



Eastern European Outlook

Ekonomisk Analys – Oktober 2012

Ryssland och Polen sviktar men
står emot omvärldskrisen hyggligt

Tema: Baltikums konkurrenskraft

SEB

Eastern European Outlook utkommer två gånger per år. Denna rapport publicerades den 10 oktober 2012.

Rapporten skrevs av Mikael Johansson (chefredaktör), Daniel Bergvall, Dainis Gaspuitis, Ruta Arumäe och Vilija Tauraitė.

Robert Bergqvist
Chefekonom
+ 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

Ruta Arumäe
Ekonom, SEB i Tallinn
ruta.arumae@seb.ee
+372 6655173

Dainis Gaspuitis
Ekonom, SEB i Riga
dainis.gaspuitis@seb.lv
+371 67779994

Gitana Nausėda
Chefekonom, SEB i Vilnius
gitanas.nausėda@seb.lt
+370 5 2682517

Vilija Tauraitė
Ekonom, SEB i Vilnius
vilija.tauraitė@seb.lt
+370 5 2682521

Sammanfattning

Tungviktarna Ryssland och Polen fortsätter 2013-2014 att stå emot omvärldskrisen bättre än många andra länder i Östeuropa, främst jämfört med centrala och södra regionen där flertalet ekonomier reser sig långsamt från nuvarande stagnation/recession. Men tillväxten blir måttlig, ca 4 procent respektive 3-4 procent, och Polen tappar senaste årens stjärnstatus. I Baltikum bidrar växande inhemsk efterfrågan och en konkurrenskraftig export till att tillväxten når potentiell takt på ca 4 procent per år. Tidigare värst krisdrabbade Lettland utvecklas jämnast och starkast av baltstaterna över perioden 2012-2014.

Måttliga exportvikt, modest offentlig skuldsättning samt litet eller måttligt beroende av bankfinansiering via krisande Euro-zonen gör att **Ryssland** och **Polen** kan uppvisa hygglig motståndskraft mot den svaga utvecklingen i världsökonomi. Men även Ryssland och Polen känner av inbromsningen i främst Västeuropa. Konjunktursvackorna sedan i våras har varit något starkare än väntat; i Ryssland på grund av vikande export, i Polen till följd av en avmattning i konsumtion och investeringar. Svackorna bedöms dock bli temporära. Under loppet av 2013 stegas rysk tillväxt åter upp av fortsatt högt oljepris och god konsumtionstillväxt, medan Polens inhemska efterfrågan stöts av sjunkande inflation och senaste månadernas kraftiga räntefall som befästs av att centralbanken inom kort börjar sänka sina styrräntor.

I **Baltikum** dämpas den exportdrivna konjunkturedgången av fortsatt hygglig inhemsk efterfrågan. Investeringarna gynnas av ökat byggande, som dock ännu släpar efter i Litauen, och att länderna nyttjar EU-medel för infrastrukturprojekt. Konsumtionen får näring av ökad lönetillväxt och en gradvis förbättring på arbetsmarknaderna även om den pågående gradvisa nedgången i den höga arbetslösheten kommer av sig en del det närmaste året. Exporten repar sig gradvis. Interndevalveringarna, dvs löne- och prissänkningarna under 2008-2010, har varit tillräckligt stora för att återställa konkurrenskraften. Alla tre baltstater har de senaste åren återtagit tidigare förlorade marknadsandelar i exporten. De står sig även hyggligt i konkurrensen med EU:s övriga sju östekonomier, även om Lettland hamnar på sista plats vad gäller exportprestationen för perioden 2005-2011. Baltikums konkurrenskraft bedöms förbli god med viss varning för en sämre utveckling i Estland som redan utmärker sig med relativt hög lönetillväxt och inflation.

Ukrainas tillväxt har bromsats in hårdare än väntat, främst till följd av lägre stålpriser som hämmat export och politisk osäkerhet som hållit tillbaka investeringar. Ekonomin återhämtar sig långsamt de närmaste åren med stöd av konsumtion och att exporten får bränsle av en devalvering; vi spår att hryvnian devalveras med minst 10 procent månaderna efter parlamentsvalet den 28 oktober. Balanserat mellan Ryssland och EU gällande politisk och ekonomisk integration väntas fortsätta.

Vad gäller **tidtabellen för euro-medlemskap** fortsätter vi att förutspå att **Lettland** väl klarar Maastrichtkriterierna och därmed kan gå med i euron **som planerat 2014**. Litauen ligger något sämre till i ekonomisk konvergens än Lettland och därtill är den politiska osäkerheten större; ett regeringsskifte väntas i det stundande valet. Sittande regerings mål 2014 spricker och **Litauen** går med i Euro-zonen **troligen senare än 2015**. **Polen** har inget uttalat måldatum för euroanslutning; **tidigast 2016** framstår i dag som troligt måldatum framöver.

Fortsatt svagt trots massiv monetär stimulans

- **Global återhämtning dröjer till 2014**
- **Nolltillväxt i Euro-zonen 2013**
- **Euron försvagas åter påtagligt**

Världsekonomin har tappat ytterligare fart de senaste två kvartalen. Avmattningstendenserna har varit mer **synkroniserade** än tidigare. USA har visserligen visat tecken på stabilisering – mycket till följd av att cykliskt starkt nedpressade bo- och byggmarknader sakta börjat återhämta sig och att hushållens skuldanpassning kommit långt – men ekonomin växer under trend. I Västeuropa har tysk tillväxt börjat svikta och Euro-zonen gick under tredje kvartalet av allt att döma in i recession, dvs två kvartal i rad med fallande BNP. Asien har fortsatt att växa ned; Kina såsom vi länge räknat med i form av en mjuklandning som kan fortsätta att vårdas med ekonomisk-politisk stimulans, Indien dock i en oväntad hård inbromsning. Östeuropa har visat fortsatt divergens inom regionen. Ryssland och Polen håller emot omvärldskrisen klart bättre än delar av centrala och södra Östeuropa där många länder är i stagnation eller tillbakagång, och där indikatorer pekar mot fortsatt svaghet närmaste året.

Framåtblickande indikatorer visar ingen snar ljusning globalt. De allra senaste månaderna har inköpschefsindex på många håll i och för sig stabiliserats och slutat falla. Men index ligger med få undantag kvar något under expansionsgränsen 50. Hösten fortsätter troligen att präglas av svaghet, utan några stora rörelser, i indikatorbild. På kort sikt hämmas såväl framtidstro som efterfrågan, inte minst investeringar, av politisk osäkerhet på båda sidor av Atlanten. Den gäller främst eurokrisen men även utgången av USA:s presidentval och finanspolitik; en långsiktig åtgärdsplan för att stärka de offentliga finanserna måste läggas fram före årsskiftet för att undvika automatiskt drastisk nedskärning och vi spår också en kompromisslösning mellan demokrater och republikaner i sista stund.

Den **svaga tillväxten i de större OECD-ekonomierna är ännu ej självgående.** Nödvändig skuldanpassning bakbinder finanspolitiken, dock ej i Tyskland som har utrymme att stimulera men där utsikterna är oklara om steg tas. Det betyder att **centralbankerna får ta ansvaret** att i möjligaste mån stimulera efterfrågan samt stötta finansiell riskaptit. Utrymme finns då stora lediga resurser, och därtill stigande arbetslöshet i många länder det närmaste året, resulterar i fortsatt låg kärninflation. De stora centralbankerna har sedan i somras dragit igång en ny runda av omfattande kvantitativa monetära stimulanser. ECB har även sänkt styrräntor, inlåningsräntan till noll, samt flaggat för att i höst åter börja köpa krisande euroländers statspapper. Den **ultralätta penningpolitiken** i de stora OECD-länderna

väntas **ligga kvar** de närmaste två åren. Dessa likviditets- och ränteinjektioner väntas fortsätta att staga upp en bräcklig riskaptit på finansmarknaden men ger inga stora positiva real-ekonomiska effekter på kort sikt då osäkerhet i grunden är en viktig bromsfaktor för efterfrågan.

Tillväxten i OECD liksom i tillväxtekonomierna bottnar ur i inledningen av 2013 och vänder därefter sakta uppåt. Även 2013 blir ett lågkonjunkturår i OECD, med en tillväxt under trend. **Först 2014 är tillväxten åter mer normal i OECD och världen;** global tillväxt väntas då bli 4,1 procent, strax över trend 3,75-4,00 procent. Euro-zonen pressas av stålbaden i krisländerna och osäkerhet om euro-systemets överlevnad, där vi spår att euron överlever men där risken kvarstår att Grekland överger euron. Efter årets recession i **Euro-zonen väntar nolltillväxt 2013** och modest tillväxt 2014. Vi fortsätter räkna med att **Tyskland undgår recession**, och visar hyfsad tillväxt på 1,0 respektive 1,5 procent 2013-2014. Att Tyskland kan upprätthålla tillväxt är också viktigt för Östeuropa, särskilt för centraleuropeiska länder som Polen, Slovakien, Tjeckien och Ungern som har så mycket som 20-30 procent av sin export till Tyskland.

Globala nyckeltal

BNP, årlig procentuell förändring

	2011	2012	2013	2014
USA	1,8	2,2	2,2	2,6
Euro-zonen	1,5	-0,4	0,2	0,9
Världen	3,9	3,3	3,6	4,1
Oljepris USD/fat	112,3	111,8	110,0	115,0
EUR/USD, dec	1,29	1,28	1,18	1,15

Källa: SEB

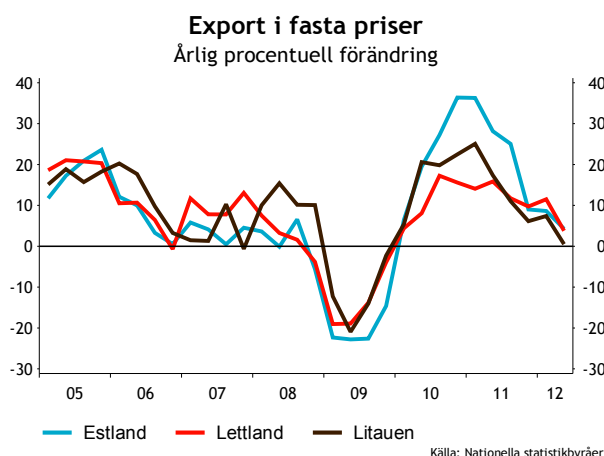
Euron har efter tidigare deprecieringstrend sedan 2011 vänt uppåt senaste månaderna, från ca 1,20 till 1,29 mot USD. Återhämtningen startade i slutet av juli då ECB-chefen Draghi sade att ECB ska göra allt för att rädda euron. Feds QE3-lansering i september bidrog till att förstärka eurons uppgång mot USD. **EUR deprecierar åter på sikt**, till 1,18 mot USD i slutet av 2013 och till 1,15 i december 2014. Detta av fundamentala skäl; Euro-zonens krisländer behöver förbättra konkurrenskraft och det väntas inte bara ske via sänkta löner. Dessutom repar sig USA:s tillväxt före Euro-zonens.

Oljepriset ligger kvar på nuvarande relativt höga nivå (110-115 USD/fat på Brent-kvalitet) de närmaste åren. Oro i Mellanöstern samt gradvis återhämtning i Kinas tillväxt och världsekonomin överlag håller uppe oljepriset.

God konkurrenskraft i export efter interndevalveringar

- **Förlorade marknadsandelar återtagna**
- **Lettland svagast av EU-östländerna**
- **Modest lönetillväxt – relativt hög i Estland**

En **exportboom** under åren 2010-2011 gjorde att **Baltikums ekonomier åter kom på fötter** efter tidigare depression. Uppgången drevs av en återhämtning i extern efterfrågan efter global recession 2009 men fick också **extra näring av interndevalveringar**. Enligt officiella siffror sänktes den genomsnittliga månadslönen i Estland och Litauen med totalt 12 procent och i Lettland med 19 procent, allt räknat från topparna under 2008 fram till att anpassningen var över i början av 2010. Därmed reparerades konkurrenskraften som urgröpts av tidigare överhettning.



Lönerna rusade under överhettningens åren 2004-2008, med i snitt 16 procent i Estland och i Litauen och med 20 procent i Lettland. Den lettiska löneökningstakten var nära 35 procent under 2007 och inflationen drevs i spåren av detta upp till i snitt 15,3 procent 2008. Ländernas strategi att bryta denna ohållbara trend och korrigera de svåra obalanserna med hjälp av **interndevalvering**, dvs sänkta löner och priser, i stället för devalvering av de fasta valutorna (alla länderna hade europeggar då, Estland gick med i Euro-zonen 2011) var **logisk sett**

till sjukdomsbilden. De exploderande bytesbalansunderskotten på mellan 14 och 22 procent av BNP åren 2006-2007 (jämfört med vid den tiden uthålliga nivåer på runt 6-7 procent) var primärt inte tecken på dålig konkurrenskraft i exporten utan alltför stark, delvis kreditdriven, inhemsk efterfrågan som eldade under importen. Att devalvera valutorna då företag och hushåll hade ca 70-90 procent av lånen i utländsk valuta (främst euro) hade också kunnat skapa kaos och pressat upp inflationen rejält från redan mycket höga nivåer. Dessutom var den externa efterfrågan anemisk vilket minskade utsikterna för en "kick-start" för exporten via valutadevalvering.

Under det **senaste året har dock exportboomen**, som varit mest accentuerad i Estland där årstakten som högst legat nära 40 procent, **klingat av**. Under andra kvartalet i år var årliga ökningstakten i exporten nere i måttliga ca 4 procent i Estland och Lettland samt nära noll i Litauen där utvecklingen dock tyngdes extra av ett planerat produktionsavbrott i landets exporttunga oljeraffinaderi.

Är detta omslag från styrka till svaghet i exporten delvis ett uttryck för att Baltikum borde ha sänkt lönerna än hårdare tidigare? Nej, **förklaringen till inbromsningen är den nya skarpa konjunkturnedgången i främst Västeuropa**. Vår syn är fortfarande att kostnadsanpassningen var tillräcklig.

Alla de tre baltiska länderna har också under de senaste två-tre åren **återtagit förlorade marknadsandelar i exporten**; främst Estland men även Litauen kan t o m uppvisa betydande exportframgångar för 2010-2011. Detta framgår av EU-kommissionens data (se tabell nedan).

Vi har också sammanställt **exportprestationen i EU:s tio östekonomier** för en längre period, under 2005-2011 (se tabell nästa sida). Sett över denna period har **Estland och Litauen stått sig hyggligt i konkurrensen**, medan **Lettland utmärker sig negativt**. Bulgarien och Ungern är i topp. Estland hamnar på delad tredje plats med Tjeckien och Rumänien, alla med 3,7 procent som genomsnittlig förändring av marknadsandelar. Litauen är inte långt efter med sina 3,2 procent men hamnar sju. Lettland är sämst med sina 1,3 procent.

Förändring av marknadsandelar i exporten

Årlig procentuell förändring

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Estland	8,1	-3,0	-5,2	-1,1	-1,1	11,8	16,1	-2,3
Lettland	10,2	-4,7	1,0	-1,7	3,5	-0,9	2,0	0,6
Litauen	6,8	0,0	-7,2	8,7	4,9	5,5	3,6	0,3

Källa: EU-kommissionens vårprognos 2012

Förändring av marknadsandelar i exporten

Genomsnitt 2005-2011, i procent

Bulgarien	7,3	Litauen	3,2
Ungern	4,1	Polen	2,4
Estland	3,7	Slovenien	1,5
Rumänien	3,7	Lettland	1,3
Tjeckien	3,7	Euro-zonen	-0,2
Slovakien	3,3		

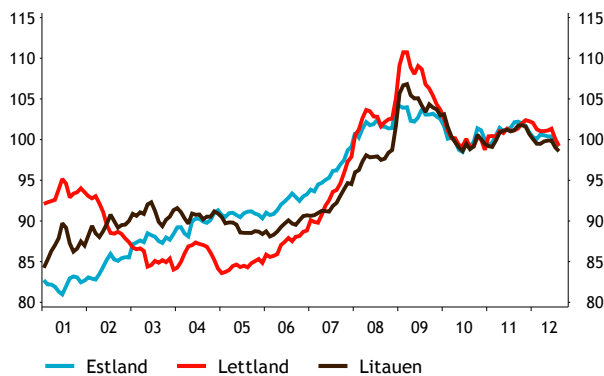
Källa: EU-Kommissionens vårprognos 2012

Framtiden då? Den **baltiska exportens konkurrenskraft** bedöms **förbli god** – men **viss varning för sämre utveckling i Estland**.

Ett mått på konkurrenskraft är real effektiv växelkurs där förstärkning betyder försämrad konkurrenskraft. De reala effektiva kurserna (denna beräkning är baserad på KPI och jämför utvecklingen mot 58 ekonomier) har varit förhållandevis stabila i alla länder sedan den aktiva kostnadsanpassningen nedåt gjordes. Under 2009-2010 var deprecieringen i Lettland ca 11 procent, Litauens valuta föll med ca 7 procent och Estlands valuta med ca 6 procent. Därefter apprecierade valutorna med bara ett par procent fram till slutet av 2011. Under 2012 har trenden vänt nedåt i samtliga valutor, vilket gjort att **reala effektiva växelkurserna i dag** är praktiskt taget **oförändrade** mot de nivåer de bottnade på **efter anpassningen**.

Reala effektiva växelkurser

Index 100 = 2005



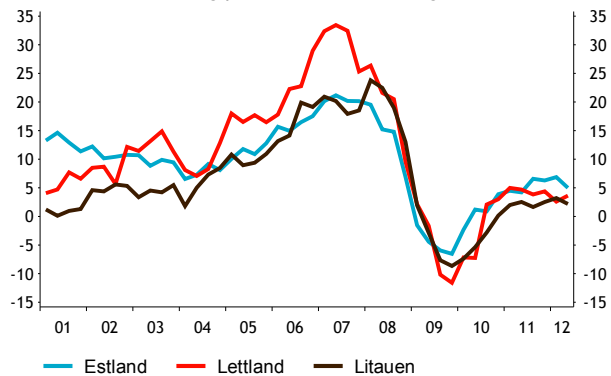
Källa: BIS

Lägre euro sedan slutet av 2011 har bidragit till dämpningen av de reala effektiva växelkurserna; och med vår prognos om förnyad euro-depreciering, efter viss rekyl andra halvåret i år, ligger denna faktor kvar på sikt. Men **i grunden beror den relativt lugna och stabila kursutvecklingen på att lönetillväxten växlat ned** och därmed inte ger några stora kostnadsimpulser. Under första halvåret i år växte lönerna i årstakt med modesta 2,7 procent i Litauen och 3,1 procent i Lettland. Estland avvek dock med en relativt hög lönetillväxt på 6 procent samt en bestående relativt hög inflation på ca 4 procent. Vår prognos för det närmaste året är att Lettland och Litauen fortsätter att uppvisa en måttlig lönetillväxt och att Estlands relativt höga takt ökar ytterligare något till 7-8 procent. **Estlands löneutveckling är något oroande**, dels för ökningstakten i sig, dels för att den gick upp relativt snabbt i fjol i ett läge då

det var stora lediga resurser i ekonomin. Estlands nuvarande arbetslöshet på ca 10 procent är troligen dessutom bara ett par procent över den nivå som kan betecknas som strukturell. Skulle den estniska lönetillväxten fastna på uppemot 8 procent överskrider långsiktiga produktivitetstillväxten. Estland riskerar då att åter få ökat kostnadstryck och därmed problem med konkurrenskraften.

Löner

Årtig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyråer

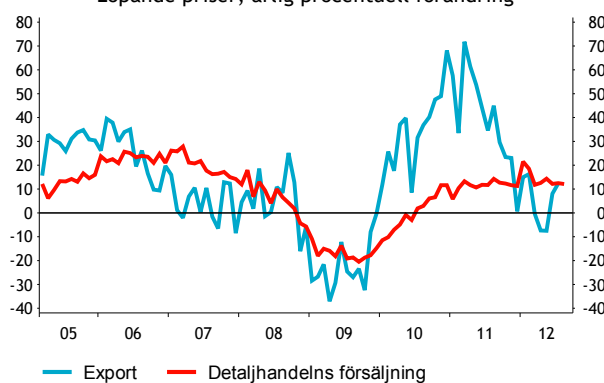
Inhemsk efterfrågan håller uppe tillväxten

- **Stabila förtroendeindikatorer**
- **Skuldneddragningsprocessen går mot sitt slut**
- **Bestående hög inflation**

Svagare export gjorde att avmattningen i ekonomin fortsatte under första halvan av 2012; **eurokrisen sprider sig till Estlands exportmarknader**. Exporten uppgår till hela 75 procent av BNP. **Inhemsk efterfrågan har hållit uppe tillväxten**. Detta har bidragit till ett något större bytesbalansunderskott som dock endast uppgår till 2 procent av BNP vilket fortfarande tyder på en balanserad ekonomi. Tidigare korrigerings av underliggande obalanser har lagt grunden för uthållig tillväxt. Sårbarheten för variationer i externfinansiering har minskat och konkurrenskraften har återställts genom sänkta arbetskraftskostnader.

Detaljhandelns försäljning och exporttillväxt

Löpande priser, årlig procentuell förändring



Trots att framtiden för Euro-zonen ser osäker ut är företag och hushåll mer positiva om framtiden. Sedan i våras har **förtroendebarmetrar varit fortsatt relativt stabila**, vilket kan jämföras med kraftigt försämrade sentiment i Västeuropa. Det finns orsaker till detta. Ekonomiska korrigerings har redan genomförts i Estland samtidigt som genomförandet i väst fortfarande pågår. Kraftigast påverkat är sektorer som är exponerade mot utlandet så som tillverkningsindustri och transport, men framtblickande indikatorer har trots det varit stabila.

Extern efterfrågan ger inte en ekonomisk tillväxt på de för Estland vanliga nivåerna. Men inhemsk efterfrågan möjliggör fortsatt modest tillväxt de kommande åren. **BNP-tillväxten väntas botts tredje kvartalet 2012 och öka med 2,5 procent 2012, 3,3 procent 2013 och 4,0 procent 2014**. Den medelfristiga tillväxtpotentialen kommer att bestämmas av interna resurser, eftersom den externa miljön kommer att vara utmanande. Vår bedömning är att den **potentiella tillväxt-**

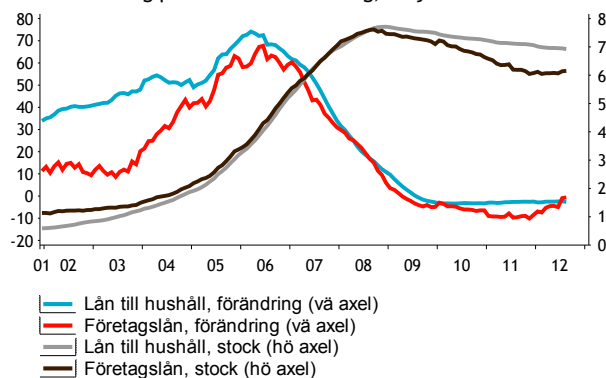
takten är runt 4 procent, klart lägre än den potentiella på 6-7 procent som gällde innan krisen. Stor emigration och långsamare och mer hållbar kreditväxt har sänkt den uthålliga tillväxtförmågan.

Svag efterfrågan är det som huvudsakligen begränsar exporttillväxten samtidigt som **exportens konkurrenskraft är god**. Konkurrenskraften har förbättrats än mer efter eurons fall sedan 2011 och eurons appreciering under andra kvartalet bedöms ha varit temporär. Potentialen för exporttillväxt har förbättrats i och med den gradvis mer öppna ryska marknaden genom WTO-inträdet. På senaste tiden har Rysslands andel av estnisk export ökat snabbt och närmar sig de två största handelspartnerna Sveriges och Finlands andelar. Detta beror till stor på transithandel. Samtidigt som förbättrade exportmöjligheter till Ryssland kan kompensera för svagheter på de nordiska marknaderna finns det en risk att krisen i Euro-zonen kan skapa mer långsiktiga svagheter för exporten. Detta är en anledning till att vi har dragit ner vår BNP-prognos för 2014 till 4 procent, från 4,9 procent i *Nordic Outlook* augusti 2012.

Skuldneddragningen bland företag avstannade under 2011 och sedan april 2012 tyder tecken på att den också håller på att upphöra bland hushållen. Även om vi inte väntar oss en ny låneboom i närtid så kommer inte nedtrycket från skuldneddragnings att vara kvar. Nya lån till hushållen kommer att hållas tillbaka av fortsatt hög skuldbörda för privatpersoner trots lägre skulder och av att bostadslån fortfarande överstiger värdet av fastigheterna. Å andra sidan är räntor på bostadslån rekordlåga och attraktiva för nya låntagare. Men räntorna är inte låga nog för att vara attraktiva för refinansiering av existerande bostadslån. Till det kommer att priserna på bostäder börjar bli överkomliga. Trots dessa gynnsamma förhållanden kommer återhållande faktorer att dominera.

Privat sektor drar ner på skulderna

Årlig procentuell förändring, miljarder EUR



I byggsektorn ligger volymtillväxten på 30 procent och man kan ana att en ny bostadsboom. Detta är dock inte fallet. **Byggboo-**

men är temporär och varar till mitten av 2013 och är egentligen en renoveringsboom i alla fall vad gäller bostäder. Renoveringarna syftar till att öka energieffektiviteten och finansieras av statliga inkomster från försäljning av CO₂-kvoter. Samtidigt fortsätter infrastrukturinvesteringarna i god takt, stödda av EU-medel. Nära hälften av BNP-tillväxten kom från byggsektorn under första halvåret 2012. Denna tillväxt kommer inte att hålla i under 2013 när CO₂-pengarna är slut och investeringarna kommer då att ge ett negativt BNP-bidrag.

Efterfrågan har till stor del drivits av investeringar under det senaste året. Under andra kvartalet var de i stort sett det enda som drev BNP-tillväxten när andra delar ekonomin hackade. Till och med bidraget från konsumtion har halverats och nettoexporten har varit negativ i över ett år.

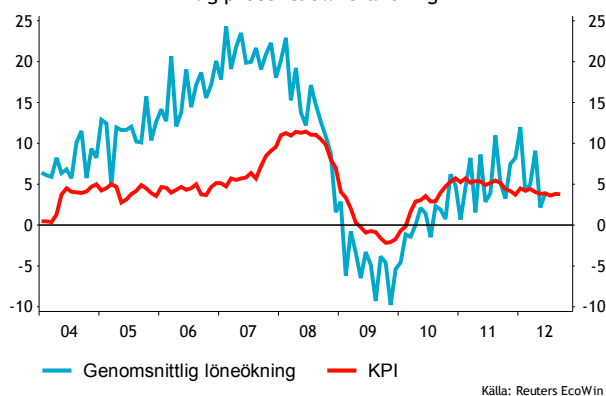
Investeringarna kommer att ge ett negativt BNP-bidrag 2013 och den huvudsakliga tillväxtkraften kommer i stället från konsumtion. Mot bakgrund av inbromsningen det andra kvartalet och fallande exportinkomster är frågan i vilken utsträckning landet kan lita på fortsatt konsumtionstillväxt. Trots ofrånkomliga överspillningseffekter från exporten, **indikerar flera faktorer växande privat konsumtion 2013**. Konsumtionen steg 2011 framför allt på att sysselsättningen snabbt återhämtade sig samtidigt som reallönerna knappt steg. Under första halvan av 2012 bidrog både sysselsättningstillväxt och reallöneökningar till ökad konsumtion. Framöver kommer konsumtionen att bero mer på reallönetillväxt samtidigt som sysselsättningsökningen saktar in.

Ett **ökat lönetryck** har det senaste året vuxit fram efter Estlands svängningspolitik under krisåren; lönerna för vissa branscher är redan tillbaka på förkrisnivå. Framför allt växer lönetrycket i offentlig sektor, som ligger efter den privata. Flera avtal inom offentlig sektor har förhandlats för 2013, bland annat generella löneökningar på 4 procent och mellan 3 och 6 procent för sjukhusanställda. Men gapen mellan vad som krävts och avtalats är fortfarande enormt. Avtal för lärarnas löneökningar förhandlas fortfarande. Det finns fortfarande utrymme för löneökningar som ett fördröjt svar på stora företagsvinster. På den negativa sidan ligger att produktivitetstillväxten har fallit till noll, vilket kan hålla tillbaka löneökningarna andra halvan av 2012.

Trots en relativt hög arbetslöshet på 10,2 procent andra kvartalet 2012, ner från 13,3 procent för ett år sedan, kommer minskningstakten att avta. Begränsningar givna av strukturella faktorer ökar och det finns en stor brist på utbildad arbetskraft i de flesta sektorerna. Därför kommer lönetrycket att bli större, trots en hög arbetslöshetsnivå som väntas sjunka marginellt.

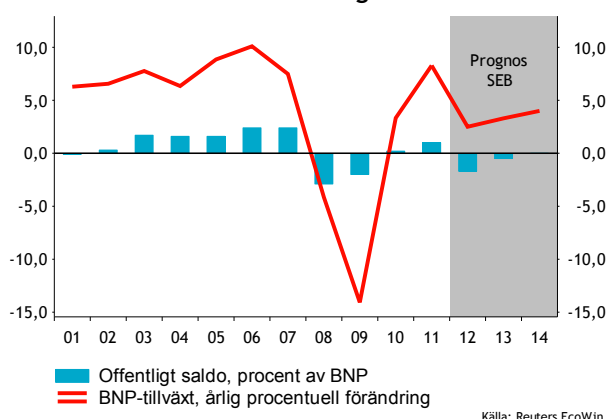
Trots att **löneökningarna** har varit över 5 procent under första halvåret 2012 så har den reala ökningen eroderats av relativt hög inflation, runt 4 procent. Inhällande inflation är en annan faktor bakom lönekraven, speciellt bland låginkomsttagare. Många ester söker jobb utomlands och ökade bristtillstånd på arbetsmarknaden kommer att elda på lönebrasan.

Priser och löner
Årtlig procentuell förändring



Inflationstrycket kommer inte att minska de kommande två åren, delvis på grund av lönetrycket men även ökad penningmängd. Det senare är en känslig faktor för inflationen i Estland. Framför allt 2013 är en källa till inflationsoro, eftersom elmarknaden kommer att öppnas för konkurrens och flera stora marknadsaktörer har flaggat för prisökningar på upp till 68 procent från januari 2013. Detta kommer att slå igenom på inflationen på bred front och är en negativ faktor för konsumtionsprognosen. Vi väntar oss att inflationen som årsgenomsnitt hamnar på 4,3 procent 2013.

BNP och offentligt saldo



Otypiskt för Estland så **motverkar** faktiskt nu **finanspolitiken konjunktursvängningarna**. Den internationella avmattningen motverkas av stora offentliga investeringar 2012 som har lyft tillväxten. 2012 kommer sociala förmåner att öka. Pensionerna kommer att öka med 5 procent och arbetslöshetsunderstöds-skatten kommer att minska vilket stärker reallönerna. Dessa faktorer kommer att stötta konsumtionen. Vi väntar oss små offentliga budgetunderskott de kommande åren.

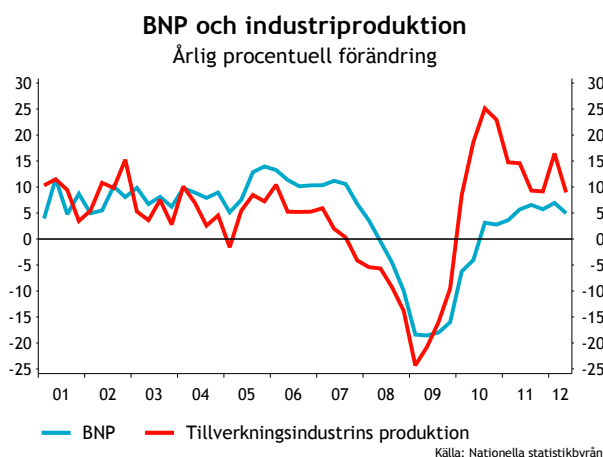
Inrikespolitiken är förvånansvärt stabil. Högerkoalitionen i regeringen åtnjuter stigande popularitet. Regeringspartierna är samma som under krisen och det kommer att bli än lättare för dem att vinna popularitet nu när ekonomin åter växer. Men regeringen för fortfarande en medelsiktig budgetpolitik som ska ge förbättrat saldo och offentliga utgifter väntas växa endast svagt. Nästa allmänna val hålls i mars 2015.

Kriterierna för euroanslutning 2014 inom räckhåll

- **Anmärkningsvärd tillväxt bleknar på kort sikt**
- **Inhemsk efterfrågan håller uppe tillväxten**
- **Strukturell arbetslöshet en utmaning**

Under första halvan 2012 var tillväxten i Lettland imponerande 5,9 procent i årstakt. Tillväxten hölls uppe av både detaljhandeln och tillverkningsindustrin, trots en markant inbromsning av exporttillväxten. En stabil ökning inom transport, kommunikation och turism noterades även. Byggnadset fortsatte att återhämta sig. Under andra kvartalet var framför allt privat konsumtion och investeringar drivkrafter för tillväxten.

Framtida tillväxtutsikterna är nära kopplade till Euro-zonen och att effekterna av den globala tillväxtinbromsningen blir mer uppenbara. Vi väntar oss en inbromsning i Lettland under andra halvåret och därefter en gradvis återhämtning 2013. I slutet av 2012 kommer osäkerheten kopplad till Euro-zonen att vara extra hög, framför allt kopplad till Spanien och Grekland. Trots detta gör stark inhemsk efterfrågan i kombination med den hyfsat goda utvecklingen i tillverkningsindustri och export att vi har en relativt optimistisk framtidsvy. En viktig faktor för att upprätthålla tillväxten är tillgången till finansiering. I detta avseende har Lettland ett övertag jämfört med flera andra östeuropeiska länder. Till det kommer att ytterligare tillväxtmöjligheter kommer att öppna sig i och med Rysslands medlemskap i WTO. **Sammantaget växer BNP med 4,5 procent 2012 och 3,6 respektive 4,5 procent 2013 och 2014.** Vi har justerat upp vår prognos för 2012 i *Nordic Outlook* augusti från 3,5 procent och prognosen för 2013 ner från 4,0 procent.



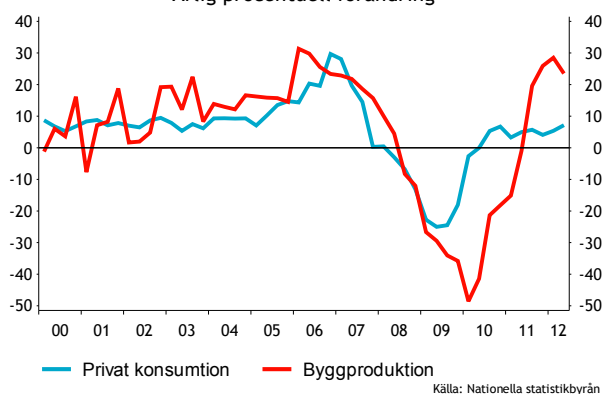
Trots blek internationell efterfrågan är Lettland ett av få länder med ökande industriproduktion, även om tillväxttakten troligen kommer att mattas av. Produktionsvolymen steg under de

första sju månaderna med 6,4 procent jämfört med samma period förra året. Tillverkningsindustrin ökade produktionen mer, med 10,4 procent. Det bör dock noteras att enskilda industrier uppvisade rätt så volatil utveckling, vilket kan förklaras av bl a säsongsfaktorer. Det kommer dock inte att vara möjligt att helt undvika en fallande ökningstakt om den globala inbromsningen fortsätter. Samtidigt skapar den nuvarande turbulensen nya möjligheter för nischaktörer som Lettland. Under andra halvan av 2012 kan större skillnader i sektordynamiken att kunna observeras.

Byggsektorn fortsatte att **växa kraftigt** under andra kvartalet och uppvisade den snabbaste ökningen av olika näringsgrenar. Volymen ökade med 23,5 procent i årstakt. Bostadsbyggnadset ökade med 45,8 procent. Den möjliga rollen bostadsbyggnadset kan spela för framtida ekonomisk aktivitet indikeras av bl a ökat antal byggnadstillstånd. Vi kan därför väntas oss att byggsektorn kommer att bidra mer till BNP-tillväxten på kort sikt, trots en inbromsande ökningstakt.

Under de sju första månaderna av året ökade **detaljhandels försäljning** med 9,8 procent i volym jämfört med samma period 2011. Hushållen och turism fortsatte att aktivt spendera. Det finns dock en långsiktig osäkerhet eftersom det finns en preferens för direkt konsumtion samtidigt som litet fokus sätts på sparande och att inte ta på sig mer skulder. Generellt finns **ingen möjlighet att fortsätta den nuvarande tillväxttakten.**

Privat konsumtion och byggande
Årlig procentuell förändring

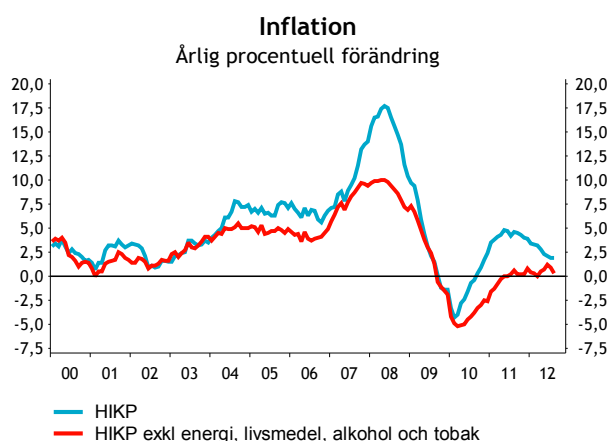


På grund av problemen i Sydeuropa och mer närbelägna politiska faktorer, flödar för tillfället utländskt kapital in i Lettland. En del av detta är återflöden av kapital som skickades ur landet under krisen. Detta kapital ger en skjuts till den ekonomiska aktiviteten, men kan å andra sidan komma att plana ut eller minska om de externa drivkrafterna förändras.

Som väntat fortsatte BNP-tillväxten under andra kvartalet att trycka tillbaka arbetslösheten, om än i begränsad omfattning.

Arbetslösheten föll från 16,3 procent under första kvartalet till 16,1 procent andra kvartalet. Den tidigare återhämtningen återspeglas även i att många individer återvänt till arbetsmarknaden vilket ökat antalet ekonomiskt aktiva personer och fått sysselsättningen att stiga. Låga förväntningar om anställning håller dock omkring 25 000 personer utanför arbetsmarknaden. Nästan hälften av alla arbetslösa är långtidsarbetslösa och endast ett fåtal i denna kategori kan ordna en anställning på egen hand. Arbetslösheten väntas fortsätta minska under tredje kvartalet men den positiva trenden kan avstanna under fjärde kvartalet. **Utan aktiv arbetsmarknadspolitik kommer förbättringarna att gå långsamt.** Lettland behöver välstrukturerade åtgärder för att förstärka arbetsutbudet och omskolningsprogram bör erbjudas.

Under andra kvartalet växte lönerna med 3,7 procent i årstakt. Lönerna i offentliga sektorn steg med 4,6 procent medan lönerna i privat sektor steg med 3,4 procent. Den privata sektorn återhämtar sig och har återtagit en del av de lönesänkningar som infördes under nedgången. En genomgång av lönesättningen i offentlig sektor har inletts efter ökande press från anställda. Den offentliga sektorns genomslag på löner kommer att öka. Under andra halvan av 2012 kan lönetillväxten komma att accelerera något men medelfristig tillväxt ligger kvar kring måttliga 4-5 procent.



Köpkraften väntas öka i närtid men ökningstakten kommer att förbli måttlig. **Låg inflation** ger stöd även om risker för stigande livsmedels- och bränslepriser kvarstår. En sänkning av den privata inkomstskatten med en procentenhet ger ytterligare stöd till konsumtionen. I augusti hade inflationstakten fallit tillbaka till 1,7 procent. Samtidigt föll inflationstakten mätt som ett genomsnitt över tolv månader till 3,1 procent vilket låg nära Maastrichtkriterierna för euro-anslutning. Inflationstakten väntas under kommande månader falla tillbaka under kriteriet för att därefter stabiliseras. EU:s utvärderingsperiod kommer att utgöras av den senast tillgängliga genomsnittliga inflationen under en tolv månadersperiod; sannolikt mars 2012 till mars 2013. Inflationen kommer även fortsättningsvis att påverkas av globala processer och snabba prisökningar på livsmedel och energi kan därför äventyra euro-anslutningen. Vårt huvudscenario är dock att **Lettland kommer att uppfylla inflationskriteriet.** Den genomsnittliga inflationen väntas hamna på 2,5 procent 2012 och på 2,3 procent 2013.

Tack vare att tillväxten blivit högre än väntat har de offentliga intäkterna överträffat prognoserna. Den offentliga statsbudgeten uppvisade ett överskott på LVL 330,1 miljoner under årets första åtta månader. Detta bidrog till att Lettland i september återbetalade ett lån från IMF på LVL 152 miljoner i förtid. Budgetunderskottet för året som helhet väntas bli mindre än vad som beräknats.

Den 21 december 2011 avslutade officiellt Lettlands treåriga internationella låneprogram. Av det totala beloppet på 7,5 miljarder euro utnyttjade Lettland 4,4 miljarder som ska återbetalas till 2025. Finansdepartementet sitter på ca LVL 1,1 miljarder vilket ger manöverutrymme. **Lettland är på väg mot en budget i balans.** Den 25 september godkände regeringen ett utkast till budget för nästa år. För första gången har ett lagförslag för ett budgetramverk förberetts för perioden 2013 till 2015. Förslaget sätter makroekonomiska och finansiella indikatorer för varje år samt ställer upp budgetmål och utgiftstak, både för budgeten som helhet och varje enskild institution. Underskottet väntas där hamna på 1,4 procent av BNP 2013, för att därefter sjunka till 0,3 procent 2015. Tack vare årets starka trend för intäkterna bedömer vi att budgetunderskottet i år kommer att hamna på 1,2 procent av BNP vilket ligger långt under Maastrichkriteriets tak på 3 procent.

Lettland fortsätter resan mot en anslutning till Euro-zonen som planerat 2014 och förberedelserna för valutabytet pågår. Samtidigt har stödet för en euro-anslutning bland befolkningen fallit till en rekordlåg nivå, 13 procent, samma nivå som vid början av 2004. Enligt EU-proceduren ska EU-kommissionen och ECB utvärdera om Lettland uppfyller konvergenskriterierna i april 2013. Vår bedömning är sedan länge att Lettland kommer att uppfylla de siffersatta kriterierna och övergå till euron 2014. Detta bygger dock på att EU-sidan inte lägger hinder i vägen; **Lettland måste få klartecken från EU-kommissionen och ECB att dämpningen av inflationen och minskningen av underskottet är varaktiga** vilket är en mer kvalitativ bedömning. Genomgången av konvergensrapporten kommer att vara klar i maj 2013. Om rapporten godkänns kommer Rådet för ekonomiska och finansiella frågor (Ekofin) att erbjuda Lettland att ansluta sig till Euro-zonen. Därefter kommer Europeiska rådet i juni att fatta ett politiskt för att bjuda in Lettland. I juli kommer Ekofin till sist att ta det slutgiltiga beslutet om Lettlands anslutning till Euro-zonen och även bestämma växelkursen mellan LVL och EUR.

I september sänkte Lettlands centralbank styrräntan från 3 procent till 2,5 procent. Inlåningsräntan över natten änktes från 0,1 procent till 0,05 procent. Riskerna för stigande inflation är begränsade på medellång sikt vilket möjliggjorde en räntesänkning för att försöka öka bankernas utlåning och därmed minska skuldskrisens negativa effekter på den lettiska ekonomin.

I augusti ökade den totala volymen av banklån för tredje månaden i rad. Huvudorsaken var ökande aktivitet bland bankernas företagskunder. Hushållen är dock fortfarande pressade och 16 procent hade problem med låneåterbetalning. Hushållens efterfrågan på lån väntas öka bara i långsam takt framöver.

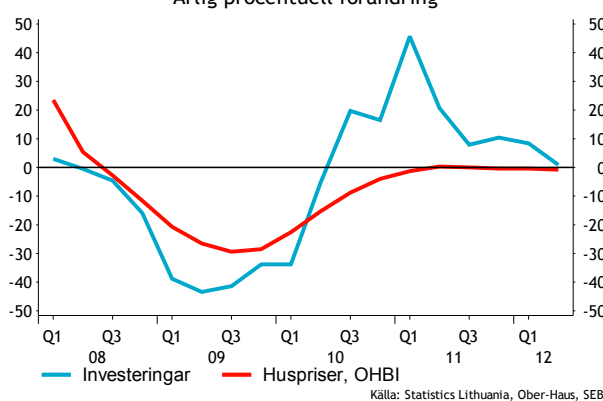
Motståndskraftig BNP-tillväxt men svaga investeringar

- **Robust export**
- **Hushållen försiktiga med att spendera**
- **Regeringsskifte i kommande val hotar sannolikt inte offentliga finanser**

Trots den ogynnsamma globala omgivningen har Litauens ekonomiska tillväxt förblivit relativt god och stadig. Under det första halvåret 2012 ökade BNP med 3,0 procent i årstakt. BNP-ökningen drevs både av export och konsumtion. Investeringsstillväxten blev dock allt svagare då framtidsutsikterna skuggades av makroekonomisk osäkerhet och minskad vilja bland företagen att bygga ut produktionskapacitet.

Med beaktande av de senaste starka export- och industritrenderna så förutser vi accelererande BNP-tillväxt under den andra halvan av 2012. Litauen fortsätter därmed att prestera bland den snabbaste ekonomiska tillväxten av EU-länderna. Under fjärde kvartalet väntas privata konsumtionstillväxten dämpas av rekorddyr uppvärmning, långsam lönetillväxt and bräcklig optimism. **Exporten hålls uppe relativt bra. Under 2012 räknar vi med en BNP-ökning på ca 3,5 procent.** BNP-tillväxten växlar upp till **4 procent både under 2013 och 2014**; något bättre exportutsikter och starkare framtidstro resulterar även i ökningarna i konsumtion och investeringar.

Investeringar överskuggas av osäkerhet
Årtlig procentuell förändring



I början av 2011 tog investeringarna ett ganska spektakulärt språng. Men inom loppet av bara några kvartal började investeringstillväxten avta till följd av ökad makroekonomisk osäkerhet om utsikterna för Euro-zonen och företagens förväntningar slog om i mörkare riktning. Under det andra kvartalet 2012 ökade investeringarna med bara 0,9 procent jämfört med motsvarande kvartal 2011. Denna **investeringsbrist** kommer i närtid att hålla tillbaka BNP-tillväxten och vissa branscher inom tillverkningsindustrin, t ex textil, klagar redan över att produk-

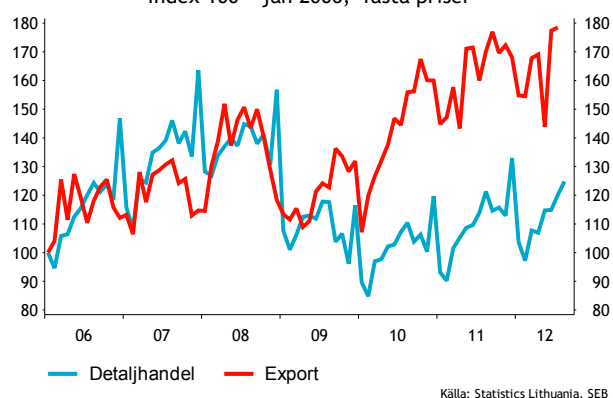
tionskapaciteten är alltför låg för att klara av alla produktionsorder. Ändå förblir dessa branscher motvilliga att investera och väljer att inta en vänta-och-se-attityd.

Bostadsmarknaden är fortfarande trött. Efter en stabilisering i priserna 2011 började priserna på nytt att sjunka 2012. Nya bostadsprojekt är också sällsynta.

Exporttillväxten har stått emot negativa trender i Euro-zonen och till och med accelererade med så mycket som 13 procent i juli mätt i årstakt. Den utländska försäljningen fick stöd av god konkurrenskraft, låg lönetillväxt, en gynnsam trend i den reala effektiva växelkursen samt flexibilitet i en del företag i jakten på nya marknader. I vissa fall uppmuntrade recessionen i Euro-zonen dem att söka efter billigare produktionsalternativ, vilket öppnat nya möjligheter för litauiska exportörer.

Exporttillväxten har varit bredbaserad och väl diversifierad, både vad gäller sålda produkter och destinationer. Under det första halvåret 2012 kompenserades långsammare efterfrågetillväxt från euro-länder av stabil tillväxt i de andra baltiska länderna och Ryssland. Exporten till Polen och Vitryssland hämmades av en förstärkning av Litauens växelkurs mot dessa länders valutor. Under andra kvartalet 2012 påverkades export-siffrorna negativt av underhålls- och uppgraderingsarbeten vid oljeraffineriet Orlen Lietuva, något som orsakade ett temporärt stopp i fabriken som normalt står för nästan 30 procent av landets totala industriproduktion.

Konsumtion släpar efter export
Index 100 = jan 2006, fasta priser



Konsumtionstillväxten har varit fortsatt dämpad. Även om detaljhandelns försäljning fortsatt att öka så har den släpat efter exporten. Några förklaringar till detta är hushållens pessimism på grund av euro-krisen, den stundande uppvärmningssäsongen samt även shopping-turism till Polen som blivit stimulerad av lägre moms på livsmedel och en svag polsk zloty. Svag framtidstro bland hushållen får dem att spara inför för-

väntade dåliga tider i stället för att konsumera. Privatpersoners inlåning i banker har sålunda fortsatt att sätta nya rekord. Den framgångsrika hanteringen av Bankas Snoras konkurs i slutet av 2011 uppmuntrade människor att behålla sina pengar i kreditinstitut eftersom försäkringsskyddet för inlåning fungerade perfekt. För 2013 räknar vi bara med en svag kredittillväxt i privat sektor, mätt på makronivå.

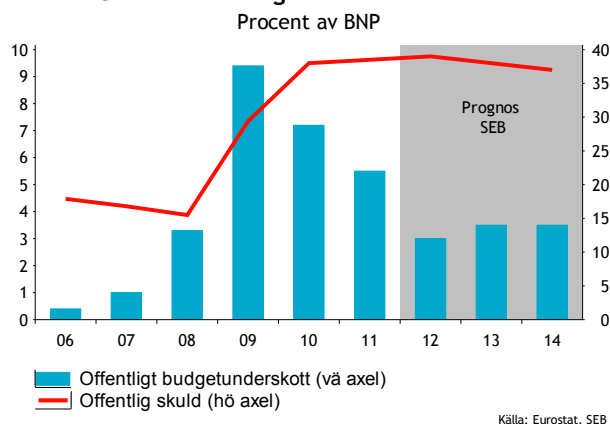
Tack vare stark export uppgick bytesbalansunderskottet under första halvåret 2012 till bara 2,3 procent av BNP. Handelsunderskottet var till och med mindre än under motsvarande period 2011. I spåren av starkare inhemsk efterfrågan väntas bytesbalansunderskottet gradvis öka under de kommande åren men hamnar väl under alarmerande nivåer. **Bytesbalansunderskottet** når 3 procent av BNP 2012, 4 procent 2013 och 6 procent av BNP 2014 – det senare är **relativt stort** men vi väntar oss inte att det ska utgöra något hot mot vare sig finansiering eller ekonomisk stabilitet.

Den höga arbetslösheten är ett tecken på att arbetskraftsbrist är ett problem bara i ett fåtal sektorer. Trycket på ökade löner förblir generellt sett sålunda ganska svagt. Arbetslösheten har dock fortsatt att falla och uppgick till 13,3 procent under det andra kvartalet 2012. Arbetslöshet bland unga och män minskade särskilt. **Arbetslösheten** väntas fortsätta att **gradvis minska** till i snitt 13,5 procent 2012, 12 procent 2013 och 10 procent 2014.

Lönetillväxten har varit svag och har inte överskridit inflationen; reallönerna har därför minskat. Nominella löner och ersättningar ökade med 2,2 procent under andra kvartalet 2012. Efter fyra år höjdes den 1 augusti den lägsta lagstadgade månadslönen, men bara från EUR 232 till EUR 246.

Inflationen förblir nästan uteslutande driven av externa faktorer, till exempel internationella energipriser och jordbruksråvaror. Trots en litauisk rekordskörd så trycker de ökade globala spannmålspriserna upp priserna i Litauen. Samtidigt är det inga tecken på efterfrågedrivet inflationstryck, vilket kan komma att börja visa sig först 2013 eller 2014. Årliga HIKP-inflationen uppgår till 3,4 procent 2012 och 3,5 procent per år 2013 och 2014.

Stabila offentliga finanser framöver



Den viktigaste kommande politiska händelsen i Litauen är **parlamentsvalet och folkomröstningen** om byggande av ett nytt kärnkraftverk; både val och folkomröstning äger rum den

14 oktober 2012. De senaste opinionsmätningarna var mer gynnsamma för de nuvarande oppositionspartierna än för de regerande koalitionspartierna. I september fick Social Democratic Party 16,3 procent av rösterna, Labour Party 14,5 procent och Order and Justice Party 9,5 procent, medan konservativa regeringspartiet Homeland Union hamnade på fjärde plats med ett opinionsstöd på 7,6 procent.

Även om strukturen på en trolig ny regering ännu inte är klar så förutspår vi att finanspolitiken kommer att bli uppmjukad och att det offentliga budgetunderskottet ökar något. Samtliga stora partier delar synen att offentliga finanser ska förbli under kontroll, men de nuvarande oppositionspartierna är mer välviljigt inställda till såväl olika skatteundantag som höjningar av pensioner och minimilön. Det finns dock motsägelser i deras vallöften, t ex en plötslig ökning av minimilönen och en skarp nedgång i arbetslöshet, vilket gör att vi tror att bara vissa av dessa löften i praktiken realiserar om oppositionspartierna vinner valet. Därför blir **effekten på offentliga finanser av ett regeringsbyte troligen inte dramatisk**, oavsett vilka partier som får makten efter valet. Vad gäller anslutning till Euro-zonen så sätter de flesta partier inte det på sin prioriteringslista, även om regeringens mål är 2014. Det är en ganska stor sannolikhet att **Litauen går med i Euro-zonen senare än 2015**.

Under de första månaderna av 2012 var skatteinkomsterna tillfredsställande och överskred något prognoserna. Det offentliga budgetunderskottet låg efter första halvåret på 4 procent av BNP, vilket gör det svårt att se att det sjunker under 3 procent för helåret 2012.

Litauen har fortsatt god tillgång på finansiering på den internationella finansmarknaden. Långa räntor har sjunkit på senare tid; femårsräntan på statsobligationer har nått 3,5 procent, lägsta nivån sedan 2006. I september genomförde Litauen två obligationsemissioner värda EUR 167 miljoner i den tyska marknaden och CHF 175 miljoner i syfte att samla in pengar inför förfall av EUR 1 mdr i euro-obligationer mars 2013.

Lägre räntor dämpar konjunktursvacka

- Tillväxt sänks – ”Öst-stjärnan” falnar något
- Inhemsk efterfrågan repar sig åter på sikt
- Kreditexpansionen fortsätter

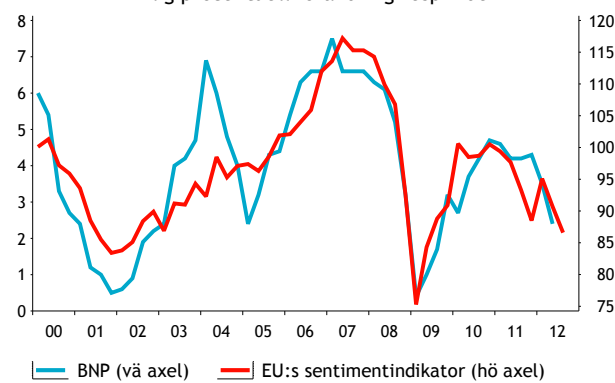
Polens ekonomi bromsar något hårdare än väntat. Skälen är främst sviktande privat konsumtion samt rekyl efter det senaste årets extra bygg- och investeringsrush inför fotbolls-EM-arrangemanget med Ukraina i somras. **Penningpolitisk stimulans i höst-vinter** i kombination med den **kraftiga nedgången i marknadsräntor** sedan i våras väntas dock **över tiden åter staga upp inhemsk efterfrågan**. Detta scenario bygger på ett viktigt antagande om fortsatta gradvisa lättnader i affärsbankernas onormalt strama kreditvillkor. Samtidigt hämmas konsumtionen av fortsatt moderat finanspolitisk åtstramning och exporttillväxten hålls tillbaka av anemisk efterfrågan i väst även 2013. Investeringar förblir central ekonomisk drivkraft, om än ej lika stor som under 2011 och första halvåret 2012. **BNP-tillväxten dämpas från 4,4 procent i fjol till 2,7 procent 2012 och 2,9 procent 2013**. Under 2014 når tillväxten **3,8 procent**, strax under potentiell takt som beräknas till runt 4 procent. Prognoserna för 2012-2013 är nedjusterade med 0,4 respektive 0,3 procentenheter (jämfört med *Nordic Outlook*, augusti 2012) men ligger ännu kvar något över konensus.

Med dessa BNP-ökningar fortsätter Polen att prestera bättre tillväxt än övriga ”visegradländer” och även flertalet andra östländer, även om landet ej längre sticker ut som den klart lysande stjärnan i Östeuropa; 2009 var Polen enda EU-land med tillväxt. Att Polen **står emot omvärldskrisen bra har flera grunder**: **Fundamenta** är relativt goda fränsett ett stort bytesbalansunderskott och strukturella arbetsmarknadsproblem med bl a lågt arbetsutbud; Det tidigare stora offentliga budgetunderskottet på nära 8 procent av BNP 2010 har gradvis tvingats ned, hittills till ned mot 3 procent i år, med ett flerårigt åtstramningsprogram som även varit och alltjämt är nödvändigt för att klara den nationellt satta offentliga skuldgränsen på 55 procent av BNP. Vidare har Polen **måttligt exportberoende** (ca 40 procent av BNP) jämfört med många andra östländer. En tredje plusfaktor är en **välkapitaliserad banksektor** som i fjol gjorde rekordvinster; polska banker har i dag till skillnad mot situationen i många andra östländer en låg andel dåliga lån (4-5 procent) och en låg kortfristig extern skuld mätt som andel av BNP (4-5 procent).

En rad avmattningssignaler i främst detaljhandel och industriproduktion har kommit sedan i våras, men dessa har ännu ej satt några tydliga avtryck i nationalräkenskaperna. Tex har industris inköpschefsindex legat något under expansionsgrän-

sen 50 sex månader i följd; i september föll index till treårs-lägsta 47,0. **BNP-tillväxten för andra kvartalet visade en mindre inbromsning** i konsekutiva termer från 0,6 procent första kvartalet till 0,4 procent andra kvartalet. I årstakt var inbromsningen kraftigare, från 3,5 procent första kvartalet till 2,4 procent andra kvartalet, den lägsta tillväxten sedan 2009. Men dämpningen berodde i hög grad på att företag kraftigt drog ned lager – vilket i och för sig delvis bör ses som ett järtecken om vikande efterfrågan.

Fortsatt dämpade förväntningar
Årtlig procentuell förändring resp index



Exporten har hittills klarat sig hyggligt. Trots begynnande recession i Euro-zonen ökade exporten med 2,7 procent under andra kvartalet jämfört med det första. Det tyder på **god konkurrenskraft**. Likväl undkommer Polen inte effekterna av fortsatt svaghet i väst. Den höga handelsintegrationen med tysk industriledja och Euro-zonens kärnländer överlag (totalt 60 procent av exporten) resulterar i en **svag exporttillväxt det närmaste året**. Zlotyns kursåterhämtning mot euron sedan i maj (från 4,40 till ned mot 4,00-nivån) väntas också bli bestående varför företagen ej får någon extra valutadraghjälp.

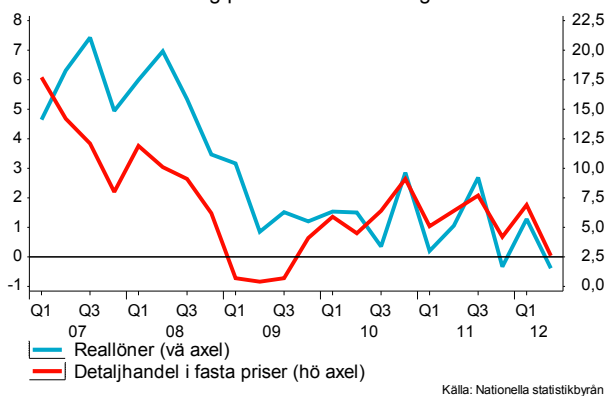
Den tidigare livliga investeringsaktiviteten har avtagit något sedan i våras. Den offentliga injektionen i infrastruktur inför fotbolls-EM har ebbat ut. Vidare bidrar en ökad konjunkturoro samt osäkerhet om en del byggfinansiering till att hålla tillbaka investeringstillväxten. Rättnedgången bidrar till att **investeringarna åter tar fart på sikt**. Det finns också ett uppdämt strukturellt behov efter många år med relativt låg investeringskvot. Polen kommer här att kunna dra fortsatt nytta av stora EU-fondmedel även om dessa planar ut 2013.

Även **privat konsumtion** har gått in i en **lugnare tillväxtfas** senaste halvåret. Huvudskalet är **dämpade löneökningar** och på senare tid t o m svagt sjunkande reallöner. Framtidstron har försvagats, dock ej drastiskt, delvis till följd av ökad oro för att på sikt mista jobbet. Vi spår att sysselsättningen slutar växa och stagnerar det närmaste året samt att arbetslösheten fastnar

vid 10-procentnivån, något som också hämmar lönetillväxten. Å andra sidan får konsumtionen näring av den sjunkande inflationen och de senaste månadernas stora nedgång i marknadsräntor som gradvis väntas påverka även utlåningsräntor. Detta stärker ånyo köpkraft och kreditefterfrågan. **Sammanvägt repar sig konsumtionen efter en ihållande svacka under hösten och en bit in i 2013.**

Svagare reallöner dämpar konsumtion

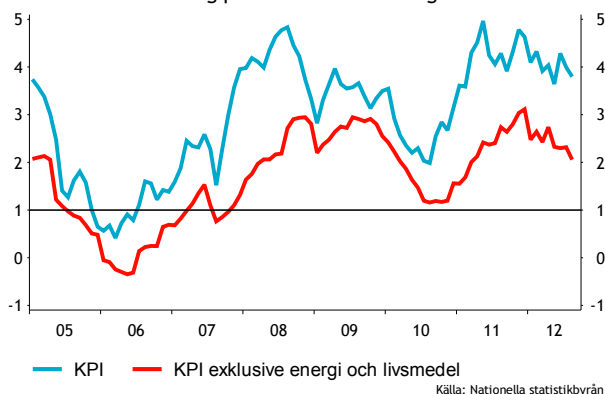
Årlig procentuell förändring



En **potentiell sårbarhet** för konsumtionsutvecklingen är **hushållens låga sparkvot**, som löpande sjunkit från ca 10 procent i början av 2010 till 1 procent första kvartalet i år. Men vår syn är att Polen ännu befinner sig i en strukturell uppbyggnadsfas av krediter. Det betyder att sparkvoten kan förbli nedtryckt i ett par år utan att kreditexpansionen stoppas. Utlåningen till hushåll har vuxit stabilt med 10-15 procent i årstakt de senaste två åren fram till somras då kreditillväxten svalnade, till runt 3,5 procent under juli och augusti. **Under 2013 lyfter åter utlåningstakten** med stöd av de lägre räntorna och mjuknande kreditpolitik. Kreditförhållandena har, främst som en indirekt konsekvens av krisen i väst, varit onormalt strama sedan hösten 2011. ECB:s förmånliga lån till Euro-zonens banker har dock undanröjt hotet om en mer allvarlig kreditåstramning i väst som även skulle drabba öst med tanke på betydande västeuropeisk ägarbild. Polen är ett av få östländer där man nu också kunnat börja läsa av vissa lättnader av kreditvillkor för bolån och företagslån. Detta visade polska centralbankens enkät över andra kvartalet. Bankerna räknade även med ökad efterfrågan tredje kvartalet.

Inflationen har vänt nedåt

Årlig procentuell förändring



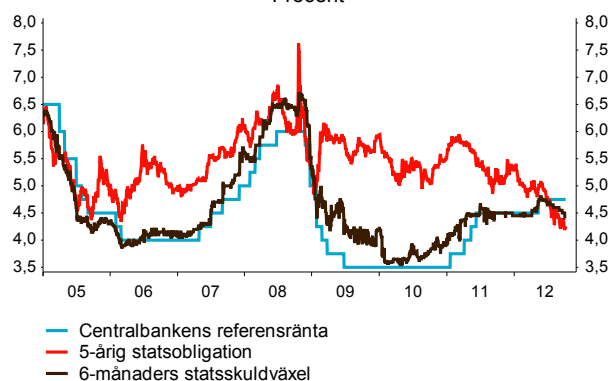
Inflationen stegrades under 2011 till i snitt 4,3 procent (KPI). En tydlig uppgång i kärninflationen noterades. Denna var en

följd av ökad ekonomisk aktivitet, valutaförsvagning och vissa budgetåstramningsåtgärder. I år har pristrycket dock dämpats trendmässigt. Avsvalnande efterfrågan, zloty-appreciering samt avklingande baseffekter från tidigare momshöjning har lett till att både underliggande inflation och bred inflation kommit ned, till en KPI-årstakt på 3,8 procent i augusti. I slutet av året väntas det senare måttet bryta 3,5-procentnivån, vilket är viktigt ur ett penningpolitiskt perspektiv då målet är 2,5 procent plus/minus 1,0 procentenhet. **Inflationen fortsätter dämpas** till i snitt 2,5 procent 2013 och 2,7 procent 2014, dvs väl inom målet.

Med beaktande av viss ledtid, minst ett år, innan penningpolitik får fullt genomslag bör och kan centralbanken därmed redan inom kort lägga om penningpolitiken och börja sänka styrräntan för att mota bromsningstendenserna i ekonomin. Risken för zlotydepreciering, som skulle kunna spå på inflationen, torde också vara liten efter den stora vågen av globala centralbankslättnader sedan i somras. Vi spår att **styrräntan sänks från 4,75 till 3,75 procent** under det närmaste halvåret.

Ras i marknadsräntor och nu sänks styrränta

Procent



Regeringspolitiken fortsätter att **prioritera budgetsanering** och att driva igenom **reformer** (bl a ersättningssystem samt i pensionsystem med bl a höjd pensionsålder under mångårig övergångstid). Den siktar på att begränsa det strukturella budgetunderskottet till 1 procent av BNP 2015. Det kan dock bli tufft att hålla fast vid åstramningspolitiken framöver när tillväxten varvat ned och populariteten hotas. Regeringen – under ledning av statsminister Donald Tusk och bestående av det större liberalkonservativa partiet Medborgarplattformen (PO) och det mindre centerpartiet Polska folkpartiet (PSL) – blev förvisso omvald i parlamentsvalet i oktober 2011, men den fick snäv majoritet. **Risken för förhöjd inrikespolitisk osäkerhet framöver är stor.** Ett nyval innan nästa schemalagda val 2015 kan ej uteslutas.

Vad gäller frågan om euro-medlemskap är detta ett långsiktigt mål för regeringen. Något uttalat måldatum är ej satt och Polen avvaktar nog med detta åtminstone det närmaste året för att följa utvecklingen av euro-krisen. **Tidigast 2016 framstår i dag som ett troligt måldatum för polsk euro-anslutning.** Men den prognosen är högst osäker.

Oljan och inhemsk efterfrågan håller uppe tillväxten

- Inflationen fortsätter upp, fallande reallöneökningar
- Styrräntan höjs en gång till i år
- WTO-medlemskap ger positiva effekter på sikt – reformviljan utgör storleken

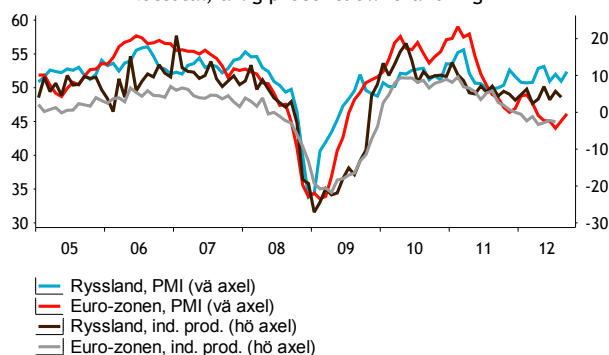
BNP-tillväxten har saktat in under första halvåret 2012 jämfört med året innan. Kvartal 2 växte BNP med 4,0 procent, ner från 4,9 procent kvartal 1. Mycket pekar på en **fortsatt måttlig avmattning** och att Ryssland kommer att fortsätta uppvisa goda tillväxttal i ett internationellt perspektiv. **Inflationen har ökat sedan bottennoteringen i maj**, som var nedtryckt av uppskjutna administrativa prishöjningar, och är redan nu över centralbankens mål på 5-6 procent. Arbetslösheten har dessutom fortsatt falla och inhemsk efterfrågan ökar, om än i långsammare takt än tidigare. Internationell oro och inbromsning i export ställs mot ökad inhemsk efterfrågan, stigande inflation och i ett stort sett slutet produktionsgap. Det gör det svårt för **centralbanken som ändå väljer att gå emot strömmen och höjer räntan under fjärde kvartalet** samtidigt som samtliga stora centralbanker i stället spärrar på stimulansdosen.

Oljepriset ligger kvar på i stort sett nuvarande nivå under hela prognosperioden vilket ger goda export- och skatteinkomster. Samtidigt innebär det stora olje- och gasberoendet en sårbarhet och minskat fokus på reformer. **Oljepriset (Brent, ryska Ural-oljan ligger ca 2 USD lägre i pris) ligger på 112 USD per fat 2012 och 110 respektive 115 USD per fat 2013 och 2014** mätt som årsgenomsnitt vilket gör att reformtempot hålls nere och att finanspolitiken inte behöver stramas åt. **Sammantaget är vi relativt optimistiska tillväxtmässigt på kort och medellång sikt**, men att politikens inriktning och ovilja till reformer gör att den långsiktiga tillväxttakten hålls nere. **BNP växer med 3,6 procent 2012, 3,8 procent 2013 och 4,2 procent 2014**. Tillväxttalen ligger klart under genomsnittet för 2000-talet innan krisen och tillväxtpotentialen är stor; BNP per capita ligger på endast 40 procent av OECD-snittet. IMF har uppskattat tillväxtpotentialen på medellång sikt till 6 procent per år i ett mer reforminriktat scenario.

Företagen fortfarande relativt nöjda

Företagsbarometrar tyder på en viss avmattning, men klart bättre utveckling än t ex; Västeuropa. Inköpschefsindex (PMI) gick i stort hand i hand med Euro-zonen under första halvan av 2011, men har därefter planat ut mellan 50 och 52 samtidigt som Euro-zonen fallit under expensionsgränsen 50. Andra indikatorer ger samma bild. OECD:s ledande indikator har fallit men pekar på tillväxt och ryska statistikbyråns BNP-indikator pekar på avmattning i linje med vår prognos.

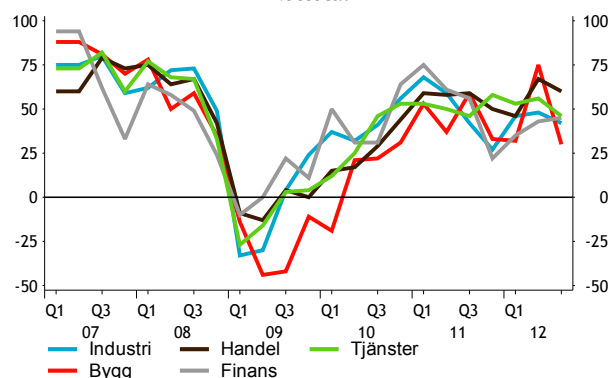
PMI och industriproduktion står än så länge emot fallet i Euro-zonen
Nettotal, årlig procentuell förändring



Källa: Reuters EcoWin

Produktionen i tillverkningsindustrin har det senaste året uppvisat stabila ökningstakter på ca 5 procent. I augusti 2012 ökade industriproduktionen med 4,1 procent jämfört med året innan, vilket var svagt ner jämfört med juli. **Produktionen i tillverkningsindustrin ökar med 3,8 procent 2012, 5 procent 2013 och 7 procent 2014**. **Jordbruksproduktionen har**, trots vissa dåliga skördar, **varit relativt bra hittills i år**. Visserligen har total produktion fallit med 3-4 procent i juli och augusti jämfört med samma period 2011, men samtidigt är nivån hög efter de goda skördarna 2011 då sommar- och höstmånaderna uppvisade ökningstal på mellan 20 och 40 procent. Ökade priser på vissa jordbruksprodukter, bl a vete och majs, aktualiserat frågan om exportrestriktioner. Även om myndigheterna inte ännu tagit upp frågan om exportbegränsningar liknande de som infördes 2010 (exportkvoter och ökade tullar) så kan det inte uteslutas om utvecklingen under senhösten blir klart sämre än väntat för att undvika att inhemska matpriser stiger alltför mycket.

Indikatorer rör sig sidledes
Nettotal



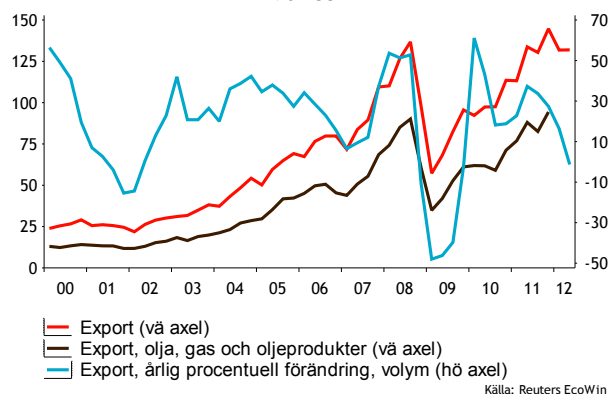
Källa: OeKB

Exporten i löpande priser har utvecklats starkt de senaste två åren, drivet dels av baseffekter under återhämtningen efter kristappet, dels av det höga oljepriset. Mätt i volym har utveck-

lingen varit svagare, framför allt 2011 då exportvolymen var i stor sett oförändrad. En kraftigt ökad import gjorde att bidraget från nettoexporten till BNP-tillväxten var kraftigt negativt 2011. **Den tydliga exportavmattningen syns ännu inte i industriproduktionen** men kommer att göra så framöver. Export av olja, gas och andra råvaror håller dock uppe exportinkomsterna vilket bidrar till att **bytesbalansen visar fortsatta överskott under prognosperioden**. En kraftig importökning har bidragit till att överskotten fallit och fortsätter den trenden finns det en risk att överskotten vänds till underskott i slutet av prognosperioden. Ryssland kan hamna i en **makroekonomiskt mer komplicerad situation med dubbla underskott** i bytesbalans och offentligt saldo.

Oljan håller uppe exporten

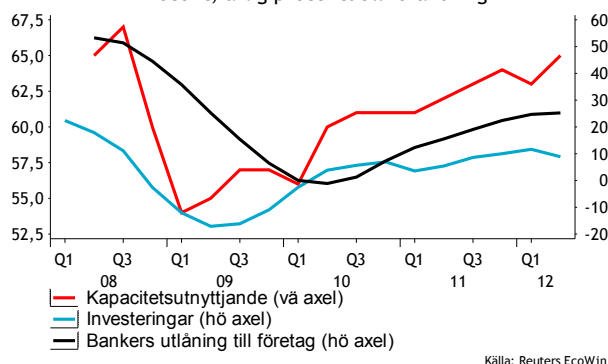
Mdr USD



Investeringarna har bromsat in under 2012. Det osäkra läget och fallande internationell efterfrågan gör att investeringarna utvecklas svagt i närtid vilket stöds bl a av att bankutlåningen till företag sviktat på sistone. **På längre sikt talar flera faktorer för stigande investeringar.** Kapitalstocken är eftersatt efter flera år med låg investeringskvot. Samtidigt har kapacitetsutnyttjandet stigit de senaste två åren. Fortsatt högt oljepris kommer även att gynna fortsatta investeringar i den sektorn. Rysslands WTO-medlemskap (se ruta) kommer att påverka investeringarna positivt, även om andra reformer såsom förbättrat företagsklimat krävs för att få ett kraftigt bidrag. **Sammantaget ökar investeringarna med 4 procent 2012, 8 procent 2013 och 9 procent 2014.**

Kapacitetsutnyttjande har fortsatt att stiga, investeringar utvecklas svagare framöver

Procent, årlig procentuell förändring

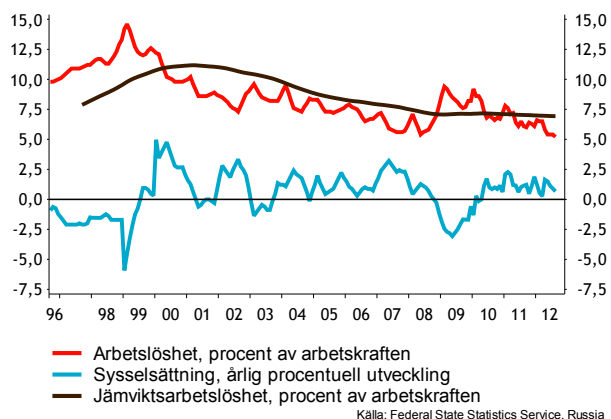


Svagare inkomster och konsumtion

Arbetsmarkanden har utvecklats starkt under 2012. Sysselsättningen har ökat samtliga månader sedan mitten av 2010 och arbetslösheten har i år fallit från 6,6 procent till 5,2 procent i

augusti. Svagare utveckling under resten av året gör att fallet kommer att stanna av. Att den mer arbetsintensiva tjänstesektorn ser mindre positivt på framtiden kan vara en signal om en svagare arbetsmarknad framöver, även om den övergripande bedömningen är att relativt stark inhemsk efterfrågan när de internationella utsikterna är svaga kommer att påverka arbetsmarknaden positivt. Arbetslösheten ligger i slutet av 2012 marginellt lägre än i dagsläget. **Mätt som årsgenomsnitt faller arbetslösheten från 6,6 procent 2011 till 5,6 procent 2012.** Därefter faller årsgenomsnittet ytterligare till strax över 5 procent 2013 och 2014.

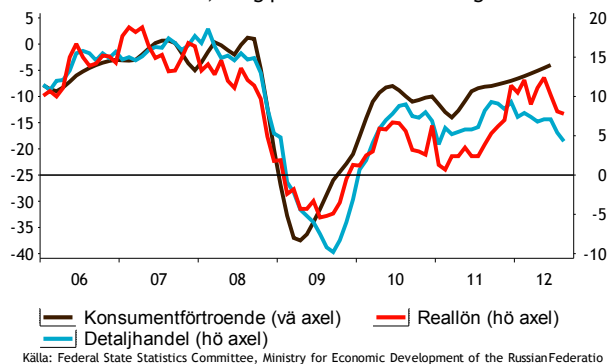
Arbetslösheten faller fortfarande



Sjunkande arbetslöshet, finanspolitiska stimulanser och under första halvan av 2012 fallande inflation har givit en kraftig injektion för hushållen genom stigande reallöner och disponibla inkomster. Reallönerna steg med över 10 procent första halvåret och konsumentförtroendet har under våren och sommaren förbättrats. **Situationen kommer inte att se lika ljus ut för hushållen framöver.** De finanspolitiska satsningarna i form av höjda löner och pensioner samt uppskjutna tariffhöjningar inför parlaments- och presidentvalen klingar av. Samtidigt har den tillfälligt nedtryckta inflationen, som gav goda realinkomstökningar under inledningen av 2012, börjat stiga och stiger ytterligare 2013.

Reallönerna på väg ner men konsumentförtroendet fortsatt gott

Nettotal, årlig procentuell förändring

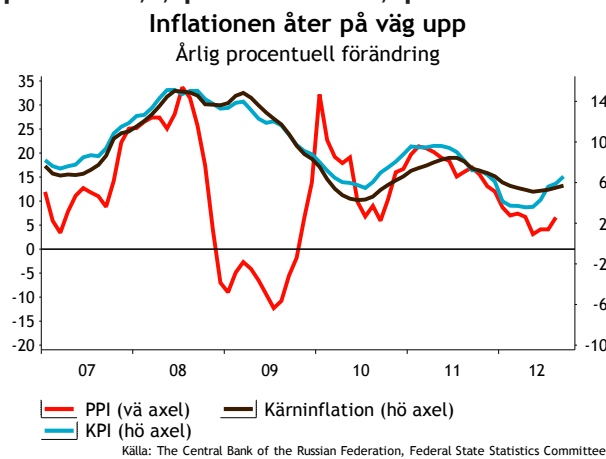


Hushållen verkar ha insett att en del av den goda inkomstutvecklingen under första halvåret 2012 var tillfällig och även om detaljhandels försäljning har utvecklats starkt, så är trenden lägre ökningstal. Inflationen vände upp i juni och ökningstakten i detaljhandels försäljning föll från 7,1 procent i juni till 5,4 i juli och 4,3 procent i augusti. Senaste månadernas utveckling tyder på en lugnare utveckling framöver. **Hushållens konsumtion**

ökar med 6,5 procent 2012, 5,5 procent 2013 och 6,5 procent 2014.

Inflationen åter på väg upp, centralbanken höjer räntan

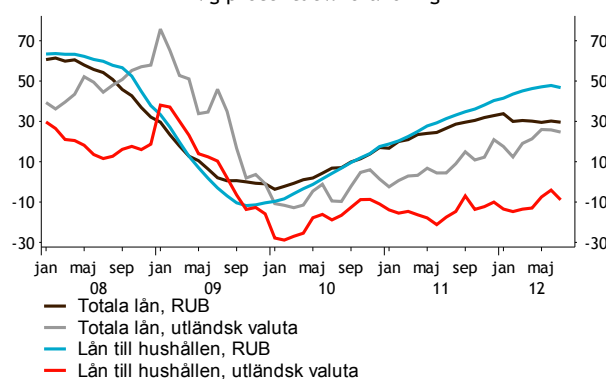
Uppskjutna tariffhöjningar pressade under april och maj ner inflationstakten till 3,6 procent men därefter har utvecklingen svängt om. I augusti nådde inflationen 5,9 procent, högsta siffran sedan december 2011. **Inflationen ökar ytterligare under slutet av 2012**, bl a genom tariffhöjningar och ökade matpriser. Inflationen väntas ligga på ca 7 procent mot slutet av året, över centralbankens mål på 5-6 procent (mätt som dec-dec inflation). **Mätt som årsgenomsnitt blir inflationen 5,1 procent 2012, 6,1 procent 2013 och 5,5 procent 2014.**



Ytterligare en variabel för centralbanken att hålla ett öga på är bankutlåningen. Totala banklån i rubel har under 2012 ökat med runt 30 procent i årstakt. Framförallt **hushållen drar upp sin belåning** med en ökning av rubellån på nära 50 procent i årstakt i juni. Företagens rubellån ökar å andra sidan långsammare vilket väcker vissa frågetecken om investeringarnas utveckling framöver.

Fortsatt stigande bankutlåning

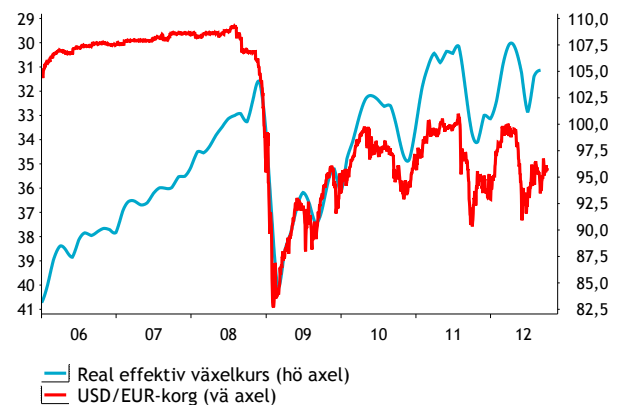
Årtlig procentuell förändring



Kombinationen av stigande inflation och svagare tillväxt sätter centralbanken i ett svårt läge. Å ena sidan kan en högre inflation, låg arbetslöshet och slutet produktionsgap motivera ytterligare räntehöjningar. Å andra sidan sviktar världskonjunkturen, även om effekten hittills på rysk ekonomi är en måttlig inbromsning. I september höjde centralbanken räntan med 25 punkter.

Även om inflationsuppgången drivs av tillfälliga faktorer kommer även kärninflationen att stiga något och ligger redan på en något för hög nivå med tanke på centralbankens mål. Centralbankens penningpolitik har även förskjutits mer mot inflationsmål och tillåter mer växelkursflexibilitet vilket talar för att den stigande inflationen kommer att vara mer i fokus samtidigt som valutan mer kan absorbera externa chocker. Vi spår **ytterligare en styrräntehöjning med 25 punkter under fjärde kvartalet.**

Rubeln stärks framöver



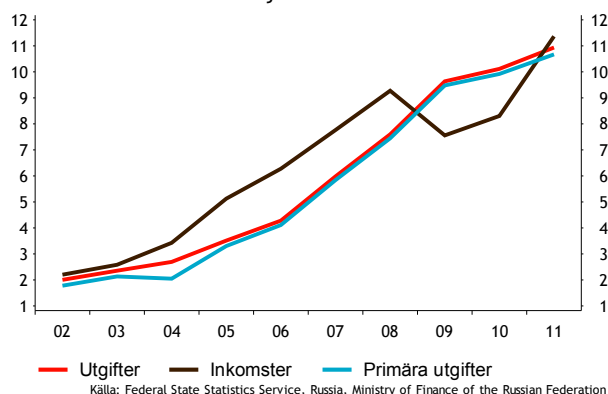
Efter rubelns 30-procentiga fall mot USD/EUR-korgen (som består av 55 procent USD och 45 procent EUR) 2008-2009 och den efterföljande apprecieringen har valutan varit skakig. Centralbanken har sedan 2008-2009 kraftigt minskat valuta-interventionerna och ökad internationell oro sommaren 2011 och 2012 gav 10-procentiga deprecieringar. Rubeln ligger nu ca 20 procent under nivån innan krisen och har under året deprecierat med drygt 3 procent. Valutan stärks något framöver och ligger på 35,0 mot USD/EUR-korgen vid slutet av 2012 och 33,5 respektive 33,1 vid slutet av 2013 och 2014. Valutan kommer att vara behäftad med flera riskfaktorer, politiska och ekonomiska, vilket gör att apprecieringen kan vara förenad med vissa bakslag, precis som utvecklingen senaste åren varit. Samtidigt överväger positiva faktorer så som fortsatt högt oljepris och lägre kapitalutflöden efter valen förra hösten, även om högt oljepris i sig brukar leda till fortsatt höga utflöden. Moskva-börsens historiska utveckling är relativt väl samvarierande med oljepriset vilket gör att fortsatt högt oljepris kan attrahera kapitalinflöden. Om investerare i jakten på avkastning skulle leta sig mer mot tillväxtekonomier är Ryssland ett land som hamnar högt om man rankar viktiga variabler så som offentligt underskott och skuld, rating och internationell skuldförmögenhetsställning.

Minskat finanspolitiskt manöverutrymme

Den senaste tioårsperioden har oljeprisets uppgång från ca 25 USD per fat till dagens ca 110 USD per fat haft en enorm påverkan på statsbudgeten och regeringens möjligheter att genomföra reformer och stimulera ekonomin. **Oljan och inkomsterna är dock inte bara en välsignelse utan även en förbannelse.** Å ena sidan ger oljan export- och offentliga inkomster men samtidigt minskar trycket på reformer som skulle förbättra ekonomin på sikt. Att så är fallet i Ryssland är tydligt. Dessutom ökar budgetens sårbarhet när mer och mer av de offentliga utgifterna baseras på inkomster från en osäker källa. De federala utgifterna var 2011 5,5 gånger högre än 2002 sam-

tidigt prisnivån ligger 2,8 gånger över den 2002. I ett kortare perspektiv **steg utgifterna från drygt 16 till 22 procent av BNP mellan 2005 och 2011.**

Federala inkomster och utgifter har ökat kraftigt



Det offentliga underskottet exklusive olja var 2011 nära 10 procent av BNP, dubbelt så mycket som det tidigare långsiktiga målet på 4,7 procent av BNP. Ett lägre underskott skulle möjliggöra att statens Reservfond åter kan byggas upp och det skulle även bidra till en ökad intergenerationell rättvisa. I nuläget förbrukar nuvarande generationer löpande oljeinkomsterna. **Oljepriset ligger nära de USD 115 som krävs för att balansera budgeten i år.** Därefter faller nivån som krävs för balans långsamt och ligger över USD 100 2013 och 2014.

De kommande åren blir därmed det underliggande utrymmet för stimulanspolitik litet vilket är en omsvängning jämfört med de senaste åren. **Finanspolitiken blir trots allt expansiv** i år och åren framöver. Det federala underskottet exklusive olja ökar i år med ca 1 procent av BNP och om vallöftena infrias ökar underskottet ytterligare kommande år. Den låga offentliga skulden och höga oljepriset gör att denna stimulerande politik kan fortsätta på kort sikt. **Det offentliga saldot vände 2011 till överskott, 1,0 procent av BNP, men faller åter under noll under prognosperioden.** Den offentliga skulden ligger stabilt på låga 11-12 procent av BNP 2012-2014.

Expansiv finanspolitik har ökat levnadsstandarden genom bl a höjda löner, pensioner, transfereringar och andra jobbskapande åtgärder. Detta har i sin tur bidragit inrikespolitiskt stöd för regeringen. Framöver, med ett oljepris som ligger kvar på ungefär dagens nivå minskar denna möjlighet. I hop med en klart lägre tillväxt jämfört med innan krisen kommer trycket på presidenten och regeringen att öka att förbättra levnadsstandarden genom andra, mer komplicerade och kontroversiella reformer som förbättrar ekonomins funktionssätt.

Den politiska ledningen, med Vladimir Putin i spetsen har efter senaste valen utmanats på ett sätt som tidigare inte skådats. **Några större politiska omsvängningar är inte att vänta i närtid,** men de ökade protesterna och kritiken mot nuvarande styret går inte i längden att ignorera. Även om WTO-inträdet öppnar för en mer positiv syn på ryska reformarbetet är våra förhoppningar lågt ställda. Även om manöverutrymmet givet dagens oljepris är litet för ytterligare stödköpande reformer bedömer vi att det är huvudspåret i närtid. Vägskalet mellan

strukturreformer och politisk liberalisering och mer centraliserat styre har blivit allt mer aktuell senaste året.

Ryssland och WTO: inga stora kortsiktiga effekter

Efter en 18-årig resa gick Ryssland i somras med i WTO efter de längsta förhandlingarna i organisationens historia. WTO står för 97 procent av världshandeln. **Effekterna av WTO-medlemskapet är positiva för tillväxt och inkomster** och har av Världsbanken uppskattats till 3,3 procent i BNP-nivå på kort sikt och upp till 11 procent på lång sikt. Effekten bedöms bli än större för hushållens inkomster. På kort sikt bidrar främst sänkta tullar och avgifter för export och import men medlemskapet innebär mycket mer än bara tullar. Det omfattar även regler mot icke-tullbaserade handelshinder, rätt för utländska företag att få tillgång till marknader och hur utländska företag ska behandlas.

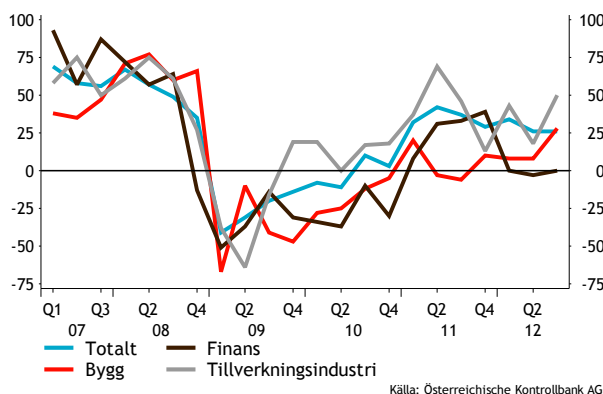
Övergångstiderna för att anpassa sig till WTO:s regler är långa. Det är också viktigt att notera att storleken på effekterna beror på hur snabbt landet anpassar sig till WTO:s regler och hur stor viljan är att förbättra och förenkla företagsklimatet både för ryska och utländska företag. Det gör att vi **på kort sikt bedömer att effekterna kommer att bli små på övergripande tillväxtaggregat.** De reformer och tullsänkningar som krävs för medlemskapet kommer att genomföras i närtid, men inte mycket mer. Den genomsnittliga importavgiften kommer att falla från 10 till 7,8 procent och en tredjedel av minskningen ska ske direkt. De sektorer som väntas gynnas mest är de exportintensiva, t ex metaller och kemikalier samt industrisektorn generellt. Även näringsgrenar som kommer att öppnas upp för utländska direktinvesteringar såsom telekom, bank och försäkring kommer att dra nytta av WTO-medlemskapet.

Svag internationell efterfrågan dämpar tillväxten

- **Höga reallöneökningar stödjer inhemsk efterfrågan**
- **Dramatiskt inflationsfall temporärt**
- **Devalvering efter parlamentsvalet**

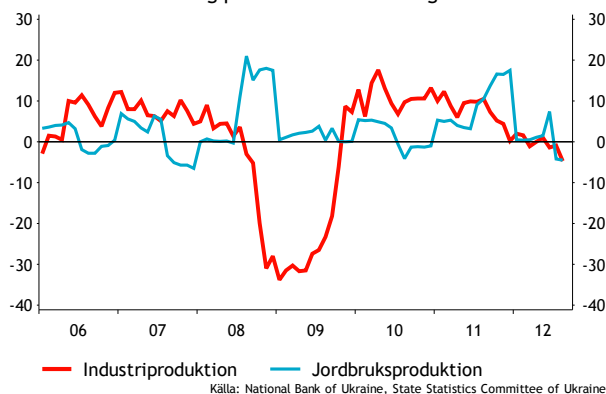
Andra kvartalet ökade BNP med 3,0 procent i årstakt. Fotbolls-EM bidrog till att hålla uppe konsumtion och investeringar samtidigt som exporten föll. **Utvecklingen är dock fortsatt skakig framöver och riskerna är på nedsidan. Även om inhemsk efterfrågan håller emot blir tillväxten andra halvåret svagare än det första p g a fortsatt svag export.** Bytesbalansen fortsätter att försämrans av svag internationell efterfrågan, höga gaspriser och av att stålpriset har fallit tillbaka efter förra årets toppar. Den politiska osäkerheten är hög och regeringen vill inte innan valet 28 oktober ta några impopulära beslut som att höja gaspriset för att blidka IMF och få låneavtalet på fötter. En nedskrivning av valutan skulle lätta på trycket. Vi räknar med att **valutan devalveras med minst 10 procent** efter valet i år eller senast tidigt nästa år. **BNP växer med 2,1 procent 2012, 2,9 procent 2013 och 3,9 procent 2014.**

Näringslivsbarometrar ger blandade signaler



Tillväxten har i år växlat ner kraftigt efter en ökning med 5,2 procent 2011 och mattas nu av ytterligare. **Exporten har minskat i volym under året** och industriproduktionen har fallit tre månader i rad; i augusti med 4,7 procent jämfört med ett år tidigare och trenden pekar fortsatt ner. Fortsatt svag utveckling i EU kommer att påverka den exportberoende (ca 50 procent av BNP i export) ekonomin ytterligare. Förra året gav goda skördar stöd då industriproduktion utvecklades sämre; nu pekar båda sektorerna ned. Stålproduktionen pressas av fallande priser och efterfrågan från Euro-zonen, Ryssland och Asien. Tillverkningsindustrin utvecklas svagt, hittills i år -2,5 procent. Jordbruksproduktionens svaga utveckling är delvis en baseffekt p g a att förra årets goda skördar. **Exporten faller i år med 6 procent och ökar med 4,5 respektive 6,0 procent 2013 och 2014.**

Fallande industri- och jordbruksproduktion



Investeringarna har ökat kraftigt 2011 och hittills i år, bl a drivet av fotbolls EM. Företagens investeringsplaner pekar i enkäter ned och kapacitetsutnyttjandet faller när produktionen mattas. Fallande investeringar under andra halvan av 2012 motverkar den starka utvecklingen första halvåret och **investeringarna ökar med 2 procent 2013** och ökar därefter åter snabbare.

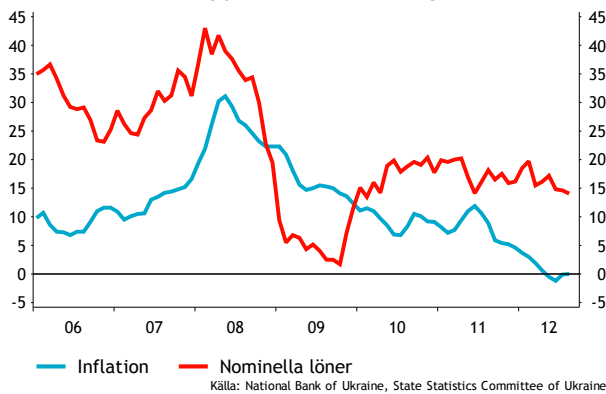
Hushållen har hittills i år visat motståndskraft och **snabbt fallande inflation har stärkt reallöner och köpkraft.** Detaljhandels försäljning har hittills i år ökat med ca 13 procent jämfört med samma period 2011. Nominella löner stiger med över 15 procent i årstakt samtidigt som inflationen fallit från 11,9 procent i juni 2011 till 3,7 procent i januari 2012 och till noll i augusti, efter deflation maj-juli. Inflationen har överraskat rejält på nedsidan bl a efter goda skördar under andra kvartalet och administrativt satta priser. **Inflationen har nu bottnat** och en kombination av högre matpriser, ökad efterfrågan driven av reallöneökningar, ökade offentliga utgifter inför valet i höst och en devalvering som ökar priser på importerade varor driver på inflationen. **Inflationen med 1,7 procent 2013** och 7 respektive 6,5 procent 2013 och 2014.

På kort sikt ger realinkomstökningarna en viss stadga till inhemsk efterfrågan när extern efterfrågan viker, men utvecklingen är inte hållbar på sikt. Budgeten kommer att bli mer återhållsam efter valet och Ukraina tappar nu konkurrenskraft gentemot omvärlden. En devalvering kan lösa en del problem, men bara kortsiktigt om inte politiken läggs om.

Bankutlåningen ökar svagare och svagare, en process som pågått sedan slutet av förra året och där utlåningen i utländsk valuta föll med över 10 procent på årsbasis maj-juli. **Banksystemet pressas av höjda reservkrav och interbankräntor som pressats upp mot 20-25 procent senaste månaderna.** IIF:s senaste undersökning av kreditläget visar att de stramades åt andra kvartalet i år i Europas tillväxtekonominer och allt tyder på att Ukraina ligger i linje med den slutsatsen.

Låg inflation stärker reallöner

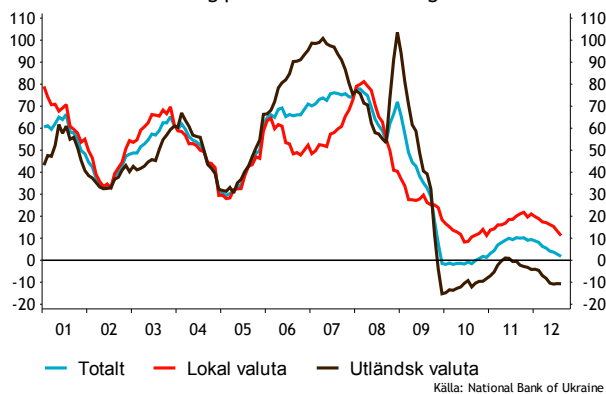
Årtlig procentuell förändring



Ukraina lånade i juli 2 miljarder USD på internationella kapitalmarknaden och säkrade i och med det stora delar av finansieringsbehovet för 2012. Detta har lättat trycket i närtid på centralbankens valutareserv och hryvnian, vars kurs centralbanken intervenerar för att hålla stabil mot USD. Valutareserven har senaste året fallit från nära USD 40 miljarder till USD 30 miljarder (motsvarande ca 3,5 månaders import) i augusti. De underliggande problemen kvarstår dock. Stålspriset har fallit tillbaka kraftigt jämfört med topparna 2011 och övriga råvaror så som jordbruksprodukter kan trots vissa ökade priser inte kompensera för fallet. Övrig export känner av svag internationell efterfrågan, vilket syns tydligast i de svaga industriproduktionsfigurerna. **Bytesbalansunderskottet**, som inte ens nådde balans efter devalveringen 2008 **ökar från 5,6 procent av BNP 2011 till 6 procent av BNP 2012** och därefter faller något.

Bankutlåningen mattas av

Årtlig procentuell förändring

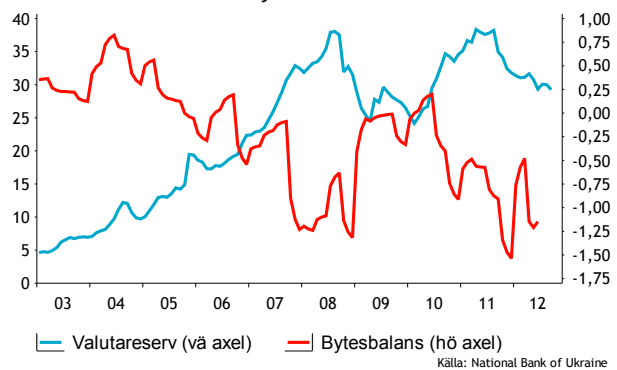


Centralbanken har under flera tillfällen tvingats intervensera för att stötta valutan. Bytesbalansunderskottet, politisk osäkerhet gör att investerare och privatpersoner föredrar utländsk valuta och apprecieringen av USD som försämrat konkurrenskraften pressar hryvnian och **vi väntar oss att valutan kommer att behöva devalveras framöver**. Regeringen kommer att vilja skjuta på devalveringen så länge som möjligt med en förhoppning om att inte behöva genomföra den. Tidpunkten är osäker och vår bedömning är devalveringen sker i år efter valet alternativt tidigt 2013 och att **devalveringen blir drygt 10 procent mot USD**, klart mindre än 2008. I samband med devalveringen kan även steg tas mot en mer flexibel valutaregim med ett band knutet till fler valutor komma att införas, vilket förordats av IMF.

Ukraina har sedan sommaren 2010 ett stödlåneavtal med IMF, som frysts på grund av oenighet om bl a gassubventioner. Ett team från IMF besökte Kiev 29 augusti – 5 september för att diskutera vissa delar av budgeten för 2013, reformer inom energisektorn och vissa sociala program. Den stora stötestenen sedan tidigare är den offentliga sektorns budgetunderskott. Även om IMF har tidigare pekat ut att stora externa finansieringsbehov skapar en osäkerhet för förändringar i sentiment bland investerare. Stärka den offentligfinansiella ställningen är en viktig del. Tilläggsbudgetar har under 2012 ökat utgifterna och regeringens mål om ett underskott på knappt 2 procent av BNP kommer att bli svårt att nå; bedömningen är att det istället hamnar på 3 procent av BNP i år och därefter faller långsamt till 2 procent av BNP 2014. Risken ligger på nedsidan om inte regeringen börjar strama åt efter årets stimulanser för att öka stödet för regeringen inför valet i höst.

Bytesbalansen försämras och valutareserven minskar

Miljarder USD



Regeringen fortsätter att hanka sig fram på kort sikt. Balanserat mellan Ryssland och EU fortsätter och vi väntar oss ingen fotnedsättning i närtid. **Önskescenariot för regeringen** ser vi fortfarande som att landet kommer att försöka få ett avtal med Ryssland om lägre gaspriser som förbättrar offentligt saldo och bytesbalans. Lägre gaspriser möjliggör tariffhöjningar och lägre subventioner utan att effekten för hushåll och företag blir lika stor. Ett sådant scenario skulle även kunna leda till ett nytt IMF-avtal (det nuvarande frusna avtalet löper ut vid årsskiftet 2012-2013). Sannolikheten att detta sker innan valet är liten, men landet kommer med stor sannolikhet, oavsett vad som händer med importpriset för gas, att tvingas söka ny hjälp av IMF efter valet, bl a för att klara en stor återbetalning till just IMF 2013.

Parlamentsvalet 28 oktober medför en ökad osäkerhet på kort sikt. De 450 parlamentsledamöterna väljs på fem år och hälften av mandaten fördelas proportionerligt enligt partilistor och hälften i enmansvalkretsar. Senaste valundersökningarna pekar på ett jämnt resultat mellan sittande presidentens (Janukovitj) Regionernas parti och Tymosjenkos Motherland alliance. President och regering har övertag inför valet i och med att statliga medier kontrolleras. Enligt OSSE (Organisationen för Säkerhet och Samarbete i Europa) har situationen för fria medier försämrats senaste åren, bl a genom självcensur då ägarna inte velat hamna i konflikt med statsmakten. Även om läget är osäkert så lutar det om något mot att Regionernas parti kommer att själva eller i koalition bilda regering efter valet.

ESTLAND

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
BNP, %	7,5	-3,7	-14,3	2,3	8,4	2,5	3,3	4,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	6,7	10,6	0,2	2,7	5,1	3,9	4,3	4,4
Arbetslöshet, %	4,7	5,6	13,9	17,0	12,5	10,4	9,8	9,5
Bytesbalans, % av BNP	-15,9	-9,7	3,7	3,6	3,2	-2,5	-0,5	-0,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	2,4	-2,9	-2,0	0,2	0,3	-1,7	-0,5	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	3,7	4,5	7,2	6,7	6,0	10,5	12,0	11,7
3-månaders ränta, årets slut	7,2	7,8	3,3	1,1	1,4	0,1	0,5	0,8

LETTLAND

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
BNP, %	9,6	-3,3	-17,7	-0,9	5,5	4,5	3,6	4,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,5	2,3	3,0
Arbetslöshet, %	6,1	7,5	16,9	18,7	16,2	15,6	14,2	12,5
Bytesbalans, % av BNP	-22,4	-13,1	8,6	3,0	-1,2	-3,3	-3,9	-4,4
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-0,3	-4,2	-9,6	-7,6	-4,1	-1,2	-1,4	-0,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	9,0	19,7	36,7	44,7	42,6	42,2	40,8	37,6
EUR/LVL, årets slut	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	-
Styrränta, årets slut	6,5	6,0	4,0	3,5	3,5	2,5	0,5	0,5

LITAUEN

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
BNP, %	9,8	2,9	-14,8	1,4	5,9	3,5	4,0	4,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	3,4	3,5	3,5
Arbetslöshet, %	4,3	5,8	13,7	17,8	15,4	13,5	12,0	10,0
Bytesbalans, % av BNP	-14,5	-12,9	3,7	0,1	-3,7	-3,0	-4,0	-6,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-1,0	-3,3	-9,4	-7,2	-5,5	-3,0	-3,5	-3,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	16,8	15,5	29,4	38,0	38,5	39,0	38,0	37,0
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	6,65	9,89	3,90	1,50	1,66	0,70	0,80	0,90
5-års ränta, årets slut	4,80	13,10	6,60	4,60	5,40	2,30	2,50	2,70

(p) = prognos

POLEN

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
BNP, %	6,8	5,1	1,6	3,9	4,4	2,7	2,9	3,8
Inflation, årsgenomsnitt, %	2,6	4,2	4,0	2,7	3,9	3,8	2,5	2,7
Arbetslöshet, %	9,6	7,1	8,2	9,6	9,7	9,5	10,0	10,0
Bytesbalans, % av BNP	-6,2	-6,6	-4,0	-4,7	-4,3	-4,6	-4,7	-4,3
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-1,9	-3,7	-7,4	-7,8	-5,1	-3,3	-3,0	-2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	45,0	47,1	50,9	54,8	56,3	54,9	54,5	54,0
EUR/PLN, årets slut	3,6	4,1	4,1	4,0	4,5	4,1	3,9	3,8
Styrränta, årets slut	5,25	4,00	3,50	3,75	4,50	4,25	3,75	3,75
5-års ränta, årets slut	6,13	5,34	5,91	5,52	5,34	4,20	4,50	4,80

RYSSLAND

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
BNP, %	8,5	5,2	-7,8	4,3	4,3	3,6	3,8	4,2
Inflation, årsgenomsnitt, %	9,0	14,1	11,7	6,9	8,5	5,1	6,1	5,5
Arbetslöshet, %	6,1	6,4	8,4	7,5	6,6	5,6	5,2	5,0
Bytesbalans, % av BNP	5,9	6,2	4,1	4,7	5,5	4,3	2,1	0,7
Fin sparande, off sektor, % av BNP	6,0	4,9	-6,3	-3,5	1,6	0,8	-0,2	-0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	8,5	7,9	11,0	11,7	9,6	9,2	8,7	9,0
USD/RUB, årets slut	24,57	30,53	30,31	30,57	32,19	31,10	31,00	31,00
Rubeln mot eurodollarkorg	29,7	35,4	36,1	35,2	36,5	35,0	33,5	33,1

UKRAINA

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
BNP, %	7,6	2,3	-14,8	4,1	5,2	2,1	2,9	3,9
Inflation, årsgenomsnitt, %	12,8	25,2	15,9	9,4	8,0	1,7	7,0	6,5
Arbetslöshet, %	6,4	6,4	8,8	8,1	8,2	8,4	8,2	8,0
Bytesbalans, % av BNP	-3,7	-7,1	-1,5	-2,2	-5,6	-6,0	-5,5	-5,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-2,0	-3,2	-6,3	-5,7	-2,7	-3,0	-2,5	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	12,3	20,5	35,4	40,1	36,5	38,0	36,0	33,0
USD/UAH, årets slut	5,05	7,80	8,00	7,97	8,00	9,00	9,30	9,40

(p) = prognos



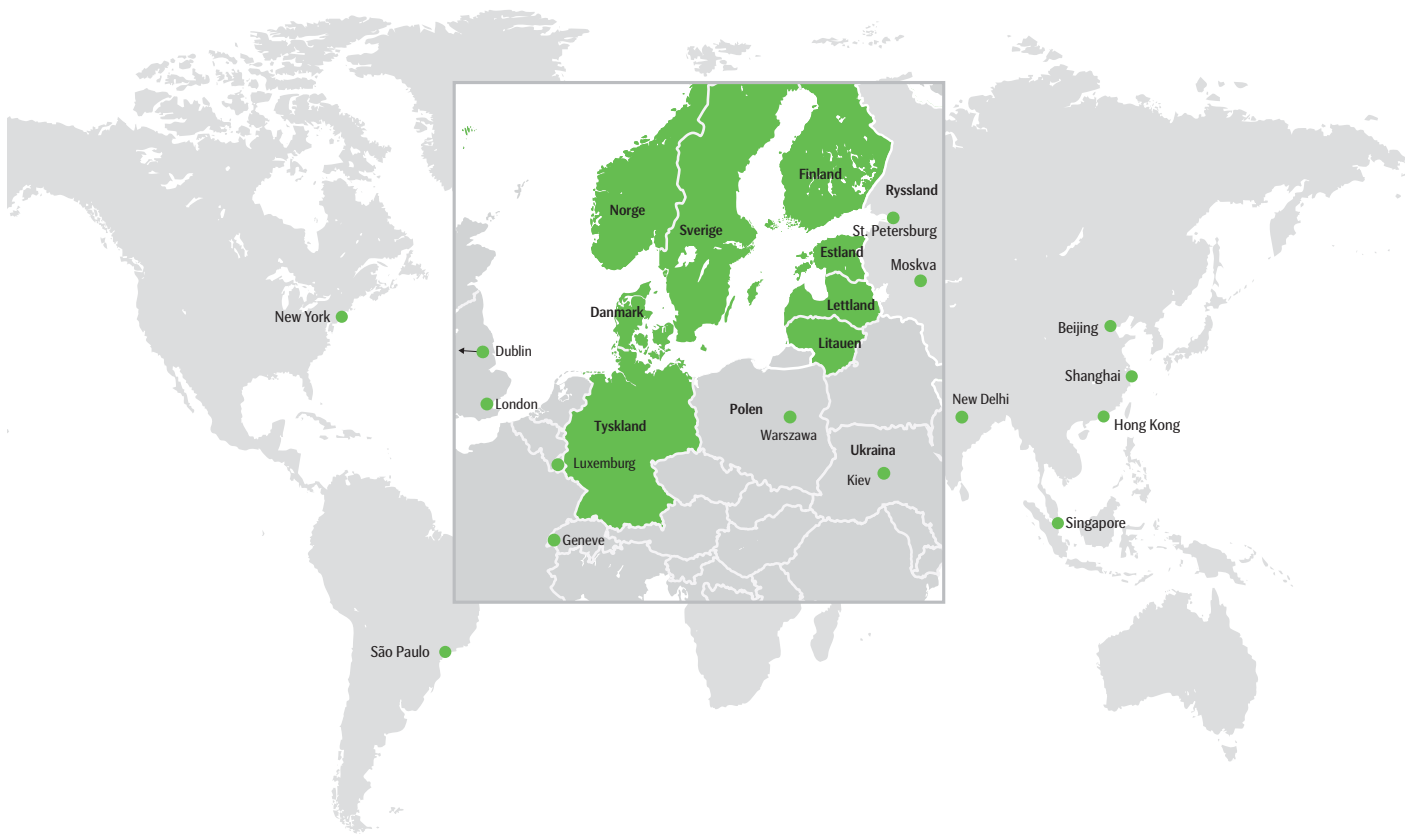
Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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 nordeuropeisk finansiell koncern som betjänar 400 000 företag, institutioner och 5 miljoner privatpersoner. SEB erbjuder universalbankstjänster i Sverige och de tre baltiska länderna Estland, Lettland och Litauen. Banken har också lokal närvaro i övriga Norden och Tyskland och har genom sitt internationella nätverk global närvaro i ledande finansiella centra. Den 30 juni 2010 uppgick koncernens balansomsättning till 2 318 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 328 miljarder kronor. Koncernen har cirka 19 000 anställda. Läs mer om SEB på www.sebgroup.com.

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 konjunkturläget, 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.