



Eastern European Outlook

Ekonomisk Analys – Mars 2013

Fortsatt hyfsad tillväxt
i norra Östeuropa

Tema: Euro-tidtabellen

SEB



Eastern European Outlook utkommer två gånger per år. Denna rapport publicerades den 20 mars 2013.

Rapporten skrevs av Mikael Johansson (chefredaktör), Andreas Johnson, Ruta Arumäe, Dainis Gaspuitis 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 6655578

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

Gitanas 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

Konjunkturen i Östeuropa har bottnat ur de senaste tre-sex månaderna, likt bilden i västvärlden. Och precis som mönstret i Västeuropa utvecklas norra delen av Östeuropa bättre än den södra. Främst Baltikum men även Ryssland och Polen fortsätter under 2013-2014 att uppvisa en hyfsad BNP-tillväxt, medan Ukraina är fast i stagnation även i år. Länder i centrala/södra Östeuropa som Tjeckien och Ungern reser sig ytterst långsamt ur recession och Kroatien och Slovenien visar fortsatt kräftgång.

Att norra delen av Östeuropa visar relativt god motståndskraft mot global avmattning och skuldskris i eurozonen beror i hög grad på att ekonomierna och banksektorerna där är i relativt gott fundamentalt skick, och att Ryssland gynnas av fortsatt högt oljepris på runt 110 USD/fat. Östländerna i syd har större interna obalanser och bankerna där är mer pressade av problemen i Västeuropa.

Arbetslösheten fortsätter gradvis nedåt i Baltikum och Ryssland men den stiger i Polen i år och fastnar på hög nivå i Ukraina. Senaste årens stora emigration från Baltikum leder till vissa flaskhalsproblem på arbetsmarknaderna. Även om löneökningarna generellt tilltar så är kostnadsläget under kontroll, med viss reservation för Estland. Exportens konkurrenskraft är därmed fortsatt god efter de tidigare interndealveringarna. I Ryssland har arbetslösheten redan gått under jämviktsnivån, vilket skapar kostnadstryck och växtproblem allmänt. Inflationen fortsätter i år att sjunka i Baltikum och Polen men stiger något i Ryssland och vänder uppåt tydligt i Ukraina trots ekonomisk kris.

Detta är BNP-prognoserna för de sex länder som *Eastern European Outlook* täcker:

- **Rysslands** tillväxt varvar ned något till 3,0 procent i år och 3,5 procent 2014. Ekonomin slår redan i resurstaket och omfattande reformer krävs för att lyfta tillväxtpotentialen till president Vladimir Putins mål på 5-6 procent.
- **Polen** repar sig från en djup inhemsk svacka, delvis med stöd av senaste halvårets stora räntefall – centralbanken har dock sänkt färdigt. BNP ökar i år i ungefär samma takt som i fjol, med 2,1 procent, och 2014 stiger tillväxten till 3,5 procent, dock ännu under potentialen på runt 4 procent.
- **Ukraina** får även i år nolltillväxt och 2014 ökar BNP med 1,8 procent. Ekonomin är hårt pressad av ett stort bytesbalansunderskott och sviktande förtroende. Ett nytt nödlån från IMF behövs och en devalvering väntas andra kvartalet i år.
- **Estlands** tillväxt stärks från 3,2 procent i fjol till 3,8 respektive 3,7 procent de närmaste åren. Detta är ännu under potentiell tillväxt som för alla baltstater bedöms ligga runt 4 procent. Tillväxten blir som i övriga Baltikum relativt balanserad.
- **Lettland** fortsätter att växa snabbast av alla EU-länder. En temporär dämpning från 5,5 procent i fjol till 3,8 procent sker i år och 2014 är tillväxten åter 5 procent.
- **Litauens** BNP ökar med 3,2 procent i år och 3,5 procent 2014, efter fjolårets tillväxt på 3,6 procent.

Lettland konverterar planenligt till euron 2014. Landet uppfyller med god marginal alla Maastrichtkriterier. Men någon våg av nya anslutningar från öst-länder i EU är inte att vänta; för de flesta dröjer euro-inträden flera år. Det främsta skälet är att regeringarna, med undantag av Litauens, prioriterat ned euro-ambitionerna på grund av krisen i eurozonen.

Tillväxtbotten passerad men trög återhämtning

- **Skuldsanering och politisk osäkerhet**
- **Eurozonen kvar i recession även i år**
- **Euron försvagas**

Världsekonomin rör sig åt rätt håll efter en mycket svag avslutning på 2012 i många länder, främst i Västeuropa. Men det sker i **långsam takt** och det är främst tillväxtekonomierna som ger stöd åt den förbättrade tillväxten. I Europa fortsätter arbetslösheten att öka i år.

Återhämtningen hämmas av förhöjd ekonomisk-politisk osäkerhet och av att många stater, hushåll och banker, främst i väst, **ännu inte är i mål med att sanera sina skulder efter finanskrisen**. Den politiska osäkerheten inbegriper bl a USA:s budgetpolitik, Kinas nya långsiktiga tillväxtmodell, eurozonens stapplande steg mot en politisk union, Spaniens stödbehov samt risken för grekiskt euro-utträde på sikt. I denna ovissa och ekonomiskt kända miljö fortsätter företagen i år att tveka om investeringar. Men en viss islossning för investeringarna i USA är att vänta redan efter våren då finanspolitiken klarnat; vi spår en kompromisslösning mellan demokrater och republikaner som innebär att den finanspolitiska åtstramningseffekten totalt blir ca 2,0 procent av BNP i år, att skuldtaket varaktigt höjs och att skulden slutar växa 2015 vid ca 115 procent av BNP.

Samtidigt är ett **flertal positiva tillväxtkrafter i rörelse**. Centralbankerna sätter **nya rekord i monetär stimulans** 2013. Utrymme finns då stora lediga resurser ger fortsatt låg kärn-inflation. Dessutom har centralbanker under senaste året gett besked om att de är beredda att släppa fram mer inflation, t ex först Bundesbank och på senare tid BoJ och BoE. Den **finansiella stressen i eurozonens krisländer har lättat** en del efter stora långräntenedgångar sedan förra sommaren och börser har stigit relativt kraftigt på bred global front. **Industri-indikatorer** har sedan tre-sex månader tillbaka **försiktigt börjat vända uppåt**; inköpschefsindex i t ex USA var 54 i februari, medan Kina och Tyskland låg strax över expansionsgränsen 50. **Återhämtningen i USA och Kina** vilar på allt fastare mark. I USA stöttas tillväxten av att hushållens skuldanpassning kommit långt och att bo- och byggmarknader senaste året varaktigt repat sig efter krisen; bopriserna spås stiga med 5 procent i år. **Japans nysatsning på stimulansdriven tillväxt** ger kortsiktigt global lyftkraft. En **ökad flexibilitet** i både **global budgetsanering och genomförande av Basel III-regler** ger mindre negativa tillväxteffekter. Till de positiva faktorerna kan läggas att **obalanserna inom Europa minskar**; krisländerna förbättrar konkurrenskraften via sänkta löner och de stora bytesbalansunderskotten har redan krympt påtagligt.

Sammanvägt **stärks global tillväxt gradvis till 3,7 procent 2013 och 4,1 procent 2014**, det senare är i linje med trend.

I **eurozonen fortsätter dock BNP att falla i år**, med 0,3 procent vilket bara är en aning mindre nedgång än i fjol. Skälet är den negativa utvecklingen i krisländerna. Först nästa år nås tillväxt i eurozonen. **Tyskland**, som har relativt små obalanser och som genomför viss finanspolitisk stimulans i år, **klarar sig fortsatt undan recession** och BNP ökar med 0,6 respektive 1,6 procent 2013-2014. Att tysk ekonomi växer är viktigt för särskilt den centraleuropeiska delen av Östeuropa, t ex står Tyskland för ca 30 procent av polsk och tjeckisk export.

Efterfrågan inom Östeuropa stärks också något från bottenmärken i slutet av 2012 i många länder. Barometrar har på senare tid stabiliserats och ljusnat en aning. Men den **regionala divergens** som präglar Östeuropa i ett-två år **består även i år**. Fundamentalt sett starkare Ryssland och Polen upprätthåller tillväxt bättre än många andra länder, även om utvecklingen i polsk inhemsk efterfrågan och därmed BNP-tillväxt var en klar besvikelse andra halvåret 2012. Delar av centrala och främst södra regionen är fortsatt mer pressade; t ex reser sig Tjeckien och Ungern ytterst långsamt ur recession 2012 och både Slovenien och Kroatien väntas visa ännu ett minusår 2013 efter ca 2-procentiga BNP-nedgångar i fjol.

Östbankernas kreditförsörjning och finansieringskostnader har påtagligt förbättrats sedan förra sommaren, som i väst. Men **kreditvillkoren mot kund tinar** likväl **bara upp långsamt**. Kreditefterfrågan är också generellt låg, med undantag för enstaka länder som Ryssland.

Globala nyckeltal

BNP, årlig procentuell förändring

	2011	2012	2013	2014
USA	1,8	2,2	2,1	2,7
Eurozonen	1,4	-0,5	-0,3	0,9
Världen	3,8	3,3	3,7	4,1
Oljepris USD/fat	112,3	111,8	109,9	110,0
EUR/USD, dec	1,29	1,32	1,28	1,20

Källa: IMF, SEB

EUR deprecierar åter mot USD efter apprecieringen sedan förra sommaren som i hög grad förklaras av ECB:s bestämda signaler och beredskap (OMT-programmet) att "rädda euron", ökat förtroende för krisländernas skuldsanering samt USA:s nya monetära lättnader. För en ny euroförsvagning talar krisländernas kvarvarande behov att reparera konkurrenskraft. Dollarn repar sig allmänt av USA:s relativa tillväxtfördelar samt av att marknaden på sikt börjar prisa in Feds stegvisa exit från den ultralätta penningpolitiken.

Euro-inträde dröjer flera år för de flesta östländer

- Eurokris ger politisk avvaktan i eurofrågan
- Få klarar inflations- och valutakrav
- Bara Lettland redo för tidigt inträde – 2014

Den 5 mars 2013 lämnade Lettland i Bryssel in en formell ansökan om euro-medlemskap 2014. Ansökningen var väntad. Den lettiska regeringen har ända sedan 2009, då premiärminister Valdis Dombrovskis tillträdde och då landet var i djup ekonomisk kris, tydligt haft siktet inställt på inträde i eurozonen. De senaste två åren har måldatumet 2014 deklarerats. **Vår bedömning har sedan länge varit att Lettland också får grönt ljus efter vårens utvärderingsrapporter av ECB och EU.** Därmed blir Lettland den 1 januari 2014 den 18:e euro-medlemmen, varav den fjärde nationen från Östeuropa efter Estland (2011), Slovakien (2009) och Slovenien (2007).

Men någon anslutningsvåg av ytterligare sex östnationer från EU in i eurozonen är inte att vänta de allra närmaste åren. Skälen är flera:

1. Skuldkrisen i eurozonen har lett till att flertalet regeringar under de senaste åren **prioriterat ned eurofrågan i den politiska agendan**. Krisen har skapat oklarhet i vilken riktning eurozonen rör sig i termer av bl a överstatlighet inom finanspolitik samt eurons stabilitet i allmänhet. Därmed har också vissa av regeringarna dragit ned på ambitionerna att föra en ekonomisk politik som snabbt leder till konvergens för att leva upp till Maastrichtkraven – se mer om kriterierna i fotnoten till tabellen här intill.

2. Det är **bara Lettland och Litauen som är med i växelkursmekanismen ERM** (2005 respektive 2004) och det krävs minst två års deltagande där inför en euro-anslutning. Att inte fler länder gått med i ERM är nog just ett tecken på att eurofrågan svalnat politiskt enligt punkt 1.

3. De senaste årens **försvagade ekonomiska utveckling** – som delvis är en följd av krisen och recessionen i eurozonen – med sviktande BNP-tillväxt även i öst och i följd av recession i de två potentiella eurokandidaterna Ungern och Tjeckien gör det **svårare att uppnå Maastrichts budgetkrav**. Skatteinkomster dämpas och t ex arbetslöshetsutgifter stiger.

4. **Inflationen** är i de flesta länder i dagsläget **för hög** i förhållande till kravet som är rörligt (dvs beräknas på senaste tillgängliga data inför EU:s och ECB:s utvärderingar) och som vid en utvärdering utgår från de tre EU-länder med lägst inflation plus ett påslag på 1,5 procentenheter. Det kan bli fortsatt tufft att nå detta krav de närmaste ett-två åren då inflationen inom EU sannolikt pressas ned ytterligare i spåren av stora lediga

resurser i ekonomierna bl a till följd av i år fortsatt stigande arbetslöshet.

Vi har **granskat hur väl de potentiella euro-kandidaterna från Östeuropa i dagsläget klarar de centrala inträdeskraven**; de tre som täcker prisstabilitet och sunda offentliga finanser. Genomgången baseras på 2012 års utfall/prognoser från EU-kommissionen för inflation, budget och skuld.

Så uppfyller EU:s östländer utanför EMU de centrala Maastrichtkriterierna*

Utfall/prognoser för 2012, enligt EU-kommissionens vinter-rapport 2013. Röda siffror är missade krav

	Inflation %	Budget % av BNP	Skuld % av BNP
Bulgarien	2,4	-0,1	18,9
Lettland	2,3	-1,5	41,9
Litauen	3,2	-3,2	41,1
Polen	3,7	-3,5	55,8
Rumänien	3,4	-2,9	38,0
Tjeckien	3,5	-5,2	45,5
Ungern	5,7	-2,4	78,6

*Inflationen får vid utvärderingen vara max 1,5 procentenheter över årsgenomsnittet för de tre EU-länder med lägst inflation; 2,77 procent för 2012 vid vår utvärdering. *Offentliga budgetunderskottet* får ej överstiga 3 procent av BNP. *Offentliga skulden* får ej överstiga 60 procent av BNP eller måste röra sig ned mot denna nivå i tillfredsställande takt. Utöver dessa tre centrala krav finns ytterligare tre: *Långa räntan* får vara max 2 procentenheter över räntan i de tre EU-länder med lägst inflation. *Växelkursen* ska ha varit stabil i två år, med medlemskap i ERM och utan devalvering. *Centralbanken* ska vara politiskt oberoende. Notabelt är att vid ECB:s och EU:s utvärderingar av Maastrichtkriterierna granskas även om det bedöms ha skett en *bestående nedväxling* i landets inflation och budgetunderskott.

Källa: SEB, EU-kommissionen

Följande slutsatser kan dras av denna konvergens-kontroll. **Bara två av sju östländer uppfyller de tre viktigaste Maastrichtkraven: Lettland och Bulgarien. Lettland uppfyller också övriga krav, medan Bulgarien fallerar på att landet ej deltar/deltagit i ERM.** Hela fem länder överstiger inflationsgränsen, samtliga relativt mycket och särskilt Ungern. Fyra klarar budgetgränsen och av övriga tre är det bara Tjeckien som missar stort. Där det ser bäst ut i "öst-konvergens" är gällande det offentliga skuldkriteriet; där faller bara Ungern ur ramen med sina nära 80 procent av BNP och de flesta länder har mycket god marginal till gränsen 60 procent. Östländerna

har däremot en betydligt bättre offentlig skuldposition än de flesta västeuropeiska länder, inklusive nuvarande euro-nationer.

Nedan följer **vår prognos för euro-tidtabellen** för östländerna, i kronologisk ordning.

Lettland 2014

Lettland konverterar planenligt till euron 2014. Landet uppfyller med god marginal alla Maastrichtkriterier. Det blir också svårt att anklaga Lettland för att regeringen med "quick-fix-politik" skulle ha tvingat ned inflation och budgetunderskott; senaste årens nedväxling framstår som bestående, om man blickar ett-två år framåt. Notera också att konvergens mot ett framtida euro-inträde var ett centralt delmål i det EU/IMF-ledda internationella stödlånpaketet 2008-2011. Ytterligare ett skäl till att vi tror att Lettland släpps in är att EU sannolikt vill visa att euro-processen lever trots nuvarande kris i flera länder i eurozonen.

Litauen tidigast 2015

Chanserna är "50-50" att Litauen klarar måldatumet 2015 som den nya vänsterledda regeringen satte kort tid efter att den tillträdde efter parlamentsvalet i höstas – den förra regeringen hade det överambitiösa inträdesmålet 2014. Landet ligger hyggligt till i budgetkriteriet, men det kan bli knepigt att under det närmaste året få ned inflationen tillräckligt mycket; utvärderingen sker på årsgenomsnittet för perioden mars 2013 till mars 2014.

Polen tidigast 2016

Har inget måldatum. Premiärminister Tusk har i vinter upprepat Polens avvaktande hållning i euro-frågan: Polen ska sträva efter att snarast möjligt fullfölja kriterierna men helt avgörande för beslutet att gå med i zonen är när det är "100 procent säkert för Polen", dvs euro-området måste också vara redo, förklarade han inför parlamentet den 19 februari 2013. Vår bedömning är att kriterierna är väl inom räckhåll för en euro-anslutning 2016, förutsatt att Polen senast 2014 väljer att gå med i ERM.

Bulgarien tidigast 2016

Har inget måldatum. Förre premiärministern Borisov sade 2010 att Bulgarien då siktade på euro-anslutning 2013. Entusiasmen för euro-frågan hölls uppe fram till hösten 2012 då Borisov och dåvarande finansminister Djankov öppet och frankt gjorde klart att Bulgarien hade lagt ned planerna på att gå med i euron: "För tillfället ser jag inga fördelar med att gå in i euro-zonen, bara kostnader" sade Djankov till Wall Street Journal den 3 september. Han tillade att oenighet mellan euro-länder i att hantera skuldkrisen samt oklarhet om nya regler gjorde det alltför riskabelt för Bulgarien att medverka i eurozonen. Den politiska euro-ambitionen har alltså svalnat rejält. Det är inte heller troligt att den nya Raikov-regeringen, efter det plötsliga skiftet i februari då Borisov-regeringen tvingades bort på grund av kraftigt folkligt missnöje med åtstramningspolitiken, väljer att driva frågan om euro-inträde. Bulgarien klarar i och för sig redan Maastrichtkriterierna (utom ERM), men en politiskt osäker situation gör att ett tidigare inträde än 2016 ej är troligt.

Rumänien tidigast 2016

Har inget måldatum. Tidigare målet 2015 ströks hösten 2012. Centralbankschefen Isarescu sade då mycket bestämt att euro-frågan nu var borta från agendan, även om han tillade att landet borde fortsätta att sträva efter att uppfylla Maastrichtkriterierna för att uppvisa god disciplin. Landet ligger också redan väl till i uppfyllande, förutom att inflationen är för hög. Men den tydliga nedprioriteringen av eurofrågan gör att ett rumänskt inträde före 2016 ej är troligt.

Ungern 2018-2020

Har inget måldatum. De politiska signalerna senaste åren är att euro-frågan är iskall och ett inträde åtminstone inte ska ske före 2018. Lägg därtill att Ungern politiskt just nu är inne i svåra spänningar med EU efter Orban-regeringens omtvistade ändringar i grundlagen, som EU-kommissionen och Europarådet menar bl a hotar rättssäkerheten. Ungern ligger också dåligt till vad gäller kriterierna, med alldeles för hög inflation och offentlig skuld.

Tjeckien 2018-2020

Har inget måldatum. Precis som i Ungern är euro-ambitionerna klart nedtonade. Regeringen har sagt att den först vill ha folkomröstning i frågan och att korunan ska bytas ut till euro tidigast 2020. Notabelt är också att centralbanken och finansministeriet i ett gemensamt uttalande på centralbankens hemsida på Internet i december 2012 mycket tydligt gjorde klart att euro-medlemskap inte ska prioriteras; det ska inte sättas något måldatum under 2013 och Tjeckien ska inte gå med i ERM 2013. Ekonomiskt sett har Tjeckien allt för hög inflation men framför allt fortsatt stora budgetunderskott som gör att euro-anslutning känns mycket avlägset.

Inhemsk efterfrågan motståndskraftig, exporten skakig

- **Fortsatt skuldavveckling i hushållssektorn**
- **Växande emigration en stor utmaning**
- **Inflationen planar ut, hög lönetillväxt en uppåtrisk**

Tvärtemot utvecklingen i eurozonen och de nordiska länderna accelererade Estlands tillväxt under andra halvåret 2012, efter en inbromsning under fjolårets första hälft. I kvartalsmässig jämförelse bottenade ekonomin ur under första halvåret och årstakten ökade till 3,7 procent under fjärde kvartalet. Inhemsk efterfrågan förblev den främsta drivkraften. Under sista kvartalet 2012 stod även exporten rätt framgångsrikt emot inbromsningen på de största exportmarknaderna och recessionen i eurozonen, och växte med 7,1 procent i årstakt. Exportutvecklingen är ganska skakig och sårbar för plötsliga bakslag, men med antagandet om gradvis ljusnande utsikter på exportmarknaderna blir vårt huvudscenariot en måttlig ökning av export i år följt av en starkare utveckling 2014. Inhemsk efterfrågan är motståndskraftig. Investeringar gav det klart största bidraget till den ekonomiska tillväxten 2012. Men de kommer troligen att minska i betydelse under 2013 till följd av lägre offentliga investeringar. Samtidigt väntas privata konsumtionen ge ett ökat tillväxtbidrag. Sammantaget bör ekonomin uppvisa ett relativt balanserat tillväxtmönster. **Vi räknar med att BNP ökar med 3,8 procent i år och 3,7 procent 2014.**

Den balanserade tillväxten resulterar i ett litet bytesbalansunderskott. Under det fjärde kvartalet 2012 vidgades underskottet något som en följd av att varuimporten stärktes medan exporten av varor bara växte måttligt. Orsaken var stark inhemsk efterfrågan, även om det blev en viss inbromsning i privat konsumtion och mer tydlig dämpning av investeringstillväxten. Byggsektorn frångick rollen som en tillväxtkraft. Det som lyfte inhemsk efterfrågan var privat konsumtionstillväxt, något som väntas bli temporärt.

Byggandets volymtillväxt avtog skarpt under det andra halvåret 2012. Vid sidan av tillfälliga offentliga utgiftsökningar kom tillväxtimpulserna under fjärde kvartalet från sektorerna IKT, transport och jordbruk.

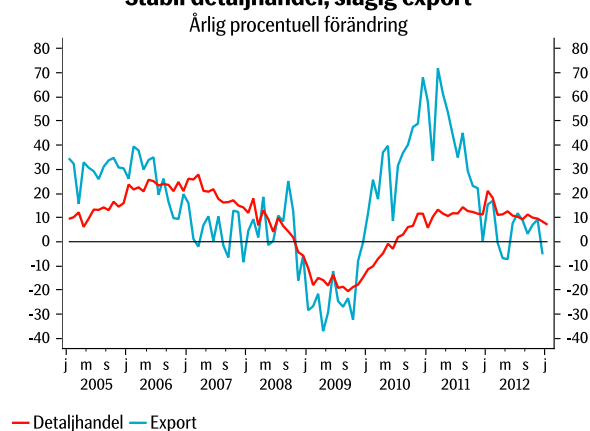
En ökning av investeringar i privat sektor kommer lägligt under 2013, då de offentliga investeringarna väntas minska. Ett tecken på ökad investeringsaktivitet är den livliga utlåningen till företag under andra halvan av 2012 och inledningen på 2013.

Hushållen är tvärtom ganska försiktiga med att ta nya lån. **Den totala utlåningen till privatpersoner fortsatte att minska i januari 2013** och antalet beviljade lån per månad upphörde att öka i slutet av 2012. Hushållens skulder som andel av BNP steg

åren före krisen från runt 20 procent 2004 upp till en kulmen på 54 procent 2009. Sedan dess har denna skuldkvot minskat till 41 procent i slutet av 2012. Nivån är ännu något högre än den var i slutet av 2006 då den ekonomiska boomen pågick för fullt. När det gäller bostadslån kan hushållen i år komma att stoppa sin skuldavveckling och det finns tidiga signaler på att efterfrågan på lån åter börja komma igång.

Reallönetillväxten har gradvis kommit tillbaka, men det var ännu sista kvartalet i fjol en ganska modest ökning på 2,4 procent mätt i årstakt. **Vi räknar med fortsatta reallöneökningar under 2013**, vilket kommer att ge stöd åt privat konsumtion. Disponibla inkomster stärks också av en sänkning av skatten på arbetslöshetsförsäkring och ökade sociala transfereringar, som bl a barnbidrag, föräldrabidrag och pensioner. De sociala bidragen ökar med 6 procent. Sammantaget räknar vi med att privat konsumtion växer med 4 procent 2013 och 3 procent 2014.

Stabil detaljhandel, slagig export



Källa: Statistical Office of Estonia

Fastighetspriserna repar sig successivt och ökar för tillfället med 7-8 procent i årstakt. Någon boom är dock inte sannolik i närtid. Att priserna stiger beror inte främst på ökad kreditefterfrågan från hushåll utan mer på att fastigheter ses som en investeringsmöjlighet i en miljö med mycket låga räntor. Merparten av fastighetstransaktionerna sker utan banklån.

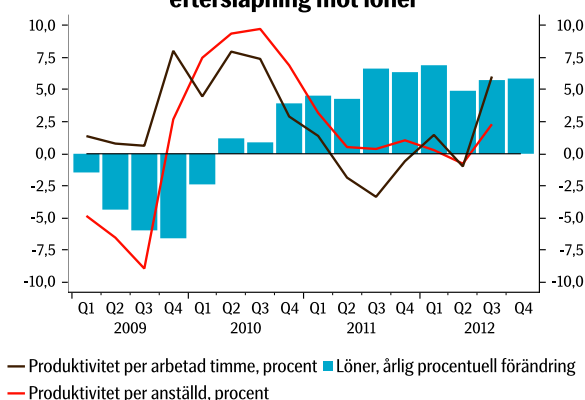
Det allmänna ekonomiska sentimentet var relativt stabilt under 2012. Estland fortsatt att vara **bland de mest optimistiska länderna i Europa**, strax efter Lettland. Näringslivets framtidsstro har varit stabil, med undantag för tillverkningsindustrin där förtroendet föll i slutet av året. Konsumentförtroendet försvagades något under fjärde kvartalet men stärktes åter i början av 2013.

Tillverkningsindustrin möter fortfarande en relativt kärv omvärldsmiljö. Med gradvis förbättrad extern efterfrågan bör

exporten vara kapabel att uppvisa fortsatt måttlig tillväxt 2013, även om riskerna förblir höga och bakslag kan inträffa.

Det största makroekonomiska problemet i Estland är växande emigration och vilken resulterar i spänningar på arbetsmarknaden. Under 2012 steg emigrationen tvärt till nära 10 900 personer, 4 600 fler än året dessförinnan. Det var det största utflödet på ett decennium. Samtidigt har nedgången i befolkningen förvärrats under de senaste två åren. Detta kommer att påverka den tillgängliga arbetskraften negativt både på kort och lång sikt. Arbetskraftsbrist är redan det största hindret för att öka affärerna i Estland. Den mest akuta arbetskraftsbristen gäller för enklare jobb i tjänstesektorn, där rikare närliggande länder lockar till sig arbetskraft som kan utföra dessa lågavlönade jobb.

Produktivitet börjar åter stiga efter oroande eftersläpning mot löner



Källa: Eurostat, Statistical Office of Estonia

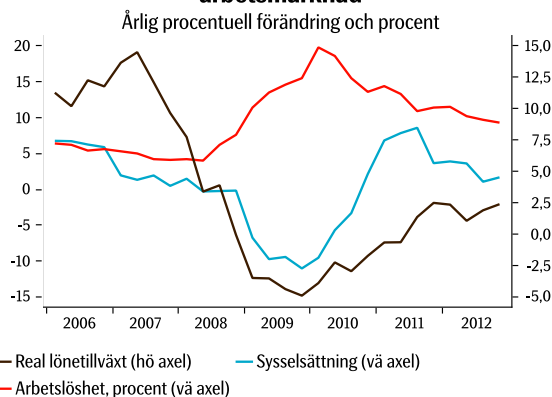
Produktiviteten har förblivit praktiskt taget oförändrad de senaste två åren; detta till följd av att sysselsättningen ökat i samma takt som produktionen. Samtidigt har lönetillväxten överstigit produktivitetens ökning. Det är hög tid att vända denna trend, och de första tecknen på stigande produktivitet kan redan avläsas. Breda löneökningar väntas också, t ex i offentliga sektorn som en konsekvens av strejker i sjukvårdssektorn och bland piloter. Kollektiva löneavtal har slutits i energisektorn, jämte minimilöner. Offentliganställda utgör ungefär en fjärdedel av den totala arbetskraften. Det fortsätter också att ske en löneanpassning i den privata sektorn efter krisen. Situationen varierar dock mellan branscher. Utsikterna till lönehöjningar är lägre i branscher med små chanser till produktionsstillväxt, som i tillverkningsindustrin och byggbranschen.

Samtidigt finns fortfarande en stor reserv av arbetslösa personer. Arbetslösheten minskade under loppet av 2012 till 9,3 procent det fjärde kvartalet. Ytterligare viss nedgång väntas, om än i en långsammare takt. De största lediga vakanserna finns för tjänstejobb, försäljningspersonal och lågutbildade arbetare. Just lågutbildad arbetskraft är en av huvudkategorierna bland de arbetslösa. Utbud och efterfrågan möts ej, kanske på grund av lönenivåer eller kvalificeringshinder. **Den genomsnittliga lönen växte med 5,9 procent under 2012 och väntas öka med 7-8 procent 2013 och 5-6 procent 2014.**

Ökade löner bidrar till inflationsrisker för 2013. I övrigt är **inflationskrafterna relativt dämpade**. Den importerade inflationen blir nedpressad och råvarupriser kommer inte att trycka

upp inflationen. I januari 2013 var den totala inflationen på den lägsta nivån på två år, trots att en större elprishöjning hade en betydande inverkan på inflationstakten; 0,9 procentenheter. Underliggande inflationskrafter är sålunda ganska svaga, även om det finns en kvardröjande risk för spridningseffekter från elprishöjningen. Inflationen väntas öka med 3,3 procent båda åren.

Reallönetillväxten kommer tillbaka på en förbättrad arbetsmarknad



Källa: Statistical Office of Estonia, SEB

Den ekonomiska tillväxten under andra halvåret 2012 var mycket bättre än vad finansministeriet hade prognosticerat. Utfallet på statsbudgeten blev sålunda bättre än planerat. Inkomsterna blev 3,4 procent högre än väntat, vilket ledde till ett **mindre budgetunderskott än beräknat** för 2012. För 2013 antar regeringen ett underskott på 0,7 procent av BNP.

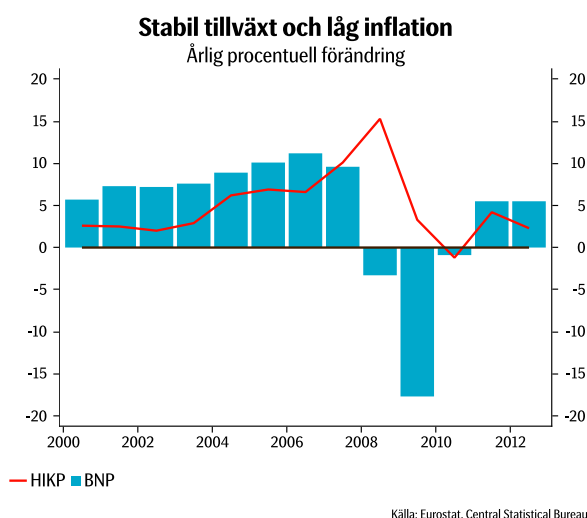
I år är det också lokalval, vilket kan komma att spä på kommunernas underskott och samtidigt öka såväl hushållsinkomster som investeringsprojekt. En märkbar effekt kunde noteras i inledningen av 2013 i form av fria allmänna transporter i Tallinn. Detta gynnar disponibelinkomsten hos låginkomsttagarna av befolkningen och ökar popularitetsstödet för stadens regerande Centerparti, vilket ingår i den parlamentariska oppositionen på nationell nivå.

Det parlamentariska stödet för regeringen har minskat under de senaste sex månaderna efter en skandal gällande partifinansiering kopplad till det största styrande partiet Reformpartiet. Samtidigt har den konservativa koalitionspartnern IRL ökat i popularitet. Sammantaget känner sig höger-regeringen inte särskilt hotad av det ökade stödet för vänster-oppositionspartierna. Detta skift speglar delvis ett utbrett missnöje med inkomstnivåer och den senaste höjningen av elpriserna. Under 2012 var det fler strejker än någonsin tidigare i Estlands historia. Nästa parlamentsval är planerat att hållas 2015.

Tillfällig inbromsning 2013

- Inhemsk efterfrågan ger stöd åt tillväxt
- Svagt pristryck
- Lettland ansluter planenligt till euron 2014

Trots svag global tillväxt blev 2012 ännu ett starkt år för Lettland, som för andra året i rad lyckades växa snabbast av alla EU-länder. Arbetslösheten fortsatte att minska. Samtidigt förblev inflationen låg vilket bidrog till förbättrad köpkraft. Dessa gynnsamma trender bidrog till att lyfta privat konsumtion. God ekonomisk tillväxt medförde också att regeringens inkomstplan överskreds, vilket resulterade i ytterligare budgetfinansiering till stora sektorer. Landets **makroekonomiska stabilitet** ledde till att internationella kreditvärderingsinstitut höjde Lettlands rating. I och med att förtroendet ökade så kunde Lettland ordna finansiering till aldrig tidigare så låga räntor.



Under det fjärde kvartalet 2012 ökade BNP med 5,1 procent i årstakt och helårssiffran blev 5,6 procent. Detaljhandel, tillverkningsindustri och byggande uppvisade stark tillväxt. Krisen i eurozonen fortsätter att förmörka den globala bilden 2013, så de lettiska tillväxtutsikterna måste fortfarande bedömas med viss försiktighet. Hittills har dock den lettiska ekonomin visat flexibilitet och en förmåga att ta sig an möjligheter på nya marknader. Vi förutser att nuvarande ekonomiska trender fortsätter, om än i en mer moderat takt. **Vi räknar med att BNP ökar med 3,8 procent i år och att tillväxten accelererar till 5 procent nästa år.** Under 2013 kommer BNP-tillväxten främst att upprätthållas av investeringar och privat konsumtion, som får kraft av högre löner och köpkraft samt av relativt stabilt sentiment. Transitsektorn kommer att möta konkurrens och kapacitetsbegränsningar vilka sannolikt kommer att resultera i långsammare tillväxt. Aktiviteten på fastighetsmarknaden

väntas öka sakta från en låg nivå. Denna är fortfarande påverkad av osäkra långsiktiga utsikter och den senaste krisen. Bygandet fortsätter att repa sig men i en långsammare takt än i fjol under det att finans- och försäkringsindustrin fortsätter att anpassa sig till förhållanden efter krisen.

Under 2012 ökade tillverkningsindustrin – en stor arbetsgivare och drivkraft för tillväxt – sin försäljning med 11,9 procent mätt i löpande priser och jämfört med 2011. **Exporttillväxten studsade upp under fjärde kvartalet trots global svaghet.** Under fjolåret steg exporten med 15 procent, medan importen ökade med 12,7 procent. Med hjälp av god konkurrenskraft fortsätter tillverkningsindustrins produktion samt exporten att öka. Osäkerhet påverkar investeringar och näringslivet måste ännu arbeta mycket effektivt och undvika att bygga upp stora lager. Denna försiktighet hämmar Lettlands långsiktiga utvecklingsmöjligheter. För 2013 räknar vi med att investeringsaktiviteten stärks gradvis, delvis som en effekt av ökade utländska investeringar inför Lettlands förväntade anslutning till eurozonen 2014.

Bytesbalansunderskottet minskade i fjol till 1,7 procent av BNP från 2,2 procent 2011. Orsakerna var att exporten stod upp bättre än väntat och att tvekan om investeringar dämpade import. Vi spår att bytesbalansunderskottet ökar måttligt under de kommande åren i spåren av högre import.



Med syfte att höja konkurrenskraften och minska skatten på arbetskraft så sänktes den privata inkomstskatten i januari 2013 med en procentenhet till 24 procent. En sänkning med två procentenheter följer i januari 2014 och ytterligare en lätnad året senare.

Uppmuntrade av kommande skatteförändringar och den positiva ekonomiska utvecklingen förblev konsumenterna mycket

aktiva under andra halvan av 2012. Under helåret 2012 ökade detaljhandeln sin försäljning med 9,7 procent i fasta priser. Hushållen väntas heller inte under 2013 dra ned på spender-viljan så mycket och vi räknar därför med en fortsatt **relativt robust ökning i konsumtionen både i år och nästa år.**

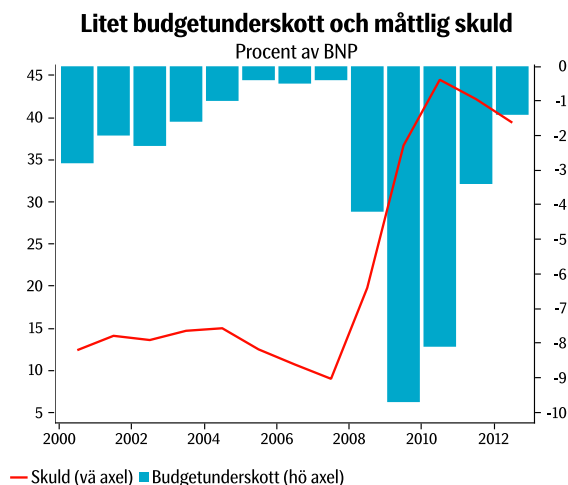
Inflationen har fortsatt att sakta in, drivet av globala trender och moderat lönetillväxt. Den årliga inflationstakten minskade till 0,3 procent i februari. Inverkan från externa faktorer förblir svag. Det vill möjliggöra ytterligare förbättring av hushållens köpkraft och främja konsumtion. Den fortsatta ekonomiska återhämtningen kommer bara gradvis att börja öka trycket uppåt på priser. Detta tryck blir begränsat beroende på hög arbetslöshet och måttlig men ökande lönetillväxt. **Vi förutspår en genomsnittlig inflation på 1,4 procent i år, men följt av en acceleration till 3 procent 2014.** Den förväntade euro-anslutningen den 1 januari 2014 väntas addera 0,2-0,3 procentenheter till inflationen till följd av hamstring av varor inför anslutningen och avrundningseffekter vid exempelvis restauranger och kaféer.

Under de tre första kvartalen 2012 var den årliga lönetillväxten 3,7 procent och takten accelererade troligen något under det sista kvartalet. Lönetillväxten för de närmaste två åren förblir moderat; 4,5 respektive 5,5 procent. Under de därpå följande åren väntas dock ett växande inflationstryck pressa upp lönerna snabbare. Löneökningar i offentlig sektor kommer att ha en inverkan på detta, även om de blir mycket selektiva och blir begränsade av budgetkapacitet. Statligt och kommunalt ägda företag väntas släppa fram större löneökningar.

Förra årets gradvisa förbättring av arbetsmarknaden väntas fortsätta. Under fjärde kvartalet 2012 steg arbetslösheten med 0,3 procentenheter till 13,8 procent, framför allt på grund av säsongseffekter. Då ekonomin fortsätter växa nära trend kring 4 procent väntas dock efterfrågan på arbetskraft fortsätta öka även om den strukturella arbetslösheten gör att arbetslösheten ligger kvar på hög nivå lång tid framöver. Arbetsmarknadsläget ser olika ut i olika delar av landet och understryker behovet av en högre rörlighet för arbetskraften. Vi bedömer att bristen på arbetskraft med vissa typer av specialkompetens kommer att leva vidare. Detta gäller främst företag inom tillverkningsindustrin, informationsteknologi samt byggindustrin.

Efter viss fördröjning har den ekonomiska tillväxten skapat förutsättningar för en stabilisering för banksektorn. Efter en treårsperiod med förluster gick sektorn med vinst 2012. Andelen problemlån är dock fortsatt hög, framför allt för hushållen. Av de totala banklånen till hushåll låg 24,5 procent efter med betalningarna vid slutet av 2012 vilket var nästan 5 procentenheter lägre än 2011. Bankernas totala låneportfölj fortsatte krympa 2012; minskningen var nästan 10 procent. Lånevolymen har dock börjat stabilisera sig med hjälp av en ökning för nya lån vilket till största delen drivs av lån till företag. Totala kreditefterfrågan är dock fortfarande låg. För att öka efterfrågan behövs nationella stödmekanismer, exempelvis genom att ge unga hushåll stöd i samband med det första bostadsköpet. På medellång sikt kommer utlåningen till företag fortsätta dominera medan utlåningen till hushåll kommer fortsätta att utvecklas svagare.

Lettlands offentliga finanser är i gott skick. Den 20 december 2012 återbetalade finansdepartementet 493,3 miljoner lats till IMF. Därmed har Lettland fullgjort återbetalningen av IMF:s del av det internationella krislån som löpte december 2008-2011. Lettlands återstående skuld till EU ska återbetalas till 2025. Tack vare stabil ekonomisk tillväxt kunde regeringen överträffa förra årets budgetmål. Underskottet hamnade på 1,4 procent av BNP 2012 jämfört med målet på 1,9 procent. **Vår bedömning är att budgetunderskottet hamnar på 1,4 procent av BNP 2013 och på 0,8 procent 2014.**



Källa: Central Statistical Bureau

Lettland uppfyller gott och väl samtliga

Maastrichtkriterier och förberedelserna för en anslutning till eurosamarbetet fortsätter. Budgetkriteriet, där underskottet inte får överstiga 3 procent av BNP, uppfylls med god marginal. I januari 2013 var genomsnittet för den senaste tolv månaderperioden 2,0 procent, klart under kriteriet på 2,7 procent. I januari var den långsiktiga avkastningen på statspapper 4,35 procent, kriteriet var 5,74 procent. Vår bedömning är att offentliga skulden hamnade på 39,4 procent av BNP 2012, klart under kriteriet på 60 procent av BNP. Lettland har dessutom deltagit i ERM II sedan maj 2005.

EU-kommissionen och ECB väntas förbereda konvergensrapporter för Lettland i april. Om rapporterna ger grönt ljus kommer Rådet för ekonomiska och finansiella frågor (Ekofin) att erbjuda Lettland medlemskap i eurozonen. I juni kommer Europeiska rådet att ta beslut att bjuda in Lettland. I juli tar Ekofin det slutgiltiga beslutet om Lettlands inträde och bestämmer även växelkursen vilken väntas ligga kvar på 0,702804 lats per euro.

Oavsett spekulationer kring de politiska motiven bakom inbjudan från eurozonen och den fortsatta utvecklingen för samarbetet framöver **håller vi fast vid vår bedömning att Lettland blir det 18:e medlemslandet i eurozonen i januari 2014.** Då eurokampanjen nu intensifieras växer även stödet för medlemskap, om än i långsam takt. Den senaste opinionsundersökningen visar att endast 33 procent av befolkningen stöder en anslutning till eurosamarbetet.

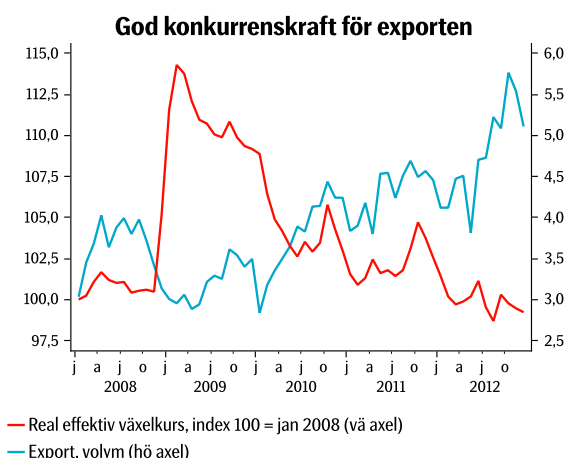
Ytterligare ett år med måttlig och balanserad tillväxt

- **God konkurrenskraft för exporten**
- **Löneökningarna accelererar**
- **Inflationen måste tåmas för att nå euromålet 2015**

Under 2012 var tillväxten i Litauen stabil och fick stöd från både export och inhemsk efterfrågan. BNP steg med 3,6 procent vilket var bland de högsta tillväxttakterna i EU. Samtidigt har de ekonomiska obalanserna fortsatt då handelsbalansunderskottet och inflationstrycket varit lågt.

Exporten utvecklades förvånansvärt väl, speciellt under andra halvåret, trots recession i eurozonen och långsammare tillväxt för andra viktiga handelspartners såsom Ryssland och Polen. Den stadiga exporttillväxten fortsatte för tredje året i rad och den totala exporten steg med 11 procent mätt i fasta priser. Därmed överträffades nivån innan den finansiella krisen med omkring 30 procent. Under slutet av året steg exporten av jordbruksvaror rejält tack vare en rekordhög spannmålsskörd men exporttillväxten var ändå bredbaserad.

En av förklaringarna till den starka exportutvecklingen är att **kostnaderna har hållits kvar på en låg nivå**. Exempelvis ökade de nominella lönerna med strax över 2 procent vilket var betydligt lägre än i jämförbara ekonomier. Reallönerna har fortsatt falla sedan början av 2009 medan den reala effektiva växelkursen försvagades ytterligare förra året.



Källa: Statistics Lithuania, Bank of Lithuania, SEB

Samtidigt utvecklades den inhemska efterfrågan relativt trögt 2012 vilket reflekteras i en svagare återhämtning för detaljhandeln och en minskning av handelsbalansunderskottet, speciellt under andra halvåret. Lönetillväxten var för svag för att dra upp den privata konsumtionen i någon större utsträckning samti-

digt som osäkerheten kring eurozonskrisen hade en dämpande effekt på spenderviljan. Under 2013 väntas accelererande lönetillväxt och stigande sysselsättning ge stöd till konsumtionen men samtidigt har befolkningsminskningen samt försiktiga hushåll en dämpande effekt. **Vår bedömning är att den privata konsumtionen ökar med 4 procent 2013 och med 5 procent 2014.**

På bostadsmarknaden fanns få positiva tecken under 2012. Enligt det EU-harmoniserade bostadsprisindexet steg priserna endast marginellt med 0,1 procent under de första tre kvartalen. Priset på nybyggda lägenheter steg något medan priset på existerande lägenheter fortsatte falla. Bostadsutbudet började öka och antalet bygglov för bostadshus steg vilket innebär att prispressen från utbudssidan kommer att vara fortsatt begränsad under 2013; bostadspriserna väntas inte öka med mer än 5 procent. Efter att ha stigit under 2011 minskade byggandet av kommersiella fastigheter, vägar och annan infrastruktur under 2012.

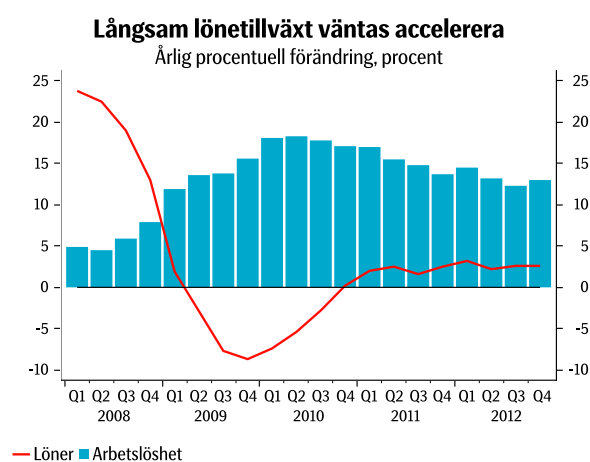
Investeringarna fortsatte att utvecklas svagt förra året på grund av kvardröjande osäkerhet som håller tillbaka tillväxtpotential och produktivetsförbättringar på medellång sikt. Sedan början av andra kvartalet 2012 har investeringarna fallit mätt i årstakt. Samtidigt har kapacitetsutnyttjandet i tillverkningsindustrin nästan nått tillbaka till nivån före krisen. Givet attraktiva låneförutsättningar och en lång period med nedpressade investeringar väntar vi oss en **försiktig återhämtning under 2013.**

Sammantaget bedöms 2013 bli ytterligare ett år med måttlig och balanserad ekonomisk tillväxt. Exportens konkurrenskraft kommer att få en utmaning genom högre löneökningar men återhämtningen i eurozonen väntas skapa bättre förutsättningar under andra halvåret. **BNP får stöd från stigande konsumtion och investeringar och väntas öka med 3,2 procent 2013 och med 3,5 procent 2014.** I ljuset av den balanserade utvecklingen för ekonomin väntar vi oss att bytesbalansunderskottet ligger kvar på måttliga 3 procent av BNP 2013 och 4 procent 2014.

Förra året steg inflationstakten något jämfört med 2011 och helårsgenomsnittet hamnade på 3,2 procent. Inflationen fortsatte att drivas av globala råvarupriser medan det efterfrågedrivna pristrycket i stort sett var obefintligt. Under slutet av 2012 mattades inflationstrycket och övergick i en tre månader lång deflationsperiod. Inflationen var fortsatt låg under inledningen av 2013 trots att hushållens elpriser steg med 9-10 procent samtidigt som punktskatterna på diesel och tobak höjdes. Effekten av elprishöjningarna väntas bli begränsad eftersom företagens elpriser sedan årsskiftet inte längre är reglerade utan bestäms genom förhandlingar. **HIKP-inflationen mätt som helårsgenomsnitt väntas hamna på 2,5 procent 2013**

och 2,8 procent 2014 drivet av globala råvarumarknader samt höjningar av skatter och reglerade priser.

Efter att ha fallit med 13 procent i reala termer under en fyra-årsperiod nådde lönerna sannolikt en vändpunkt i fjol. I januari 2013 höjde regeringen minimilönen till 290 euro. Detta bidrar med minst två procentenheter till löneökningarna. Anställda med löner som överstiger miniminivån väntas begära höjningar för att lönedifferentieringen ska bibehållas. Samtidigt verkar bristen på arbetskraft öka. Under 2012 emigrerade 43 000 personer vilket visserligen var färre än under 2011 men som ändå innebär en betydlig minskning av arbetskraften. Vi väntar oss därför att de nominella löneökningarna kommer att accelerera och överträffa inflationen 2013. Arbetslösheten bedöms fortsätta falla, från 13,2 procent 2012 till 11,5 procent 2013 och till 10,0 procent 2014.



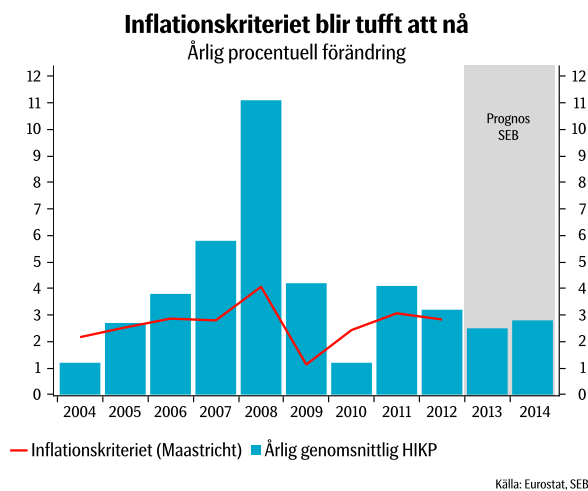
Utvecklingen för statsfinanserna går åt rätt håll. Under de första tre kvartalen 2012 var budgetunderskottet 2,9 procent av BNP. Underskottet bedöms hamna på 2,8 procent av BNP 2013 och 3,0 procent 2014. Statsskuden bedöms stabilisera sig nära komfortabla 40 procent av BNP.

I det parlamentsval som Litauen genomförde i oktober 2012 stod mitten-vänsterpartier som segrare. Fyra partier, Socialdemokraterna, Arbetarpartiet, Ordning och Rättvisa samt ett parti som representerar polacker i Litauen, bildade en regeringskoalition. Samtidigt fick Fosterlandsförbundet-Litauiska kristdemokrater som gjort sig kända för sina ansträngningar att stärka statsfinanserna relativt starkt stöd med en fjärdedel av platserna i parlamentet. I februari 2013 aviserade Arbetarpartiet samt Ordning och Rättvisa att de båda partierna ska slås samman. Det nya partiet skulle få en plats mer än Socialdemokraterna som i nuläget är det största partiet i parlamentet.

Den nya mitten-vänster regeringen har visat sig mer inriktad på att bibehålla goda statsfinanser än vad som väntades innan valet. Inga stora förändringar av den föregående regeringens budget har genomförts. I ljuset av skuldkrisen i eurozonen är det **sannolikt att regeringen upprätthåller budgetdisciplinen framöver**. Den nya regeringen har också luftat idén om att införa ett progressivt inkomstskattesystem men implementeringen är mycket osäker. Samtidigt har regeringen visat sig vara betydligt mindre angelägen än väntat att införa nya undantag

från mervärdesskatten. Endast ett undantag för persontransporter infördes i början av 2013.

Regeringen har meddelat att **målsättningen är att Litauen ska ansluta sig till eurosamarbetet 2015**, ett år senare än föregående regering. Vår bedömning är att **målsättningen är rimlig men kommer att kräva politisk vilja och genomtänkta beslut**. Inflation- och budgetkriterierna kommer att kräva mest av regeringens uppmärksamhet. På grund av den svaga ekonomiska tillväxten i eurozonen riskerar Maastricht-kriteriet för inflationen att falla till nivåer som blir svåra att nå utan specialåtgärder. Samtidigt är inflationen i Litauen mer känslig för energiprisförändringar än länder i Västeuropa då energipriser väger tyngre i KPI-korgen.



Litauen har även genomfört en vägledande folkomröstning om byggandet av ett nytt kärnkraftverk. Trots ett resultat med 65 procent nej har regeringen fortsatt de politiska diskussionerna och ett slutgiltigt beslut har ännu inte fattats. Ett annat viktigt energiprojekt i form av uppförande av en naturgasterminal i Klaipeda pågår redan. De båda projekten är centrala för att Litauen ska kunna minska sitt importberoende av rysk energi och skapa möjligheter för lägre energipriser.

I februari 2013 stängde centralbanken ned verksamheten hos Ukio bankas, Litauens sjätte största bank p g a bankens svaga finansiella ställning. Bankens tillgångar har delats upp och de goda tillgångarna har köpts av Siauli bankas, den sjunde största banken mätt enligt tillgångar. Vår bedömning är att effekterna på statsfinanserna och bankmarknaden är minimala samtidigt som banksystemet som helhet har överskott på likviditet.

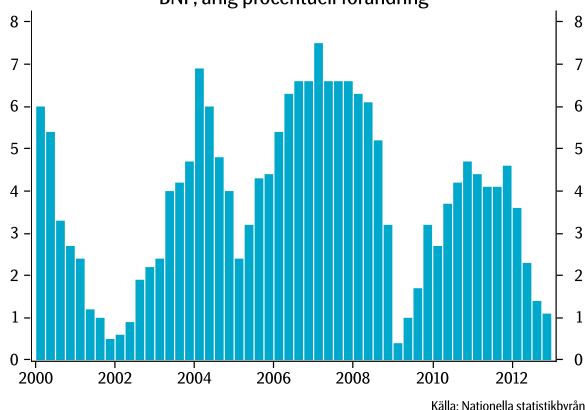
Tillväxten repar sig i höst efter den inhemska tvärniten

- **Stabilisering i indikatorbilden**
- **Låg inflation men inga fler räntesänkningar**
- **Offentliga finanser åter under kontroll**

Polens ekonomi har bottnat ur efter den oväntat djupa tillväxtsvackan andra halvåret 2012. **Aktiviteten förblir låg första halvåret** i år när växande arbetslöshet, fortsatt stram finanspolitik (om än minskad stramhet) och svag global efterfrågan hämmar. **Andra halvåret följer en gradvis acceleration av tillväxten. Återhämtningen blir varaktig** och bredbaserad. Privata konsumtionen får näring av återvändande reallönetillväxt till följd av inflationsrasen. Investeringarna stabiliseras i år av bl a en kraftig och bred räntenedgång sedan i höstas. Exporten stärks av förbättrad tysk efterfrågan och Polens goda marknadsposition.

Det svaga slutet på 2012 och starten på 2013 gör att **BNP-tillväxten för helåret 2013 bara blir en tiondel högre än i fjol; 2,1 procent**. Under **2014 ökar BNP med 3,5 procent**, ett lyft men ännu under potentiell tillväxt på ca 4 procent. Prognoserna ligger drygt en halv procentenhet över konsensus båda åren. **Vår ganska optimistiska tillväxtbild** grundas på att Polens ekonomi och banksektor är i fundamentalt relativt starkt skick. När tillväxten börjar röra sig uppåt väntas företags och hushålls framtidsstro också börja lyfta i en positiv spiral. Därtill ser vi en underliggande god investeringspotential.

Snabbt fall i tillväxten 2012
BNP, årlig procentuell förändring

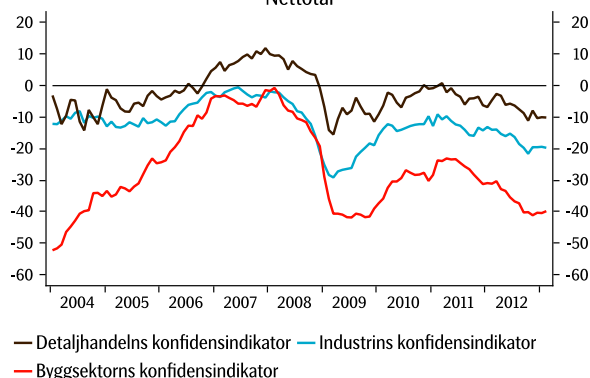


Tillväxten föll i fjol från en årstakt om 3,6 procent första kvartalet till bleka 1,1 procent sista kvartalet. Inbromsningen berodde främst på **sviktande privat konsumtion samt rekylar efter en bygg- och investeringsrush** året inför fotbolls-EM-arrangemanget med Ukraina sommaren 2012.

2013 har inletts med **tendenser till stabilisering** i t ex industri och detaljhandel. Industriproduktionen ökade med 0,3

procent i januari efter ett decemberfall på hela 10,6 procent. Detaljhandelns försäljning steg med 2,4 procent i januari efter en nedgång på 3,6 procent i december. Allt detta mätt i årstakt. Industrins inköpschefsindex har sedan i höstas legat några enheter under tillväxtgränsen 50 men har i vinter stigit något till 48,9 i februari. Barometrar för detaljhandels- och byggbranschen har de senaste månaderna planat ut på låga nivåer. Konsumenternas låga framtidsstro har ljusnat en aning men är på låg nivå även den.

Framtidsstron stabiliseras
Nettotal



Exporttillväxten hölls länge hyggligt uppe trots vikande extern efterfrågan. Men i slutet av 2012 dämpades exporten tydligt, med ett stort fall i december. Vi spår **svag men något ökande exporttillväxt det närmaste året**. För en ljusning talar en hög integration med tysk industri (som bl a säljer bra i Asien) samt en **god konkurrensposition** när efterfrågan från Väst- och Östeuropa gradvis ökar. Sedan 2008 då världsekonomin varit pressad har Polen varje år fortsatt att vinna marknadsandelar, om än i en lägre takt de senaste tre åren, visar EU-kommisionens data. Däremot får exporten ingen valutadraghjälp framöver; **zlotyn väntas gradvis appreciera** mot euron från de senaste två månadernas stabila nivå 4,10-4,20 till 3,95 i december 2013 och till 3,80 i slutet av 2014.

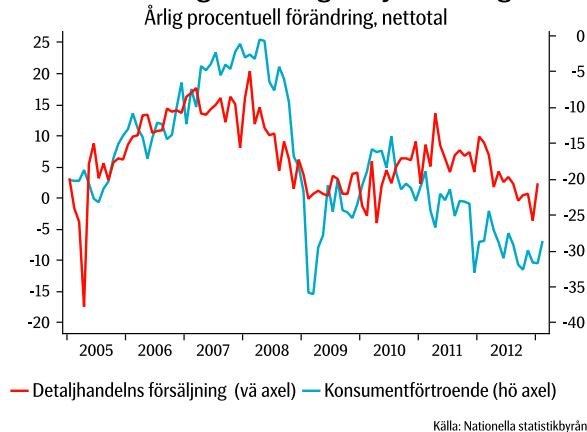
Tidigare livlig investeringstillväxt avtog snabbt efter fotbolls-EM; under de sista två kvartalen i fjol föll investeringarna i årstakt. Ökad ekonomisk oro och minskat byggande bidrog till nedgången. **Senare i år stagas investeringsaktiviteten upp** av det räntefall som varit. Dessutom gör regeringen i år och åren framöver en extra satsning på infrastruktur. Det finns enligt vår bedömning även ett eftersatt/uppdämt strukturellt investeringsbehov i polsk ekonomi efter en lång period med **relativt låg investeringskvot**; senaste tio åren ca 20 procent av BNP i snitt. Sett mot den bakgrunden kommer mer EU-pengar lägligt. Polen är **en av vinnarna** i den preliminära uppgörelsen om **EU:s långtidsbudget 2014-2020** (som för första gången

ska krympa). Landet lyckades få till en ökning på 7,5 procent i struktur- och sammanhållningsfonder. Investeringarna väntas ta hygglig fart 2014.

Privat konsumtion har successivt tappat fart under det senaste året, med ett fall sista kvartalet 2012 – den första nedgången sedan införandet av marknadsekonomi. Det främsta skälet är nog att hushållen pressats av lägre realinkomster. Fallande lönetillväxt och dåvarande hög inflation (ända långt in i höstas) ledde till negativ reallönetillväxt under en stor del av 2012. Samtidigt steg arbetslösheten från 9,6 procent 2011 till 10,2 procent 2012. Någon snar ljusning på arbetsmarknaden är ej att vänta; tvärtom ökar arbetslösheten till 11 procent i år där den kulminerar. Men hushållen har i vinter **återfått reallöneökningar** och kopplingen mellan reallöner och konsumtion är relativt stark. Vidare gör räntefallet att trycket lättar på hushållens balansräkningar och att kreditillväxten åter gradvis vänder uppåt efter senaste halvårets avkylning. **Konsumtionen repar sig gradvis under 2013** och ökar med runt 1 procent i år och 2,5 procent 2014.

En **potentiell risk** i konsumtionsprognosen, och därmed i BNP-prognosen, är att **hushållen** har en **historiskt låg sparkvot** på under 2 procent i fjol; bara något över 2 procent 2011, att jämföra med 8-9 procent 2009-2010. Detta i kombination med darrande huspriser – trenden har varit svagt sjunkande senaste två åren – gör att hushållen kan fortsätta att tveka med nya inköp och ta nya lån längre än vad vi räknat med.

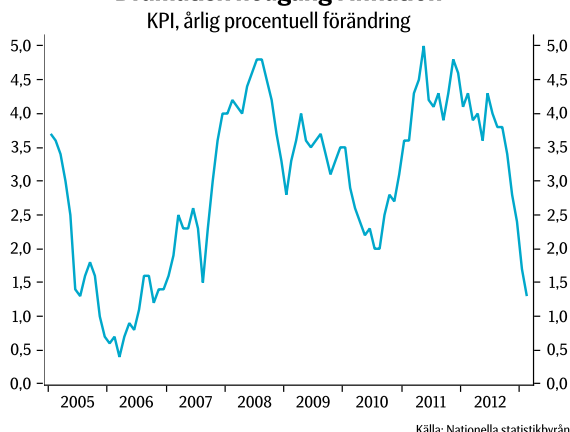
Hushållen vågar försiktigt börja handla igen



Ett stort bytesbalansunderskott, på över 4 procent av BNP 2010-2011, har varit en av få plumpar i Polens fundamenta-protokoll. Det har gjort att Polen behövt låna en hel del kortfristig kapital. Dämpad import gör att **bytesbalansunderskottet krympte** till ca 3,5 procent i fjol och hamnar på långsiktigt mer hållbara ca 3,0 procent av BNP 2013-2014. Finansieringstrycket lättar. Underskottet i bytesbalansen är dock i sig en signal om behov av att öka den måttliga exportandelen i ekonomin. Envist hög inflation över 4 procent var under 2011 och första halvan av 2012 ett dilemma för såväl hushållen som centralbanken vars mål är 2,5 procent +/-1 procentenhet. Men sedan september i fjol har inflationen rasat till 1,3 procent i februari i år. Sänkt lönetillväxt, minskad efterfrågan och lugnare råvaru- och energipriser ligger bakom detta **skift i inflationstrenden**. Inflationen väntas förbli nedtryckt i år med tanke på svaghets-tendenserna i efterfrågan och på arbetsmarknaden. Dessutom

håller en förväntad zlotyuppgång tillbaka importpriserna. **Inflationen blir i snitt 1,8 procent 2013 och 2,5 procent 2014.**

Dramatisk nedgång i inflation



Centralbanken NBP lade i november 2012 om penningpolitiken efter (den onödiga) räntehöjningen i maj samma år. Sedan dess har styrräntan sänkts från 4,75 procent till 3,25 procent, det sista i ett 50-punkterssteg. Därmed är **styrräntan under "krisnivån" 3,5 procent som rådde under den globala krisen 2009-2010**. Vi förutser **inga ytterligare räntelättnader**.

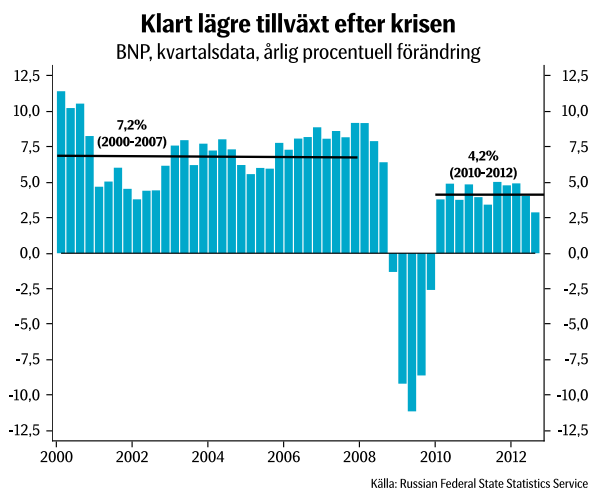
Offentliga finanser är åter under kontroll efter regeringens prioriterade budgetkonsolidering de senaste åren, som bl a innefattat en pensionsreform med höjd pensionsålder och avskaffande av förmåner för vissa grupper samt frysta offentliga löner. Regeringen har varit pressad till sparåtgärder från dels EU-kommissionen, dels från nationella offentliga skuldgränser. Åtstramning och hygglig tillväxt har lett till att budgetunderskottet som andel av BNP minskat från 7,9 procent 2010 till ca 3,5 procent i fjol. Skuldkökningen har stoppats runt den känsliga gränsen 55 procent, som om den överskrids automatiskt utlöser hårdare åtstramning. Polen har fått beröm för politiken. T ex höjde Fitch i februari utsikterna för kreditbetyget A- till positiva. EU-kommissionen sade samma månad att Polen är ett av sex EU-länder som i vår troligen avförs från stabilitetspak-tens svarta lista; underskottet låg över 3-procentgränsen i fjol men det berodde på pensionsreformen, och då den offentliga skulden understiger gränsen 60 procent av BNP kan undantag göras, hette det.

Den finanspolitiska åtstramningen minskar nu gradvis men vi spår att **budgetunderskottet ändå fortsätter nedåt till 3,2 procent av BNP i år och 2,8 procent 2014**. Att Polen därmed 2014 uppfyller Maastrichtkraven innebär inte att landet självklart snabbt vill konvertera till euro. Euro-måldatumet är politisk oklart, även om statsminister Tusk sagt att Polen ska sikta på att snarast möjligt uppfylla Maastrichtkraven (se tema). Det är också ovisst om center-höger-regeringen verkligen sitter kvar hela mandatperioden ut till nästa val 2015. Regeringen blev omvald i valet hösten 2011 men har sedan dess tappat i popularitet efter sparåtgärder och fjolårets omtvistade pensionsreform. Det finns också spänningar i Tusks parti Medborgarplattformen i t ex frågan om att tillåta registrerat partnerskap för homosexuella par där parlamentet i januari i år än en gång röstade ned ett sådant förslag.

Hyfsad tillväxt men försvagad potential

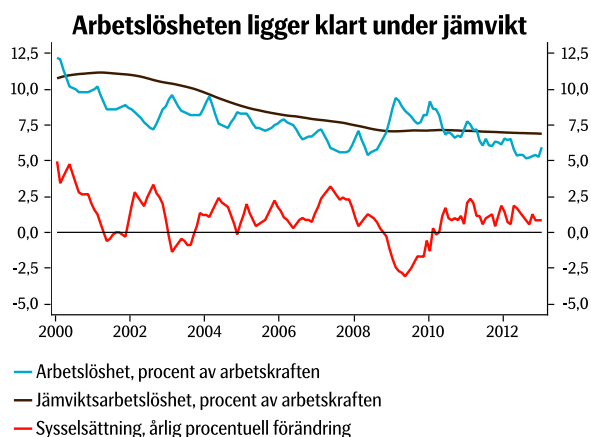
- Svag avslutning på 2012 och start på 2013
- Tillväxten har dämpats till trend
- Inhemsk efterfrågan har försvagats men fortsatt högt oljepris ger tillväxtstöd
- Lättare penningpolitik i höst

BNP bedöms ha stigit med omkring 2 procent i årstakt under fjärde kvartalet. Därmed fortsatte inbromsningen för tredje kvartalet i rad och för helåret 2012 hamnade tillväxten kring 3,4 procent. Tillväxtdämpningen drevs av en tydlig inbromsning för investeringar tillsammans med en dålig skörd som slagit mot produktionen i jordbrukssektorn. Samtidigt har även hushållens konsumtion som de senaste åren varit en grundläggande drivkraft för tillväxten börjat försvagats. Den ekonomiska aktiviteten har bromsat in ytterligare något under början av 2013. Vår bedömning är dock att **oljepriset (Brent) kommer att ligga kvar nära 110 USD per fat, mätt som årsgenomsnitt, under både 2013 och 2014** vilket ger stabila export- och skatteinkomster och därmed även visst tillväxtstöd. **BNP väntas öka med 3,0 procent 2013 och med 3,5 procent 2014.**



Tillväxten nu nära trend

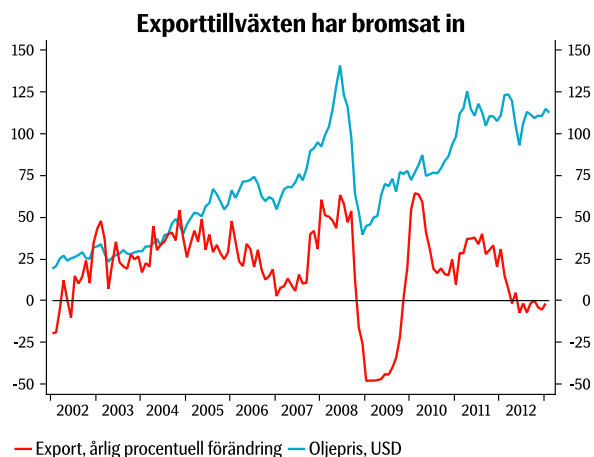
Trots att tillväxten dämpats tydligt är arbetslösheten historiskt sett mycket låg samtidigt som kapacitetsutnyttjandet är högt. Tillväxtdämpningen är därför strukturell och **ekonomin växer nu nära trend** som vi uppskattar till omkring **3 procent**. Tillväxten har de senaste åren inte nått tillbaka till de nivåer omkring 7 procent som rådde före den finansiella krisen 2008-2009.



Som vi framhållit i tidigare rapporter är vår bedömning att det **kommer krävas omfattande reformer för att tillväxten ska kunna nå de 5-6 procent som president Vladimir Putin satt som mål**. Reformsteg har tagits bland annat genom WTO-medlemskapet förra året, en ny budgetregel, inflationsmål samt ett ambitiöst privatiseringsprogram på 10-15 miljarder dollar per år de kommande tre åren som godkändes i september i fjol. Mycket återstår att göra. Den ryska ekonomin är fortfarande mycket sårbar för oljeprisfall, staten har alltså ett för stort inflytande över ekonomin samtidigt som företagsklimatet är dåligt. Även demografin dämpar tillväxten genom en fortsatt minskning av befolkningen.

Den nuvarande relativt höga nivån på oljepriset gör dessvärre att det välkända problemet med låg reformvilja lever vidare vilket förvärras av att det saknas utmaningar mot den nuvarande politiska ordningen (se ruta sid 18). Utan mer genomgående reformer riskerar tillväxten att fastna kring 3-4 procent. Ett fall för oljepriset skulle innebära att tillväxten blir än lägre.

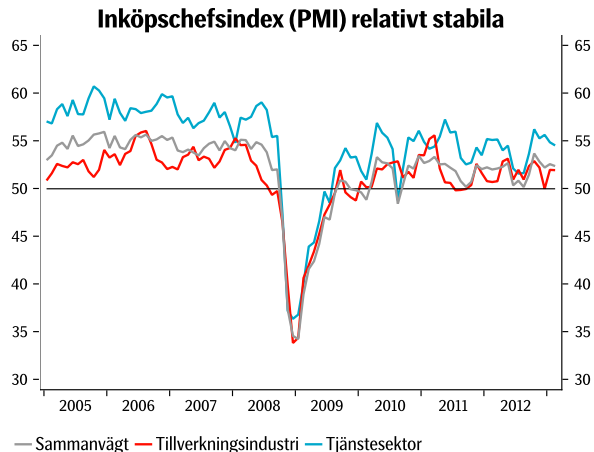
Oljeprisets stora betydelse för exporten gör att prisförändringar får tydliga effekter på ekonomin. Olja står för omkring 60 procent av totala exporten. Under 2012 låg oljepriset på omkring 110 dollar per fat mätt som helårsgenomsnitt och låg därmed på ungefär samma nivå som under 2011. Därmed gavs visserligen ingen extra skjuts till tillväxten men oljepriset bidrar ändå till att hålla uppe den ekonomiska aktiviteten. Samtidigt bromsade exporttillväxten in rejält under 2012 och höll sig kring nollstrecket mätt i årstakt under andra halvåret. Vår prognos är att oljepriset ligger kvar kring 110 dollar per fat både 2013 och 2014 vilket är i linje med konsensus. Därmed ger oljepriset visst stöd till tillväxten även framöver. Exporten får stimulans då den globala tillväxten fortsätter förbättras och exportvolymen väntas accelerera under andra halvan av 2013 och in i 2014.



Källa: Russian Federal State Statistics Service

Svag inledning på 2013

De flesta indikatorer pekar på en trög inledning på 2013. Det **sammanvägda inköpschefsindexet (PMI)** har rört sig **sidledes de senaste månaderna** men ligger kvar över **expansionsgränsen 50**. PMI för tjänstesektorn ligger visserligen ännu betydligt högre än för tillverkningsindustrin men har fallit tillbaka senaste tiden vilket stödjer bilden av en avmattning för den inhemska efterfrågan. Även konsumentförtroendet ger samma bild. Från en relativt hög nivå vände förtroendet nedåt under andra halvåret 2012 och nedgången väntas fortsätta under innevarande kvartal i linje med dämpningen av hushållskonsumtionen.



Källa: Markit

Både investeringar och industriproduktion har utvecklats svagt de senaste månaderna. I januari föll industriproduktionen mätt i årstakt för första gången sedan 2009 och fallet fortsatte i februari. Investeringarna bromsade in tydligt under 2012 och den svaga utvecklingen väntas fortsätta de närmaste månaderna drivet av baseffekter. I januari ökade investeringarna med 1,1 procent i årstakt. På lite längre sikt ser dock utvecklingen starkare ut. Inför vinter-OS i Sochi nästa år samt fotbolls-VM 2018 finns ett stort behov av infrastrukturinvesteringar. Även den uttalade ambitionen att utveckla den östra delen av landet gör att det kommer att behöva genomföras omfattande investeringar i infrastruktur kommande år.

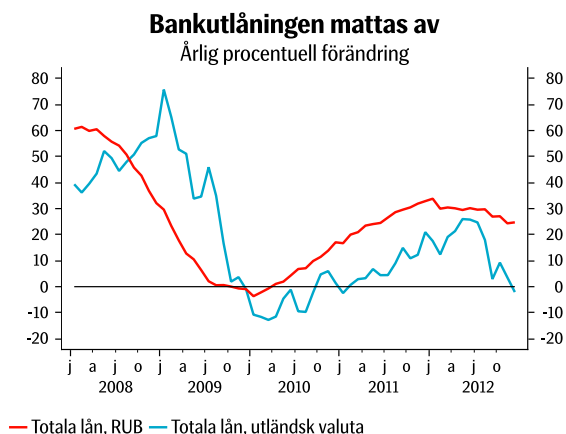
Detaljhandeln har slaknat. Mätt i årstakt ökade detaljhandeln visserligen med hyfsade 3,5 procent i januari men ök-

ningen ligger långt under tillväxten kring 7 procent under första halvan av 2012. Dämpningen har ägt rum trots att arbetslösheten legat på en historiskt sett låg nivå. De nominella lönerna har fortsatt stiga med över 10 procent i årstakt men den stigande inflationen har gjort att reallöneutvecklingen dämpats den senaste tiden. Ökat hushållssparande samt en något mer restriktiv kreditgivning har sannolikt också bidragit till försvagningen av detaljhandeln.

Kredittillväxten mattas av

Kreditledd hushållskonsumtion har under de senaste åren varit en viktig drivkraft för den ryska tillväxten. Utlåningen till hushållen ökade med omkring 40 procent 2012. Centralbanken har uttryckt oro och har redan vidtagit vissa åtgärder för att dämpa ökningen. På längre sikt är ändå vår bedömning att riskerna är begränsade. Ökningen sker från en mycket låg nivå. Hushållens skuldkvot i förhållande till BNP ligger kring 10-12 procent vilket kan jämföras med omkring 30 procent för andra ekonomier i regionen.

När ekonomin bromsar in väntas även kredittillväxten mattas av. Bankerna verkar dessutom inställda på att infria centralbankens önskan att utlåningen till hushållen inte ska växa med mer än 30 procent under 2013. Dessutom har den totala utlåningen som inkluderar lån till företag redan börjat dämpas mätt i årstakt. Även om dämpningen av utlåningen och den ekonomiska aktiviteten nu sätter press på bankerna ser utsikterna på lite längre sikt ljusare ut. Det stora investeringsbehovet kommer att skapa god efterfrågan på lån framöver.

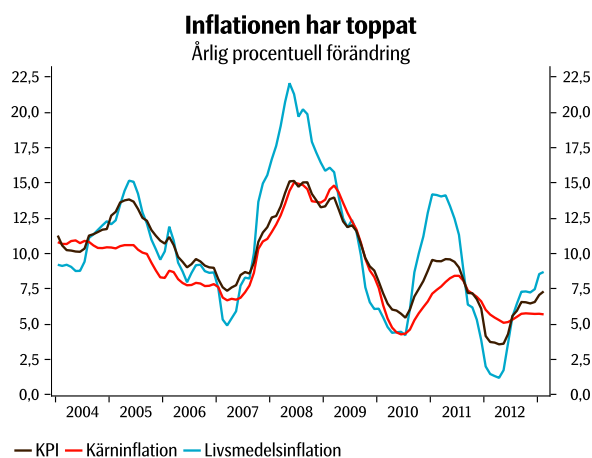


Källa: The Central Bank of the Russian Federation

Inflationen nära toppen

Sedan förra vårens mycket låga nivåer har inflationstakten stigit rejält. Uppgången har i första hand drivits av stigande livsmedelspriser men även tariffhöjningar som senare lades pga valen har bidragit. Efter en stabilisering mot slutet av 2012 har inflationen skjutit ny fart och nådde 7,3 procent i februari; tydligt över centralbankens mål på 5-6 procent. **Inflationstakten bedöms dock nu vara nära toppen.** Livsmedelsinflationen börjar stabiliseras och regeringen väntas genomföra mindre nya tariffhöjningar än vad som tidigare aviserats. Inflationen bedöms falla tillbaka under andra halvåret 2013, främst drivet av baseffekter från livsmedelspriserna. Något kraftigare fall för inflationen väntas dock inte. Kärninflationen har envist hållit sig kvar strax under 6 procent de senaste månaderna, trots

dämpningen av aktiviteten i ekonomin. Detta understryker att tillväxtdämpningen till stor del är strukturell och svagare tillväxt under 2013 väntas därför inte leda till något stort fall för inflationen. **Mätt som årsgenomsnitt hamnar inflationen på 6,3 procent 2013 och 5,2 procent 2014.**



Källa: Russian Federal State Statistics Service

Centralbanken i svår sits

Inflation klart över målet kombinerat med fallande tillväxt har satt centralbanken i en svår sits. Från regeringshåll kommer tydliga krav på en uppmjukning av penningpolitiken för att stimulera ekonomin. Osäkerheten kring penningpolitiken förstärks av att den nuvarande **centralbankschefen Sergei Ignatiev ersätts av presidenten Putins ekonomiska rådgivare Elvira Nabiullina** när hans mandat går ut i juni. Valet av cen-

tralbankschef som offentliggjordes i början av mars kommer att få betydelse för penningpolitikens inriktning framöver. Nabiullina var ett oväntat val och hon har inte funnits med bland de namn som nämnts på förhand. Efter beskedet har oron för att centralbankens oberoende kan komma att försvagas och att Nabiullina kommer att föra en mer expansiv penningpolitik i linje med regeringens önskemål ökat.

Sedan höjningen i september i fjol har styrräntan legat kvar på 8,25 procent. Februaries acceleration i inflationstakten minskade sannolikheten för en räntesänkning i närtid ytterligare och styrräntan väntas ligga kvar på nuvarande nivå de närmaste månaderna. Då inflationen faller tillbaka längre fram under 2013 skapas dock ett visst utrymme för räntesänkningar. Vår bedömning är att **styrräntan sänks med 50 punkter under andra halvåret** och därmed ligger på **7,75 procent vid slutet av 2013.**

I samband med finanskrisen 2008-2009 tappade rubeln nära en tredjedel av sitt värde mot USD/EUR-korgen (55 procent USD och 45 procent EUR). Trots en återhämtning sedan dess ligger rubeln i nuläget omkring 15 procent under nivån innan krisen. Under 2013 finns flera faktorer som talar för en appreciering av rubeln. Efter införandet av Euroclear-systemet har det blivit enklare för utländska investerare att köpa ryska statsobligationer vilket skapar ett inflöde av utländsk valuta. Rubeln stöts även av ett fortsatt överskott i bytesbalansen. Ytterligare faktorer är det fortsatt höga oljepriset samt att de omfattande valutautflödena väntas bromsa in drivet av minskad politisk osäkerhet. **Rubeln bedöms därför appreciera med runt 4 procent fram till slutet av 2013** och ligger då på

Tuff hållning i utrikespolitiken ger Putin stöd i inrikespolitiken

Ryssland har under senare år skärpt sin utrikespolitiska hållning, framförallt gentemot USA men även mot grannländer. Förhållandet till Ukraina är fortsatt komplicerat. Ukraina har försökt omförhandla sitt importavtal för rysk naturgas för att försöka få ned priset. Ryssland har dock svarat med krav på att Ukraina ska gå med i den Rysslands-ledda s k CIS-tullunionen där även Vitryssland och Kazakstan ingår. Ryssland försöker därmed knyta Ukraina närmare till sig; ett ukrainskt deltagande i tullunionen skulle försvåra Ukrainas ambition att i stället utöka samarbetet med EU.

Samtidigt fortsätter Rysslands relation med USA att vara frostig. Den främsta orsaken är Rysslands veto mot FN-ledda sanktioner gentemot Syrien. Den s k Magnitskylagen som trädde i kraft i december i fjol och som förhindrar utvalda ryska topp tjänstemän inresa till USA samt att använda amerikanska banker har också bidragit till att öka spänningen mellan länderna. Ryssland har i sin tur kontrat med en egen lista på amerikanska topp tjänstemän och har förbjudit adaptioner till USA.

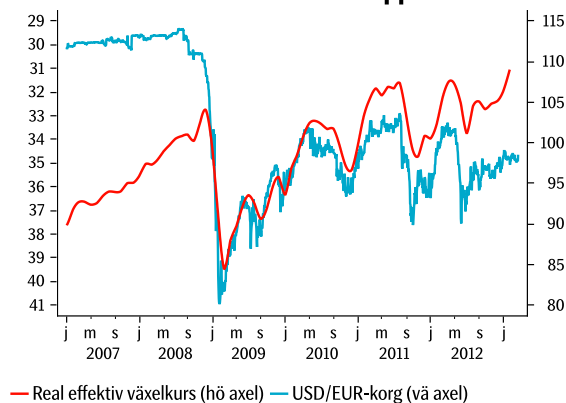
Putins ovilja att samarbeta med USA och den tuffa utrikespolitiska hållningen har stärkt hans ställning; detta mot bakgrund av en utveckling där de inhemska protesterna ökat i styrka under senare år. Putins stöd bland befolkningen har visserligen fallit tillbaka från ett stöd på över 70 procent i

början av 2011 men har återigen stärkts något de senaste månaderna och ligger nu kring två tredjedelar. Andelen som uppger att de skulle rösta på Putin i nästa presidentval har också minskat men avsaknaden av en person med tillräcklig karisma för att kunna utmana honom kombinerat med en fragmenterad opposition gör att det i nuläget inte finns några större risker mot den politiska ordningen. Förslag till förändringar av valsystemet till Duman som väntas genomföras kommer dessutom sannolikt att gynna Putins parti Enade Ryssland. Då både nästa val till Duman (slutet av 2016) och nästa presidentval (2018) ligger långt fram i tiden är den politiska osäkerheten i nuläget begränsad. Därmed väntas inte heller någon mer omfattande förändring av den ekonomiska politiken.

På längre sikt finns dock förutsättningar för politiska omvälvningar. Opinionsundersökningar visar att omkring 50 procent av befolkningen föredrar ett ekonomiskt system baserat på planekonomi. Även det tidigare sovjetiska politiska systemet har omfattande stöd. Sådana stämningar skapar grundförutsättningar för att kommunistpartiet, som i nuläget har omkring 20 procent av platserna i Duman, radikalt skulle kunna öka sitt stöd med en karismatisk ledare.

33,8 mot USD/EUR-korgen. Växelkursen kommer att fortsätta att gradvis frigöras genom bandbreddning från det nuvarande bandet på +/- 10 procent. Som en konsekvens kommer räntorna att fortsätta bli mindre volatila vilket underlättar ekonomisk planering. Den reala effektiva växelkursen har stärkts rejält sedan i höstas och riskerar att slå mot konkurrenskraften.

Rubeln väntas fortsätta appreciera



Källa: Macrobond

Den nya budgetregeln och ambitionen att föra en mindre expansiv finanspolitik är visserligen steg i rätt riktning men på lite längre sikt är statsfinanserna fortfarande beroende av ett tresiffrigt oljepris. Rensat för oljeintäkter beräknas budgetunderskottet till omkring 10 procent av BNP enligt regeringen och budgeten balanseras vid ett oljepris på strax under 120 dollar per fat. Med en statsskuld så låg som omkring 10 procent av BNP finns dock inget akut hot. På längre sikt väntas dock bytesbalansen försvagas drivet av ökad import av kapitalvaror i linje med den förväntade ökningen av investeringarna. Bytesbalansöverskottet är dessutom starkt beroende av fortsatt höga oljepriser och ett prisfall riskerar därmed att leda till en situation med underskott i både budget och bytesbalans. En försvagning av bytesbalansen är speciellt allvarig i ljuset av fortsatt omfattande kapitalutflöden. Även om utflödena dämpats senaste tiden är de fortfarande omfattande och försvagar Rysslands bytesbalansposition.

Finanspolitiken ska bli mindre expansiv

Den statsbudget för 2013-2015 som presenterades i oktober i fjol har som målsättning att finanspolitiken ska bli betydligt mindre expansiv framöver. Det är i första hand utgifterna som ska hållas tillbaka. En **ny budgetregel** har införts för att dämpa dessa. Enligt regeln kan inte utgifterna överstiga intäkterna med mer än 1 procent av BNP beräknat på ett genomsnitt av oljepriset under de föregående fem åren. För att prognostisera statens budgetintäkter används det förväntade oljepriset. Då intäkter från olje- och gassektorerna står för omkring hälften av statens intäkter blir alla budgetprognoser mycket känsliga för förändringar i oljepriset.

Ett överskott i statsbudgeten förs till två statliga fonder; Reservfonden och National Wealth Fund (NWF). I första hand går överskottet till Reservfonden men om denna överstiger 7 procent av BNP förs överskottet i stället till NWF. Reservfonden kan i sin tur användas för att täcka ett budgetunderskott medan NWF fungerar som stöd till pensionssystemet.

Regeringens prognos är att statsbudgeten går från ett måttligt underskott på strax under 1 procent av BNP i år till balans 2015. Vår bedömning är dock att budgeten baseras på alltför optimistiska prognoser för BNP-tillväxten. Regeringen väntar sig att tillväxten hamnar kring 4-5 procent per år vilket är betydligt högre än våra prognoser. Det kommer dessutom att bli tufft att hålla igen på utgifterna. Under presidentvalkampanjen förra våren lovade president Putin att öka de offentliga utgifterna, bl a genom ökade försvarsanslag och lönehöjningar i den offentliga sektorn. Även förberedelserna inför vinter-OS i Sochi 2014 kommer att kräva ökade utgifter. Samtidigt leder inbromsningen för aktiviteten i ekonomin till krav på en mer expansiv politik. Vår bedömning är att underskottet kommer att bli större än regeringens prognos och att **budgetunderskottet hamnar på 0,5 procent av BNP 2013 men stiger därefter till omkring 1 procent 2014.**

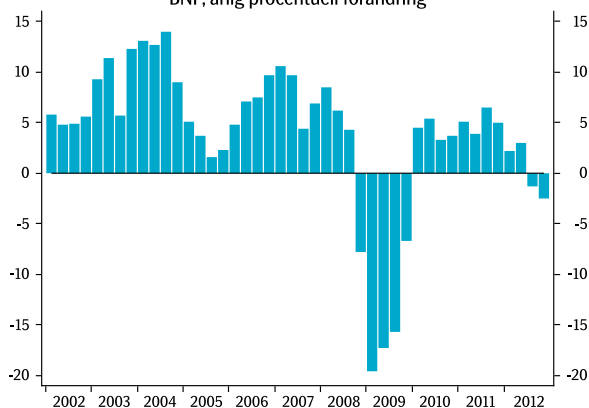
Svåra policybeslut – fortsatt svag tillväxt

- Devalvering rycker närmare
- IMF-avtal bästa alternativet men ingen självklarhet
- Fortsatt politisk balansgång mellan EU och Ryssland

Ekonomi utvecklades mycket svagt under andra halvåret 2012 och tillväxten bromsade in rejält; mätt i årstakt föll tillväxten både tredje och fjärde kvartalet. För helåret 2012 hamnade BNP-tillväxten på 0,2 procent, en kraftig inbromsning jämfört med en tillväxt på 5,1 procent 2011. Inhemsk efterfrågan hölls uppe hyggligt under 2012 men försvagas i år. Inte heller från extern efterfrågan väntas något större tillväxtestöd; exporten kommer att fortsätta att pressas av den svaga utvecklingen i Europa och dämpad efterfrågan på stål.

Tillväxten bromsade in rejält andra halvåret 2012

BNP, årlig procentuell förändring



Förutom den tydliga inbromsningen riskerar ekonomin att hamna i en ännu djupare kris. Huvudproblemet är det stora underskottet i bytesbalansen och den press det sätter på valutatan. Vi håller fast vid bedömningen att **hryvnian kommer att devalveras**. Även om rätt policybeslut fattas och en allvarlig kris undviks kommer tillväxten ändå att bli mycket svag. **Under 2013 väntas nolltillväxt, därefter ökar BNP med 1,8 procent 2014, prognoser klart under konsensus.**

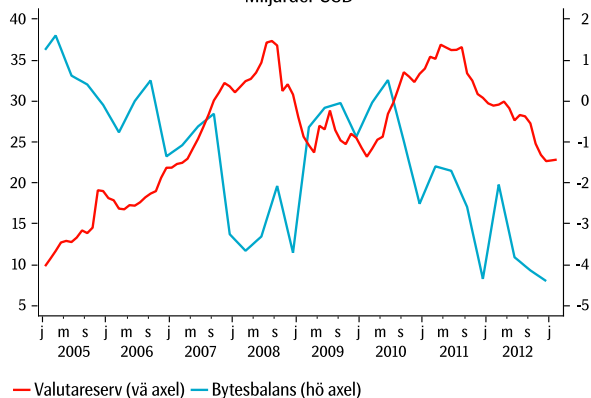
Regeringen behöver snabbt fatta beslut i flera svåra frågor för att minska risken för att ekonomin dras ned i en omfattande kris. Regionernas parti lyckades med knapp marginal behålla majoriteten i parlamentet efter valet i slutet av oktober i fjol. Den politiska osäkerheten har därmed minskat och med tre år till nästa val (presidentval) finns ett fönster för att genomföra impopulära reformer såsom minskade gassubventioner.

Den svåraste policyfrågan är valutapolitiken. Hryvnian pressades under hösten i föl av det stora bytesbalansunderskottet samt spekulationer om devalvering. Den ukrainska staten ska dessutom betala tillbaka omkring 9,6 miljarder USD på sina utlandslån under 2013, inklusive en större återbetalning till IMF. Dessutom har den privata sektorn en relativt stor utlandsskuld med kort löptid. Trots att Ukraina har en låg statsskuld på omkring 40 procent av BNP finns därför på kort sikt ett **stort externt finansieringsbehov**.

För att motverka valutapressen införde regeringen i november 2012 en lag som tvingar exportföretag och privatpersoner att konvertera sina valutavinster till hryvnian. Lagen bidrog till en appreciering under slutet av 2012 men sedan årsskiftet har valutatan återigen försvagats; mot dollarn med omkring 1 procent. Valutarenserven har sedan mitten av 2011 minskat med mer än en tredjedel och understiger normalt kritiska gränsvärden. **I takt med att valutarenserven minskar ökar risken för en okontrollerad devalvering.** I december sänkte dessutom Moody's och S&P Ukrainas kreditbetyg till B3 respektive B.

Bytesbalansunderskott ökar, valutarenserven har minskat

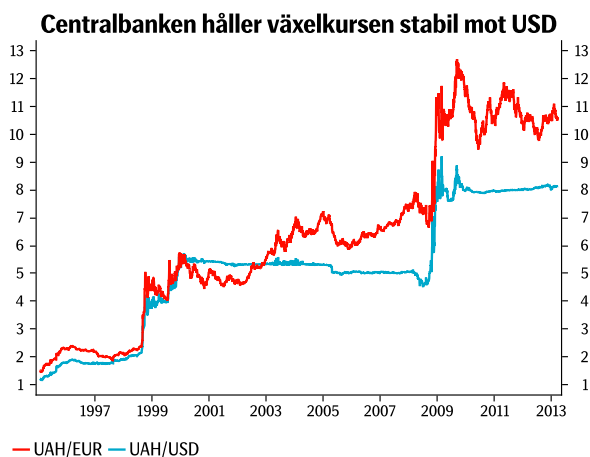
Miljarder USD



Källa: Macrobond, SEB

Pressen mot hryvnian skulle kunna mildras genom ett nytt nödlån från IMF. Ukraina har sedan sommaren 2010 ett avtal med IMF men detta har varit fryst sedan våren 2011 och gick ut i december 2012. Under första halvan av februari besökte en IMF-delegation Ukraina för att utvärdera möjligheterna till ett nytt stand-by-avtal. Stötestenarna med IMF är välkända sedan tidigare. Det handlar om landets omfattande subventioner av gaspriserna till hushåll och företag, budgetunderskottet (omkring 3 procent av BNP 2012), krav på en mer flexibel växelkurs och solvensen i banksystemet. Vår bedömning är att **ett nytt avtal med IMF är det bästa alternativet för Ukraina och det är även vårt huvudscenario**. Ett avtal skulle skapa stabilitet och minskad osäkerhet och därigenom ge förutsättningar

för en varaktig återhämtning. En överenskommelse är dock **långtifrån någon självklarhet**. Risken är att Ukraina väljer att avstå från ett avtal för att undvika IMF:s politiskt svårsmälta reformkrav och i stället på egen hand försöker lösa situationen genom de internationella lånemarknaderna. Detta är dock ett högriskscenario där Ukraina i värsta fall stängs ute från de internationella kapitalmarknaderna vilket allvarligt skulle försvåra en lösning av det externa finansieringsbehovet.



Källa: Macrobond

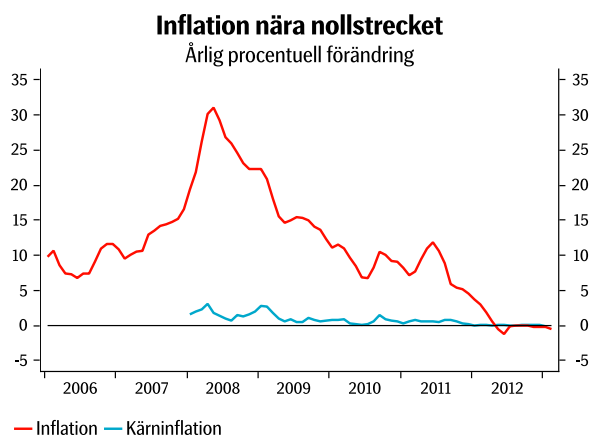
Oavsett om ett avtal med IMF kommer till stånd eller inte är vår bedömning att en devalvering kommer att genomföras; frågan är om denna blir kontrollerad eller okontrollerad. Vi håller fast vid vår tidigare bedömning att **devalveringen mot USD blir minst 10 procent**. Devalveringen väntas komma mot slutet av andra kvartalet i år. En devalvering skulle sätta stopp för eroderingen av valutaservan tillräckligt för att minska behovet för centralbanken att intervensera för att hålla växelkursen stabil kring 8 mot USD men medför samtidigt flera negativa effekter såsom importprisökning och därmed stigande inflationstakt samt en fördröjning av hanteringen av Ukrainas utlandsskuld.

Underskottet i bytesbalansen bedöms ha stigit till över 8 procent av BNP 2012 och drivs av ett ökande underskott i handelsbalansen. Någon betydande förbättring av handelsbalansen är inte i sikte; exporten fortsätter att pressas av svag internationell efterfrågan på stål. Bytesbalansunderskottet väntas minska till 6 procent av BNP 2013. En devalvering bedöms få liten effekt på exporten på grund av den svaga efterfrågan och det är därför osäkert om en devalvering skulle få någon större positiv effekt på bytesbalansen.

Inhemsk efterfrågan ger endast litet tillväxtstöd. Industriproduktionen fortsätter utvecklas svagt, i januari föll produktionen med 3,2 procent jämfört med samma månad 2012. Även byggsektorn utvecklas svagt. En ljuspunkt är dock detaljhandeln som fortsatt öka med omkring 10 procent i årstakt drivet av goda reallöneökningar som en följd av obefintlig inflation. En devalvering skulle dock slå mot hushållen då dessa har mer än en tredjedel av sin upplåning i utländsk valuta. Banksektorn som helhet pressas av Ukrainas problem med finansieringen av underskottet i bytesbalansen och utlåningen är fortsatt svag.

Från sommaren 2011 fram till mitten av 2012 föll inflationstakten tillbaka kraftigt drivet av lägre matpriser (KPI-korgen utgörs till omkring 50 procent av livsmedel) och baseffekter. Sedan

i våras i fjol har inflationstakten hållit sig nära nollstrecket; i februari var inflationstakten -0,5 procent. Även kärninflationen håller sig kring noll. Inflationstakten väntas dock stiga framöver drivet av ökande livsmedelspriser som ett resultat av den dåliga skörden 2012. Den väntade devalveringen kommer att dra upp importpriserna och bidrar tillsammans med höjningar av gaspriset och baseffekter till stigande inflationstakt. **Inflationen väntas hamna på 5,5 procent 2013 och 6,5 procent 2014.**



Källa: State Statistics Service of Ukraine

Relationerna till både EU och Ryssland är fortsatt ansträngda. Ukraina slöt under 2011 ett handels- och integrationsavtal med EU där ett frihandelsavtal är en viktig del. Avtalet har legat på is i över ett år då oron i Bryssel över demokratiutvecklingen ökat. Oron kopplas framför allt till behandlingen av den tidigare premiärministern Julia Tymosjenko men även till parlamentsvalet i fjol som kritiserats. President Janukovitj menar att fördjupade relationer med EU är prioriterat och även stora delar av befolkningen stöder en sådan utveckling.

Om närmandet till EU inte kommer vidare är ett alternativ att Ukraina istället söker sig mot Ryssland. En sådan utveckling verkar dock mindre sannolik; relationerna störs av spänningar kopplade till Ukrainas import av naturgas. I slutet av januari krävde Ryssland en betalning på 7 miljarder dollar från det statliga, ukrainska gasbolaget Naftogaz som kompensation för att Ukraina 2012 importerade för lite gas och därmed bröt ingångna avtal. Gaskonflikten väntas leva vidare även om Ukraina har ambitionen att minska beroendet av rysk gas (se ruta). Det troligaste scenariot är därför att **Ukraina prioriterar sin strävan att öka utbytet med EU samtidigt som man försöker bibehålla goda relationer med Ryssland.**

Första steget mot minskat beroende av rysk gas

Ukrainska staten slöt i slutet av januari 2013 ett avtal med Royal Dutch Shell om utvinning och produktion av gas i Ukraina. Affären omfattar potentiellt mer än 10 miljarder dollar och är ett första steg i Ukrainas ambition att utveckla de egna gasreserverna och därmed minska beroendet av rysk gas. Avtalet handlar främst om att utveckla fyndigheterna av skiffergas och därmed på ett liknande sätt som USA rejält öka den inhemska energiproduktionen. Ukraina bedöms ha de tredje största tillgångarna av skiffergas i Europa men det kommer att dröja innan avtalet får effekt; ambitionen är dock att det inhemska gasbehovet ska kunna täckas inom tio år.

ESTLAND

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
BNP, %	7,5	-4,2	-14,1	3,3	8,3	3,2	3,8	3,7
Inflation, årsgenomsnitt, %	6,6	10,4	-0,1	3,0	5,0	3,9	3,3	3,3
Arbetslöshet, %	4,6	5,5	13,8	16,9	12,5	10,2	9,8	9,7
Bytesbalans, % av BNP	-15,9	-9,2	3,4	2,9	2,1	-1,2	-0,3	1,3
Fin sparande, off sektor, % av BNP	2,4	-2,9	-2,0	0,2	1,1	-1,0	-0,7	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	3,7	4,5	7,2	6,7	6,1	10,5	12,0	11,7
3-månaders ränta, årets slut	7,2	7,8	3,3	1,1	1,4	0,2	0,4	0,6

LETTLAND

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
BNP, %	9,6	-3,3	-17,7	-0,9	5,5	5,6	3,8	5,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	10,1	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,3	1,4	3,0
Arbetslöshet, %	6,1	7,5	16,9	18,7	16,2	14,9	13,3	12,2
Bytesbalans, % av BNP	-22,4	-13,1	8,6	3,0	-1,2	-1,7	-2,4	-3,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-0,4	-4,2	-9,7	-8,1	-3,4	-1,4	-1,4	-0,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	9,0	19,8	36,7	44,5	42,2	39,4	36,7	35,4
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	0,75	0,75

LITAUEN

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
BNP, %	9,8	2,9	-14,8	1,5	5,9	3,6	3,2	3,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	5,8	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	2,5	2,8
Arbetslöshet, %	4,3	5,8	13,7	17,8	15,3	13,2	11,5	10,0
Bytesbalans, % av BNP	-14,5	-12,9	3,7	0,1	-3,7	-2,0	-3,0	-4,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-1,0	-3,3	-9,4	-7,2	-5,5	-3,0	-2,8	-3,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	16,8	15,5	29,4	38,0	38,5	40,0	40,0	40,0
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	0,68	0,80	0,90
5-års ränta, årets slut	4,80	13,10	6,60	4,60	5,40	2,40	2,60	2,80

(p) = prognos

POLEN

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
BNP, %	6,8	5,1	1,6	3,9	4,3	2,0	2,1	3,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	2,6	4,2	4,0	2,7	3,9	3,7	1,8	2,5
Arbetslöshet, %	9,6	7,1	8,1	9,6	9,6	10,2	11,0	10,8
Bytesbalans, % av BNP	-6,2	-6,6	-3,1	-4,3	-4,5	-3,6	-2,9	-3,2
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-1,9	-3,7	-7,4	-7,9	-5,0	-3,5	-3,2	-2,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	45,0	47,1	50,9	54,8	56,4	55,8	54,0	54,0
EUR/PLN, årets slut	3,6	4,1	4,1	4,0	4,5	4,1	4,0	3,8
Styrränta, årets slut	5,25	4,00	3,50	3,75	4,50	4,25	3,25	3,75
5-års ränta, årets slut	6,13	5,34	5,91	5,52	5,34	3,21	3,60	4,20

RYSSLAND

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
BNP, %	8,5	5,2	-7,8	4,3	4,3	3,4	3,0	3,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	9,0	14,1	11,7	6,8	8,5	5,1	6,3	5,2
Arbetslöshet, %	6,5	6,2	8,4	7,5	6,6	5,7	5,6	5,3
Bytesbalans, % av BNP	5,9	6,1	4,0	4,8	5,3	4,3	3,1	2,2
Fin sparande, off sektor, % av BNP	6,8	4,9	-6,3	-3,5	1,6	0,8	-0,5	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	8,7	6,6	10,2	11,6	11,6	11,9	12,3	12,6
USD/RUB, årets slut	24,58	29,57	30,10	30,50	32,08	30,36	30,50	30,30
Rubeln mot eurodollarkorg	29,7	34,8	36,0	35,2	36,4	34,7	33,8	33,0

UKRAINA

	2007	2008	2009	2010	2011	2012(p)	2013(p)	2014(p)
BNP, %	7,9	2,3	-14,8	4,1	5,1	0,2	0,0	1,8
Inflation, årsgenomsnitt, %	12,8	25,2	16,0	9,4	8,0	0,6	5,5	6,5
Arbetslöshet, %	6,4	6,4	8,8	8,1	8,5	7,8	8,2	8,4
Bytesbalans, % av BNP	-3,7	-7,1	-1,5	-2,2	-5,6	-8,4	-6,0	-5,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-2,0	-3,2	-6,3	-5,7	-2,7	-3,0	-3,1	-2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	12,3	20,5	35,4	40,1	36,5	36,0	36,4	35,8
USD/UAH, årets slut	5,05	7,80	8,00	7,97	8,00	8,04	9,20	9,50

(p) = prognos



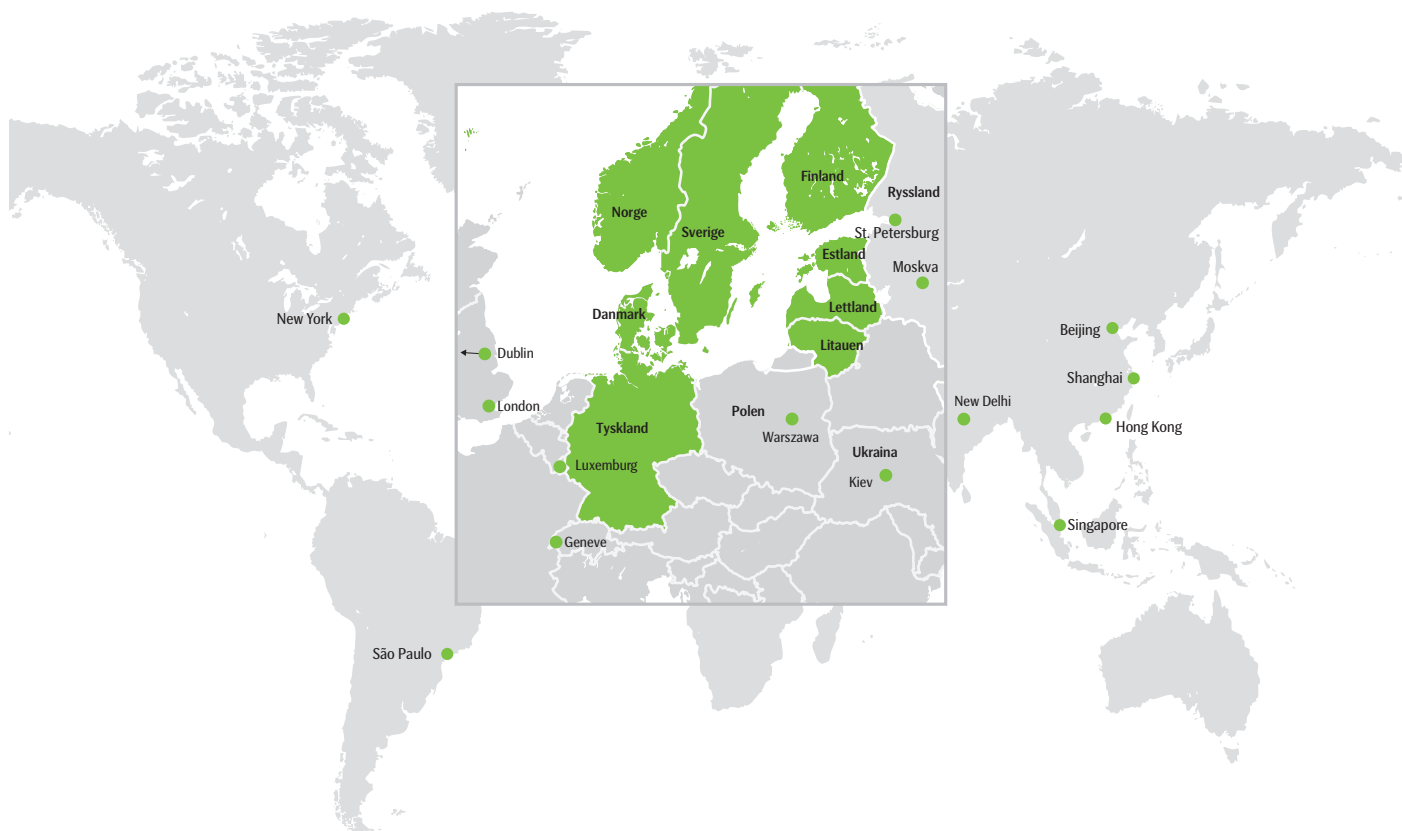
Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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 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 2012 uppgick koncernens balansomslutning till 2 453 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 328 miljarder kronor. Koncernen har cirka 16 500 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.