.

I december 2012 initierade regeringen ett konkursförfarande för Bankas Snoras, den femte största banken i Litauen. Orsakerna var dålig förvaltning och misstänkt bedrägeri. Fallet hanterades framgångsrikt och fick begränsade konsekvenser på Litauens ekonomi. Ungefär 90 procent av inlåningen blev kompenserad i enlighet med den statliga försäkringen. Ingen smitta noterades på övriga bankmarknaden och bara ett fåtal medelstora företag orsakades stora förluster på grund av bankens kollaps. Å andra sidan fick sig förtroendet för banksystemet en knäck som kommer att ta flera år att återställa. Statsobligationsräntor steg också med 70-80 punkter i slutet av 2011 och Litauen tvingades att låna mer på den internationella marknaden för att i tid betala ut kompensation till insättarna. Centralbanken uppskattar att **Snoras konkurs kan komma att sänka BNP-tillväxten under 2012 med upp till 0,5 procentenheter.**

Nettoexport var under 2011 en fortsatt positiv bidragsgivare till tillväxten, men inhemsk efterfrågans roll var klart mer betydande, speciellt under det andra halvåret. Privat konsumtion steg med 6 procent. Bruttoinvesteringarna ökade med 17 procent, men mot bakgrund av den kraftiga nedgången 2009-2010 innebar detta en påver återhämtning. Företagsledare håller tillbaka expansion i företagen på grund av hög osäkerhet i Euro-zonen. Det var också en stor brist på nytt kapital förra året och investeringarna låg ännu en tredjedel under nivåerna före krisen.

Den snabbast växande sektorn under 2011 var bygg där förädlingsvärdet ökade med en femtedel. Bygg- och fastighetsmarknaderna förblir dock tröga. Påbörjade husbyggen är ännu begränsade och nya projekt lanseras mycket försiktigt. Bostadspriserna har stått stilla i två år och minimala positiva prisrörelser kan avläsas bara i huvudstaden Vilnius. Å andra sidan fick byggsektorn stöd av varmt väder i december och januari.

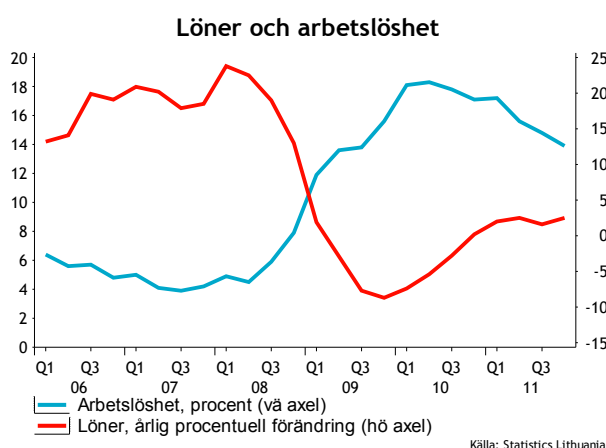


Tillverkningsindustrin – ryggraden i Litauens ekonomi – stärktes påtagligt under 2011, men utvecklingen under sista kvartalet var ganska blek. Å andra sidan var utvecklingen i början av 2012 inte så dålig som befarat och utländska order fortsatte att flöda in. Detaljhandels försäljning i januari var mycket bättre än väntad, vilket bekräftade att konsumtion fortsatte att vara en mer viktig källa för tillväxt än utländsk efterfrågan. Bara dåliga utfall i transportindustrin i kontrast mot den goda utvecklingen i andra sektorer i januari tvingar oss att ligga kvar försiktigt i prognosen. Vi räknar med en måttlig tillväxt i privat konsumtion under 2012.

Exporttillväxten var fortsatt stark under 2011: 29 procent i löpande priser och 13 procent i fasta priser, jämfört med 2010. Som väntat bromsade exporttillväxten in under andra halvåret och i januari men låg kvar i tvåsiffrig takt. Huvudorsakerna bakom den svagare exportökningen var statistiska baseffekter och försvagad extern efterfrågan snarare än försämrad konkurrenskraft. Den reala effektiva växelkursen apprecierade förra året med måttliga 2,1 procent, trots stora deprecieringar i polska och brittiska valutorna mot litas. Vidare är litauiska exportföretag mycket aktiva att söka nya marknader utanför Europa. Export av kemiprodukter, textilier och fordon försvagades mest under 2011. Samtidigt uppvisade export av möbler, gummi och plast fortsatt stadiga och starka tillväxttal. Under våren 2012 planerar Litauens största exportföretag oljeraffineriet ORLEN Lietuva en stängning av anläggningen i mer än en månad, vilket kommer att få en negativ effekt på exportvolymen.

Arbetslösheten minskade ytterligare under 2011, till 15,4 procent. Arbetslösheten bland män föll särskilt snabbt, vilket återspeglade en större efterfrågan inom tillverkningsindustri och byggnäring. Den totala arbetslösheten och ungdomsarbetslösheten förblev dock bland de högsta i EU, vilket sätter fingret på behovet av strukturella arbetsmarknadsreformer. Vi spår att **arbetslösheten krymper ytterligare till 14 procent under 2012 och 12 procent 2013**. Minskningen blir sålunda ganska långsam. Å andra sidan är ett omslag i den nedåtgående trenden ganska osannolik. Arbetsgivare har hittills förblivit försiktiga i att nyanställa och många företag bedriver ännu sin verksamhet med så få anställda som möjligt.

Löneökningarna var ganska små under 2011; de uppgick till 2,5 procent i slutet av året. Siffran bleknar ytterligare då lönerna fick en extra knuff av olika bonusar och engångsutbetalningar i anslutning till julhelgerna. Offentliga sektorns löner ökade med 3,3 procent, medan privata lönetillväxten var 2,3 procent. Sektorerna med störst problem med arbetskraftsbrist, t ex IT, känner av det högsta trycket, medan i de flesta sektorerna så överstiger löneökningarna knappt inflationen; det gäller speciellt i den privata sektorn. Lönerna väntas öka med 2 procent 2012 och med 2,5 procent 2013.



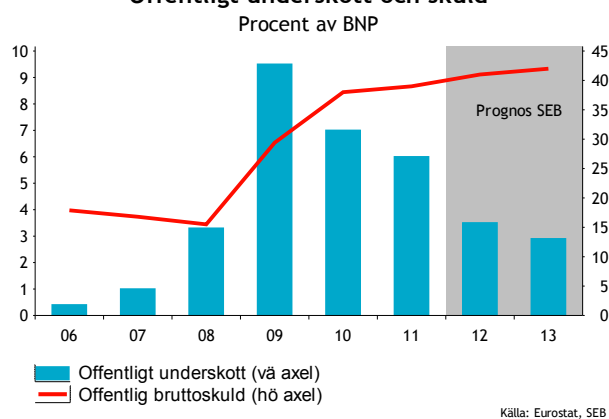
Stigande råvarupriser pressade förra året upp inflation till ett genomsnitt om 4,1 procent. Vi räknar med att genomsnittliga **inflationen går ned** till 2,5 procent i år och 3,0 procent 2013, i spåren av att den ekonomiska tillväxten i år sjunker i såväl Litauen som världen. Höga oljepriser kvarstår som en uppåtrisk. Den underliggande inflationen förblir lugn.

I slutet av 2011 demonstrerade regeringen återigen sin vilja att bevara en försiktig finanspolitisk linje och upprätthålla ordning i budgetutfallen. De offentliga utgifterna drogs ned med 4 procent utan några politiska protester efter att finansministeriet sänkt sina prognoser för ekonomisk tillväxt och intäktsmål. För 2012 har **regeringen också satt ett utmanande underskottsmål: 3 procent av BNP, med sikte på euro-medlemskap 2014**. Enligt vår bedömning är planen alltför ambitiös, med tanke på både den ekonomiska omgivningen och att parlamentsval hålls i oktober. Regeringen har deklarerat att om intäkterna blir lägre än beräknat under de första månaderna 2012 så kommer den att skära ytterligare i utgifterna i mitten av året. Statens intäkter i januari och februari var dock ganska starka och överskred målet med 4 procent. Vår bedömning är att budgetunderskottet som andel av BNP hamnar på 3,5

procent 2012 och 2,9 procent 2013. **Vår prognos** är sålunda att **Litauen konverterar till euron 2015**.

Det är **ganska troligt att höstens val leder till en förändring av de regerande partierna**. De senaste opinionsmätningarna visar att Socialdemokraterna nu är i ledning, med 16 procent. Andra oppositionspartier (Labour och Order and Justice) åtnjuter också hög popularitet (11 respektive 8 procent). Å andra sidan är partiet som leder den nuvarande regeringskoalitionen, Homeland Union, på tredje plats med något mer än 9 procent av rösterna. Under förra året enades nästan alla partier om behovet av att upprätthålla en försiktig finanspolitik. Partierna har dock ännu inte publicerat sina valprogram och det är ej klart om de kommer att stödja ytterligare finanspolitisk åtstramning om de väljs till makten.

Offentligt underskott och skuld



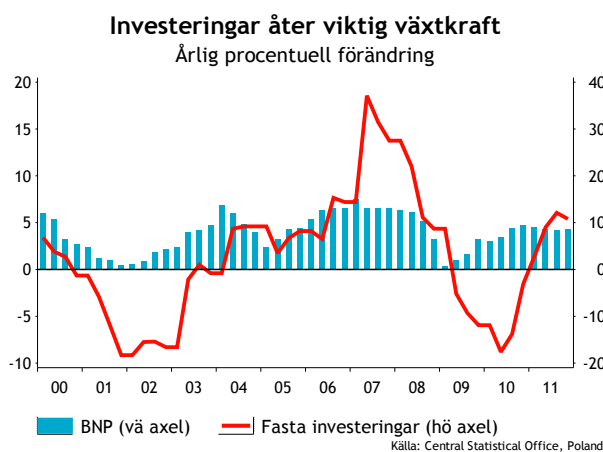
Statens skuld förblir välskött och uppgick till 39 procent av BNP i slutet av 2011. I november 2011 emitterade staten en 10-årig internationell obligation på 750 miljoner USD. Syftet var att finansiera ett förfall i en euro-obligation på 1 mdr i maj 2012, med efter Snoras konkurs så användes pengarna snabbare för kompensation till insättare. Regeringen tvingades därför till en obligationsupplåning om 1,5 mdr USD i januari; denna var rimligt prissatt och mötte stor efterfrågan. Under 2012 planerar staten att låna 3 mdr EUR, varav 1,8 mdr EUR ska gå till att återbetala tidigare obligationsemissioner samt förbereda för ett förfall på 1 EUR mdr i obligationer i mars 2013.

Som ett resultat av statens obligationsemissioner och kompensationen till Snoras insättare har **Litauens banksystem över-skottslikviditet**. I mitten av mars hade affärsbankerna 3,6 mdr LTL som reserver i centralbankerna, medan reservkravet bara var 1,9 mdr LTL. Centralbanken började därför i slutet av 2011 att suga upp likviditet via nya marknadsoperationer (tidsbunden inlåning, återköpsavtal och värdepappersauktioner).

Något svagare men i fortsatt ”pole position”

- **Investeringar allt viktigare drivkraft**
- **Fortsatt relativt hög inflation**
- **Zlotyn stärks gradvis efter tvära kast**

Polen fortsätter att visa god motståndskraft mot externa efterfrågechocker, vilket också länge varit vår bedömning. Under 2009 var det enda EU-landet som undvek recession och i fjol växte BNP med 4,3 procent (efter 3,9 procent 2010), vilket var den starkaste noteringen i Centraleuropa. Vi räknar med en **mild avmattning av BNP-tillväxten till 3,0 procent i år**, främst till följd av **svagare export** till nyckelområdet Tyskland/Västeuropa men även av en **något långsammare konsumtionstillväxt. Investeringsaktiviteten förblir hög.** Investeringarna har redan fått extra näring av sommarens EM-arrangemang i fotboll tillsammans med Ukraina. De späs också på av andra infrastruktursatsningar där Polen i tilltagande grad nyttjar sina stora EU-fondmedel. Enligt vår bedömning finns det vidare ett uppdämt strukturellt investeringsbehov till följd av tidigare relativt låg investeringskvot även om industrin på kort sikt kommer att hålla tillbaka en del investeringar när konjunkturen nu viker. Under **2013** när situationen i Tyskland börjar normaliseras och export och investeringar åter får stöd, **växlar BNP-tillväxten upp till 3,6 procent.**

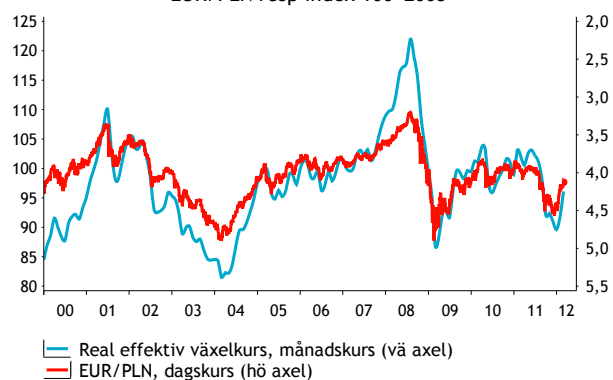


Makroekonomiska **fundamenta är i huvudsak relativt goda.** Regeringens fortsatta envetna budgetkonsolidering dämpar det stora offentliga budgetunderskottet och stoppar skuld-tillväxten på moderat nivå. Några av de få plumparna i protokollet är bestående relativt hög inflation, lågt arbetskraftsutbud och stort bytesbalansunderskott; de senare utgör delvis en strukturell utmaning.

Vi ser **tre viktiga skäl till att Polen står emot** omvärldskrisen bättre än andra centraleuropeiska länder:

- **Mindre exponering via utrikeshandel.** Exporten utgör förhållandevis låga 40 procent av BNP, att jämföra med 70-80 procent i mindre länder som Slovakien, Tjeckien och Ungern. I likhet med nämnda länder är handelsintegrationsen med Tyskland hög.
- **God konkurrenskraft.** Polen har åtminstone sedan 2005 obrutet vunnit marknadsandelar, enligt statistik i EU-kommissionens höstrapport 2011. Av EU:s östländer kan förutom Polen bara Rumänien, Tjeckien och Ungern stoltsera med detta. Under 2008-2010 vann Polen relativt mer marknadsandelar än sina jämförelseländer Slovakien, Tjeckien och Ungern. Det kraftiga zlotyfallet på nästan 30 procent i reala effektiva termer juli 2008-februari 2009 har bidragit till framgången. Zlotyn har därefter repat sig. Ca hälften av den förnyade reala deprecieringen på ca 11 procent andra halvåret i fjol – som fick centralbanken att stöd-köpa polska valutan för första gången sedan den blev rörlig år 2000 – är också uppäten i och med årets uppåtrekyl. Men ännu ligger zlotyn ett par procent under snittet för senaste tioårsperioden, vilket indikerar att konkurrensläget ännu är bra. Vår syn är att zlotyn stärks gradvis i nominella termer framöver. Dock riskerar en fortsatt högre inflation än andra länder gröpa ur konkurrenskraft på sikt.

Stora zloty-kast - ännu lätt undervärderad
EUR/PLN resp index 100=2005



- **Banksystem i gott skick.** Bankerna gjorde rekordvinster förra året. Bl a IMF bedömer också att bankerna är välkapitaliserade sett till kapitaltäckningskraven. Med tanke på nedåtrisker i den ekonomiska prognosen välkomnar IMF samtidigt finansinspektionens uppmaning i slutet av förra året till banker med högre riskprofil att behålla vinster för att bygga upp ytterligare kapitalbuffert.

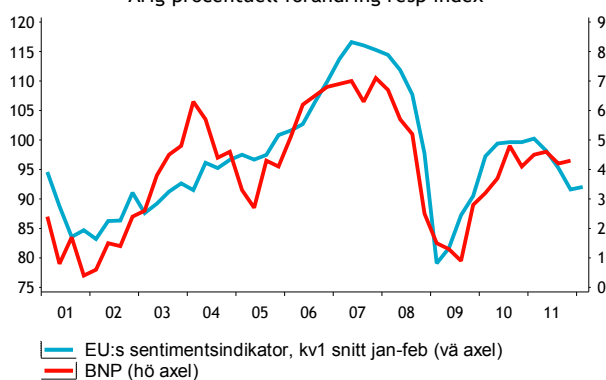
Ett kvitto på Polens robusta utveckling kom i nationalräkenskaper för det **fjärde kvartalet i fjol**. I skarp kontrast till många andra öst- och västekonomier blev det **ingen inbromsning**. Mätt över kvartalet skedde t o m en viss ökning av BNP-tillväx-

ten till 1,1 procent jämfört med tredje kvartalets 1,0 procent. I årstakt steg tillväxten till 4,3 procent från 4,2 procent. Exporttillväxten var intakt och stärktes till och med något. Investeringsökade med stabilt höga 8,4 procent i årstakt. Däremot bromsade tillväxten i privat konsumtion in markant, trots goda detaljhandelsdata enligt annan statistik.

Likväl är en **allmän avmattning på väg**. Framåtblickande indikatorer som EU:s månadsbarometer, där både företag och hushåll utfrågas, backade kraftigt i slutet av 2011. En stabilisering och smärre uppgång har ägt rum på senare tid men dels är nivån ännu relativt nedtryckt historiskt sett, dels är det en fördröjning på ca tre-nio månader innan indikatorn slår igenom i faktiska data. Vidare sjönk inköpschefsindex för industrin i februari till precis expansionsgränsen 50,0 från över 52,0 i januari.

Svagare tillväxt stundar

Årig procentuell förändring resp index



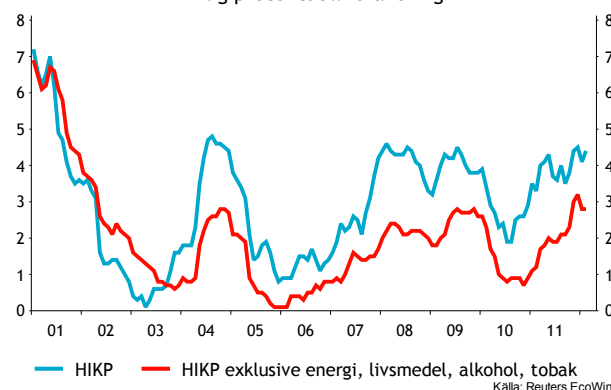
Att hushållens framtidstro sviktat det senaste året är nog i hög grad kopplat till oro för **ökad arbetslöshet**. Sysselsättningstillväxten har gradvis dämpats och var i december i fjol på drygt 2 procent i årstakt den lägsta på ett år. Arbetslösheten har också, enligt Eurostats harmoniserade säsongjusterade mått, glidit uppåt från 9,4 procent i början av 2011 till 10,1 procent i december 2011. Detta är den högsta nivån sedan 2007. Med en BNP-ökning under potentiella 4,5 procent kommer arbetslösheten att stiga ytterligare i år, till i snitt 11,5 procent, för att därefter plana ut. Lönerna i hela ekonomin ökade i fjol i en stabil och måttfull takt om ca 5 procent. Under början av 2012 har dock en tydlig uppstuds i industrilönetillväxten kunnat noteras. Vår bedömning är emellertid att denna stegring är temporär och delvis är knuten till tidigare starka vinstlyft. Fortsatt försvagad arbetsmarknad pekar mot måttlig lönetillväxt framgent.

Inflationen har tagit rejäla kliv uppåt sedan mitten av 2010 då den låg strax under 2 procent. I februari var den 4,4 procent, efter en tillfällig vändning ned mot 4 procent i januari då fjolårets momshöjning föll ur 12-månadersberäkningarna. Samtidigt har kärninflationen, där HIKP rensats för energi, livsmedel, alkohol och tobak, klättrat från ca 1 procent till 2,8 procent. Den relativt höga underliggande prisökningstakten tyder på att inflationen inte ger med sig snabbt. Samtidigt utvecklas främst livsmedelspriser med även energipriser lugnare framöver än tidigare vilket i början av året ger avklingade baseffekter. Lägg därtill att efterfrågan i ekonomin dämpas och att zlotyns kraftiga avpreciering i vinter håller tillbaka importpristryck. Sammanvägt

väntas **inflationen gradvis sjunka** till i snitt 3,8 procent 2012 och till 2,8 procent 2013.

Inflationen ännu relativt hög

Årtlig procentuell förändring



Centralbanken, som har som mål att det nationella måttet på KPI-inflationen ska vara 2,5 procent +/-1 procentenhet, har som en konsekvens av senaste halvårets inflationsimpulser sänt relativt "höaktiga" signaler efter årets penningpolitiska möten, inkluderande inflationsrapporten i början av mars. Vår syn i höstas var att centralbanken tvärtom under första halvåret skulle börja mjukna och sänka styrräntan två gånger; detta efter den framtunga åtstramningen med fyra räntehöjningar med totalt 100 punkter till 4,5 procent första halvåret 2012. Ett grundmotiv för det var att mildra effekterna av den pågående finanspolitiska kontraktionen. Vi räknar fortfarande med att **räntesänkningarna kommer men att de genomförs andra halvåret** när det står klarare att ekonomin mattats av och inflationstrycket är på väg att lätta och att inflationen åter rör sig inom målintervallet.

Det **politiska läget är relativt stabilt**. Regeringen Tusk, med mitten-högerpartiet Medborgarplattformen och det lilla Polska bondepartiet, blev omvald i parlamentsvalet i oktober 2011 – första gången en regering fick förnyat förtroende sedan kommunisttiden upphörde 1989. **Fortsatt budgetkonsolidering ges hög prioritet** för att hålla de nationellt satta statskuldgrensarna på 50-55-60 procent av BNP. Skulden är på gränsen till 55 procentsnivån som automatiskt skulle utlösa tuffare åtstramning. Men även reformer står på agendan; de gäller främst pensionsområdet med bl a förslag om höjd pensionsålder, en ökad liberalisering av arbetsmarknaden samt att minska byråkratin i samhället. Finanspolitiken stramas åt med ca 1 procent av BNP i år och åtgärderna är främst riktade mot budgetens utgiftssida. Vår prognos är att underskottet krymper från ca 5,5 procent av BNP i fjol till drygt 3 procent 2012; regeringen når ej riktigt sitt mål som är strax under 3 procent.

Tillväxten saktar in men stöds av höga energipriser

- **Tillfälligt lägre inflation**
- **Höga reallöneökningar driver konsumtionen**
- **Rubeln fortsätter appreciera**
- **Högt oljepris dämpar reformtakten**

Efter fyra kvartal med fallande BNP 2008-2009, där ekonomin krympte med totalt 11 procent, har Ryssland återhämtat sig, men samtidigt inte övertygat. Sedan första kvartalet 2010 har tillväxten pendlat mellan 3,5 och 5 procent i årstakt, klart under genomsnittet för 2000-talet fram till och med krisen på över 7 procent per år. Tillväxten 2011 blev 4,3 procent, något högre än 2010, och än syns ingen avmattning i statistiken. **Vår syn på landets ekonomi är fortsatt relativt positiv på kort- och medellång sikt**, även om det inte går att undkomma effekter av avmattningen i Europa. Den sedan parlaments- och presidentvalen ökade politiska oron spär på osäkerheten på både kort och lång sikt, men effekten på övergripande tillväxt väntas bli marginell i närtid.

Fortsatt högt oljepris stödjer ekonomin och ger landet goda export- och skatteinkomster. **Beroendet av råvaror**, framför allt olja och gas, ökar sårbarheten och **minskar fokus på reformer**. Råvarupriserna bedöms ligga kvar på höga nivåer. Vi har reviderat upp vår prognos för Brent-olja till 118 USD per fat 2012 och 120 USD per fat 2013. Priset ligger nu kring 126 USD per fat (Ryska Ural-oljan ligger runt 3 USD lägre i pris).

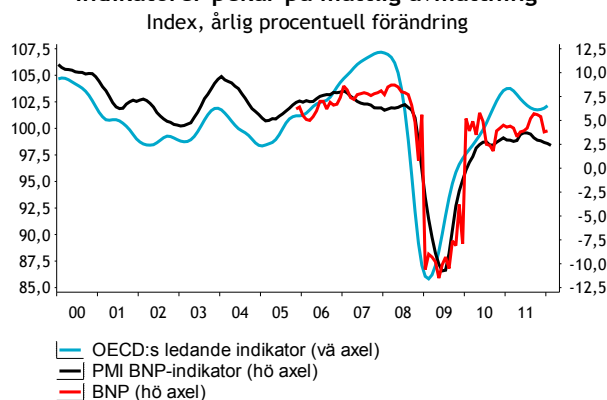
De kommande åren växer Ryssland snabbare än flera grannländer och Västeuropa, men tillväxttakten väntas ligga klart lägre framöver än decenniet innan krisen så länge inte ekonomin reformeras och tillväxtmodellen inte styrs mot ökad diversifiering och minskat oljeberoende. **BNP växer med 3,8 procent 2012 och 4,1 procent 2013**, oförändrat jämfört med vår senaste prognos i *Nordic Outlook* februari. Prognosriskerna har i och med den senaste oljeprisuppgången blivit mer balanserade. Skulle oljepriset ligga kvar på dagens nivå kan ytterligare offentliga stimulanser ligga i korten. På nedåtsidan är riskerna främst kopplade till tillväxtmodellen med stort beroende av oljeinkomster som dämpar reformviljan. I närtid bör dock tidigare överskott i bytesbalansen och låg statsskuld göra att landet kan klara av en tid med kraftigt lägre oljepris, även om det skulle pressa upp den finansiella osäkerheten samt sätta press på rubeln och börserna.

Indikatorer pekar på måttlig avmattning

Indikatorer, t ex PMI, pekar mot en måttlig avmattning. Nedgången i höstas var klart mildare än t ex i USA och Euro-zonen och visade sig vara tillfällig. Situationen för tjänste- respektive tillverkningsindustrin går åt olika håll. Utsiktarna för tjänster

har enligt indikatorn förbättrats senaste månaderna och tillverkningsindustrin har gått i motsatt riktning. Resultatet ligger i linje med en viss negativ påverkan av krisen i Euro-zonen och avmattningen i de västra grannländerna. Båda indikatorerna ligger dock över 50-nivån som signalerar tillväxt. Även andra indikatorer, så som OECD:s ledande indikator för Ryssland pekar åt samma håll; en viss avmattning, men fortsatt hyfsad tillväxt.

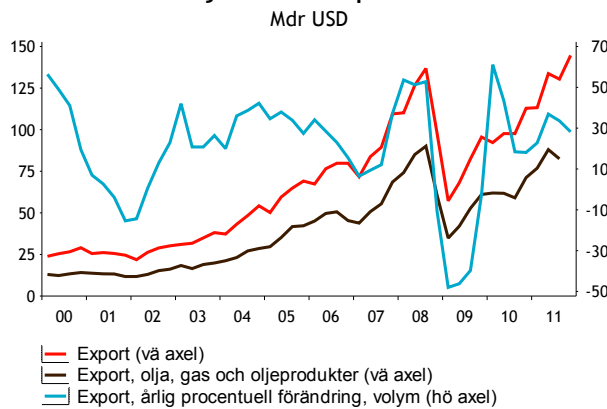
Indikatorer pekar på måttlig avmattning



Källa: Reuters EcoWin

Produktionen i tillverkningsindustrin dämpades klart under loppet av 2011. Ökningen landade på 6,7 procent för helåret, i linje med vår förra prognos och ökningstakten föll tillbaka från tvåsiffriga tal i början av året till 3,3 procent i december och 4,8 procent i januari 2012. **Totalt hölls produktionen i ekonomin uppe av oljan men även av goda skördar** där effekten av en dålig skörd 2010 gav ett kraftigt omslag. Den svagare industriproduktionen under slutet av 2011 och början av 2012 hänger ihop med indikatorbilden och den internationella utvecklingen. Vi spår en svag inledning på 2012 och att industriproduktionen därefter ökar något mer. Mätt som årsgenomsnitt blir ökningen 5 procent 2012 och 7 procent 2013.

Oljan driver exporten



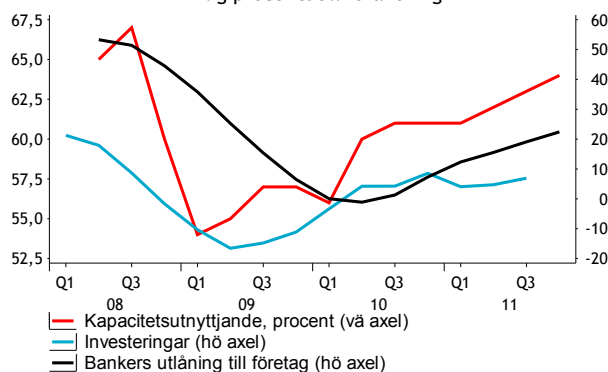
Källa: Reuters EcoWin

Exporten i löpande priser ökade kraftigt förra året, drivet av oljepriset. Mätt i volym var däremot utvecklingen svagare och i stort sett oförändrad. Överskottet i handelsbalansen är fortsatt

stort men samtidigt fortsätter kapitalutflödena (13,5 respektive knapp 10 miljarder USD i januari och februari). Fortsatt höga olje- och metallpriser fortsätter att hålla upp exportvärdet, men givet råvaruprisprognosen så kommer inte exportvolymen att fortsätta öka i den takt vi sett de senaste två åren. **Bytesbalsöverskottet har varit stort under hela 2000-talet men har fallit och väntas fortsätta sjunka de kommande åren.**

Kapacitetsutnyttjande och investeringar

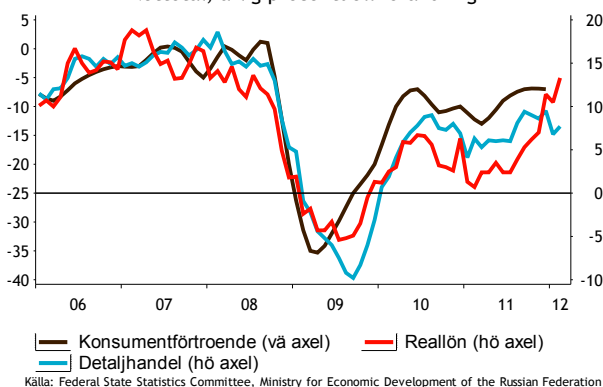
Årlig procentuell förändring



Historiskt sett har **Rysslands investeringskvot legat lågt** jämfört med flera grannländer. Överlag är kapitalstocken efterstätt och investeringsbehovet i ekonomin är stort. Investeringsökningen har sedan 2010 legat på ca 5,5-6 procents ökning per år. **Stigande kapacitetsutnyttjande och ökad bankutlåning till företag pekar på att investeringarna kommer att öka framöver**, trots problemen i världsekonomin. Vi räknar med att fasta investeringar mätt i årstakt utvecklas starkt, om än långsammare jämfört med åren innan krisen, och stiger med 7,5 procent 2012 och 8,5 procent 2013.

Fallande inflation ger goda realinkomstökningar

Nettotal, årlig procentuell förändring



Starkt konsumentförtroende

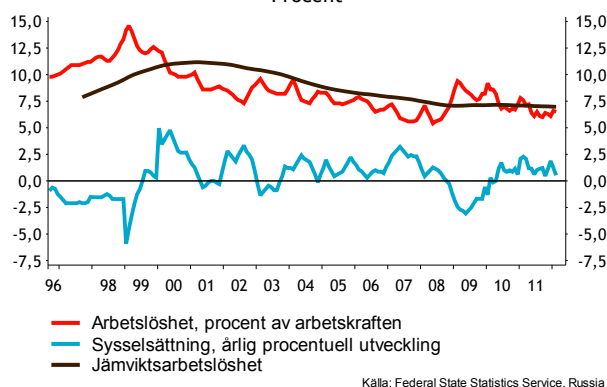
Att arbetslösheten fallit tillbaka har bidragit till att hålla konsumentförtroendet uppe. **Ett skäl att tro på en hyfsad konsumtionstillväxt för hushållssektorn** är bl a att hushållens reala inkomster tog fart mot slutet av förra året när inflationen föll tillbaka. Denna process väntas fortsätta i år även om reallöneökningen i februari på över 13 procent kan ha varit toppnoteringen. Finanspolitiken har varit expansiv innan parlaments- och presidentvalen de senaste månaderna vilket resulterat i bl a högre offentliga löner, pensioner och uppskjutna tariffhöjningar. Det ökade förtroendet och högre inkomster avspeglas i detaljhandeln där försäljningen i årstakt steg med nästa 10-procent i slutet av 2011 – högsta ökningen sedan

slutet av 2008. Utvecklingen för hushållen väntas bli fortsatt god i år vilket även kommer att synas i **privata konsumtionen som ökar med 5 procent i år och 5,5 procent 2013.**

Fallet i arbetslöshet från 7,8 till 6,1 procent under 2011 tog ner nivån till nära den innan krisen. Sedan dess har arbetslösheten i stort sett rör sig sidledes mellan 6 och 6,5 procent, vilket är något under den långsiktiga jämviktsnivån. Sysselsättningen stiger fortfarande med runt 1 procent i årstakt och väntas fortsätta öka svagt samtidigt som arbetslösheten planar ut strax över 6 procent i år och stiger något mot slutet av året. Mätt som årsgenomsnitt hamnar arbetslösheten på 6,4 procent 2012 och 2013. Även om vi inte ser några större problem med resursbrist på arbetsmarknaden på kort sikt kommer inte arbetsmarknaden att kunna bidra för att få upp tillväxten till förkrisnivå utan reformer som ökar arbetskraftsdeltagandet. Den demografiska situationen med fallande arbetskraftsutbud är en av Rysslands långsiktiga utmaningar. Vi ser dock ingen akut risk för överhettning på arbetsmarknaden trots fallet i registrerad arbetslöshet. Om arbetsmarknaden skulle utvecklas mer positivt finns lediga resurser; bl a kan arbetskraftsdeltagandet och migrationen från grannländerna öka.

Arbetslösheten planar ut

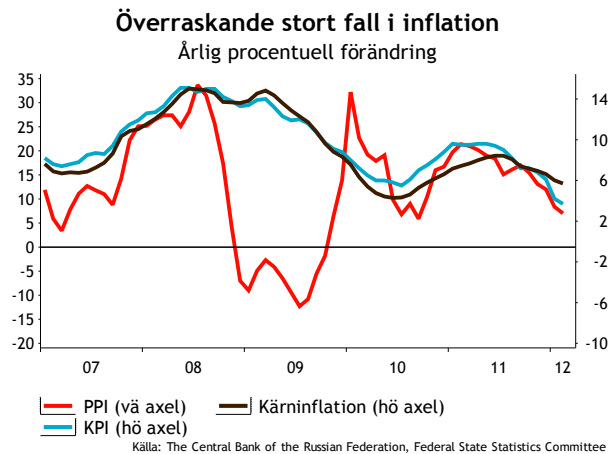
Procent



Inflationen tillfälligt låg

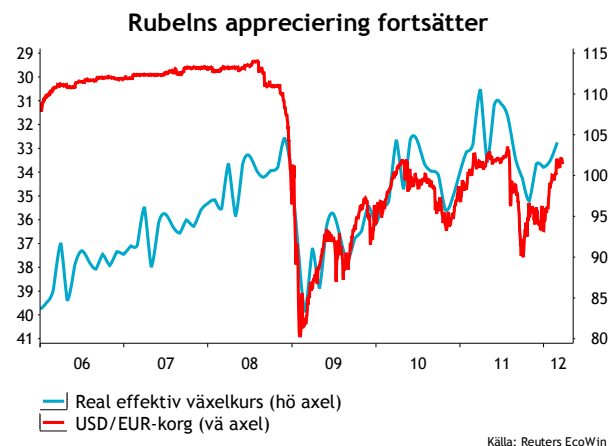
Inflationen, mätt i årstakt, är på väg nedåt och har senaste tolv månaderna fallit från 9,5 till 3,7 procent. Nedgången har varit överraskande kraftig, även om delar av fallet var att vänta. Förutom att effekterna av tidigare stigande mat- och energipriser fallit ur 12-månaderstalen så har höjningar av tariffer (bl a el, gas och hyror), som vanligtvis höjs vid årsskiftena, skjutits upp till halvårsskiftet 2012. Normalt sker justeringar av dessa tariffer i januari, men kommer i år att genomföras först vid halvårsskiftet, officiellt för att minska effekten under vintern när konsumtionen är som störst men i praktiken är det en del av stimulanserna kring valen. Inflationen blir fortsatt relativt låg det första halvåret 2012, men väntas därefter åter vända upp när de uppskjutna tariffhöjningarna ger en uppstuds under andra halvåret 2012. Den underliggande inflationen uppvisar en större tröghet och hålls uppe bl a av fortsatt höga löneökningar. Samvariationen mellan kärninflation och inflation är större i Ryssland än i Västeuropa och vi väntar oss att även den underliggande inflationen fortsätter falla något framöver. **KPI-inflationen hamnar på 5,0 procent 2012 och 6,0 procent 2013.** Inflationen hamnar därmed i stort i linje med centralbankens målsättning och nedväxlingen från tidigare 10-15-procent-

tig inflation har varit framgångsrik. De stora svängningarna i inflation skapar dock fortsatt osäkerhet. WTO-medlemskap kan dessutom ge visst nedtryck på inflationen genom lägre tullar och ökad konkurrens, även om effekten troligen bli liten och kommer gradvis.



Centralbanken håller räntan oförändrad i år

Trots att inflationen är på väg ner till rekordlåga nivåer och under målet väntar vi oss att centralbanken lämnar räntan oförändrad 2012. Centralbanken använder ett antal olika instrument för penningpolitiken. Den officiella styrräntan höjdes först två gånger och därefter sänkte den en gång 2011 till 8 procent. Samtidigt har inlåningsräntan (1 vecka) som är viktigare för valutaflöden höjts sammanlagt 1,25 procentenheter sedan början av 2011 till 4 procent. Ytterligare en viktig ränta är endagsreporäntan som används för att tillhandahålla likviditet i banksystemet. Denna ränta har i stort sett följt styrräntans rörelse och ligger i dagsläget på 5,25 procent. Samtidigt har korridoren mellan centralbankens korta inlåning och utlåningsränta krympts. **Centralbankens räntor hålls oförändrade under 2012 och en försiktig höjning inleds därefter** i takt med att tillväxten ökar något i Ryssland och omvärlden. Vid slutet av 2013 ligger endagsreporäntan på 6 procent. Centralbanken är på väg mot ett mer renodlat inflationsmål och siktar på en inflation mellan 4 och 5 procent 2014. Detta innebär att mer och mer fokus kommer att ligga på inflationsbekämpning och mindre på stabil växelkurs.

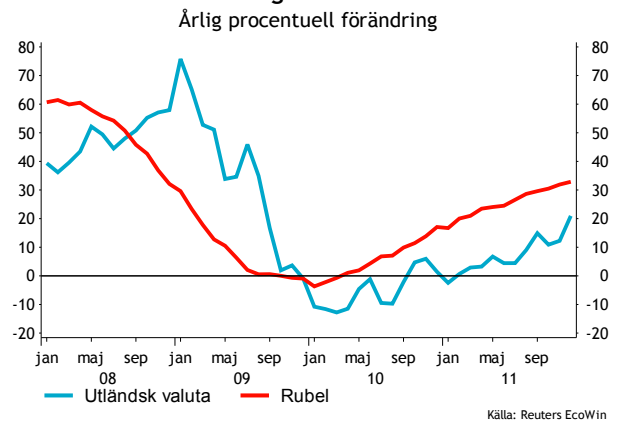


Prognosen att räntan hålls oförändrad på 5,25 procent på kort sikt stöds av centralbankens kommunikation (marsmötet) där direktionen vid det senaste räntebeskedet noterade att den lägre inflationen, som nu ligger under målet på 5,5 procent, de

senaste månaderna delvis är driven av uppskjutna tariffhöjningar och att apprecieringen av rubeln kan ge viss effekt nedåt på priserna. Centralbanken förlitar sig istället på sina medelfristiga inflationsprognoser för penningpolitiken. Dessutom konstaterade direktionen att trots viss avmattning i produktion så håller konsumtion, arbetsmarknad och hushållens reala inkomster emot väl. Centralbanken sade även att räntenivån är lämplig för att balansera inflation och tillväxt de närmaste månaderna. Detta talar för att centralbanken inte kommer att sänka räntan när tillväxten faller och arbetslösheten stiger något.

Sedan det 30-procentiga fallet 2008-2009 mätt mot USD/EUR-korgen (som består av 55 procent USD och 45 procent EUR) har rubeln apprecierat, även om det varit bakslag på vägen och resan varit skakig. Hösten 2011 präglades av internationell oro och rubeln föll. Efter uppgången i inledningen av 2012 är nu det fallet återtaget och rubeln är nu ca 12 procent svagare än toppen 2008. Trots uppgången ser vi ett antal faktorer som talar för en viss fortsatt appreciering i närtid och att valutans mätt mot korgen därefter kommer att plana ut. Oljepriset är fortsatt högt och har stigit sedan februari vilket gör att exportinkomsterna kommer att vara fortsatt stora och riskapiten kommer att gynna landet. Moskvabörsen samvarierar relativt väl med oljepriset vilket kan attrahera kapitalinflöden. Samtidigt var kapitalutflödena stora 2011, till stor del troligen kopplade till valet men det finns även en historisk koppling mellan högt oljepris och kapitalutflöden. Det är svårt att se att dessa flöden kommer att avta helt eller reverseras i närtid. Den jämförelsevis goda BNP-tillväxten, attraktiva räntenivån (nu även positiv i reala termer) och den kommande liberaliseringen av OFZ-marknaden ger också stöd för en rubelförstärkning. Rubeln stärks mot korgen från dagens 33,5 till 29,3 vid slutet av 2012 och 2013.

Bankutlåningen ökar snabbare



Dessutom har ECB:s 3-årsrepor minskat stressen i det europeiska banksystemet vilket minskar risken för kreditätstramning och spridningseffekter till Öst. Till skillnad från flera länder i Central- och Östeuropa är Ryssland mindre beroende av finansiering av moderbanker i Euro-zonen vilket gör landet mindre sårbart, men risken för att landet skulle drabbas via exportkanalerna har även minskat. Dessutom är det externa finansieringsbehovet relativt lågt även om stora företag och banker delvis är beroende av finansiering från den globala kapitalmarknaden. Banksystemet har dessutom återhämtat sig sedan krisen. Interbankräntorna har visserligen stigit senaste

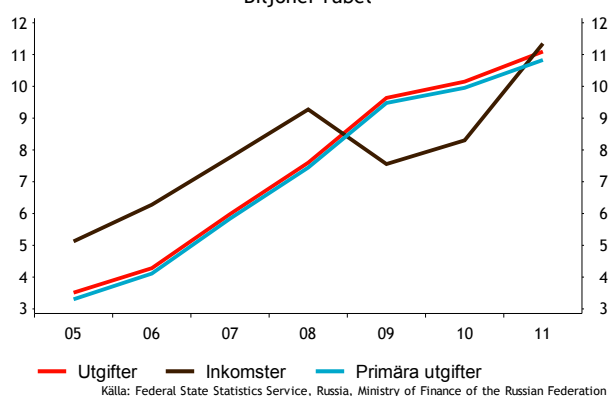
halvåret men ligger snarare på samma nivåer som innan krisen 2008 än på krisnivåer. Ett annat tecken på tillståndet i banksystemet är att bankutlåningen både i rubel och utländsk valuta pekar uppåt. I december 2011 ökade bankutlåningen i rubel och utländsk valuta med 33 respektive 21 procent mätt i årstakt. Utlåningen till den privata sektorn är fortfarande låg och motsvarar 35 procent av BNP (totala lån från banker) vilket ger utrymme för en fortsatt kredittillväxt.

Högre oljepris – mer stimulanser?

De höga oljeinkomsterna har senaste åren möjliggjort en expansiv finanspolitik och de offentliga utgifterna har ökat kraftigt. Politiken i sig har bidragit till tillväxt och ökade realinkomster för hushållen, där ökade transfereringar och löner gett en realinkomstökning på 10 procent i genomsnitt de senaste tio åren. Blickar vi framåt kommer inte staten att kunna stimulera ytterligare på samma sätt som tidigare. Stigande levnadsstandard har tidigare hållit tillbaka protester mot styret, men med en svagare utveckling framöver kommer pressen på regeringen att öka. Högre inkomstnivåer i sig och en växande medelklass bidrar även de till krav på ökat politiskt inflytande.

Sedan 2005 har de **federala utgifterna ökat** från 3,5 till 11 biljoner rubel, eller **från drygt 16 till runt 22 procent av BNP**. Utgiftsökningarna återfinns inom flera områden, bl a offentliga löner, pensioner och ökade militärutgifter. I och med att inkomsterna ökat i motsvarande grad innebär det inga större finansieringsproblem på kort sikt, men beroendet av olja ökar och mer oljeinkomster än vad som var planerat i och med det finanspolitiska regelverket används. Om inte oljepriset fortsätter att öka, kan inte denna utveckling fortsätta vilket kan leda till politiska problem eftersom det är något väljarna vant sig vid.

Federala inkomster och utgifter
Biljoner rubel



Den centrala kontrollen över ekonomin har bidragit till en viss stabilitet på kort sikt, men det ökade beroendet av oljeinkomster, där det nu krävs ett oljepris på över 115 USD per fat för att balansera budgeten. I den senaste budgeten från i höstas ökar utgifterna framöver i klart långsammare takt än tidigare, men samtidigt ska det tilläggas att en del av utgiftsökningarna tidigare är genomförts i tilläggsbudgetar allteftersom oljeinkomsterna överträffat prognoserna. Det är inte sannolikt att denna tradition med tilläggsbudgetar kommer att brytas om tillfälle ges. Detta sätt att använda ökade inkomster är något som IMF kritiserat då det kontinuerligt urholkar statens kassa och det kan dessutom vara så att utgifter som inte är en del av

den mer långsiktiga budgetplanen prioriteras för att nå kortsiktiga mål. Budgeten var nära balans 2011 och vi räknar med att det offentliga **underskottet ökar något och landar 2012 och 2013 på ca 2 procent av BNP**. Den offentliga bruttoskulden är i stort sett oförändrad på 12 procent av BNP. Risken ligger mot det sämre; beräkningen bygger på ett högt oljepris och att utgiftsökningarna blir mer måttfulla framöver än tidigare år.

Vladimir Putin, som nyligen ånyo valts till president, har det senaste halvåret utmanats på ett sätt som vi inte tidigare skådat sedan han kom till makten 1999. Det fortsatt höga oljepriset köper tid åt det politiska ledarskapet men gör samtidigt att landet blir mer och mer beroende av denna variabel för att fungera. Vi väntar oss inga större politiska omsvängningar i närtid, men de senaste valen och ökade protesterna mot det nuvarande politiska styret har **fört landet närmare vägskålet mellan ökade reformer eller än mer centraliserat styre**. Vår bedömning är att Putin kommer att försöka återvinna popularitet med vissa reformer och ökade utgifter, även om manöverutrymmet trots det höga oljepriset är litet. En del politiska reformer (återinföra val av regionala guvernörer och lättare att bilda politiska partier) behandlas nu i Duman. Sannolikheten är stor att strukturella reformer kommer att vattnas ur under resans gång, inte bara pga det centrala politiska ledarskapet, utan även i implementeringsfasen där byråkratin och lokal politisk elit ser det som ett hot mot de maktstrukturer som byggts upp.

Bytesbalansen har kontinuerligt försvagats sedan 2005. **Fortsätter samma trend för bytesbalansen kommer ett dubbelt underskott (budget och bytesbalans) att uppvisas 2015-2016**. Även om inga finansieringsproblem väntas på kort sikt innebär det en omvänd situation jämfört med vad Ryssland är vant vid. Om inte tillväxtutsikterna då ska bli sämre innebär det att landet till slut måste få igång processer för att öppna och reformera ekonomin.

En faktor som kan hjälpa till är att den 18-åriga resan mot WTO-medlemskap nu ser ut att komma till ett avslut. Medlemsförhandlingarna slutfördes i november 2011 och medlemskapet godkändes av WTO i december. Nu återstår för Ryssland att godkänna avtalet innan mitten av juni och landet blir därefter medlem 30 dagar efter att WTO meddelats om att beslutet tagits. Den faktiska effekten av ett inträde i WTO är mycket osäker och skattningar varierar. Världsbanken har kommit fram till ett intervall på BNP-effekter mellan 3,3 och 11,0 procent på lång sikt och att exportintensiva sektorer inom råvaror och sektorer som i dagsläget inte är skyddade eller reglerade kommer att gynnas mest. En slutsats som återkommer är att effekten till stor del beror på nationella beslut, dvs om landet faktiskt lyckas navigera bort från råvaruberoendet och förbättra företagsklimat och attrahera investeringar. För att nå till den högre delen av Världsbankens uppskattning krävs mer engagemang än att bara gå med i WTO.

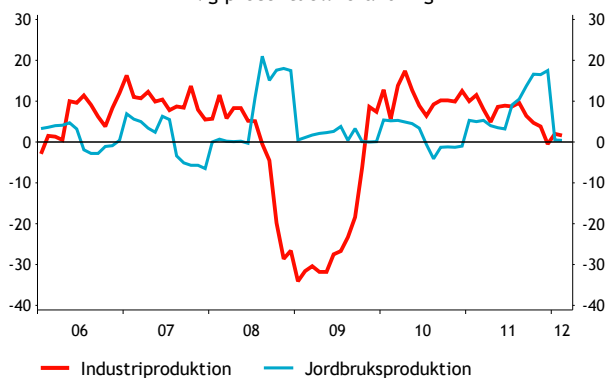
Ekonomin hankar sig fram men politiska risker består

- **Fallande inflation och goda realinkomstökningar för hushållen**
- **Fortsatt frusna relationer med IMF**
- **Hryvnian stabil mot USD men under press**

Den ekonomiska utvecklingen ser fortsatt skakig ut. Även om finansieringsproblemen på kort sikt kan klaras av med hjälp av centralbankens reserver så skulle **ett återupptagande av det frysta stand-by avtalet med IMF mer tydligt och långsiktigt minska riskerna**. Även en devalvering skulle minska trycket på centralbanken men vi ser inte det som ett huvudalternativ före valet då det skulle drabba hushåll med lån i utländsk valuta. Devalveringsrisken är dock fortsatt stor. Mer stabila globala utsikter, ECB:s likviditetsinjektioner och ökad riskaptit har minskat sannolikheten för en klart sämre utveckling men nedåtriskerna består. Problemen med underskott i bytsbalansen fortsätter i och med misslyckandet att nå ett nytt gasavtal med Ryssland och de politiska riskerna kvarstår.

God skörd stöttade BNP-tillväxten 2011

Årlig procentuell förändring



BNP-tillväxten var i årstakt relativt stabil under 2011; tillväxten var i genomsnitt 4,1 procent de tre första kvartalen och accelererade något tredje kvartalet, drivet av bl a goda skördar.

Avmattningen i EU syns ännu inte i det övergripande BNP-måttet men industriproduktion och export utvecklades svagt mot slutet av 2011. Utvecklingen under 2012 blir svag och i kombination med en mer normal skörd försvinner även den drivkraften i ekonomin. Den exportberoende (47 procent av BNP) ekonomin kommer att drabbas av den svaga utvecklingen i Västeuropa, även om höga råvarupriser (bl a stål) och hushållens realinkomster ger stöd. **Sammantaget växer BNP med 3,2 procent 2012 och 4,2 procent 2013.**

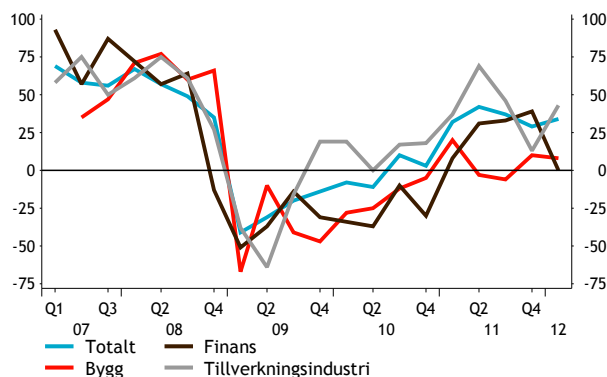
Framåtblickande indikatorer ger något blandade signaler. Näringslivsbarometern har studsat upp på sistone. Att barometern indikerar en mer pressad finanssektor är inte förvånande med

tanke på finansiell osäkerhet och problemen med IMF-avtalet. Produktionen av stål fortsätter att öka men även om nivån nått över de senaste två decenniernas genomsnitt så är den fortfarande 25 procent under toppen innan krisen 2008/2009. Fortsatt höga stål- och livsmedelspriser fortsätter dock att stötta ekonomin, men innebär samtidigt en risk. Bidraget till tillväxten beror på hur internationella konjunkturen utvecklar sig.

Importen ökade snabbare än exporten förra året, bl a hölls exporten av jordbruksprodukter tillbaka något av den exportskatt som infördes vid halvårsskiftet 2011 (och som ersatte tidigare kvoter). Goda realinkomstökningar för hushållen bidrar till att denna utveckling fortsätter i år och **bytesbalansunderskottet väntas öka från 3,9 procent av BNP 2011 till 4,5 procent i år.**

Näringslivsbarometrar ger blandade signaler

Nettotal



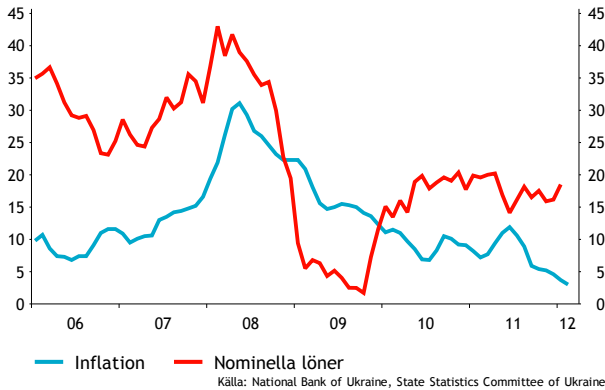
Investeringarna har trots den skakiga miljön ökat, stödda av bl a förberedelserna inför fotbolls-EM i sommar. För att få upp investeringarna ytterligare och minska beroendet av importerad rysk gas har anbudsförfarande påbörjats för utvinning av bl a skiffergas i både östra och västra delen av landet. Enligt uttalande från finansdepartementet är dessa anbudsförfråganden de största landet organiserat. Arbetsmarknaden har ännu inte märkt av avmattningen; mätt som årsgenomsnitt föll arbetslösheten 2011 jämfört med 2010 med 0,3 procentenheter och väntas plana ut på knappt 7,5 procent under 2012.

Inflationen har fallit tillbaka kraftigt senaste halvåret; från toppen 11,9 procent i juni 2011 till 3,7 procent i januari 2012. Fallet är kopplat till lägre matpriser och baseffekter av tidigare höjda gaspriser. Ytterligare höjda gaspriser är den viktigaste utestående knäckfrågan med IMF och en uppåttrisk för inflationen i närtid. Nominella löner har ökat med mellan 15 och 20 procent per år de senaste två åren. Mätt i årstakt har detaljhandels försäljning de tre senaste kvartalen ökat med mellan 12 och 15 procent i fasta priser. **Fallande inflation ger nu kraftigt förbättrade reallöner vilket gör att konsumtionen fortsätter att öka relativt snabbt** och ger det största bidraget till BNP-

tillväxten framför allt 2012 men även 2013. Ett problem som inte kan ignoreras framöver är de höga löneökningarnas effekt på landets internationella konkurrenskraft. **Mätt som real effektiv växelkurs har Ukraina tappat en del i konkurrenskraft**, inte så att det i närtid är oroväckande, men hög inflation och löneökningar har gjort att den reala effektiva växelkursen nu är på den högsta nivån sedan devalueringen 2008; utan högre produktivitet kan inte dagens höga löneökningar fortsätta.

Fallande inflation stärker reallöner

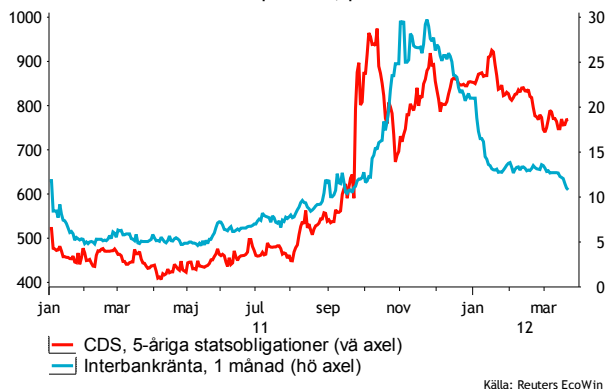
Årlig procentuell förändring



Oron för att banker i Euro-zonen ska dra ner utlåningen i öst har lättat den senaste tiden i och med att ECB:s massiva likviditetsinjektioner. Även om Ukrainas beroende av lån från västeuropeiska banker är klart lägre än t ex Ungerns eller Bulgariens så skulle **en ny våg av osäkerhet slå hårt mot ekonomin**.

CDS och interbankränta

Räntepunkter, procent

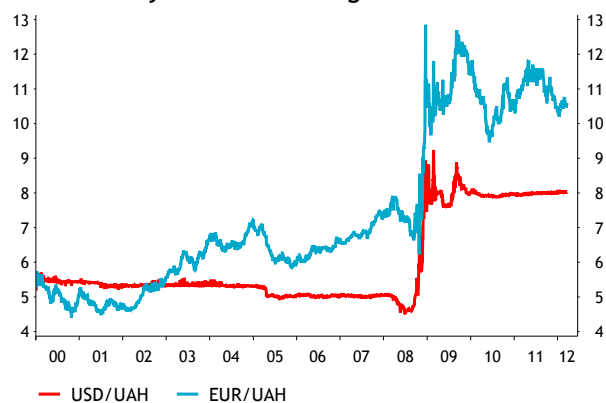


Interbankräntor (1 månad) har fallit tillbaka från nära 30 procent i oktober-november 2011 till drygt 10 procent och priset på CDS (5-åriga statsobligationer) har fallit tillbaka, även om utvecklingen varit skakig. **Regeringen verkar vara mindre orolig över finansieringsläget än den borde vara**. Manöverutrymme har minskat och det finns en risk att IMF tröttnar på landets ovilja att genomföra reformerna enligt SBA-avtalet (som godkändes sommaren 2010 men varit fruset sedan september 2011) och avslutar samarbetet. Bedömningen är fortfarande att Ukraina om så krävs kommer att gå med på att ytterligare minska gassubventionerna (dvs höja gaspriset), vilket är ett IMF krav för återupptaget stöd. Men i närtid kommer regeringen att fortsätta att balansera på en tunn linje med förhoppningen att undvika reformer som kan ytterligare försvaga väljarstödet innan parlamentsvalet i höst.

Centralbankens reserver föll i januari för femte månaden i rad och är nu nästan 20 procent lägre jämfört med augusti

2011. Även om utvecklingen inte är lika allvarlig som 2008 är den oroväckande (utvecklingen beror både på försvaret av växelkursen och en värderingseffekt). Centralbankens valutareserv fortsätter minska i år genom fortsatt försvar av valutapeggen mot USD och växande bytesbalansunderskott. Deprecieringstrycket bedömer vi vara mindre i närtid än för några månader sedan samtidigt som det externa finansieringsbehovet är fortsatt stort. Huvudspåret är att **hryvnian ligger kvar på 8 mot USD 2012 och 2013**. Centralbankens styrränta har legat still på 7,75 procent sedan i augusti 2010. Den förväntade uppgången i inflation från andra halvåret och risk för nytt tryck på valutan skulle kunna tala för en höjning, men den internationella osäkerheten och fallande tillväxt talar emot och vi väntar oss att den hålls oförändrad under hela prognosperioden.

Hryvnian stabil kring 8 mot USD



Den övergripande bedömningen är fortsatt att regeringen på flera fronter försöker att hanka sig fram i närtid. Samtidigt fortsätter försöken att få till ett nytt gasavtal med Ryssland och få ner gaspriset som förbättrar statens finanser och bytesbalansen. Det skulle i sin tur i ett politiskt perspektiv förenkla minskade gas-subsidier och öppna upp för ett fortsatt IMF-avtal. Om detta önskesenario materialiseras skulle flera utestående frågor lösas och regeringens manöverutrymme öka.

Det inrikespolitiska läget är fortsatt komplicerat inför parlamentsvalet i oktober 2012. President Janukovitj från Regionenernas Parti har tappat i stöd (ca 14 procent i opinionsundersökningar i december 2011 jämfört med nära 40 procent 1,5 år tidigare), presidenten bytte nyligen ut finansministern och sannolikheten är låg att han kommer att genomföra några impopulära reformer innan dess. Dessutom sätter budgetunderskottet, som dock blivit lägre än väntat, käppar i hjulet för större stimulanser. Vi väntar oss i stället om något en svagt åtstramande politik, som kan komma att bli större och slå mer mot hushållen om landet behöver kommer överens med IMF. Det offentliga underskottet faller något som andel av BNP i 2012 och 2013 till 2 procent av BNP. Den offentliga skulden stabiliseras på ca 40 procent av BNP.

Förhandlingarna om ett frihandelsavtal med EU slutfördes i slutet av 2011, men EU har inte skrivit under avtalet och sagt att avtalet inte kommer att ratificeras förrän Ukraina visar steg mot ökad demokrati och reformering av det juridiska systemet inklusive domarna mot förra premiärministern Tymosjenko. Vi väntar oss inga framsteg på kort sikt i dessa frågor; skulle Ukrainas problem förvärras kan dock en snabb vändning ske.

ESTLAND

	2006	2007	2008	2009	2010	2011(p)	2012(p)	2013(p)
BNP, %	10,1	7,5	-3,7	-14,3	2,3	7,6	1,5	2,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	4,4	6,7	10,6	0,2	2,7	5,1	4,0	5,0
Arbetslöshet, %	5,9	4,7	5,6	13,9	17,0	12,6	14,0	15,0
Bytesbalans, % av BNP	-15,3	-15,9	-9,7	3,7	3,6	3,2	1,0	0,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	2,4	2,4	-2,9	-2,0	0,2	0,3	-3,0	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	4,4	3,7	4,5	7,2	6,7	6,0	6,5	7,0
3-månaders ränta, årets slut	3,8	7,2	7,8	3,3	1,1	1,4	1,5	1,5

LETTLAND

	2006	2007	2008	2009	2010	2011(p)	2012(p)	2013(p)
BNP, %	11,2	9,6	-3,3	-17,7	-0,3	5,5	2,5	4,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	6,6	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,5	2,1
Arbetslöshet, %	6,8	6,1	7,5	16,9	18,7	15,4	13,6	12,1
Bytesbalans, % av BNP	-22,6	-22,4	-13,1	8,6	3,0	-1,2	-2,7	-4,0
Fin sparande, off sektor % av BNP	-0,5	-0,3	-4,2	-9,6	-7,6	-4,1	-2,4	-1,6
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	10,7	9,0	19,7	36,7	44,7	43,8	42,9	40,8
EUR/LVL, årets slut	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Styrränta, årets slut	5,0	6,5	6,0	4,0	3,5	3,5	3,5	3,5

LITAUEN

	2006	2007	2008	2009	2010	2011(p)	2012(p)	2013(p)
BNP, %	7,8	9,8	2,9	-14,8	1,4	5,9	2,0	3,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	3,8	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	2,5	3,0
Arbetslöshet, %	5,6	4,3	5,8	13,7	17,8	15,4	14,0	12,0
Bytesbalans, % av BNP	-10,6	-14,5	-13,0	4,3	1,5	-3,0	-3,0	-4,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-0,4	-1,0	-3,3	-9,5	-7,0	-6,0	-3,5	-2,9
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	17,9	16,8	15,5	29,4	38,0	39,0	41,0	42,0
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	3,79	6,65	9,89	3,90	1,50	1,66	1,20	1,35
5-års ränta, årets slut	3,90	4,80	13,10	6,60	4,60	5,40	4,40	4,70

(p) = prognos

POLEN

	2006	2007	2008	2009	2010	2011(p)	2012(p)	2013(p)
BNP, %	6,2	6,8	5,1	1,6	3,9	4,3	3,0	3,6
Inflation, årsgenomsnitt, %	1,3	2,6	4,2	4,0	2,7	3,9	3,8	2,8
Arbetslöshet, %	13,9	9,6	7,1	8,2	9,6	9,7	11,5	11,3
Bytesbalans, % av BNP	-3,8	-6,2	-6,6	-4,0	-4,5	-4,1	-4,6	-4,2
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-3,6	-1,9	-3,7	-7,3	-7,9	-5,5	-3,3	-3,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	47,7	45,0	47,1	50,9	55,0	54,9	54,5	54,0
EUR/PLN, årets slut	3,8	3,6	4,1	4,1	4,0	4,5	4,0	3,8
Styrränta, årets slut	4,00	5,25	4,00	3,50	3,75	4,50	4,00	4,00
5-års ränta, årets slut	4,98	6,13	5,34	5,91	5,52	5,34	4,60	5,00

RYSSLAND

	2006	2007	2008	2009	2010	2011(p)	2012(p)	2013(p)
BNP, %	8,2	8,5	5,2	-7,8	4,0	4,3	3,8	4,1
Inflation, årsgenomsnitt, %	9,7	9,0	14,1	11,7	6,9	8,5	5,0	6,0
Arbetslöshet, %	7,2	6,1	6,4	8,4	7,5	6,6	6,4	6,4
Bytesbalans, % av BNP	9,5	5,9	6,2	4,1	4,8	5,5	3,6	2,3
Fin sparande, off sektor, % av BNP	8,1	6,0	4,9	-6,3	-3,5	-1,0	-2,0	-1,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	9,0	8,5	7,9	11,0	11,7	12,0	13,0	13,0
USD/RUB, årets slut	26,32	24,57	30,53	30,31	30,57	32,19	29,33	29,30
Rubel mot eurodollarkorg	30,1	29,7	35,4	36,1	35,2	36,5	32,8	31,9

UKRAINA

	2006	2007	2008	2009	2010	2011(p)	2012(p)	2013(p)
BNP, %	7,4	7,6	2,3	-14,8	4,2	5,2	3,2	4,2
Inflation, årsgenomsnitt, %	9,1	12,8	25,2	15,9	9,4	8,0	7,0	8,0
Arbetslöshet, %	6,8	6,4	6,4	8,8	8,1	7,8	7,8	7,7
Bytesbalans, % av BNP	-1,5	-3,7	-7,1	-1,5	-2,1	-3,9	-4,5	-4,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-1,4	-2,0	-3,2	-6,3	-5,7	-2,8	-2,5	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	14,8	12,3	20,5	35,4	40,1	39,5	39,0	39,0
USD/UAH, årets slut	5,05	5,05	7,80	8,00	7,97	8,00	8,00	8,00

(p) = prognos



Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

Eastern European Outlook finns också tillgänglig på Internet: www.seb.se under Ekonomi, Nyheter & rapporter och Ekonomiska rapporter.

För att få tillgång till övrig ekonomisk analys och tradingrekommendationer för Merchant Bankings kunder gå in på www.seb.se/research. Här krävs ett lösenord som är exklusivt för dessa kunder.

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

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.



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av andra finansiella tjänster. I Danmark, Finland, Norge, och Tyskland har verksamheten en stark inriktning på företagsaffären och investment banking utifrån ett fullservicekoncept till företagskunder och institutioner. Verksamhetens internationella prägel återspeglas i att SEB finns representerad i ett 20-tal länder runt om i världen. Den 31 december 2011 uppgick koncernens balansomslutning till 2 363 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 261 miljarder kronor. Koncernen har cirka 17 000 anställda. Läs mer om SEB på www.sebgroup.se.

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

De makroekonomiska bedömningarna görs av enheten Ekonomisk Analys. Utifrån konjunkurläget, 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 Baltikum, Polen, Ryssland och Ukraina. Den utkommer en gång i halvåret.