



Eastern European Outlook

Ekonomisk Analys – Oktober 2013

Gradvis återhämtning
– de stora divergerar

Tema: Rysk demografi

SEB



Eastern European Outlook utkommer två gånger per år. Denna rapport publicerades den 9 oktober 2013.

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

Gunilla Nyström
Privatekonom
+ 46 8 763 65 81

Susanne Eliasson
Analytiker privatekonomi
+ 46 8 763 65 88

Johanna Wahlsten
Analytiker
+ 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

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

Sammanfattning

Nästan alla länder i Östeuropa har i höst inlett en ekonomisk återhämtning efter att ha bottnat ur under andra kvartalet 2013, i linje med mönstret i Västeuropa. Återhämtningen under de närmaste två åren blir måttlig. Lettland och Litauen fortsätter att växa snabbast i regionen, och i EU. De tre största ekonomierna divergerar: fundamentalt sett relativt starka Polen återfår sin stjärnstatus efter en oväntat djup tillväxtsvacka, ett Ryssland i alltmer behov av reformer har växlat ned till en lägre tillväxt än vad som gällde före den globala krisen, ett pressat Ukraina devalverar sig ur en akut kris.

I de flesta östeuropeiska länder drivs konjunkturuppgången initialt av främst växande privat konsumtion men även av ökad export. Konsumtionen stärks av god reallönetillväxt, mycket till följd av fortsatt låg inflation. Arbetslösheten fortsätter gradvis ned i Baltikum, är relativt oförändrad i Polen och Ukraina samt stiger svagt i Ryssland. Exporten får näring av gradvis ökad extern efterfrågan, särskilt från Tyskland.

Investeringarna vänder uppåt först efter hand på grund av kvardröjande osäkerhet om tillväxtutsikter internationellt och i regionen i kombination med långsamt upptinande kreditförhållanden. I främst de centrala och södra delarna av Östeuropa har kreditvillkoren hittills varit onormalt strama på grund av krisen i eurozonen och det relativt stora utland-sägandet av banker.

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

- **Rysslands** tillväxt varvar upp något från 1,7 procent i år till 3,0 procent 2015. Prognoserna ligger under konsensus, i likhet med EEO i mars 2013. Ett sjunkande oljepris (till 100 USD/fat om två år) ger lägre tillväxtstöd än tidigare. Ekonomin slår redan i resurstaket och den demografiska trenden är negativ. Omfattande reformer krävs för att lyfta tillväxtpotentialen till president Putins mål på 5-6 procent.
- **Polen** repar sig nu tydligt från en djup inhemsk svacka och går mot en bredbaserad och god återhämtning. I år ökar BNP med 1,5 procent och 2014-2015 med 3,1 respektive 3,5 procent; det senare är i nivå med potentiell tillväxt. Prognoserna är kvar över konsensus. Centralbankens kraftiga räntesänkningar bidrar till återhämtningen; låg inflation under målet gör att en räntehöjning kommer först i slutet av 2014.
- **Ukraina** är hårt pressat av stort bytesbalansunderskott, låg valutareserv och sviktande utländskt förtroende. Valutan devalveras med minst 10 procent i början av 2014 samtidigt som ett nytt nödlån från IMF erhålls. BNP faller med 0,8 procent i år och trots devalveringen blir tillväxten beskedliga 2,0 respektive 3,4 procent 2014-2015.
- **Estlands** tillväxt rasar till 1,3 procent i år i spåren av fallande offentliga investeringar samt sviktande export delvis till följd av svag finsk utveckling. Fortsatt nedgång i EU-stödmedel ger svag investeringsprofil vilket bidrar till att BNP-tillväxten blir måttliga 2,6 respektive 2,9 procent de kommande åren.
- **Lettland** fortsätter att växa snabbast av alla EU-länder, med 4,0 procent i år och med 4,8 procent per år 2014-2015. I likhet med de övriga baltstaterna är ekonomin åter i god balans efter den djupa nedgången 2008-2010, men svag investeringsutveckling oroar.
- **Litauens** BNP ökar med 3,8 procent i år, 3,5 procent 2014 och 4,5 procent 2015. Efter den senaste tidens skarpa nedgång i inflationen överväger nu sannolikheten att Litauen – som sista baltstat - konverterar till euron 2015, enligt regeringens plan.

Global tillväxt växlar upp till trend

- **USA lyfter**
- **Finanspolitisk motvind mojar**
- **Segt upp i eurozonen, men hyfsad tysk fart**

Världsekonomin bottnade troligen ur i våras. Indikatorer har sedan dess vänt uppåt. Exempelvis ligger industrins inköpschefsindex nu något över expansionsgränsen 50 i de flesta länder. Samtidigt har finansmarknaden präglats av god riskaptit, även om lågräntor stigit rejält och emerging markets tagit stryk av förväntningar om Feds exitpolitik. Notabelt är här att Östeuropa stått emot relativt bättre än andra EM-områden, sannolikt delvis beroende på mindre externa obalanser.

Närmaste året förbättras de underliggande förutsättningarna för en global BNP-acceleration. Den **finanspolitiska motvinden avtar samtidigt som fortsatt stark penningpolitisk medvind stöttar** tillväxten. **USA står inför ett ganska kraftigt tillväxtlyft 2014-2015**, delvis grundat på att hushållens skuldanpassning nu nästan är avklarad och att bopriser och byggande fortsätter öka. USA-tillväxten ger stöd till världen, bl a via ökad riskvilja och att eurozonen ges ökad möjlighet att återskapa ekonomisk och politisk stabilitet. Företagsektorn, som allmänt har starka balansräkningar, kommer i denna miljö att öka investeringar och jobb.

Olika delar av världsekonomin befinner sig dock i skilda faser, bl a beroende på att läkeprocesser efter krisen kommit olika långt. De **cykliska skillnaderna väntas bestå de närmaste åren**. Även om den finanspolitiska åtstramningen släpper i **eurozonen** som helhet 2014 blir **återhämtningen trög** och först 2015 nås trendtillväxt. I krisländerna hämmas inhemsk efterfrågan av hög arbetslöshet, osäkerhet i banksystem samt kvarhängande offentlig/privat skuldanpassning. Det blir i hög grad **Tyskland som stärker konjunkturen** i eurozonen. Ekonomin har små obalanser och politiken fortsätter att inriktas på stabilitet efter förbundskansler Merkels tredje raka valtriumf nyligen. Tyskland - som väger tungt i östra Centraleuropas export- visar en hyfsad BNP-ökning på 1,7 procent redan 2014, och tillväxten ökar till 2,0 procent 2015. I **Japan mattas konjunkturuppgången** av när stimulanseffekter klingar av och strukturproblem måste börja angripas. **Tillväxten i BRIC stabiliseras** efter årets avmattning men blir p g a strukturella utmaningar ej så livlig som den var innan den globala krisen.

I **Östeuropa** går de **flesta länder** mot en **trög återhämtning** efter bottenmärken första halvåret 2013. Exporten börjar stärkas något i höst av ljusnande tyska utsikter. Uppgången i USA spelar dock liten direkt roll i utrikeshandeln. Privat konsumtion får stöd av fortsatt relativt god reallönetillväxt, då inflationen

förblir låg, och låga räntor. Ändå tvekar många hushåll med större inköp till nästa år då arbetsmarknader börjar stabiliseras. Kreditmarknader tinar sakta upp, delvis p g a onormalt strama bankvillkor efter eurozonens kris. Endast Ryssland får relativt hög kredittillväxt. Investeringar är nedpressade på kort sikt och först 2014-2015 sker ett visst uppsving; i EU-länder delvis med stöd av nya medel från EU:s långtidsbudget.

Sammanvägt **stärks global tillväxt från 3,2 procent 2013 till 4,0 respektive 4,2 procent 2014-2015, marginellt över trend** på knappt 4 procent. Detta ganska positiva scenario för världsekonomin bygger på att **inflationen förblir låg/normaliseras långsamt**, vilket ger de **stora centralbankerna utrymme att dröja med räntehöjningar** till 2015; ECB väntar längre än så. Stora produktionsgap i USA och Europa samt avklingade tillväxt i Asien ger lugn lönetillväxt och dämpade råvarupriser. **Oljepriset (Brent) sjunker** från i snitt 108,0 USD/fat i år till 102,5 respektive 100,0 de kommande åren, trots politiska spänningar i Mellanöstern/Nordafrika. Prisdämpningen drivs av att produktionskapaciteten, bl a via ökat utbud i USA, växer snabbare än efterfrågan. Opec väntas tidvis agera med nedskärningar för att hålla priset vid 100 USD.

Globala nyckeltal

BNP, årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
USA	2,8	1,6	3,3	3,7
Eurozonen	-0,6	-0,5	0,8	1,7
Världen	3,4	3,2	4,0	4,2
Oljepris USD/fat	111,7	108,0	102,5	100,0
EUR/USD, dec	1,29	1,33	1,24	1,20

Källa: SEB

EUR börjar senare i höst att depreciera mot USD. Ännu en ECB-räntesänkning i slutet av 2013 bidrar till lägre eurokurs. Euron är också något övervärderad fundamentalt sett. Dollarn repar sig samtidigt allmänt av USA:s relativa tillväxtfördelar samt av att Fed är först ut av de stora centralbankerna att minska på gasen i penningpolitiken; en nedtrappning av obligationsköpen väntas inledas i december 2013 medan den första styrräntehöjningen dröjer till slutet av 2015 (ungefär samtidigt som Bank of England börjar minska sin stimulans gällande både QE och ränta). EUR/USD står i 1,20 om drygt två år.

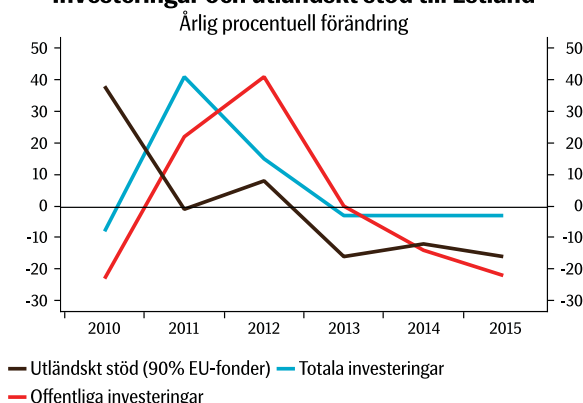
Nedgång i EU-stöd hämmar tillväxt

- **Ekonomi behöver kommande export-återhämtning**
- **Privat konsumtion väntas tappa fart**
- **Inflation ned trots hög lönetillväxt**

Estlands ekonomiska tillväxt upphörde under det första halvåret 2013. Ekonomi gled in i en mild recession, med en kvartalsvis förändring på -0,1 procent under det första kvartalet och -0,2 procent under det andra. Vi räknar med att ekonomin stabiliserades under det tredje kvartalet, för att därefter öka något under det fjärde kvartalet. **Den årliga tillväxten hamnar i genomsnitt på 1,3 procent 2013 och 2,6 respektive 2,9 procent 2014-2015.** Återhämtningen under nästa år drivs av förbättrad extern efterfrågan när huvudmotorn under 2013, privat konsumtion, svalnar något.

Krisen i eurozonen håller ännu tillbaka tillväxten. Under det första halvåret 2013 fortsatte Estlands exportmarknader att krympa; dessa inkluderar Finland som uppvisade en mager kvartalsmässig BNP-tillväxt för det andra kvartalet efter en nedgång under det första. Den ryska ekonomin har också försvagats i betydande grad. Trots detta har exportens konkurrenskraft medfört att Estland stått emot nedgången relativt väl. Exportens tillväxt mätt i årstakt har förblivit relativt stabil runt 5 procent. Exportmarknaderna nådde antagligen sin lägsta punkt under det första kvartalet 2013. Den externa efterfrågan väntas förbättras gradvis mot slutet av året och in i 2014. Ändå väntas återhämtningen bli modest.

Investeringar och utländskt stöd till Estland



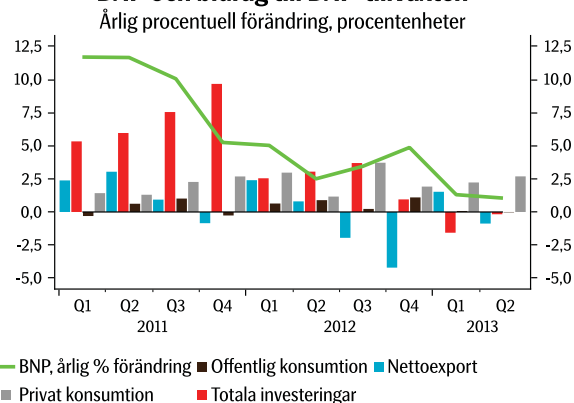
Vid sidan av slaknande utländsk efterfrågan har det varit **ytterligare en negativ kraft mot tillväxten under 2013: fallande investeringar**. Denna nedgång har i **hög grad varit kopplad till minskat inflöde av EU-strukturfonder** samt inkomster från försäljning av utsläppsrätter; de senare var stora 2012 och

gick främst till infrastrukturinvesteringar. Offentliga investeringar föll med 19 procent i årstakt under det första halvåret 2013. En ytterligare nedgång i inkommande EU-fonder väntas 2014-2015, vilket kommer att reducera statliga investeringar och därmed BNP-tillväxt. Estlands ekonomiska tillväxt har varit starkt beroende av dessa fonder som under de senaste åren uppgått till totalt 7-8 procent av BNP per år.

Tillväxten har varit ojämnt fördelad och volatil. Bakom nedgången ligger inte enbart svagt byggande. Transithandel och andra sektorer faller också. Konsumentförtroende och de flesta näringslivsbarometrar har förblivit relativt höga och stabila. Byggnäringen är den enda sektor som visar en nedgång i framtidsstro. Samtidigt har den **övergripande ekonomiska tillväxten fortsatt att vara välbalanserad**. En måttlig exporttillväxt har matchats av måttlig konsumtionstillväxt. Bytesbalansunderskottet krympte till bara 0,5 procent av BNP under andra kvartalet. I tillägg till den förbättrade handelsbalansen har en våg av transaktioner under 2013 också förbättrat inkomstflödet på en mer permanent basis.

Under det andra kvartalet 2013 var den centrala tillväxtmotorn ännu inhemsk privat konsumtion, pådriven av real lönetillväxt och viss förbättring av sysselsättningen. Framöver blir konsumtionstillväxten mer avhängig reallöneutvecklingen. Orsaken är att arbetslösheten kommit ned till en nivå där ytterligare nedgång innebär ökad svårighet att få tag i kvalificerad arbetskraft. Den svaga BNP-tillväxten väntas heller inte alstra någon märkbar sysselsättningstillväxt 2014. Sålunda kommer **arbetsmarknadsläget att förbli relativt stabilt**, möjligen blir det en viss förbättring. Den genomsnittliga arbetslösheten blir oförändrad på 8,8 procent 2013 och 2014.

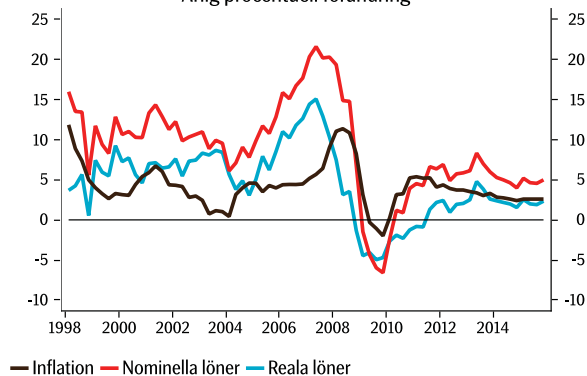
BNP och bidrag till BNP-tillväxten



Uppåttrycket på löner har inte avklingat. Löneökningarna uppgick till 7-8 procent i årstakt under första halvåret 2013. Ett lönetryck ligger kvar även 2014, även om ekonomiska tillväxten är svag. Det skapar incitament för innovation och även

förbättrad effektivitet. Under det andra kvartalet 2013 skiftade fördelningen av förädlingsvärdet över till förmån för arbetstägarna, till skillnad mot för ett år sedan. Samtidigt föll företagets vinster. Vissa korrigeringar är troliga under 2014, inkluderande långsammare lönetillväxt och något högre ekonomisk tillväxt. Accelererande lönetillväxt i kombination med försvagad inflation har på sistone stärkt reallönerna. Denna trend väntas fortsätta under den andra halvan av året.

Inflation och löner
Årlig procentuell förändring



Källa: Statistical Office of Estonia, SEB

Inflationen sjunker trendmässigt trots lönetryck, även om svag produktivitetstillväxt utgör en viss inflationsrisk. En elprishöjning lyfte inflationen med ungefär en procentenhet under 2013, vilket resulterar i en motsvarande nedgång i 2014 års inflation. En annan prisdämpande faktor är den ökande konkurrensen i detaljhandeln; under andra halvåret 2013 och in i 2014 blir det en betydande uppgång i handelns försäljningsyta. **Vår inflationsprognos för 2013 är 3,2 procent och för de kommande två åren 2,7 respektive 2,6 procent.**

Som en konsekvens av minskande inflation, något lägre lönetillväxt och stabil sysselsättning blir **tillväxtpotentialen i privat konsumtion lägre under 2014** än 2013. Svaga offentliga investeringar gör att **de totala investeringarna fortsätter att sjunka** under 2014-2015. Privata investeringar går ned 2013, stabiliseras 2014 och ökar med 2 procent 2015.

Den ekonomiska tillväxten får inte så mycket stöd från kredit-tillväxt under det kommande året. Även om monetära förhållanden förblir gynnsamma så är **efterfrågan på krediter begränsad** av de ännu osäkra ekonomiska utsikterna och relativt försiktiga hushåll och företag. Företagens balansräkningar är starka och efterfrågan på lån minskar. Nya bostadslån till privatpersoner växer dock med 20 procent i årstakt. Tillväxten i bostadslån är tillräckligt liten för att inte ha överskridit den totala amorteringen på lån under motsvarande tid. Privatpersoners bolänestock har därför varit stabil sedan det första kvartalet. Hushållens totala skulder är ännu 1 procent under nivåer i fjol, men bolänet har nått upp till fjolårets nivå och skuldavvecklingsprocessen på bolån är nu över.

Fastighetspriserna ökar med 8 procent i årstakt. Efterfrågan stiger gradvis, och utbudet av nya bostäder är ännu litet och ökar ej. Prisökningen på fastigheter får bränsle av lågräntemiljön när investerare söker bättre avkastning. Hälften av alla bostadsaf-

färer sker utan lån. Riskerna finns att fastighetspriserna stagnerar eller sakta in när räntor nu börjar stiga.

Den **offentliga sektorns underskott har förblivit litet** trots sämre än förväntad BNP-tillväxt. Skatteinkomsterna ökade med 7 procent under årets sju första månader. På grund av lägre transfereringar från utlandet var den totala inkomstökningen 4 procent. Betydelsen av stöd från EU ska inte underskattas – dessa har utgjort ca 19 procent av statens inkomster under senare år. En minskning av dessa stöd kommer att reflekteras i ett offentligt budgetunderskott. Regeringen planerar att öka utgifterna med 5 procent 2014, trots en nedgång med 8 procent i det utländska stödet.

Regeringen planerar att förse inhemsk efterfrågan med bara liten stimulans genom att höja offentliga löner och pensioner men också genom att något höja investeringarna i fastigheter. Under krisåren växte **sociala spänningar** och ett uppåtryck på löner. Som en respons på detta ligger fokus i 2014 års budget på sociala utgifter, precis som under 2013. Pensionerna ska öka med 5,8 procent och offentliga löner med 5,1 procent. Utfallet av 2014 års offentliga budget kommer sannolikt att visa sig bli ett större underskott än vad regeringen har antagit (-0,4 procent av BNP). Regeringen kalkylerar med en BNP-tillväxt på 3,6 procent, vilket är alltför optimistiskt. Det finns också förpliktelser som regeringen måste fullfölja 2014 och som ökar utgifterna; dessa inkluderar återställande av pensionsutbetalningar som blev frysta under krisåren.

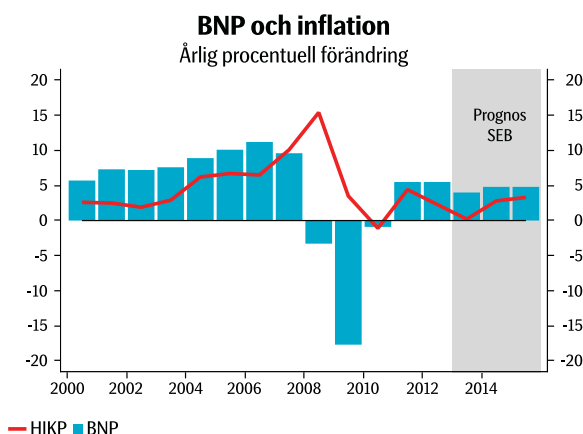
Eftersom offentliga finanser är i gott skick och ackumulerade reserver ger utrymme för tillfälliga underskott så väntas ovan nämnda utgifter inte innebära några problem för Estland. Att nyttja reserver för att mildra effekterna av det temporära bortfallet i EU-fonder bör kunna rättfärdigas.

Den 20 oktober 2013 hålls lokalval. Kampanjerna är relativt måttfulla och **inga stora förändringar i maktfördelning** väntas. En stor fråga är spänningarna mellan de nationella koalitionspartierna och oppositionspartiet som styrt huvudstaden Tallinn under lång period. Dessa har blockerat en del beslut som gällt både nationell och lokal politik. I Tallinn är huvudfrågan i valkampanjen korruption i stadens ledning. Kommunen i Tallinn, som styrs av det populistiska Centerpartiet, erbjuder gratis åkning i allmänna transporter för att säkerställa en fortsatt majoritet. Utfallet i lokalvalen väntas inte få någon större inverkan på utfallet i parlamentsvalet 2015 eftersom sammansättningen av valjarna i lokala respektive nationella val ser olika ut. Det kan dock bli en indikator på att den regerande koalitionen håller på att tappa popularitet. Delvis som en följd av sociala spänningar har **Socialdemokraterna och Centerpartiet gått framåt** i opinionen under 2013, medan det största regeringspartiet Reformpartiet har sett sin position undermineras av flera skandaler. Socialdemokraterna är väl positionerade för att få större stöd i nästa parlamentsval. Detta har motiverat regeringen att öka sociala utgifter förra året och i år. Många väljare väntar på att ett nytt högerparti ska bildas före nästa allmänna val, så att de kan lägga sina röster på detta som en protest mot den sittande regeringen. Det är åter god jordmån för nya partier.

Stark konsumtion säkerställer robust tillväxt

- Låga investeringar
- Stigande aktivitet på fastighetsmarknaden
- Dämpad inflation

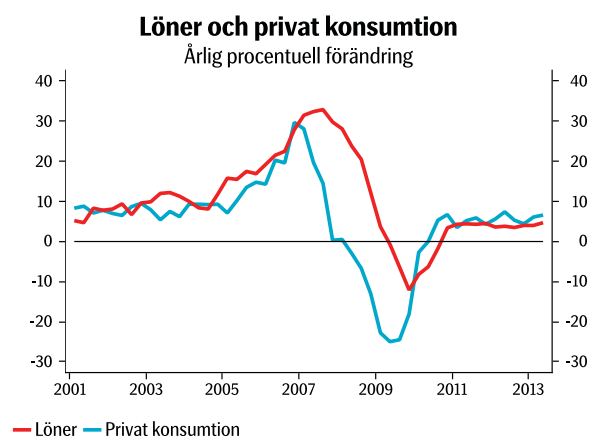
Fastän läget på exportmarknaderna förblivit nedpressat har det inte varit något skarp nedgång i Lettlands BNP-tillväxt. Detta tack vare den positiva effekten från stark privat konsumtion. BNP-tillväxten dämpades som väntat under första halvan av 2013 men förblev ändå robusta 4 procent i årstakt. Privat konsumtion, som ökade med 6,4 procent, var huvudkraft och bidrog med 4,6 procentenheter till BNP-tillväxten. Konsumtionen drivs av förbättrad arbetsmarknad, ökad lönetillväxt och låg inflation. Exporten växte med 2,8 procent. Offentlig konsumtion steg med 3,5 procent. De totala investeringarna föll dock med 7,7 procent. Låg investeringsaktivitet är ett tecken på en hög grad av försiktighet bland entreprenörer och näringslivet. Investeringarna väntas förbli låga under det närmaste året. Vi räknar med ett investeringsuppsving 2015. Om detta uteblir kommer det att negativt påverka Lettlands potentiella tillväxt (som ligger runt 4 procent). En **fortsatt stark ökning i hushållens reala disponibla inkomster ser till att konsumtionsboomen består**. Hushållens spendervilja bidrar i sin tur till att upprätthålla en god ekonomisk aktivitet när extern efterfrågan bara gradvis stärks. **BNP ökar med 4 procent under 2013 och med 4,8 procent per år de närmaste två åren.**



Industriproduktionen är ännu svag. Under de första sju månaderna i år backade volymen med 0,2 procent jämfört med motsvarande tid i fjol. Svagheten var främst knuten till biobränsleproduktion och Liepajas Metalurgs – det enda metallföretaget i Baltikum – samt till marknadsfluktuationer i tjänster relaterade till fartygsbyggande. Liepajas Metalurgs kommer troligen att bidra negativt till tillverkningsindustrins produktion hela 2013.

Samtidigt fortsätter andra sektorer som elektrisk utrustning, möbler, datorer, trä, kläder och livsmedel att utvecklas framgångsrikt. Under andra halvåret 2013 kan tillverkningsindustrin åter komma att visa en positiv trend.

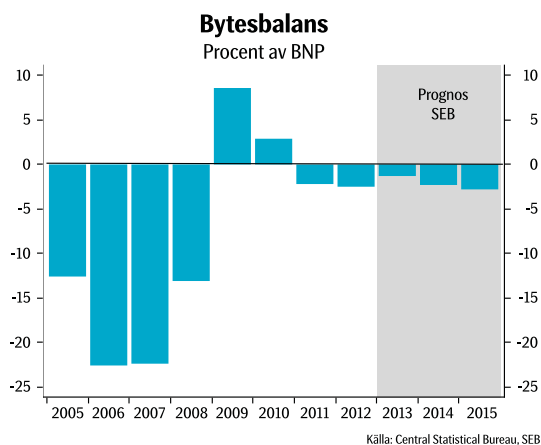
Detaljhandelssektorn är mer dynamisk. Ökningen i hushållsinkomster samt inkommande turister fortsätter att stödja detaljhandeln. Försäljningen steg med 6,2 procent under årets sju första månader jämfört med motsvarande tid 2012. Den största försäljningsökningen registrerades inom möbler, ljusutrustning och hushållsapparater. Detta speglar starkare hushållsoptimism och en önskan att förbättra levnadsstandarden efter den djupa krisen 2008-2010.



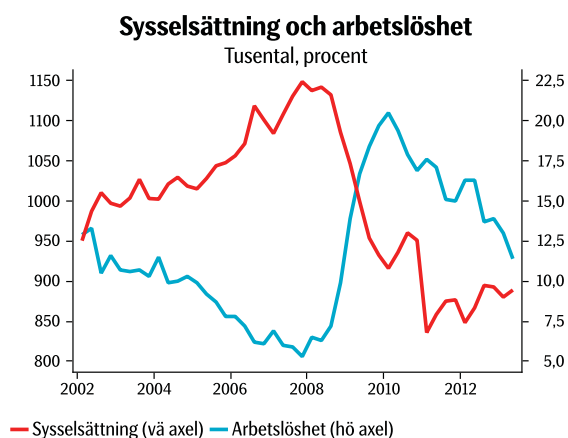
Det har varit en **snabb uppgång i aktiviteten på fastighetsmarknaden**. Marknaden **påverkas av utlänningar som köper** fastigheter i Lettland för att erhålla EU-uppehållstillstånd. Den största aktiviteten har förekommit i områden som Riga och Jurmala som är populära bland utländska medborgare, främst från Ryssland och andra tidigare Sovjetrepubliker. Systemet infördes 2010 och innebär att utländska medborgare får ett uppehållstillstånd vid fastighetsköp. Enligt uppgifter från Medborgar- och migrationskontoret har programmet inbringat 460,5 miljoner LVL till Lettland, varav 370,3 miljoner investerats i fastigheter. Detta har lett till ivriga diskussioner och politiska spänningar om hur man ska se på systemet, t ex att slussa inflöden till andra sektorer eller t o m avsluta det. Det har också varit en positiv trend i byggandet som ökat med 6,9 procent jämfört med ett år tidigare. Under andra kvartalet växte bostadsbyggandet med 41 procent.

Externa obalanser är mycket små, i skarp kontrast till den alarmerande situationen före krisen 2008. Under det första halvåret 2013 krympte bytesbalansunderskottet till 0,6 procent av BNP. Denna trend visar att ekonomin ännu använder en begränsad kapacitet. Under nämnda period förbättrades handels-

balansen då exporten ökade snabbare än importen. Den lilla importökningen indikerar att försiktighet ännu är förhärskande gällande investeringar. Tjänstebalansen förbättrades också något. Med försvinnande global osäkerhet och en stabilisering av näringslivets framtidstro väntas bytesbalansunderskottet vidgas under de kommande åren.



Arbetslösheten minskade från 13 procent under första kvartalet till 11,4 procent under det andra. Den väntas **fortsätta nedåt** till ett genomsnitt på 8,9 procent 2015. God och stabil konsumtionstillväxt kan förväntas ge ljusare jobbmöjligheter i tjänstesektorn. Eftersom tillväxten regionalt diversifierad blir **arbetskraftsbristen** mer akut i de ekonomiskt mest aktiva regionerna, medan arbetslösheten förblir hög i andra regioner. Detta understryker behovet av en ökad rörlighet bland arbetskraften. Bristen på kvalificerade arbetare fortsätter att öka, vilket kommer att märkas i företag inom tillverkningsindustri, informationsteknologi och byggsektor.



Löneökningarna väntas accelerera i spåren av starkare arbetsmarknadsläge och ekonomisk tillväxt. Av växande betydelse i denna process blir löneökningarna i den offentliga sektorn, även om de kommer att implementeras selektivt och hållas tillbaka av begränsade budgetar. Statliga och kommunalt ägda företag kommer att släppa på stramheten först, vilket troligen resulterar i brantare lönetillväxt där. Den genomsnittliga lönetillväxten i hela ekonomin väntas hamna på 4,5 procent i år och 5,5 procent 2014.

I augusti 2013 förbyttes inflationen i deflation på 0,2 procent mätt i årstakt. Det berodde främst på sjunkande priser på livsmedel och alkoholhaltiga drycker. Externa faktorerers inverkan på konsumentprisindex förblir dämpad. Den **fortsatta ekonomiska återhämtningen börjar bara gradvis att öka pristrycket** eftersom arbetslösheten är hög och lönetillväxten måttlig om än ökande. Framöver väntas inflationen öka snabbare på grund av baseeffekter då momssänkningen från det tidigare året faller ur statistiken. Nästa år höjs hushållens eltariffer. Introduktionen av euro i januari 2014 väntas resultera i 0,2-0,3 procentenheters högre inflation till följd av varuhamstring inför euro-övergången samt avrundningseffekter. Innevarande års genomsnittliga inflation väntas bli 0,2 procent och därefter sker en ökning till 2,8 procent 2014.

Även om dagen för eurolansering närmar sig är **folkets stöd för euroanslutning ännu lågt**. Undersökningar i augusti visade att 22 procent var för medlemskap i eurozonen, 53 procent var emot medan 21 procent inte hade ingen uppfattning. Vi förutspår att stödet för euron ökar det närmaste året då det mesta av osäkerhet om prishöjningar och andra effekter försvinner och letterna blir vana vid den nya valutan.

Regeringens planer på att stärka Lettlands konkurrenskraft via sänkta skatter på arbetskraft reviderades nyligen då ett **tryck finns att regeringen** ska lägga mer kraft vid att **bekämpa ojämlikheter och förbättra demografin**. Följden blev att regeringen antog en ny plan för skattebördan på arbete som gör att privata inkomstskatten blir oförändrad på 24 procent 2014. Enligt planen blir det lägre socialförsäkringsbidrag, höjd brytpunkt för anhörigas privata inkomstskatt samt höjning av ej beskattningsbar minimiinkomst.

På senare tid har det **blossat upp vissa politiska spänningar mellan regeringens koalitionspartners** Unity, Reform Party, National Alliance "All for Latvia!" - "For Fatherland and Freedom/ LNNK" och bland oberoende parlamentsledamöter. Motsättningar har tilltagit under budgetens planeringsprocesserna på grund av skilda prioriteter. Spänningarna ökade då premiärminister Valdis Dombrovskis (Unity) krävde kulturministerns (National Alliance) avgång. Ett av huvudskälen till denna dispyt kan vara det kommande valet till Europaparlamentet och det lettiska parlamentet. Enligt vår prognos kommer regeringen att överleva denna turbulens och budgeten väntas gå igenom i tid, eftersom inget parti vill att regeringen ska falla strax före valet.

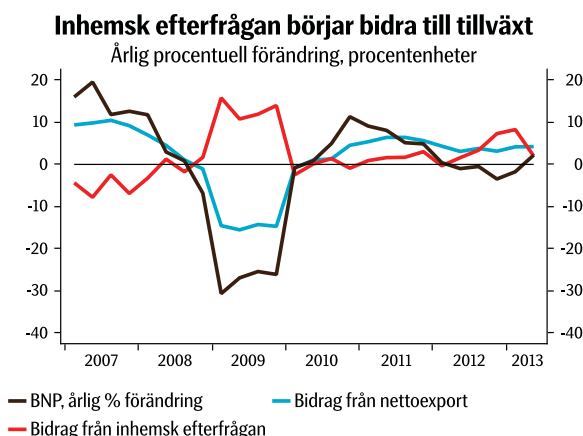
Trots ökande press att öka utgifter är **offentliga finanser i gott skick**. Under årets åtta första månader steg skatteinkomsterna med 6,8 procent i årstakt, medan budgetutgifterna växte med 7 procent; det gav ett budgetöverskott på 250,6 miljoner LVL. Tack vare effektiv uppbörd av skatt på arbete samt moms var inkomsterna 3,2 procent över målet. Mot slutet av året väntas utgifterna sedvanligt öka snabbare än inkomsterna, vilket gör att överskottet krymper. Vi spår att budgetunderskottet hamnar på 1,2 procent av BNP 2013 och att det krymper till 0,8 procent 2014.

Goda tillväxtutsikter med stöd av inhemsk efterfrågan

- Till sist har investeringar börjat växa
- Små ekonomiska obalanser
- Euroanslutning 2015 alltmer trolig

Litauens ekonomi upprätthöll ganska starkt momentum under det första halvåret 2013. BNP ökade då med 4,2 procent i årstakt. Dessutom var den ekonomiska utvecklingen välbalanserad då inhemsk efterfrågan började bidra till tillväxten. Exporten, som fortfarande ökade i robust takt, var inte längre ensam drivkraft. Det mesta av externa och interna obalanser i ekonomin har raderats ut. Vi förutsår en **stabil och diversifierad BNP-tillväxt på medelfristig sikt: 3,8 procent 2013, 3,5 procent 2014 och 4,5 procent 2015.**

Under det andra kvartalet 2013 inträffade en vändpunkt vad gäller drivkrafter för ekonomisk tillväxt: en inbromsning i export kompensades i hög grad av starkare hemmamarknad. Mätt i årstakt ökade privat konsumtion då med 4,4 procent och investeringar med 8,6 procent. Återhämtningen i inhemsk efterfrågan baserades både på fundamentala faktorer och ljusare förväntningar.



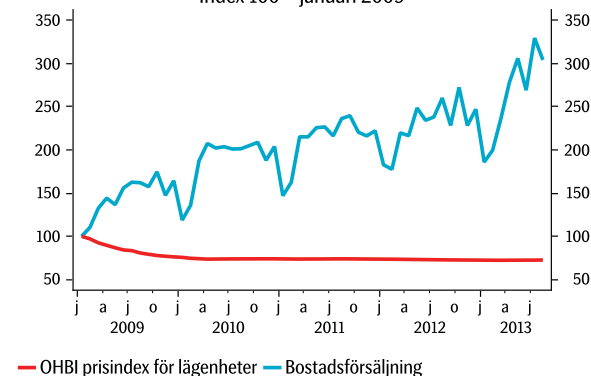
Potentialen för en varaktig uppgång i privat konsumtion har stärkts. I början av 2013 ökade reallönerna för första gången efter att ha krympt fyra år i följd och arbetslösheten fortsatte nedåt. Konsumentförtroendet klättrade till en femårs-högsta notering och detta var uppenbarligen en stark stödjande faktor för konsumtionen. Under det kommande året räknar vi med en nedgång i arbetslösheten till 10 procent, att nominell lönetillväxt hamnar på 5 procent och att bostadsmarknaden långsamt vänder uppåt. Allt detta bäddar för att privat konsumtion ökar med 4,5 procent 2014 och 6,5 procent 2015.

Efter att mer eller mindre stått stilla i över ett år **började företagens investeringar växa mer tydligt under det andra kvartalet 2013.** Två mycket viktiga förlösande faktorer var förbättrad framtidstro i näringslivet som följd av Litauens gynnsamma makroekonomiska situation samt mer positiva nyheter från eurozonen. Förvärv av byggnader och mark sköt fart på ett spektakulärt sätt men även investeringar i maskiner och utrustning ökade påtagligt. Investeringarna är dock fortfarande en tredje del lägre än de var 2008. Samtidigt nådde tillverkningsindustrins kapacitetsutnyttjande nyligen sin toppnivå före krisen på 75 procent. Investeringar i lager är fortsatt låga. Som en konsekvens av detta bör företagens investeringar öka ytterligare, förutsatt att inte kommer negativa nyheter från de internationella marknader vilket skulle sänka chefernas framtidstro.

Byggaktiviteten ökade försiktigt under det andra kvartalet 2013, till 7,1 procent i årstakt, tack vare ökade högre aktivitet utanför bostadssektorn. Infrastrukturinvesteringarna var dock låga och bostadsbyggandet sjönk. Priserna på lägenheter ligger ännu kvar vid bottenivåer men antalet affärer på fastighetsmarknaden har börjat växa snabbt. Under januari-augusti 2013 ökade egna hem-försäljningen med 19 procent jämfört med motsvarande period 2012. Som en effekt av extremt låga inlåningsräntor har privatpersoner börjat se sig om efter alternativa investeringar, inklusive fastigheter. Kombinationen av stabila priser och ökande försäljning är en indikator på en **tidig återhämtning i bostadsmarknaden.** Priserna väntas dock börja stiga först när efterfrågan på bostäder överskrider utbudet, något som är osannolikt i en nära framtid. Hushållens inkomsttillväxt är fortfarande bräcklig och minnena från den senaste bostadskraschen sitter djupt.

Bostadsförsäljning på uppgång men priser vid botten

Index 100 = januari 2009



Exporten gick fortsatt bra under det första halvåret 2013, med en årlig ökning på 15,4 procent. I en miljö med svag efterfrågan i västeuropeiska länder ökade exporten snabbast till Ryssland,

Estland och Polen, medan exporten till Tyskland stagnerade. Exporttillväxten fick en extra skjuts i våras av positiva baseeffekter efter stängningen av landets exporttunga oljeraffineri ett år tidigare. Under sommaren har det kommit **tecken på en inbromsning av exporten** och tillväxttakten föll till ensiffriga tal, men detta ter sig samtidigt naturligt efter tre år med extraordinär tillväxt. Jämfört med toppnivån före krisen ligger nu exporten nästan 40 procent högre. Efter förra årets rekordskörd av säd och följaktligen stor försäljning av jordbruksvaror så väntas innevarande års skörd få en negativ effekt på tillväxttalen. Samtidigt är externa efterfrågan fortfarande skör och erbjuder ingen stark grund för expansion. Dessutom finns riskfaktorer relaterade till Ryssland, Litauens exportmarknad nummer ett. I september 2013 intensifierade Ryssland restriktionerna för litauiska varor utan en verklig förklaring. Skälen kan vara politisk påtryckning eller ett försök att skydda rysk tillverkningsindustri. Samtidigt är Litauens konkurrenskraft i exporten fortsatt god då inflationen närmar sig noll procent. Under det första halvåret 2013 deprecierade litas reala effektiva växelkurs med 1,1 procent jämfört med motsvarande period 2012.

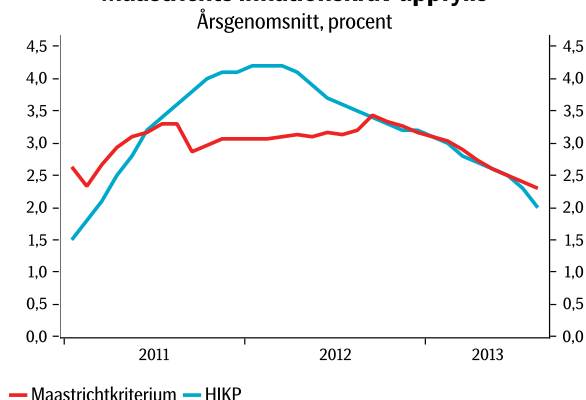
I linje med den solida exporttrenden har betalningsbalansen legat kvar i säkert territorium. Under första halvåret 2013 var överskottet i bytesbalansen 1,4 procent av BNP. Den externa bruttoskuden krympte till 68,4 procent av BNP, den lägsta nivån på över fem år. Både offentlig skuld och privat sektors utlandsskuld föll. Med antaganden om starkare inhemsk efterfrågan och något långsammare export räknar vi med en viss försämring av bytesbalansen till underskott på 2 procent av BNP i år och 3 respektive 4 procent av BNP 2014 och 2015.

Drivet av lägre globala råvarupriser sjönk den årliga inflations-takten till bara 0,5 procent i augusti 2013. Samtidigt var det efterfrågedrivna trycket i stort sett helt frånvarande. Under resten av 2013 väntas inflationstakten knappt överstiga noll procent. Centrala uppvärmningskostnader, som utgör en betydande del i hushållens budgetar under den kalla säsongen, blir ungefär en tiondel lägre denna höst jämfört med ett år tidigare. Regeringen har hittills inte föreslagit några ökningar i indirekta skatter från 2014. **Vi spår en årlig inflation på 1,5 procent 2013, 2,8 procent 2014 och 3,5 procent 2015.**

Sammantaget ser det ut som att **sannolikheten ökar för att Maastrichts inflationskriterium ska uppfyllas våren 2014**, för att kunna kvala in i eurozonen 2015. I den senaste konvergensrapporten, som analyserar hur väl Maastrichtkriterierna uppfylls, togs Grekland bort från statistiken på att det var ett extremfall i inflation (uppvisade deflation). Som en följd av detta höjdes referensvärdet; inflationen får vid utvärderingen vara max 1,5 procentenheter över årsgenomsnittet för de tre EU-länder med lägst inflation. Litauen har **klarat inflationskravet sedan september 2012**. Efter att Litauens inflation har fallit snabbt under senare månader så har säkerhetsmarginalen till gränsvärdet vidgats och kommer högst troligen att fortsätta att öka i närtid. I augusti 2013 låg Maastrichts inflationskriterium på 2,3 procent, medan det litauiska årsgenomsnittet då var 2,0 procent. Det är förstås inte säkert att något land utesluts som ett extremfall i 2014 års konvergensrapport. Den asymmetriska inverkan från energipriser, där Litauen är mer känsligt

än utvecklade länder på sin högre vikt i konsumentprisindex-korgen, utgör också fortfarande en viss förhöjd risk.

Maastrichts inflationskrav uppfylls



Källa: Eurostat, SEB

Det **offentliga budgetunderskottet**, som är en annan kritisk indikator för eurointroduktion, har också rört sig i **rätt riktning**. Under det första halvåret 2013 var det 3,8 procent av BNP. Inkomster från direkta skatter var också högre än planerat. Samtidigt var inkomster från moms och punktskatter lägre. Vi väntar oss att underskottet hamnar på 2,8 procent av BNP 2013 (sålunda under Maastrichtkriteriets 3,0 procent), 2,5 procent 2014 och 1,5 procent 2015. Eftersom underskottet krymper bör den offentliga skulden börja avta från nuvarande nivå strax över 40 procent av BNP.

Sammanfattningsvis är det **ganska troligt att Litauen går med i eurozonen 2015**, förutsatt att myndigheterna behåller sitt åtagande om euroanslutning och fattar välbetänkta beslut, särskilt vad gäller antagandet av 2014 års budget. Allmänhetens stöd för euroanslutning är fortfarande ganska svag och fortsätter att minska. Den senaste opinionsmätningen i april 2013 visade att 55 procent av litauerne var emot euroanslutning medan 41 procent var för en anslutning. Motsvarande siffror i april 2012 var 51 respektive 44 procent.

Vissa politiska spänningar har uppstått på sistone. Regeringen har förblivit passiv när det gäller att fatta vissa kontroversiella och utmanande beslut, däribland en skatteform och kärnkraft-verkprojekt. Den positiva ekonomiska utvecklingen stärker också regeringskoalitionen. Som en följd av detta behåller regerande Socialdemokratiska partiet sin stora ledning (stöds av 27 procent av de svarande) över oppositionen Homeland Union-Lithuanian Christian Democrats (9,8 procent) som i tidigare regeringsställning genomdrev svängremspolitiken under krisen. Under 2013 har Labour Party, en liten koalitionspartner i regeringen, uppvisat den största tillbakagången i opinionsundersökningarna; det har tappat från 21,1 procent till bara 9,1 procent i spåren av en bokföringsskandal. Efter att partiet i början av oktober 2013 utsåg en ny talman i parlamentet har det gnislat i regeringskoalitionen.

Våren 2014 håller Litauen presidentval. Socialdemokraterna, Labour och Order and Justice kommer troligen att föreslå sina egna kandidater. Samtidigt kommer Homeland Union mest troligen att stödja den nuvarande presidenten, Dalia Grybauskaitė, som är kvar i tätt positionen i opinionsmätningar och som därför ganska troligen vinner för att tillträda en andra mandatperiod.

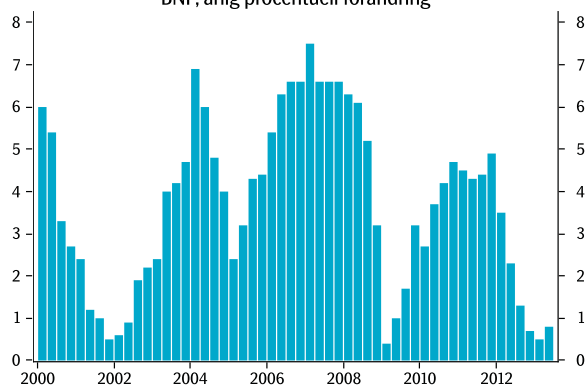
Bred återhämtning på väg, med fortsatt låg inflation

- **Inhemsk efterfrågan vaknar gradvis**
- **Styrräntan börjar höjas i slutet av 2014**
- **Pressad regering sitter kvar till valet 2015**

Polens ekonomi börjar gradvis vända uppåt i höst efter det senaste årets djupa tillväxtsvacka. Tillväxten drivs initialt av nettoexport (hyfsad export - svag import) med draghjälp från starkt global efterfrågan, främst från Tyskland. Över tiden hakar växande inhemsk efterfrågan i uppgången. Förbättrade reallöner, låga räntor och EU-strukturmedel (Polen är en av vinnarna i EU:s långtidsbudget 2014-2020) ger näring åt konsumtion och investeringar. En temporär uppmjukning i år av budgetkonsolideringen ger också visst stöd. Sammanvägt går Polen mot en bredbaserad och god återhämtning. **I år ökar BNP med 1,5 procent och 2014-2015 med 3,1 respektive 3,5 procent;** det senare är i nivå med potentiell tillväxt.

Tillväxten har bottnat efter snabbt fall

BNP, årlig procentuell förändring



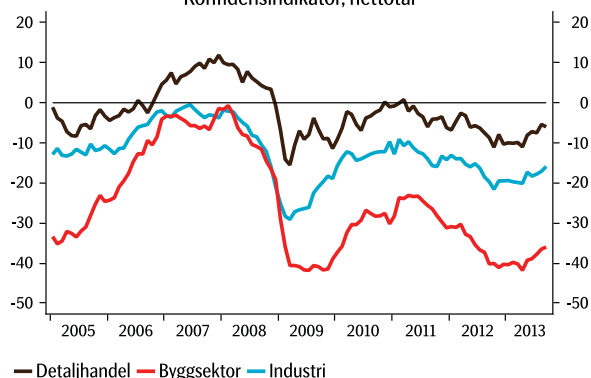
Källa: Nationella statistikbyrån

Det har varit en **häftig inbromsning** i polsk tillväxt från en årstakt på nära 5 procent första kvartalet 2012 till 0,8 procent andra kvartalet i år. Orsakerna har främst varit **sviktande privat konsumtion** (till följd av negativ reallönetillväxt under stor del av 2012 då inflationen var hög) och **rekyl efter bygg- och investeringsruschen** inför fotbolls-EM-världskapet med Ukraina förra sommaren. Även eurozonens recession har tyngt. Samtidigt kan man konstatera att Polen än en gång under omvärldskris i kontrast mot många andra europeiska nationer kunnat undgå just recession, precis så som skedde under den USA-ledda globala krisen 2009 då Polen var enda EU-land med positiv tillväxt. Att **Polen visat bättre motståndskraft än andra** beror på att fundamenta och banksektor varit och är i robust skick och att regeringen under krislägena låtit automatiska stabilisatorer verka i budgeten.

Sedan i våras har det kommit **alltfler tecken på att BNP-tillväxten bottnade under andra kvartalet**. Exporten har mätt i årstakt fortsatt att växa i måttlig fart samtidigt som importen åter svagt börjat växa efter att ha fallit kontinuerligt sedan slutet av 2012. Detaljhandelns omsättning har också börjat öka något i årstakt efter att ha sjunkit i flera månader. Fallet i investeringar accelererade dock under andra kvartalet och det är svårt att se en snar vändning där. När det gäller framtidsblickande indikatorer så har konsumentförtroendet fortsatt att stiga sedan bottenlägen i slutet av 2012 även om det ännu ligger under trend. Tillverkningsindustrins inköpschefsindex har klättrat fem månader i rad och legat över tillväxtgränsen 50 de tre senaste (53,1 i september). Förbättringen av order i detta index gäller främst utländska beställningar. Företagens framtidsstro har också stärkts något inom t ex detaljhandel och byggsektor.

Framtidstro återvänder

Konfidensindikator, netttotal



Källa: EU-kommissionen

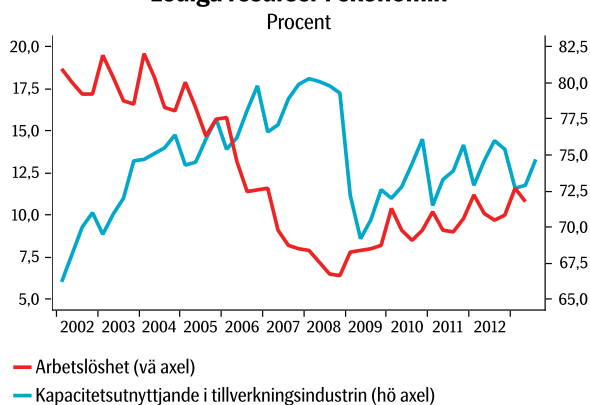
Polsk ekonomi har **betydande stöd av att Tyskland tuffar på** i bättre takt. Under 1990-talet var ekonomin relativt sluten. Men exportens andel av BNP har på senare år stigit, från 35 till ca 40 procent. Detta är ännu långt lägre än i flera asiatiska utvecklingsekonomier samt i t ex Tjeckien och Ungern som noterar 80 procent även om dessa är extremer. En fjärdedel av exporten går till Tyskland. Tyskland ger både direkta och indirekta spridningseffekter på polsk ekonomi via den s k produktionskedjan (där tyska företag av kostnadsskäl valt att lägga produktion i Polen). IMF:s skattningar visar att 6,1 procent av polsk export är tyska insatsvaror och 5,6 procent av tysk export är polska insatsvaror.

Förutsättningarna för en återhämtning i privat konsumtion har också förbättrats på senare tid. Hushållen har sedan i vintras återfått reallöneökningar efter inflationsfallet och kopplingen mellan reallöner och konsumtion är relativt stark. Centralbankens räntesänkningar från 4,75 procent i november 2012 till rekordlåga 2,50 procent i somras befäster lågränte-

miljön som ger stöd åt balansräkningar och framöver även åt en svag uppgång i kredittillväxten som närmast gått i stå. Bra för konsumtionspotentialen är också att hushållens sparkvot kommit upp från rekordlåga 1 procent i början av 2012 till över 4 procent i början av 2013; förvisso ännu under trend men ej längre extremt låg nivå.

Arbetslösheten har stigit från rekordlåga 6,5 procent i slutet av 2008 till 10,8 procent andra kvartalet i år. Även om det finns tidiga tecken på att industrin åter börjat anställa – första uppgången på ett år i PMI-enkäten i augusti – så är tillväxten i hela ekonomin alltför svag för att redan nu förbättra arbetsmarknadsläget. Arbetslösheten ökar till i snitt 11,1 procent 2014, följt av en utplaning 2015. Därmed är arbetslösheten kvar över strukturell nivå, som OECD beräknar till 10 procent. Andra resursmått tyder också på **ledig kapacitet i ekonomin**. Industrins kapacitetsutnyttjande, som är moderata 75 procent, väntas gradvis öka men ej nå tidigare ansträngda nivåer på ca 80 procent såsom skedde 2008.

Lediga resurser i ekonomin

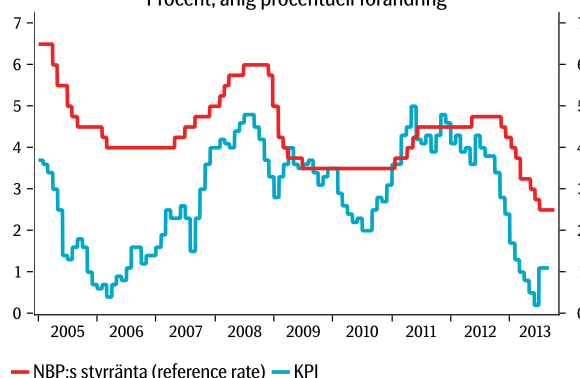


Källa: Nationella statistikbyrån, Eurostat

Kvarvarande lediga resurser, svagt förhöjd lönetillväxt och dämpade globala råvarupriser gör att den låga inflationen (1,1 procent i augusti) stiger sakta det närmaste året. **KPI-inflationen når centralbankens mål 2,5 procent (+/- 1 procentenhet) först 2015.** Centralbanken väntar till slutet av 2014 innan den börjar höja styrräntan; ett halvår senare än marknadens prissättning. För detta talar inte bara ett svagt pristryck utan även att ECB inom kort, i december 2013, väntas sänka sin ränta ännu en gång. Zlotyn riskerar bli alltför stark (bromsar export) om Polen väljer att höja räntan för tidigt. Vår prognos är att **zlotyn stärks från 4,21 mot EUR i dag till 3,95 2015**; denna baseras på ökad global riskvilja och relativt sett goda tillväxtutsikter. Långräntor är ännu historiskt låga efter uppåtrekylen på "Fed-exit-ron". Femåriga statsobligationsräntan har stigit från rekordbotten 2,75 procent i maj till 3,75 i september, att jämföra med mer normalt förekommande nivåer på 5-6 procent de senaste tio åren. Långa räntor stiger måttligt närmaste åren. **Polen har stått emot senaste EM-krisen på marknaden bättre än många andra EM-länder.** Skälet är att ekonomin är i bra fundamentalt skick. Tidigare var ett stort bytesbalansunderskott en riskfylld plump i protokollet. Men underskottet i bytesbalans har under de senaste åren dämpats avsevärt till 1,5 procent av BNP i år och går 2014-2015 mot ca 3 procent; en långsiktigt hållbar nivå.

Snabb nedgång i inflation och styrränta

Procent, årlig procentuell förändring



Källa: Nationella statistikbyrån, Polens centralbank NBP

Offentliga finanser är åter under kontroll efter de senaste årens budgetkonsolidering som bl a innefattat en pensionsreform med höjd pensionsålder och slopade förmåner för vissa grupper samt frysta offentliga löner. Budgetunderskottet som andel av BNP har minskat från 7,9 procent 2010 till 3,9 procent i fjol. I år väntas underskottet nå 4 procent p g a lägre inkomster och oväntat låg inflation. Regeringen valde också i somras av konjunkturskäl att driva en mer neutral finanspolitik 2013. Dessförinnan hade EU-kommissionen gett Polen två år respit, till 2014, att reglera underskottet till under 3 procent. Regeringen har därtill senarelagt från 2015 till 2016 sitt medelfristiga mål om ett strukturellt budgetunderskott på 1 procent. Sannolikt krävs viss förnyad åtstramning de närmaste åren för att nå detta mål. Den offentliga skuldökningen har bromsat upp något under 55 procent av BNP och enligt polska regler utlöses automatiskt en hårdare åtstramning om denna nivå överskrids. Regeringen har beslutat att tillfälligt åsidosätta denna regel för 2013/2014. Nyligen beslutade regeringen också att överföra en stor del av privata pensionsfonders tillgångar till staten, vilket sänker offentliga skulden.

Center-höger-regeringen, under ledning av Medborgarplattformen och statsminister Tusk, har **tappat i popularitet** sedan den omvaldes 2011. I våras gick det konservativa oppositionspartiet Lag och Rättvisa om Medborgarplattformen i opinionsmätningarna för första gången sedan 2007. Detta är troligen en konsekvens av sparpolitiken men också av fjolårets omtvistade pensionsreform samt Medborgarplattformens interna spänningar i sakfrågor som bl a partnerskap för homosexuella. Lag och Rättvisa har på senare tid bl a kritiserat det stora utlandsägandet av polska banker. Trots att regeringens ställning är försvagad så sitter den troligen kvar vid makten till nästa val hösten 2015. Sommarens schackdrag att luckra upp åtstramningspolitiken samt ljusnande tillväxtutsikter bör över tiden minska den pressande situationen.

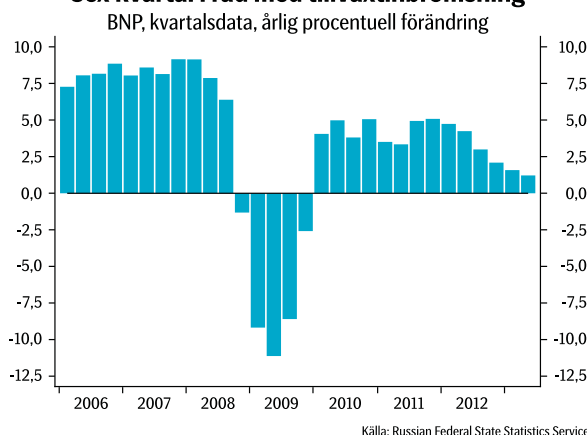
Regeringen siktar på en framtida euro-anslutning för Polen men har inget måldatum. Vår bedömning är att Polen går med i **eurozonen tidigast 2017.**

Botten passerad men fortsatt svag tillväxt

- **Stark arbetsmarknad och reallöner stöttar...**
- **...när oljepriset sjunker**
- **Investeringar tillväxtnyckeln, stort reformbehov**
- **Ökade politiska spänningar**

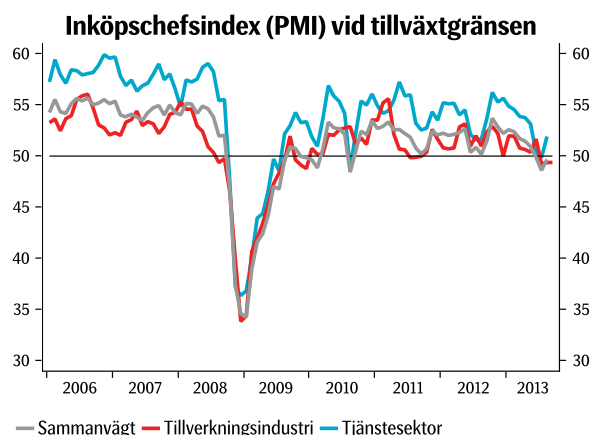
Den ekonomiska utvecklingen var mycket svag under första halvåret 2013; efter en BNP-ökning på 1,6 procent i årstakt första kvartalet bromsade tillväxten in till 1,2 procent andra kvartalet. Aktiviteten i ekonomin har därmed dämpats sex kvartal i rad. Inbromsningen är bredbaserad men en huvuddrivkraft är fortsatt låga investeringar. Vår bedömning är att oljepriset (Brent) mätt som årsgenomsnitt sjunker **från 108 dollar per fat 2013 till 102,5 respektive 100 dollar de kommande två åren**. Tillväxtstödet från export- och skatteinkomster kommer därför att försvagas. Den starka arbetsmarknaden utgör dock en motvikt; reallönerna har börjat skjuta fart igen och detaljhandeln har stabiliserats. Ett stimulanspaket motsvarande 0,6 procent av BNP ger också visst stöd men sprids över flera år och ändrar inte grundförutsättningarna. Årets goda skörd och hög aktivitet i jordbrukssektorn bidrar till bilden att tillväxten bedöms ha bottnat ur andra kvartalet och en viss återhämtning väntas under andra halvåret. 2014 accelererar tillväxten och får stöd från en fortsatt förbättring av den globala konjunkturen. **BNP väntas öka med 1,7 procent 2013 och med 2,4 procent 2014. 2015 ökar BNP med 3,0 procent.** I likhet med föregående *Eastern European Outlook* från mars 2013 ligger BNP-prognosen under konsensus.

Sex kvartal i rad med tillväxtinbromsning



De flesta indikatorer har fortsatt utvecklas svagt under 2013. Sammanvägda inköpschefsindex (PMI) har legat under 50-strecket de senaste tre månaderna. PMI för tjänstesektorn ligger dock betydligt högre än för tillverkningsindustrin. De

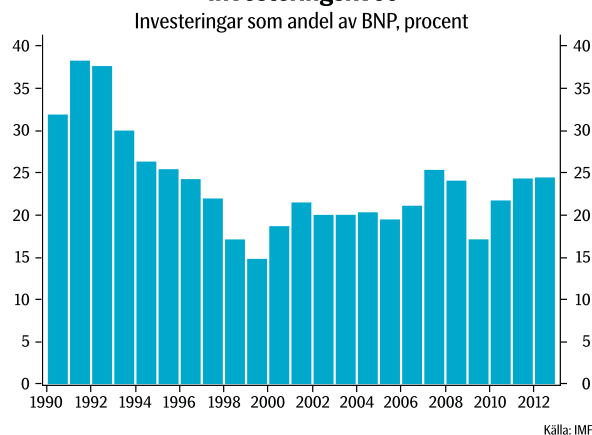
senaste månaderna finns dock vissa ljuspunkter; tjänste-PMI steg i augusti. Konsumentförtroendet har förbättrats något de senaste två kvartalen och även ledande indikatorer har vänt uppåt.



Källa: Markit

Även de flesta hårddata har varit dämpade under 2013. Ökningstakten för industriproduktionen har mätt i årstakt legat nära noll de senaste månaderna och produktionen är nu lägre än innan den finansiella krisen 2008-2009. Investeringarna har fortsatt utvecklas svagt under 2013 och föll med strax under 4 procent i årstakt i augusti. **På längre sikt är det främst investeringarna som måste komma igång för att få upp tillväxten.** I grunden finns stora investeringsbehov. Med en investeringskvot som stagnerat strax under 25 procent av BNP ligger Ryssland klart under både Kina och Indien samt många andra utvecklingsländer.

Investeringskvot



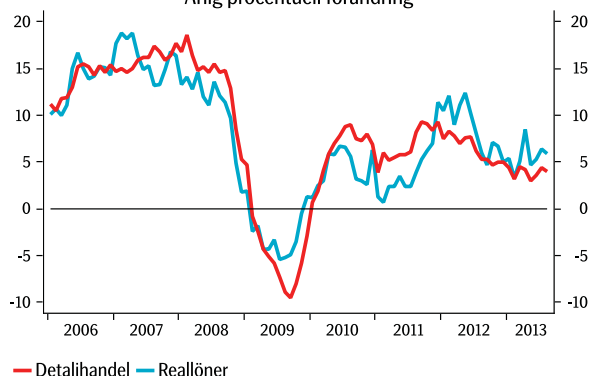
De närmaste åren skapas efterfrågan på infrastruktur genom vinter-OS i **Sochi 2014** samt **fotbolls-VM 2018**. Dessutom finns ett uttalat mål från regeringshåll att utveckla den östra

delen av Ryssland vilket skapar investeringsbehov på längre sikt. Även inom olje- och gasindustrin finns ett omfattande behov av investeringar för att motverka den stagnerande energiproduktionen. Investeringsbehovet motverkas dock av ett dåligt företagsklimat vilket håller tillbaka företagens investeringar, inte minst från utländska företag.

Efter en mycket svag utveckling sedan slutet av förra året visar **exporten** gryende **tecken på återhämtning** under de senaste två månaderna. Sannolikt drivs detta av en uppgång för oljepriset. Även detaljhandeln har stärkts något. Efter en tydlig inbromsning jämfört med första halvan av 2012 har detaljhandeln stabiliserats. Ökningen har legat kring 3-4 procent i årstakt de senaste månaderna och det finns förutsättningar för en hyfsad utveckling framöver tack vare den fortsatt starka arbetsmarknaden.

Stabilisering för detaljhandeln

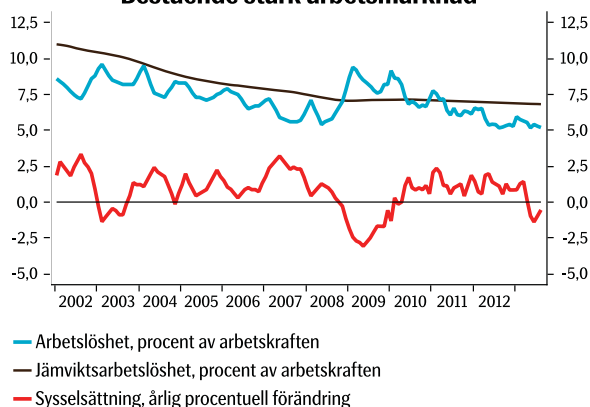
Årlig procentuell förändring



Källa: Russian Federal State Statistics Service

Trots den kraftiga inbromsningen för ekonomin finns **inga tydliga tecken på en försämring av arbetsmarknaden**. Även om sysselsättningen försvagats något är arbetsmarknaden som helhet stark. Arbetslösheten ligger klart under jämvikt och föll något i augusti till 5,2 procent. Bestående god utveckling för de nominella lönerna kombinerat med en dämpning av inflationen gör att reallöneökningarna skjutit fart igen de senaste månaderna.

Bestående stark arbetsmarknad



Källa: Russian Federal State Statistics Service

Reformbehovet allt mer akut

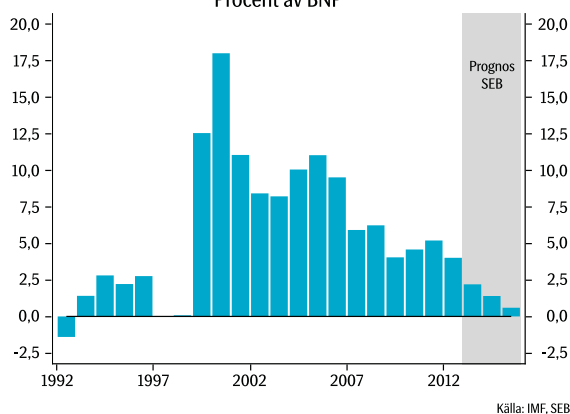
Den starka arbetsmarknaden kombinerat med ett högt kapacitetsutnyttjande innebär att tillväxtbromsningen i första

hand är strukturell och kan förklaras av ett flertal svagheter i ekonomin såsom oljeberoendet, det omfattande statliga inflytandet, svaga institutioner och en försämring av demografin (se temaartikel). Som vi argumenterat i tidigare rapporter finns ett **stort behov av att tidigare reformer**, exempelvis WTO-medlemskap, införandet av inflationsmål samt privatiseringar, **följs upp med fortsatt reformarbete**. I nuläget finns dock få tecken på att reformer kommer att genomföras i den omfattning som behövs och **vårt huvudscenario på längre sikt är att BNP-tillväxten ligger kvar kring 3 procent**.

Huvudproblemet är den ryska ekonomins stora oljeberoende; olja står för omkring 60 procent av den totala exporten och för mer än hälften av budgetintäkterna. För att balansera statsbudgeten behövs i nuläget ett oljepris kring 110 till 115 dollar per fat, en rejäl ökning från omkring 30 dollar per fat 2005. Vår bedömning är att **budgetunderskottet hamnar på 0,5 procent av BNP 2013. 2014 och 2015 stiger underskottet till 1,1 respektive 1,4 procent**. På lång sikt är det svårt att se någon potential för markant högre oljepriser. Förutsättningarna för energimarknaden har ändrats i grunden då den globala produktionskapaciteten nu ökar drivet av teknologiska landvinningar som skapat möjligheter för olje- och gasutvinning ur skiffersten. Preiseffekterna är svårbedömda men det är rimligt att anta att utvecklingen kommer att leda till nedåttryck på energipriserna framöver vilket kommer att slå både mot de ryska budgetintäkterna samt mot bytesbalansen. De senaste tio åren har **överskottet i bytesbalansen minskat betydligt** och vår bedömning är att trenden kommer att fortsätta. Bortom vår prognoshorisont, 2016 eller 2017, väntas bytesbalansen hamna i underskott drivet av stagnerande budgetintäkter från energisektorn kombinerat med stigande sociala utgifter. Ryssland har dock egna omfattande tillgångar av skifferolja- och gas vilket skapar en potential för ökad produktion i energisektorn om man kan komma till rätta med problemen med bristen på investeringar och hög beskattning.

Överskottet i bytesbalansen väntas fortsätta minska

Procent av BNP

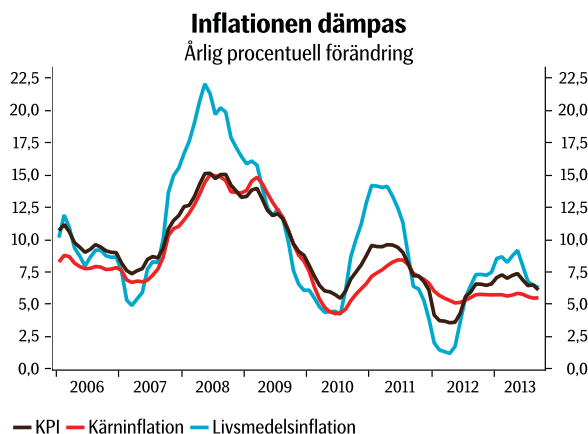


Det börjar bli bråttom med reformer innan en försvagning av energipriserna börjar tynga den ekonomiska utvecklingen och de än så länge starka statsfinanserna vilket avsevärt kommer att försvåra reformarbetet. Redan under prognosperioden väntas en försvagning av budgetbalansen även om underskottet blir små. Reformarbetet försvåras även av den politiska situationen då strukturella reformer kommer i andra hand efter

att upprätthålla stödet bland viktiga väljargrupper och sårin-tressen.

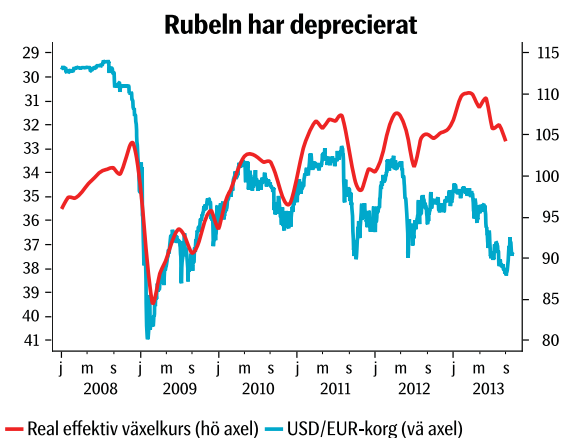
Inflationen dämpas

Från våren 2012 och ungefär ett år framåt steg inflationen rejält drivet av en kombination av livsmedelsinflation samt tariff-höjningar. De senaste månaderna har dock inflationen fallit tillbaka och var nere på 6,1 procent i september. Även kärninflationen har bromsat in något de senaste månaderna.



Källa: Russian Federal State Statistics Service

KPI-inflationen väntas fortsätta dämpas, i första hand drivet av en inbromsning för livsmedelsinflationen tack vare årets goda skörd. Hög livsmedelsinflation under förra hösten gör att baseeffekterna blir omfattande. I mitten av september aviserade regeringen en frysning av de reglerade priserna på bl a elektricitet och gas (10 procent av KPI-korgen) vilket bidrar ytterligare till att dämpa prisökningarna under hösten. Förutsättningar är därför goda att inflationsmålet på 5-6 procent vid slutet av 2013 kommer att kunna nås men utfallet väntas hamna nära den översta delen av intervallet. Inflationsmålet på 4-5 procent vid slutet av 2014 kommer att bli svårare att nå och kommer att kräva koordinering mellan centralbanken och regeringen. **Mätt som årsgenomsnitt hamnar inflationen på 6,7 procent 2013 och 5,4 procent 2014. 2015 väntas inflationen hamna på 5,0 procent.**



Källa: Macrobond

Sedan årsskiftet har rubeln tappat omkring 7 procent i värde mot USD/EUR-korgen (55 procent USD och 45 procent EUR). Nedgången tilltog från slutet av maj i sviterna av oron kring

Feds kommande exitpolitik. Trots försvagningen har rubeln klarat sig bättre än många andra EM-valutor, sannolikt genom stigande oljepris samt Rysslands starka statsfinanser (se ruta nedan). Rubeln får i närtid stöd av överskottet i bytesbalansen och ett högt oljepris medan den svaga tillväxten tillsammans med en förväntad uppmjukning av penningpolitiken mot slutet av 2013 och början av 2014 motverkar en appreciering. En viss försvagning av rubeln skulle ge stöd till en återhämtning för tillväxten och det finns indikationer på att regeringen välkomnar en försvagning. På några års sikt pekar det mesta mot en depreciering av rubeln då överskottet i bytesbalansen kommer att fortsätta minska. **Vår bedömning är att rubeln står i 37,5 mot korgen vid slutet av 2013 och stärks till 37,0 vid slutet av 2014. Vid slutet av 2015 står rubeln i 37,8.**

Rysk motståndskraft mot finansiell turbulens

Oron kring Feds nedtrappning av obligationsköpen har slagit hårt mot finansiella marknader i utvecklingsländer. Länder med stora underskott i bytesbalansen, såsom Indien och Indonesien, har drabbats speciellt hårt med kraftiga försvagningar av börs och valuta som följd. Även om Ryssland också drabbats av oron har motståndskraften varit bättre och de negativa effekterna på valuta och börs har varit mer dämpade. Sedan slutet av maj har rubeln försvagats med omkring 3 procent gentemot USD medan börsen tappat marginellt i värde. Samtidigt har CDS-prissättningen som speglar risken för en betalningsinställelse stigit något men betydligt mindre än i länder som Ukraina och Indonesien.

En förklaring till den ryska motståndskraften är valutan och börsens koppling till oljepriset. Sedan i slutet av maj har oljepriset (Brent) stigit med runt 5 procent vilket motverkat en försvagning av valuta och börs. En annan viktig förklaring är att Ryssland till skillnad från de ekonomier som drabbats av oron har starka statsfinanser samt överskott i bytesbalansen.

Penningpolitikens omsvängning mot inflationsmål fortsätter

Ersättningen av Sergei Ignatiev med Elvira **Nabiullina** på posten som centralbankschef har i praktiken inte resulterat i någon kursändring för penningpolitiken. Nabiullina fortsätter på sin företrädarens inslagna väg där penningpolitiken ska riktas om från ett system med växelkursen som huvudmål till ett system baserat på ett tydligt inflationsmål.

Spekulationer om mjukare penningpolitik under början av hösten infriades inte; refinräntan har legat oförändrad på 8,25 procent sedan höjningen i september 2012. Inflationsdämpning kombinerat med betydligt svagare tillväxt än väntat första halvåret innebär dock att en räntesänkning ryckt närmare. Några mer omfattande räntesänkningar är det dock inte tal om; bedömningen är att **refinräntan sänks med 25 punkter innan årsskiftet** och ligger på 8,00 procent vid slutet av 2013. Under **första kvartalet 2014 väntas ytterligare en sänkning med 25 punkter.**

Refinräntan får dock en allt mer symbolisk roll. Endagars-repor har i praktiken mycket större betydelse då dessa bestämmer den räntenivå som används när centralbanken tillför likviditet. Denna räntenivå rör sig mellan 5,5 procent och 6

procent. En enveckas reporänta kommer att ersätta refinansieringen som styrränta men ändringen får i praktiken liten betydelse då reporäntan ligger nära genomsnittet för den räntenivå som redan används. I somras inrättade centralbanken ytterligare en **utlåningsfacilitet** i form av tolv-månaders lån. Faciliteten är i linje med centralbankens strävan att erbjuda bankerna långsiktig finansiering men får begränsad betydelse då huvuddelen av likviditetstillförseln sker genom endagars och enveckors repor. Bedömningar att faciliteten är en form av QE är överdriven då den inte väntas öka den monetära basen.

Centralbanken väntas minska sina valutainterventioner med **målet att rubeln ska flyta fritt vid slutet av 2014**. Det finns dock anledning att vara skeptisk mot att valutan skulle tillåtas flyta helt fritt. Valutakursen har stort genomslag på ekonomin genom statens, företagens och hushållens omfattande tillgångar i utländsk valuta. Oljeberoendet ger dessutom upphov till stora valutaflöden vid oljeprissvängningar. Tanken är att genomföra en övergång från ett system med centralbanksinterventioner till en fritt flytande rubel som ska stabiliseras av regeringsledda interventioner med hjälp av medel från Reservfonden. Vår bedömning är dock att centralbanken tidvis kommer att inter文enera även i framtiden för att motverka större svängningar i växelkursen. Rubel-korridoren bedöms därmed i praktiken finnas kvar även framöver men i vidare och svagare form.

Då rubeln ska få röra sig mer fritt ska penningpolitiken i stället fokusera på räntesättning för att nå inflationsmålen. I nuläget är inflationsmålen 5-6 procent vid slutet av 2013 och 4-5 procent vid slutet av 2014 och 2015. Det finns dock förslag på att gå över till inflationsmål i form av punkttestimat, 4,5 procent 2014 och 2015 respektive 4 procent 2016.

Nabiullina har även uttryckt oro över stigande risker kopplade till finansiell stabilitet och kreditillväxt och har lovat att bromsa in ökningen av konsumentkrediterna till 10-15 procent per år från nuvarande ökningstakt på omkring 40 procent. Privat konsumtion har legat bakom runt två tredjedelar av tillväxten de senaste åren och har till stor del drivits av en snabb ökning av utlåningen till hushållen. Den totala utlåningen har dock redan börjat bromsa in och hushållens skulder motsvarar endast omkring 12 procent av BNP jämfört med 30 procent för andra ekonomier i regionen.

Ökande långsiktig politisk risk

Även om det i närtid inte finns några större risker mot den rådande politiska ordningen har bilden av att det på längre sikt finns förutsättningar för omfattande förändringar stärkts. De juridiska turerna kring aktivisten Aleksej **Navalny** som är en ihärdig kritiker av president Putin har avslöjat att motståndet mot Putin kan vara mer omfattande än tidigare bedömningar. Navalny dömdes i juli till fängelse för förskingring men gavs ändå oväntat möjlighet att delta i borgmästarvalet i Moskva i september innan det slutgiltiga juridiska beskedet om hans framtid presenteras. Valet är en viktig temperaturmätare på den politiska stämningen. Putins kandidat tog som väntat hem segern men Navalny fick 27 procent av rösterna vilket var betydligt mer än väntat. Valutgången förändrar inte i sak det inrikespolitiska läget men visar det att det finns en **grogrund**

för växande politiskt missnöje. Missnöjet bland befolkningen **väntas öka** i linje med att levnadsstandarden stagnerar till följd av lägre ekonomisk tillväxt. Navalnys popularitet speglar en önskan bland delar av befolkningen, framförallt den växande medelklassen, efter ett rättvist, meritokratiskt politiskt system och stödet för Putin väntas gradvis erodera.

En central fråga är vem som ska efterträda Putin; det är ännu inte klart om Putin kommer att delta i **presidentvalet 2018** för att försöka sitta kvar ytterligare en period. Det finns än så länge ingen tydlig kandidat till efterträdare vilket kan leda till en maktkamp som riskerar att destabilisera det politiska systemet.

Tivelaktigheterna i den juridiska processen kring Navalny är också ett tydligt exempel på det dåliga affärsklimatet i Ryssland. När domen blev känd orsakade den en tydligt negativ reaktion på börserna. Domen är kopplad till Navalnys inblandning i näringslivsverksamhet och förstärker bilden av att ryska företagare och investerare har ett mycket dåligt juridiskt skydd. Processen har därför skadat investerarsentimentet ytterligare.

Spända utrikesrelationer

Rysslands förhållande med USA har försämrats ytterligare sedan i våras. En redan spänd relation orsakad bl a av Magnitsky-lagen samt Rysslands beviljande av uppehållstillstånd åt visselblåsaren Edward Snowden förvärrades av USA:s hot om militära insatser mot den syriska regimen. Överenskommelsen om att förstöra Syriens kemiska vapen har dock förbättrat relationen mellan Ryssland och USA något och har även ökat Rysslands inflytande och anseende på den globala politiska arenan, åtminstone temporärt.

Även relationerna med flera grannländer är spända. **Förhållandet till Ukraina försvåras av landets strävan att integreras med EU.** Ryssland vill i stället dra in Ukraina i sin egen intressesfär genom att erbjuda medlemskap i den tullunion som än så länge omfattar Ryssland, Kazakstan och Vitryssland. Som ett resultat är ett **handelskrig mellan Ryssland och Ukraina nu under uppsegling**; Ryssland har infört handelsrestriktioner mot importvaror från Ukraina inom flera varugrupper. Ukraina väntas underteckna ett samarbetsavtal med EU på toppmötet i Vilnius 28-29 november 2013. Om detta sker har Ryssland hotat med att utlösa ett handelskrig som skulle kunna orsaka en betalningsbalanskris i Ukraina och tvinga fram en devalvering av hryvnia. Konflikten med Ukraina har skadat Rysslands kontakter med **EU**. Samtidigt kärvar relationen med **Vitryssland** på grund av en konflikt kring företagssamarbete som slagit hårt mot ett enskilt företag som ensamt står för omkring 20 procent av Vitrysslands budgetintäkter. Konflikten är inte löst och i likhet med hanterandet av Ukraina har Ryssland satt press på Vitryssland genom handelshinder.

Små möjligheter vända negativ demografisk trend

- **Fortsatt befolkningsminskning väntas**
- **Ogynnsam demografi slår mot tillväxten**
- **Ökad invandring skulle mildra effekterna**

Ryssland står i likhet med ett flertal andra länder såsom Kina, Japan och Tyskland inför en **omfattande demografisk utmaning**. För Rysslands del har dock en demografisk försämring pågått under en lång period; befolkningen har krympt allt sedan Sovjetunionens upplösning 1991. **Från 1992 till och med 2012 bedöms antalet invånare ha minskat från omkring 149 miljoner till 143 miljoner.**

Drivkrafterna har i första hand varit sjunkande fertilitet kombinerat med kortare förväntad livslängd. Försämringen av fertilitet samt förväntad livslängd orsakades av de omfattande samhällsförändringarna i samband med Sovjetunionens upplösning och den svåra övergången från planekonomi mot marknadsekonomi. Mortaliteten ökade rejält under första halvan av 1990-talet som en följd av ekonomisk och social instabilitet, hög konsumtion av alkohol och tobak samt en försämring av hälso- och sjukvårdssystemet. Samtidigt minskade även antalet födselar drivet av den ekonomiska osäkerheten. Befolkningsminskningen hade varit ännu större om det inte varit för relativt omfattande invandring från tidigare Sovjet-republiker samt repatriering av ryssar från andra länder.

Ogynnsam åldersstruktur ger fortsatt krympande befolkning

Under 2012 ökade befolkningen något och det mesta tyder på att befolkningen kommer att öka marginellt även under 2013. Detta har väckt en hel del uppmärksamhet; regeringen och president Putin har använt ökningen som ett tecken på att den demografiska utvecklingen nu vänt och att tidigare policyinsatser för att öka befolkningen börjat bära frukt. De flesta analytiker hävdar dock att ökningen är tillfällig och kan förklaras av egenheter i befolkningens åldersstruktur. Generellt är åldersstrukturen mycket ogynnsam. Antalet kvinnor i fertil ålder väntas minska snabbt framöver när den "lilla generation" som föddes under 1990-talet kommer in i reproduktiv ålder. Dessutom kommer andelen äldre i befolkningen att öka betydligt.

Total fertilitet är medelvärde av antal barn som varje kvinna föder under sin livstid. För att ett lands befolkning inte ska minska krävs att den totala fertiliteten ligger på omkring 2,1 för utvecklade länder och 2,3 för utvecklingsländer. I Ryssland ligger för närvarande födelsetalen i likhet med bl a Kina, Japan och Tyskland långt under de tal som krävs för att befolkningen inte ska minska. Ett lands befolkning kan dock stabiliseras eller

ökas om invandringen är tillräckligt omfattande. Ett exempel är USA där befolkningen tack vare invandring stiger trots att den totala fertiliteten ligger under 2.

Total fertilitet i utvalda länder

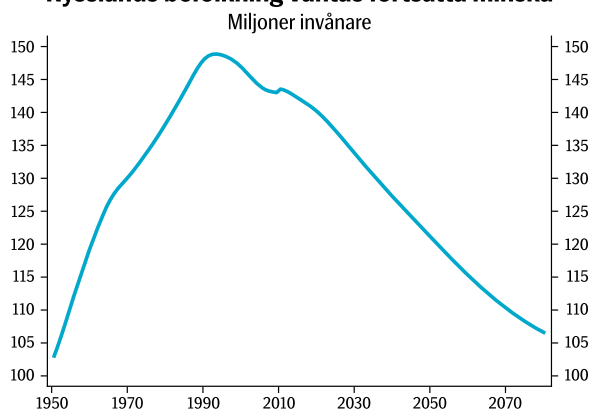
Årsgenomsnitt

	2010-2015	2030-2035	2050-2055
Ryssland	1,53	1,74	1,83
Brasilien	1,82	1,68	1,72
Kina	1,66	1,76	1,82
Indien	2,50	2,08	1,88
Japan	1,41	1,63	1,74
Tyskland	1,42	1,57	1,66
USA	1,97	1,98	1,99

Källa: FN (World Population Prospects, 2012 revision)

Enligt FN:s bedömningar kommer fertiliteten i Ryssland att hålla sig under 2 under överskådlig tid och prognoserna indikerar att befolkningen kommer att fortsätta minska. **Från 144 miljoner år 2010 bedöms befolkningen minska till omkring 134 miljoner 2030 och till 121 miljoner 2050.** För antalet personer i arbetsför ålder bedöms minskningen bli än mer omfattande som en följd av den stigande andelen äldre i den totala befolkningen. Enligt inhemska analyser väntas arbetskraften minska med omkring 8 miljoner under perioden 2012 till 2022.

Rysslands befolkning väntas fortsätta minska



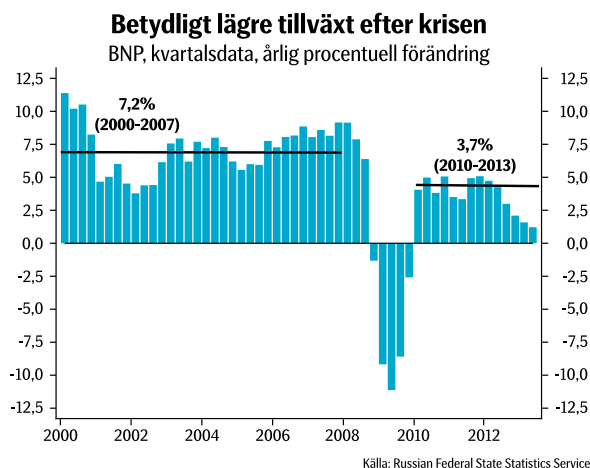
Källa: FN

Demografin slår mot tillväxten

Det finns två huvudsakliga kanaler mellan demografi och ett lands ekonomiska tillväxt. Den första kanalen går genom arbetskraften som ökar ekonomins totala produktionsförmåga. Ökande arbetskraft gör därmed att totala BNP stiger. En ökning av arbetskraftens andel i förhållande till den totala befolkningen leder till en positiv effekt på BNP-tillväxten per capita. Det finns även indirekta effekter. Enligt livscykel-hypotesen påverkas en ekonomis totala sparande av befolkningens

åldersstruktur, individer i arbetsför ålder tenderar att spara mer än yngre och äldre individer. En stor andel individer i arbetsför ålder ökar därför sparandet och därmed även de resurser som finns tillgängliga för investeringar.

Skattningar av demografiförsämringens genomslag på tillväxten är osäkra. En siffra som nämnts för Ryssland av privata analyshus är att den väntade minskningen av den ryska arbetskraften kommer att **reducera den genomsnittliga BNP-tillväxten per år med 0,7 till 1,5 procentenheter under perioden 2013 till 2018**. Oavsett exakt hur stora de negativa effekterna på tillväxten blir är **demografien en av ett flertal faktorer som tynger rysk potentiell tillväxt**. Förutom demografien hålls tillväxten ned av det omfattande oljeberoendet, stort statligt inflytande över ekonomin samt ett dåligt företagsklimat. Vår bedömning är att **potentiell BNP-tillväxt för närvarande ligger kring 3 procent**, betydligt lägre än uppskattningsvis 5-6 procent innan den finansiella krisen vilket även är regeringens långsiktiga mål. Om inte omfattande reformer genomförs för att motverka de negativa faktorerna kommer den potentiella tillväxten att sjunka till under 3 procent kommande årtionden.



Ett praktiskt exempel på hur demografien slår mot utvecklingsmöjligheterna för ekonomin kan hämtas från den östligaste delen av Ryssland. Från regeringshåll finns ett uttalat mål att utveckla Fjärran östern-regionen. Regionen är rik på naturresurser och exportpotentialen till Asien är stor. För att utnyttja denna potential krävs dock omfattande infrastrukturinvesteringar men nyckelproblemet är i första hand den stora bristen på arbetskraft. Befolkningstätheten i regionen är mycket låg och invandring från angränsande kinesiska regioner med stor befolkning är inget alternativ p g a motstånd bland den ryska befolkningen.

Invandringsmotstånd försvårar möjligheterna att vända trenden

Möjligheterna att vända Rysslands demografiska utveckling och få befolkningen att stabiliseras eller börja öka är mycket begränsade. Åldersstrukturen gör att det **i praktiken enda sättet att motverka en fortsatt befolkningsminskning på kort och medellång sikt är genom ökad invandring**. Bland den ryska befolkningen finns dock ett starkt motstånd mot

invandring och ökande nationalistiska strömningar riskerar att förvärra situationen. Undersökningar har visat att befolkningen tydligt överskattat invandringens omfattning och även missbedömt immigranternas etniska sammansättning. Motståndet är särskilt stort mot invandring från avlägsna länder. Detta förvärrar problemet ytterligare då potentialen att ta emot invandrare från forna Sovjet-republiker samt ryska medborgare som lever utomlands till stor del redan uttömts genom tidigare invandring. Under perioden 2008 till 2012 var nettoinvandringen till Ryssland per år omkring 220 000 i genomsnitt per år vilket är långtifrån tillräckligt för att stabilisera befolkningen.

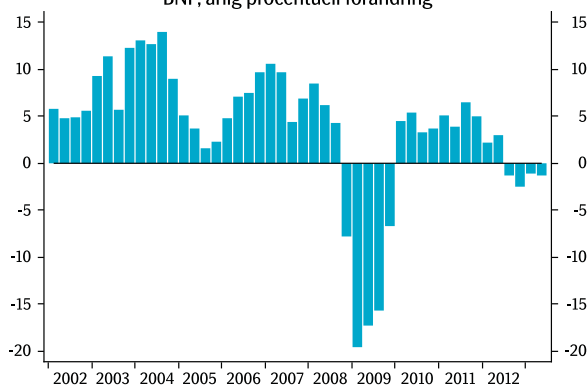
Även om det politiskt inte verkar finnas något större intresse för att öka invandringen borde näringslivet i grunden ha en positiv inställning till invandring och immigrationsfrågor kommer sannolikt att segla upp som en viktig samhällsfråga framöver.

Recession och finansiell oro tvingar fram devalvering

- **Mycket svag BNP-utveckling**
- **Svagt förtroende i marknaden**
- **Närmande till EU riskerar handelskrig med Ryssland**

Den svaga utvecklingen andra halvåret 2012 har fortsatt under 2013; BNP föll med 1,1 procent i årstakt första kvartalet och med 1,3 procent andra kvartalet och har därmed minskat fyra kvartal i rad. Inhemsk efterfrågan är dämpad. Investeringar har utvecklats mycket svagt de senaste kvartalen som en följd av den osäkra utvecklingen. Detaljhandeln som tidigare utgjort en ljuspunkt dämpas nu. Extern efterfrågan erbjuder inte heller något större tillväxstöd. Den viktiga stålsektorn har det fortsatt kämpigt med svag efterfrågan och nedpressade priser. Den övervärderade valutan hämmar exporten och i Ryssland, den viktigaste exportdestinationen, har tillväxten bromsat in rejält samtidigt som handelsrestriktioner införts gentemot Ukraina. Årets goda skörd väntas dock ge stöd åt ekonomin under andra halvåret 2013. En väntad devalvering under början av 2014 ger skjuts åt exporten och förbättringen av den globala konjunkturen ger också tillväxstöd. **2013 väntas BNP minska med 0,8 procent.** Under **2014 hamnar tillväxten på 2,0 procent** och **2015 accelererar tillväxten till 3,4 procent.**

Fyra kvartal i rad med negativ tillväxt
BNP, årlig procentuell förändring

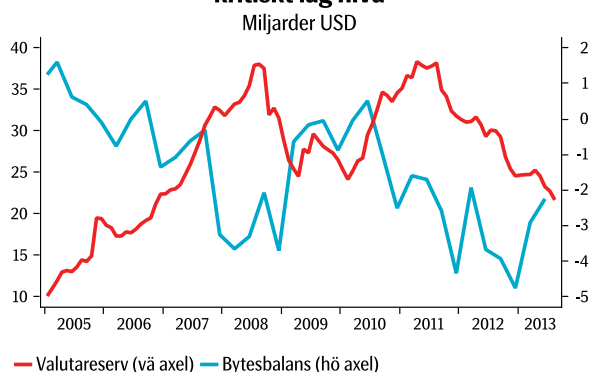


Källa: State Statistics Service of Ukraine

Huvudproblemet i ekonomin är alltjämt det stora **underskottet i bytesbalansen** som 2012 översteg 8 procent av BNP och som drivs av ett omfattande underskott i handelsbalansen. Den svaga bytesbalansen kombineras med ett stigande budgetunderskott vilket sätter press på valutan. Under början av 2013 har underskottet i bytesbalansen visserligen minskat men förbättringen förklaras till stor del av säsongsfaktorer. Framöver väntas därför bytesbalansen försämrats igen vilket förstärks av stigande importpris på gas inför vintern samt ett hotande handelskrig med Ryssland. Den övervärderade valutan gör

dessutom att importen som helhet hålls uppe. Ukraina har än så länge valt att inte försöka använda de motmedel som finns tillgängliga; en devalvering av hryvnian samt ett nytt nödlån från IMF. En devalvering skulle visserligen fördyra hanteringen av utlandsskulden men framförallt minska centralbankens behov att internera för att upprätthålla en stabil växelkurs. Som en följd av externbetalningar har valutareserven efter en viss stabilisering under början av 2013 åter minskat de senaste månaderna. Reserverna var i augusti nere på den lägsta nivån sedan 2006 och räcker nu endast till att täcka knappt tre månaders import; lägre än normalt kritiska gränsvärden. Fortsatt minskning av valutareserven ökar risken för en okontrollerad devalvering. Situationen försvåras av att den ukrainska staten har ett stort externt finansieringsbehov på kort sikt även om statsskulden är låg.

Stort bytesbalansunderskott och valutareserv på kritiskt låg nivå
Miljarder USD



Källa: Macrobond, SEB

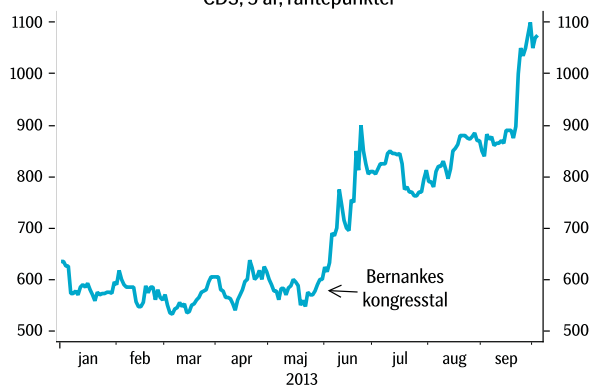
Förhandlingarna med IMF om ett nödlån som skulle underlätta finansieringen av underskotten och skapa stabilitet har inte gett något konkret resultat. Ukraina har i stället fortsatt att **sköta finansieringsbehovet på egen hand** genom internationella lånemarknader. Upplåningen har dock försvårats som en följd av oron kring Feds exitpolitik och försämringen i riskapiten. Ukraina har i likhet med andra ekonomier med stora bytesbalansunderskott (Indonesien, Indien) drabbats extra hårt. Räntorna på statsobligationer har stigit rejält sedan slutet av maj och även CDS-prissättningen som speglar risken för en betalningsinställelse har skjutit i höjden och ligger kvar på hög nivå. Ukraina har dock trots den finansiella turbulensen än så länge lyckats hantera den nödvändiga upplåningen.

Ett stand by-avtal från IMF skulle vara det bästa alternativet för Ukraina, regeringen motsätter sig dock kravet från IMF på att minska subventionerna av gaspriserna till hushåll och företag. Pressen mot ekonomin måste sannolikt öka ytterligare innan regeringen accepterar de krav som IMF ställer;

vår bedömning är att Ukraina ansöker om ett **stödlån under första kvartalet 2014**. Ukraina väntas även fortsättningsvis försöka undvika en devalvering men huvudscenariot är att **eroderingen av valutaserven kommer att fortsätta** vilket tvingar fram en **devalvering under första kvartalet 2014**. Devalveringen väntas hamna på **minst 10 procent** och bedöms tillsammans med en förbättring av den globala konjunkturen kunna vända det väntade BNP-fallet 2013 till en ökning av den ekonomiska aktiviteten under 2014. En svagare valuta ger extra skjuts åt exporten där stål och jordbruksvaror väger tungt. Dessutom påverkas investeringarna positivt då osäkerheten kring ekonomin minskar, inte minst för utländska företag. En devalvering medför dock även negativa effekter, exempelvis genom tillgången och kostnaden på lån. Lån i utländsk valuta var populära innan krisen och därför är både hushåll och företag exponerade mot en försvagning av hryvnian. Hushållen har mer än en tredjedel av sin upplåning i utländsk valuta.

Ukraina pressat av oro runt Feds exitpolitik

CDS, 5 år, räntepunkter



Källa: Macrobond

Inhemsk efterfrågan ger inget större tillväxstöd. Industriproduktionen fortsätter falla; till stor del drivet av svårigheterna för stålsektorn där produktionen har minskat med omkring en fjärdedel jämfört med toppnivåerna 2008. Detaljhandeln som tidigare utgjort en av huvudkrafterna för tillväxten har börjat dämpas. Den årliga ökningstakten var visserligen strax över 5 procent i augusti, en förbättring jämfört med föregående månad, men jämfört med 2011-2012 har tillväxten grovt räknat halverats.

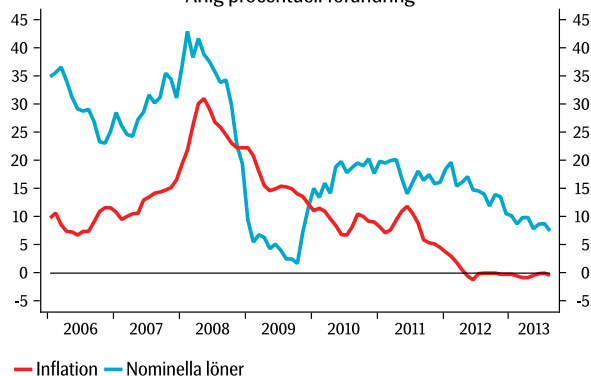
I våras beslutade regeringen om ett **stimulansprogram** motsvarande hela 30 procent av BNP (58 mdr dollar). Programmet omfattar infrastrukturinvesteringar och ska löpa över 2013 och 2014. Detaljerna är mycket knapphändiga och det är högst oklart hur finansieringen ska hanteras. Det är dessutom svårt att se hur Ukraina skulle kunna öka investeringarna givet det stora bytesbalansunderskottet.

Arbetslösheten ligger kvar på betydligt högre nivå än innan den finansiella krisen och sysselsättningen utvecklas svagt. De nominella löneökningarna har bromsat in rejält; jämfört med början av 2012 har ökningstakten halverats. Därmed bromsar reallöneökningarna in trots att inflationstrycket är fortsatt lågt. KPI-inflationen och kärninflationen har rört sig nära nollstreck sedan mitten av 2012 och producentpriserna faller i årstakt. Det låga inflationstrycket förklaras av dämpningen av den ekonomiska aktiviteten och sjunkande livsmedelsinflation

(livsmedel utgör ca hälften av KPI-korgen). Den goda skörden väntas fortsätta hålla tillbaka livsmedelspriserna och de närmaste månaderna fortsätter den låga inflationstakten. 2014 skjuter dock inflationen fart drivet av devalveringen. Mätt som årsgenomsnitt hamnar **inflationen på 0,5 procent 2013 och 5,6 procent 2014**. 2015 då aktiviteten i ekonomin ökar accelererar inflationen till **6,1 procent**.

Reallönetillväxten bromsar in

Årlig procentuell förändring



Källa: State Statistics Service of Ukraine

I **inrikespolitiken** fortsätter president Janukovitj och Regionernas parti att styra utvecklingen. Effekterna av den knappa marginalen vid segern i parlamentsvalet i oktober i fjol har dock blivit tydligare. Regeringen har tvingats bli mer tillmötesgående gentemot övriga partier i parlamentet som genom samarbete kan fördröja eller stoppa ny lagstiftning. När nästa presidentval 2015 rycker närmare minskar sannolikt viljan att försöka driva igenom IMF:s krav på att minska subventionerna av gaspriset och andra impopulära reformer.

Ukraina har i **utrikespolitiken** den senaste tiden tydligt börjat närma sig EU snarare än Ryssland. Ambitionen är att sluta ett **handels- och integrationsavtal med EU**. Processen har tidigare gått trögt, till stor del på grund av EU:s oro för demokratiutvecklingen i Ukraina; framförallt behandlingen av den tidigare premiärministern Julia Tymosjenko. Ukraina har dock gjort vissa eftergifter och inställningen från EU har dessutom blivit mer positiv. Vår bedömning är att ett avtal sluts vid det östliga partnerskapets tredje toppmöte i Vilnius 28-29 november 2013.

Ryssland ogillar Ukrainas strävan att närma sig EU och har reagerat med en blandning av både piskor och morötter. Under sommaren har **handelshinder** införts för att sätta press på Ukraina. Ungefär en fjärdedel av Ukrainas export går till Ryssland. Ryssland hotar med att starta ett fullskaligt **handelskrig** om Ukraina undertecknar avtalet med EU. Detta riskerar att utlösa en betalningsbalanskris och en devalvering av hryvnian. Å andra sidan är Ryssland berett att ge Ukraina observatörsstatus i den Rysslands-ledda CIS-tullunionen. Statusen är i första hand symbolisk men riskerar ändå att försvåra närmandet till EU. Ryssland har även möjlighet att utnyttja Ukrainas importberoende av rysk naturgas som påtryckningsmedel.

ESTLAND

	2008	2009	2010	2011	2012	2013(p)	2014(p)	2015(p)
BNP, %	-4,2	-14,1	2,6	9,6	3,9	1,3	2,6	2,9
Inflation, årsgenomsnitt, %	10,4	-0,1	3,0	5,0	3,9	3,2	2,7	2,6
Arbetslöshet, %	5,5	13,8	16,9	12,5	10,2	8,8	8,8	8,5
Bytesbalans, % av BNP	-9,3	2,7	2,7	1,6	-1,8	-0,3	0,7	0,7
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-2,9	-2,0	0,2	1,2	-0,2	-0,2	-0,7	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	4,5	7,1	6,7	6,1	9,9	10,1	10,0	10,4
3-månaders ränta, årets slut	7,8	3,3	1,1	1,4	0,2	0,2	0,4	0,6

LETTLAND

	2008	2009	2010	2011	2012	2013(p)	2014(p)	2015(p)
BNP, %	-3,3	-17,7	-0,9	5,5	5,5	4,0	4,8	4,8
Inflation, årsgenomsnitt, %	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,3	0,2	2,8	3,3
Arbetslöshet, %	7,5	16,9	18,7	16,2	15,0	11,4	9,6	8,9
Bytesbalans, % av BNP	-13,1	8,6	2,9	-2,2	-2,5	-1,3	-2,3	-2,8
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-4,2	-9,7	-8,1	-3,6	-1,2	-1,2	-0,8	-0,4
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	19,8	36,7	44,4	41,9	40,7	43,0	40,5	38,5
EUR/LVL, årets slut	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	-	-
Styrränta, årets slut	6,0	4,0	3,5	3,5	2,5	0,3	0,3	0,3

LITAUEN

	2008	2009	2010	2011	2012	2013(p)	2014 (p)	2015 (p)
BNP, %	2,8	-14,8	1,5	6,0	3,6	3,8	3,5	4,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	1,5	2,8	3,5
Arbetslöshet, %	5,8	13,7	17,8	15,3	13,2	11,5	10,0	8,5
Bytesbalans, % av BNP	-12,9	3,7	0,1	-3,7	-0,2	-2,0	-3,0	-4,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-3,3	-9,4	-7,2	-5,5	-3,2	-2,8	-2,5	-1,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	15,5	29,3	37,9	38,5	40,7	41,0	41,0	40,0
EUR/LTL, årets slut	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	-
3-månaders ränta, årets slut	9,89	3,90	1,50	1,66	0,68	0,40	0,45	0,55
5-års ränta, årets slut	13,10	6,60	4,60	5,40	2,40	2,50	2,60	2,70

(p) = prognos

POLEN

	2008	2009	2010	2011	2012	2013(p)	2014(p)	2015(p)
BNP, %	5,1	1,6	3,9	4,5	1,9	1,5	3,1	3,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	4,2	4,0	2,7	3,9	3,7	1,0	2,2	2,5
Arbetslöshet, %	7,1	8,1	9,6	9,6	10,1	10,9	11,1	11,1
Bytesbalans, % av BNP	-6,5	-4,0	-5,1	-4,9	-3,5	-1,0	-2,8	-3,2
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-3,7	-7,4	-7,9	-5,0	-3,9	-4,1	-3,0	-2,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	47,1	50,9	54,8	56,4	55,6	54,9	54,0	53,0
EUR/PLN, årets slut	4,1	4,1	4,0	4,5	4,1	4,2	4,1	4,0
Styrränta, årets slut	4,00	3,50	3,75	4,50	4,25	2,50	2,75	3,25
5-års ränta, årets slut	5,34	5,91	5,52	5,34	3,21	3,75	4,30	4,80

RYSSLAND

	2008	2009	2010	2011	2012	2013(p)	2014(p)	2015(p)
BNP, %	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,7	2,4	3,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	14,1	11,7	6,9	8,4	5,1	6,7	5,4	5,0
Arbetslöshet, %	6,2	8,4	7,5	6,6	5,7	5,5	5,6	5,8
Bytesbalans, % av BNP	6,2	4,1	4,6	5,2	4,0	2,2	1,4	0,6
Fin sparande, off sektor, % av BNP	4,9	-6,3	-3,5	1,6	0,8	-0,5	-1,1	-1,4
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	7,9	11,0	11,0	11,7	10,9	10,5	12,1	12,9
USD/RUB, årets slut	29,57	30,10	30,50	32,08	30,36	32,70	33,40	34,70
Rubeln mot eurodollarkorg	34,8	36,0	35,2	36,4	34,7	37,5	37,0	37,8

UKRAINA

	2008	2009	2010	2011	2012	2013(p)	2014(p)	2015(p)
BNP, %	2,3	-14,8	4,1	5,2	0,2	-0,8	2,0	3,4
Inflation, årsgenomsnitt, %	25,2	15,9	9,4	8,0	0,6	0,5	5,6	6,1
Arbetslöshet, %	6,4	9,0	8,4	8,2	7,8	8,3	8,5	8,2
Bytesbalans, % av BNP	-7,1	-1,5	-2,2	-6,3	-8,2	-7,5	-5,5	-4,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-3,2	-6,3	-5,8	-2,8	-4,6	-4,4	-4,0	-3,4
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	20,5	35,4	40,5	36,8	37,4	40,9	42,8	42,5
USD/UAH, årets slut	7,80	8,00	7,97	8,00	8,05	8,20	9,30	9,70

(p) = prognos



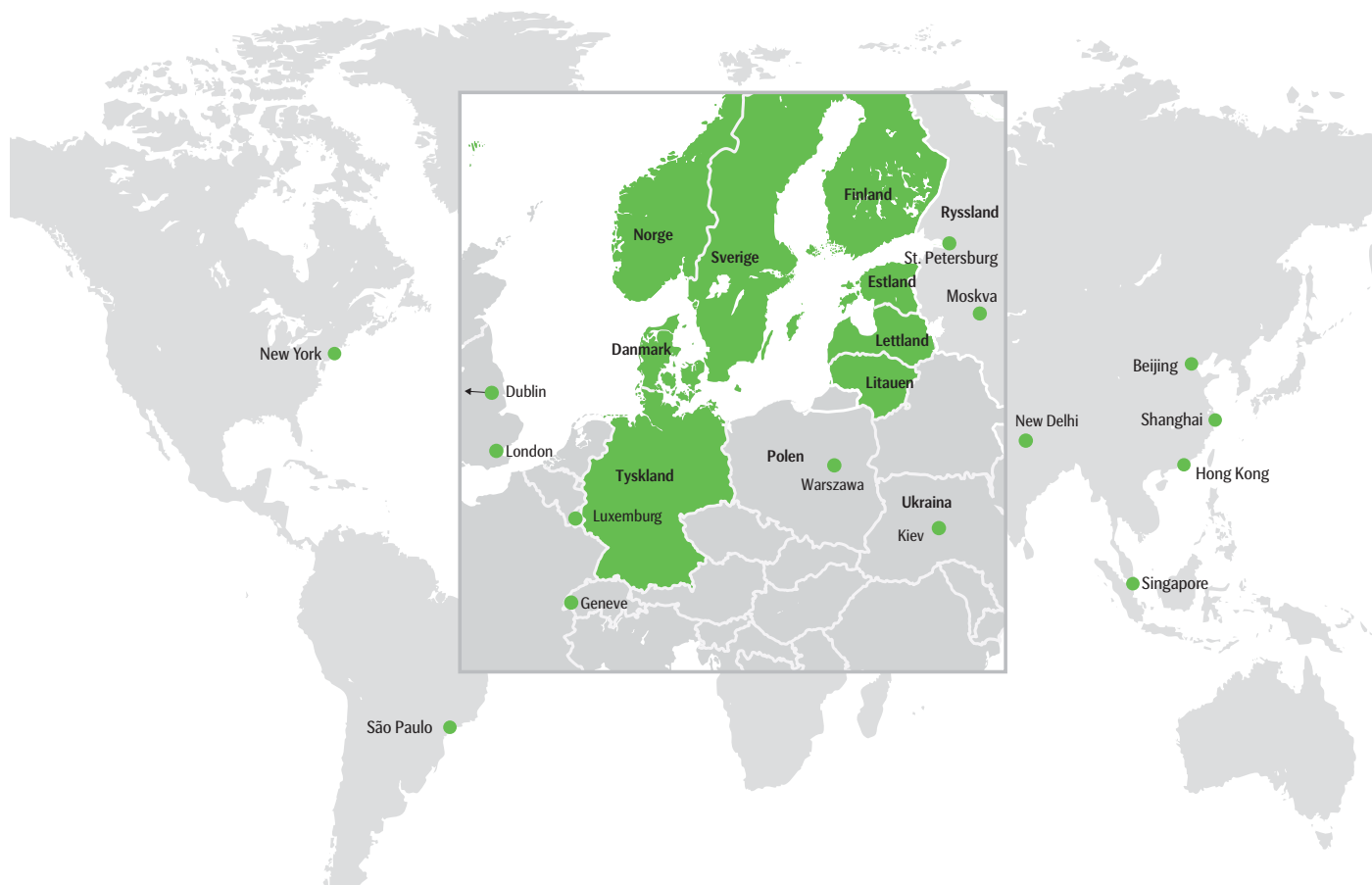
Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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 30 juni 2013 uppgick koncernens balansomslutning till 2 596 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 387 miljarder kronor. Koncernen har cirka 16 000 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.