



Eastern European Outlook

Ekonomisk Analys – Mars 2014

Fortsatt gradvis återhämtning
i Östeuropa trots geopolitisk oro

Ryssland nära stagnation
– Baltikum sårbart



SEB

Eastern European Outlook utkommer två gånger per år. Denna rapport publicerades den 26 mars 2014.

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

Robert Bergqvist
Chefekonom
+ 46 8 506 230 16

Elisabet Kopelman
Chef för Ekonomisk Analys
+ 46 8 763 80 46

Håkan Frisén
Prognoschef
Sverige
+ 46 8 763 80 67

Daniel Bergvall
Ekonom
Eurozonen, Finland
+46 8 763 85 94

Mattias Bruér
Ekonom
USA, Japan, Storbritannien
+ 46 8 763 85 06

Ann Enshagen Lavebrink
Redaktionsassistent
+ 46 8 763 80 77

Mikael Johansson
Ekonom
Chef Östeuropa-analys, Baltikum, Polen
+ 46 8 763 80 93

Andreas Johnson
Ekonom
Kina, Indien, Ukraina, Ryssland
+46 8 763 80 32

Ruta Arumäe
SEB Tallinn
Estland
+372 6655578

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Vilija Tauraitė
SEB Vilnius
Litauen
+370 52682521

Sammanfattning

Den gradvisa ekonomiska återhämtningen fortsätter i stora delar av Östeuropa trots att tillväxtutsikterna i Ryssland och Ukraina försämrats ytterligare som följd av den rysk-ukrainska konflikten. Enskilda länders direkta handelskoppling till konfliktländerna är relativt liten, med undantag för baltstaterna. Fortsatt konjunkturuppgång i Tyskland och Västeuropa kompenserar delvis för exportbortfall från svag rysk efterfrågan. Dessutom finns goda förutsättningar för växande privat konsumtion. Men tillväxtprognoserna för Östeuropa 2014-2015 skrivs generellt ned och risken för kortsiktiga bakslag i enskilda länder har ökat på grund av den geopolitiska oron. Prognoserna bygger på de centrala antagandena att den rysk-ukrainska konflikten inte eskalerar militärt, att inte mer omfattande handelssanktioner införs och att inga allvarliga störningar sker i ryska energileveranser till Europa.

De flesta ekonomier i Östeuropa – med notabla undantag för Ryssland och Ukraina – inledde under andra halvåret 2013 en uppgång. Förbättringen har varit tydligast i den centrala regionen som fått stöd av främst ökad tillväxt i Tyskland och stabilisering av eurozonens ekonomi och banksystem. Återhämtningen fortsätter i gradvis takt och blir mer bredbaserad. På kort sikt förblir exporten central drivkraft även om trög rysk utveckling ger viss motvind. Inhemsk efterfrågan tar successivt över som huvudmotor i många länder. Fortsatt låga räntor samt lättnader i finanspolitik ger stöd. Privat konsumtion får näring av god reallönetillväxt, delvis via låg inflation i spåren av kvarhängande lediga resurser (dock små i Ryssland) och liten ökning av råvarupriser; oljepriset sjunker något. Investeringar växer, men någon större uppgång är ej att vänta då industrins kapacitetsutnyttjande är måttligt och ännu relativt strama kreditvillkor i spåren av eurozonens kris tinar upp långsamt. Även den geopolitiska oron hämmar investeringsviljan i vissa länder.

Vi sänker BNP-prognoserna (jämfört med bedömningarna i *Nordic Outlook*, februari 2014) för de sex länder som *Eastern European Outlook* täcker: kraftigt för Ryssland, Ukraina och Estland, måttligt för Lettland och något för Polen och Litauen.

- **Rysslands** BNP ökar med beskedliga 1,0 procent 2014 och 1,8 procent 2015; väl under potentiell tillväxt på 2-3 procent. Ukraina-konflikten förvärrar det redan svaga ekonomiska läget som i hög grad orsakats av strukturella problem. Tillväxten hämmas på kort sikt av rubel- och börsfallet och på längre sikt av svagare investeringar. Rubeln sjunker ytterligare något mot USD men stabiliseras över tiden mot USD/EUR-korgen.
- **Ukraina** är i akut betalningsbalanskris som undanröjs med stort stödlån från EU/IMF. Deprecieringen av hryvnia, som fortsätter, pressar på kort sikt banksystem och hushåll men ger över tiden stöd åt en försiktig återhämtning. BNP faller med 4 procent i år och ökar med 2 procent 2015.
- **Polen** uppvisar god motståndskraft mot rysk-ukrainska konflikten. Obalanserna har minskat avsevärt senaste åren och är i dag små. Inhemsk efterfrågan reser sig och låg inflation gör att en första räntehöjning dröjer till början av 2015. BNP ökar med 2,7 respektive 3,4 procent 2014-2015.
- **Estlands** starkt exportberoende ekonomi pressas inte bara av lägre rysk tillväxt utan även av trög finsk utveckling och sjunkande offentliga investeringar även i år. Återhämtning påbörjas först 2015; BNP ökar med 0,5 procent 2014 och 2,5 procent 2015.
- **Lettlands** ekonomi tappar viss fart efter flera stabila och relativt starka tillväxtår – snabbast i EU. Export, transithandel, turism och investeringar hämmas av rysk svaghet och osäkerhet. Starka realinkomster ger fortsatt stöd åt hushållens konsumtion och arbetslösheten sjunker ytterligare något. BNP växer med 2,9 procent 2014 och 3,4 procent 2015.
- **Litauen** är det bäddat för en återhämtning i inhemsk efterfrågan som startar något senare än i övriga Baltikum; det gör att BNP ökar med 3,0 respektive 4,0 procent 2014-2015. Växande inkomster, lägre arbetslöshet och begynnande uppgång på bomarknaden stärker konsumtionen när exporten kylls ned av svag rysk efterfrågan och försämrad konkurrenskraft när lönerna växer snabbare än produktiviteten. Likväl blir inflationsuppgången liten de närmaste åren. Sannolikheten är mycket hög att Litauen i vår kvalar in för euro-anslutning 2015, enligt plan.

Global konjunktur står emot politisk osäkerhet

- **Små negativa effekter på Väst av Ryssland-Ukraina-konflikten...**
- **...Baltikum sårbart i Östeuropa**
- **USA-inbromsning främst väderrelaterad**

Vår prognos om en **måttlig global återhämtning** under 2014-2015 kvarstår, trots den rysk-ukrainska krisen och en sviktande start av 2014 i USA. Den **amerikanska ekonomin accelererar** ånyo, med början i vår, men spridningseffekter till övriga världen blir mindre än vanligt på grund av strukturella svagheter i eurozonen och i flera viktiga tillväxtekonomier.

Den **rysk-ukrainska konflikten** väntas **kortsiktigt dämpa sentimentsindikatorer** i en rad länder. Men konflikten antas ge **små negativa tillväxteffekter på global nivå**. Prognoserna bygger på de centrala antagandena att den rysk-ukrainska konflikten inte eskalerar militärt, att inte mer omfattande handelssanktioner införs och att inga allvarliga störningar sker av ryska energileveranser till Europa. Skälen är att den direkta handelskopplingen till Ryssland för enskilda länder är relativt liten, med undantag för ett fåtal som Baltikum och Finland samt ett antal forna Sovjetrepubliker i Centralasien. Därtill har finansiell motståndskraft stärkts av att eurozonens ekonomier stabiliserats det senaste året samt att USA tagit sig ur sin finanskris och privat skuldanpassning. Ökad geopolitisk oro kan hämma investeringsviljan också i delar av världsekonomin som inte direkt är beroende av krisområdet. Erfarenheterna tyder dock på att dessa psykologiska effekter brukar bli ganska små och temporära. Endast om regionala konflikter påtagligt påverkar viktiga priser på världsmarknaden, främst på energi, brukar avtrycken bli mer varaktiga. Vår **oljeprisprognos** (Brent) antar **fortsatt relativt stabila priser** under 2014-2015; årsgenomsnittet väntas hamna på 105,7 USD/fat i år och 100,0 nästa år. **Opec är i en stark position** för att kunna styra balansen i marknaden, dvs öka eller sänka produktionen. Det gäller särskilt Saudiarabien. Den rysk-ukrainska konflikten utgör dock en tydlig uppåtrisk för oljepriset om utvecklingen leder till stopp vid Svarta Havet av leveranser av olja (2,7 miljoner fat/dag) från Ryssland, Kazakstan, Azerbajdzjan och Turkmenistan till världsmarknaden via Bosporen.

Den **globala tillväxten stärks från 3,2 procent i fjol till 3,7 respektive 3,9 procent 2014-2015; i linje med trend** på knappt 4 procent. Prognosen är **marginellt nedjusterad jämfört med Nordic Outlook februari 2014**. Vi har gjort smärre nedställ för USA, Japan och Kina i år men stora nedrevideringar för tillväxtutsikterna i Ryssland och Ukraina båda åren.

Vinterns **inbromsning i amerikansk tillväxt** berodde i hög grad på **väderfaktorer**. Att tillväxten första kvartalet i år blir

lägre än väntat (1,7 procent enligt vår prognos) gör att **BNP-tillväxten för 2014** har sänkts till **3,1 procent** från 3,3 procent. En rekyl uppåt till 3,5 procent sker dock redan under andra kvartalet. Flera underliggande faktorer som bättre arbetsmarknad, starkare balansräkningar av stigande hus- och aktiepriser samt neutral finanspolitik talar för en ganska rejäl acceleration i tillväxten under loppet av 2014. Vi fortsätter att ligga över konsensusprognosen, både för 2014 och 2015. **Kinas tillväxt mattas av något** från 7,7 procent 2013 till 7,2 procent 2014 och 7,0 procent 2015. Ekonomin, såväl export som inhemsk efterfrågan, har startat innevarande år något svagare än väntat och över tiden fortsätter dämpad kredit tillväxt att hämma BNP-tillväxten. Samtidigt har myndigheterna mjukat upp tillväxtmålet något till "runt 7,5 procent" vilket tyder på att 7,2-7,3 procent accepteras. Konjunkturindikatorerna i **eurozonen** pekar fortsatt på en **svag återhämtning**. BNP ökar med **1,0 procent 2014 och 1,6 procent 2015**. Denna tillväxt är dock inte tillräcklig för att komma tillrätta med obalanserna på arbetsmarknaden och den offentliga skuldsättningen. Arbetslösheten har toppat något över 12 procent, men nedgången väntas bli mycket segdragen. Riskerna på nedsidan i BNP-prognosen för eurozonen har ökat; eurozonen är den del av industrivärlden som har mest att förlora på störda handelsrelationer med Ryssland.

Globala nyckeltal

BNP, årlig procentuell förändring

	2012	2013	2014	2015
USA	2,8	1,9	3,1	3,7
Eurozonen	-0,7	-0,5	1,0	1,6
Världen	3,3	3,2	3,7	3,9
Oljepris USD/fat	111,7	108,7	105,7	100,0
EUR/USD, dec	1,29	1,38	1,28	1,25

Källa: SEB

Låg inflation ger utrymme för fortsatt expansiv penningpolitik från de **stora centralbankerna i Väst**. Detta bidrar till att långräntorna rör sig bara långsamt uppåt. Skillnader när det gäller inflationsrisker och resursutnyttjande mellan USA å ena sidan och eurozonen och Japan å den andra är dock på väg att växa. **Fed fortsätter att i jämn takt trappa ned sina obligationsköp** för att avsluta dem i slutet av 2014. Räntehöjningar påbörjas i mitten av 2015. **ECB** går motsatt väg och **nya stimulansåtgärder** krävs för att motverka deflationsrisker och stärka svag kreditgivning. Trots tydliga deflationsrisker avstod ECB från ytterligare penningpolitiska lättnader på marsmötet. Även om konjunkturen går åt rätt håll tror vi att **pressen på ECB-aktioner kommer att tillta i vår**. Inte minst är den starka euron ett bekymmer i ett läge med en bräcklig återhämtning och mycket låg inflation. Vi räknar med att ECB kommer att genomföra olika typer av kvantitativa lättnader.

De flesta ekonomier i Östeuropa – med notabla undantag för Ryssland och Ukraina – inledde i höstas en gradvis återhämtning efter att ha bottnat ur andra kvartalet 2013. Förbättringen är tydligast i den centrala regionen som fått stöd av främst ökad tillväxt i Tyskland och stabilisering av eurozonens ekonomi och banksystem. Handels- och bankintegrationen är stor just i denna del av Östeuropa. Centraleuropas exportexponering till Ryssland är relativt liten. Vi räknar med fortsatt gradvis konjunkturuppgång i de flesta östeuropeiska länder 2014-2015, även om tillväxtprognoser generellt sett skrivs ned något och risker för temporära bakslag ökat. Till en början förblir exporten central drivkraft även om trög rysk utveckling ger viss motvind. Även privat konsumtion stärks successivt. Konsumtionen får näring av god

reallönetillväxt. Det senare är mycket en effekt av ihållande låg inflation i spåren av kvarhängande lediga resurser (dock små i Ryssland) och beskedlig ökning av råvarupriser inklusive livsmedel. Någon större investeringsuppgång är dock inte att vänta. Måttligt kapacitetsutnyttjande i industrin och sakta upp-tinande kreditvillkort hämmar privat investeringstillväxt. Även den geopolitiska oron i Östeuropa bidrar till att hämma investeringsviljan i vissa länder. Offentliga investeringar kan dock komma igång. Flera länder kan komma att följa senaste årets initiativ i t ex Polen, Ukraina och Ryssland att satsa extra på infrastruktur (även om Rysslands satsning delvis var knuten till vinter-OS) för att stötta konjunktureren. Ungern och Slovakien är två exempel där regeringarna nu väntas lätta allmänt på finanspolitiken; i Slovakien efter två år med relativt tuff åtstramning.

Handelskopplingar till Ryssland och Ukraina

Den tydliga tillväxtinbromsningen i Ryssland kombinerat med försvagningen av rubeln kommer att slå igenom i form av minskad rysk import. Länder där en betydande andel av exporten går till Ryssland riskerar därmed att drabbas. En genomgång av handeln mellan Ukraina, Ryssland och andra länder visar på en hel del intressanta kopplingar.

Omfattningen av handel mellan två länder bestäms till stor del av det geografiska avståndet samt ländernas storlek. Följaktligen har Ukraina ett stort handelsutbyte med Ryssland och en fjärdedel av exporten går dit. Förutom Ukraina har även **Baltikum en stor export till Ryssland**. För Lettland och Litauen går strax under 20 procent av den totala exporten till Ryssland medan Estlands täta kontakter med Finland och Sverige gör ekonomin något mindre beroende. Omkring **en tiondel av finsk export går till Ryssland** men för de flesta andra europeiska länder, inklusive Tyskland, Sverige och Polen, är exportandelarna betydligt lägre. Handelsflödena mellan västeuropeiska länder och Ukraina är generellt mycket små.

Rysslands dominans på den europeiska marknaden för naturgas gör att det även finns tydliga kopplingar genom västländers import från Ryssland. Europas beroende av rysk

gas utgör därför en viktig kanal där konflikten mellan Ryssland och Ukraina riskerar att få genomslag. **30 procent av Europas behov av naturgas kommer från Ryssland** varav hälften transporteras genom Ukraina. Vissa europeiska länder är starkt beroende av rysk gasimport. Exempelvis importerar Litauen i nuläget i stort sett all naturgas från Ryssland vilket bidrar till att den totala importandelen från Ryssland ligger på över 30 procent. Tyskland får en tredjedel av sin import av naturgas från Ryssland. Ryssland är även en viktig leverantör av olja till EU-länder som Tyskland, Holland och Polen.

Tack vare en mild vinter och större gaslager än normalt är **Europas motståndskraft mot störningar i de ryska gasleveranserna i nuläget god**. Mer utdragna störningar skulle dock kunna skapa problem och resultera i rejäla prisökningar för europeisk energiimport. Rysslands agerande under senare år har visserligen skyndat på ansträngningarna att minska Europas beroende av rysk gas men det kommer att ta lång tid innan åtgärderna får effekt. Europas beroende av Rysslands energileveranser försvårar möjligheterna att komma överens om mer omfattande sanktioner. Tyskland har visserligen senaste tiden skärpt tonen men har varit en viktig faktor i att bromsa utvidgade sanktioner. USA, som har mycket liten handel med Ryssland, har hållit ett högre tonläge.

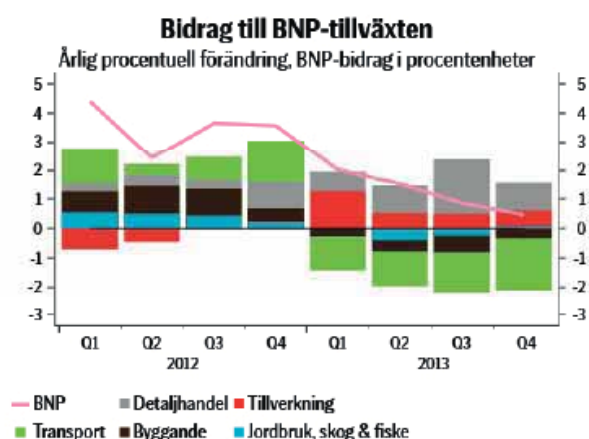
	Exportandel till Ryssland, %	Importandel från Ryssland, %	Exportandel till Ukraina, %	Importandel från Ukraina, %
Estland	12,6	4,3	1,0	1,5
Lettland	18,2	9,2	1,1	1,3
Litauen	19,0	31,6	3,6	0,8
Polen	5,1	12,0	2,8	1,2
Ryssland	–	–	5,2	5,7
Ukraina	25,6	32,4	–	–
Bulgarien	2,4	20,9	1,2	2,5
Rumänien	2,3	4,4	1,9	0,9
Tjeckien	3,3	5,2	1,1	0,8
Ungern	3,0	8,8	2,3	1,3
Sverige	1,6	5,6	0,2	<0,1
Finland	9,9	17,7	0,7	<0,1
Tyskland	3,3	4,4	0,5	0,1
EU	2,6	4,4	0,5	0,3
USA	0,7	1,3	0,1	<0,1

Källa: IMF, SEB. Data för 2012

Rejäl nedrevidering: Återhämtning först 2015

- Ryssland och Finland motvind för tillväxten
- Svagare stöd från privat konsumtion drivet av stagnerande arbetsmarknad
- Fortsatt låg inflation

Den estniska ekonomin fortsatte bromsa in fjärde kvartalet i fjol till svaga 0,3 procent i årstakt. **Inbromsningen drevs till största delen av negativa tillväxtbidrag från transport- och byggsektorerna** men även produktionen i jordbrukssektorn minskade. Nedgången för bygg- och jordbrukssektorerna var väntad och förklaras i första hand av tydligt minskat EU stöd förra året och minskningen väntas fortsätta 2014. Den största nedgången var i transport och lagerhållning vilka hämmas av en **volymminskning för rysk transithandel**. Rysslands strategi att reducera handelsvolymerna genom grannländerna ligger fast och nedgången väntas fortsätta 2014. Även Rysslands agerande i Ukraina påverkar sektorn negativt. Transportsektorn står för 7 procent av ekonomin och 15 procent av den totala exporten av tjänster är kopplad till Ryssland. Implikationerna av Ukraina-krisen blir dock bredare än så. De kommer att ha en **negativ effekt på den ekonomiska tillväxten genom handelskanalen både direkt gentemot Ryssland men även indirekt genom de andra baltiska ekonomierna**. Eftersom tillväxten i Ryssland väntas bli svag 2014 slår även detta igenom på exporten och utsikterna för tillverkningssektorn. Dessutom gör en **stagnerande arbetsmarknad** att den **privata konsumtionen inte kommer att ge ett så starkt stöd till BNP-tillväxten som den gjorde 2013**. Den uppåtgående trenden för konsumentförtroendet kommer sannolikt till viss del att reverseras och företag kommer att vara försiktiga med investeringar i den osäkra ekonomiska miljön.



Sammantaget ser utsikterna för ekonomin inte bättre ut i år än förra året. Vår bedömning är att **BNP ökar med 0,5 procent 2014 jämfört med 0,7 procent 2013**. 2015 väntas förbättrad global efterfrågan samt något bättre tillväxt i Ryssland stärka exporten. Tillsammans med en uppmjukning av finanspolitiken bidrar det till en viss ökning av inhemsk efterfrågan. **BNP väntas öka med 2,5 procent 2015. BNP-prognosen har reviderats ned, framför allt för 2014** (från 2,6 procent i *Nordic Outlook februari 2014*) och ligger klart under konsensus både 2014 och 2015.

Industriproduktionen kommer att få det motigt även 2014. Det kraftiga raset för exporten i januari kan visserligen delvis förklaras av baseffekter (starkt januariutfall 2013) men **svag extern efterfrågan** gör att problemen inte är över och **ekonomin väntas gå igenom en mild recession under första halvan av 2014**. Svårigheterna för de finska och ryska ekonomierna kommer att dämpa Estlands exportåterhämtning och därmed även BNP-tillväxten. 2012 gick omkring 13 procent av Estlands totala export till Ryssland och 15 procent till Finland. Exporttillväxten väntas bli syrefattig 2014 och bromsar troligen in under första halvan av året. Samtidigt finns dock förutsättningar för förbättrad konkurrenskraft i exportsektorn. 2013 försämrades konkurrenskraften snabbt på grund av löneökningar och relativt hög inflation. Under 2014 väntas konkurrenskraften förbättras både mot eurozonen och de andra baltiska ekonomierna drivet av en inflationsdämpning samt lägre exportpriser.



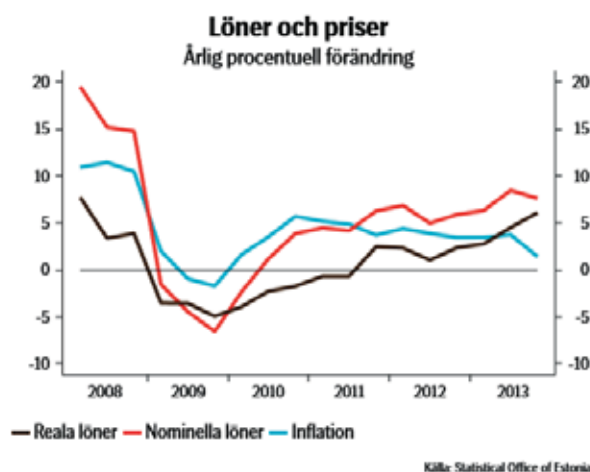
Svaga tillväxtutsikter och fortsatt osäkerhet har motverkat privata investeringar och även utvecklingen för utländska investeringar har varit blek. **Privata investeringar bedöms inte kunna väga upp den minskning av offentliga investeringar 2014 som drivs av minskat stöd från EU.**

Huvuddrivkrafterna för ekonomin kommer att vara desamma 2014 som i fjol: **detaljhandel** och industriproduktion. De-

taljhandeln var den viktigaste motorn för tillväxten 2013 tack vare en stark arbetsmarknad och hushållens snabba real-löneökningar vilket gav stöd till konsumtionen. 2013 ökade sysselsättningen med 1 procent och den genomsnittliga lönen ökade med 7,8 procent. Utvecklingen gick dock på tvärs mot tillväxten och därför väntas korrigeringar på arbetsmarknaden under 2014 och året kommer därmed att bli tuffare för konsumenterna.

De faktorer som driver den snabba löneökningen håller i sig; en stark arbetsmarknad och brist på kvalificerad arbetskraft. Dessutom kommer minimilönen att höjas med 11 procent från 320 euro till 355 euro och lönerna i den offentliga sektorn kommer att höjas med 5 procent. Den genomsnittliga lönen kommer att öka betydligt 2014. Å andra sidan överträffade den genomsnittliga lönetillväxten tillväxttakten för nominell BNP 2013 och ökningstakten för företagets vinster bromsade in. Detta kommer att leda till en **inbromsning för lönetillväxten under 2014**.

Lönetillväxten har varit ganska jämn i de olika delarna av ekonomin på grund av nedpressade reallöner under en längre tid. Samtidigt har endast ett fåtal sektorer uppvisat tillväxt. I vissa sektorer har denna diskrepans börjat korrigeras. Det finns ett inverterat samband mellan sysselsättning och lönetillväxt i olika sektorer; de med snabbast lönetillväxt uppvisar de största nedgångarna i sysselsättning och tvärtom. Vissa sektorer kommer att drabbas av både fallande löner och förlorade arbetstillfällen 2014. Sammantaget väntas den genomsnittliga lönetillväxten hamna på 5 procent 2014 och sysselsättningen minskar med 1-2 procent. Lönetillväxten kommer att bli mer differentierad mellan sektorer och anställda.



Inflationstakten har bromsat in rejält sedan i somras drivet av prisnedgångar för energi och tjänster. I mars i år skapar färdigställandet av kraftöverföringskabeln Estlink2 mellan Finland och Estland ny överföringskapacitet vilket kommer att få elpriserna att minska ytterligare. Dessutom har oljepriset fallit tillbaka. En reform av högre utbildning som avgiftsbefriat de flesta universitetsstudenter från september 2013 kommer att påverka inflationen till och med september 2014.

Ökande konkurrens i detaljhandeln kommer att dämpa inflationstakten i **klädhandeln** kommande två år. Inflationens viktigaste drivkrafter är livsmedelspriser samt priser på övriga varor och tjänster. Lönetillväxten utgör en viss inflationsrisk

även om den begränsas av fjolårets överdrivna ökning som slår mot konkurrenskraften på utländska marknader. **Fallande energipriser** kommer dock hjälpa företagen att sänka sina kostnader och upprätthålla vinsterna i en miljö med stagnerande ekonomisk tillväxt. **Inflationen väntas hamna på 0,6 procent 2014 vilket är betydligt lägre än tidigare prognoser.** När den ekonomiska aktiviteten tar fart 2015 accelererar inflationen till 2,6 procent.

Hushållens efterfrågan på lån fortsätter öka något drivet av bostadslån. Hushållens skuldanpassning har upphört. Fastighetspriserna i Tallinn ökade med 20 procent 2013 vilket inte är hållbart. Den snabba prisökningen drivs av utbudsbrist. Då den stigande efterfrågan kan vara tillfällig och driven av låga räntor är byggbolagen inte speciellt intresserade av att öka utbudet. Dessutom är banksektorn försiktig med att öka utlåningen till fastighetssektorn vilket bidrar ytterligare till att hålla tillbaka utbudet.

Inrikespolitiken har tills nyligen under en längre period präglats av lugn. Det största regeringspartiet Reformpartiet har insett att dess popularitet minskar vilket har fått premiärminister Andrus Ansip som suttit sedan 2005 att avgå. **Reformpartiets Taavi Roivas har nominerats till posten som ny premiärminister.** Skiftet är ett försök till att förbättra partiets framtoning utan att behöva ändra den ekonomiska politiken speciellt mycket. Roivas har **utlovat reformer för att få slut på den ekonomiska stagnationen och fokuserar mer på välfärdsfrågor.** Reformpartiet planerar dessutom att bättra på bilden av partiet genom att låta Socialdemokraterna ersätta mittenhögerpartiet IRL som koalitionspartner. Socialdemokraterna insisterar på att trefaldiga barnbidraget. Uppbrottet av koalitionen den 4 mars berodde inte på meningsskiljaktigheter mellan koalitionsparterna utan gjordes för att höja Reformpartiets popularitet i parlamentsvalet 2015. Initiativ har även tagits för att bilda **nya högerpartier** som ska delta i valet 2015.

En koalition med Socialdemokraterna skulle innebära att fokus skiftar mot välfärdsfrågor samt skattesänkningar på arbete. Den nya koalitionen kommer att sänka inkomstskatten till 20 procent från början av 2015, sänka skatten på arbetslöshetsförsäkringen och öka den avdragsgilla delen av inkomstskatten. Dessutom kommer barnbidrag och pensioner att höjas (pensionerna från april 2014). Skatteintäkterna väntas öka tack vare höjda skatter på alkohol och tobak, bränsle och minskat skattefusk. Sammantaget kommer den finanspolitiska effekten ge stöd till den privata konsumtionen. Ramverket med balanserade statsfinanser kommer att finnas kvar. Eftersom regeringens prognoser för skatteintäkterna är mer optimistiska än våra kan resultatet **ändå bli ett växande budgetunderskott och en något expansiv finanspolitik 2014-2015.**

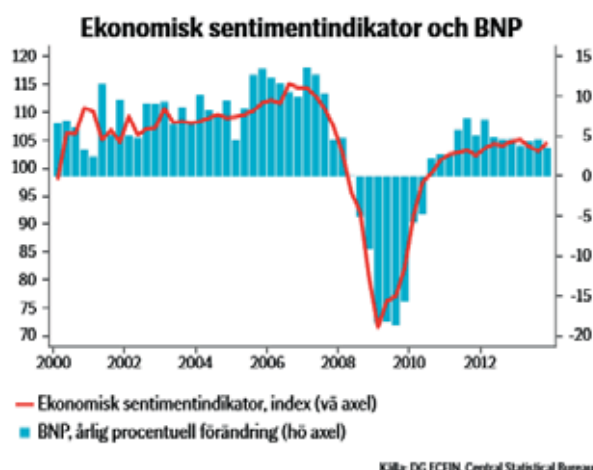
Extern osäkerhet sänker tillväxtutsikter

- **Ukraina-konflikten får långvariga effekter**
- **Starka realinkomster stödjer konsumtion**
- **Små inflationseffekter av euro-anslutning**

Den ekonomiska aktiviteten saktade in i fjol, men mer måttligt än väntat; BNP-tillväxten nådde 4,1 procent, ner från 5,2 procent 2012. Hushållen var fortsatt huvudmotor bakom tillväxten, medan export och investeringar släpade efter något. Hushållens konsumtion ökade med 5,4 procent. Motståndskraftiga skatteintäkter möjliggjorde att de offentliga utgifterna ökade med 5,4 procent. Investeringar minskade med 4,3 procent, delvis till följd av ännu kvardröjande osäkerhet på exportmarknader men också av omläggningen av cykeln i EU-finansiering. Samtidigt lyckades exporten bara visa en mindre ökning och importen minskade. Detta hade en positiv inverkan på BNP.

Trenderna som observerades under det föregående året väntas bestå även detta år, även om osäkerheten ökat. **Hushållens konsumtion fortsätter att spela huvudrollen.** En ökning av realinkomsterna blir en av förutsättningarna för detta. I ljuset av global ekonomisk tillfrisknande väntas en ökad exportaktivitet, där eurozonen delvis motverkar den negativa trenden på vissa östmarknader. Dessutom är bedömningen att investeringarna vänder uppåt, särskilt i offentlig sektor, beroende på ny politik i allokeringen av EU-fonder.

Ändå leder **händelserna i Ukraina** till en **växande osäkerhet** och den framtida tillväxten kommer att möta motvind. För närvarande framstår det som att den ukrainska turbulensen kommer att få små direkta återverkningar på den lettiska ekonomin, eftersom exporten till Ukraina under 2013 utgjorde 0,9 procent av den totala volymen. **Det mest sannolika scenariot är indirekta effekter via Rysslands stagnerande ekonomi samt politisk osäkerhet i regionen.** Det kommer att dröja viss tid innan den nya maktbalansen i Ukraina blir etablerad. Ryssland är en av Lettlands största handelspartners (ca 18 procent av total export) och är också viktig för Lettlands andra handelspartners. Den rysk-ukrainska konflikten sätter troligen **mer långsiktiga avtryck** på lettisk ekonomi, vilket återuppväcker behovet av fortsatta strukturreformer på arbetsmarknaden och att exportsektorn styr om försäljning till nya marknader för att upprätthålla motståndskraft. Givet såväl lägre prognosticerad exporttillväxt som potentiella återverkningar på transitaaffärer, turism, ekonomisk framtidsstro och investeringar blir slutsatsen att **vi justerar ned tillväxtprognoserna. Vi räknar med att BNP ökar 2,9 procent i år och 3,4 procent 2015.** Tidigare prognos löd 4,8 procent per år.



Industriproduktionen sjönk 0,4 procent 2013. Bakom nedgången låg främst en minskning av el- och gasproduktionen, driven av varma väderförhållanden och tapp av metallproduktion vid Liepajas Metalurgs. I januari 2014 föll industriproduktionen med 11 procent i årstakt. Under de kommande månaderna väntas en uppgång, delvis beroende på statistiska faktorer, även om den blir fortsatt ojämn mellan olika sektorer. Stigande regionala spänningar håller tillbaka tillväxtpotentialen i flera sektorer.

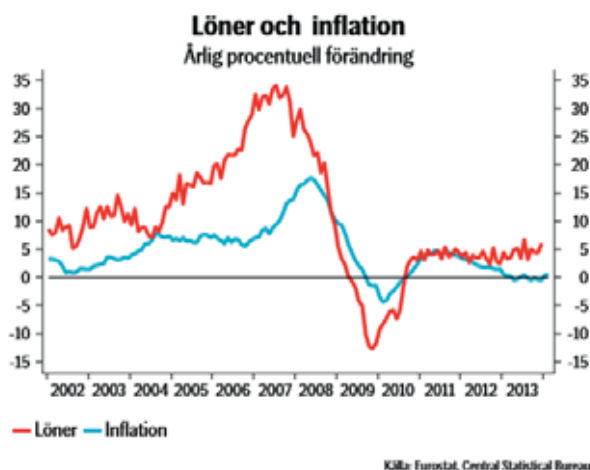
Detaljhandelns försäljning steg med 3,8 procent 2013. Livsmedel ökade med 4,4 procent, medan försäljning av andra produkter gick upp 3,4 procent. Hittills har högre hushållsinkomster - en ökning av antalet sysselsatta och i dess genomsnittliga löner - samt låg inflation drivit fram en ökad konsumtion. Samtidigt är priser en avgörande faktor för köpen, vilket syns i intresset för prisnedsatta varor och en ökad försäljning av begagnat samt i handel via Internet och postorder. **I år väntas hushållens köpkraft stärkas**, vilket håller uppe en växande konsumtion.

Förra året var bytesbalansunderskottet mindre än under tidigare år: 0,8 procent av BNP. Orsakerna var minskat handelsunderskott och ökat överskott i tjänstehandeln. Det beskedliga underskottet i de totala utrikesaffärerna reflekterar delvis hög osäkerhet och försiktighet som resulterar i låga investeringar. Vår prognos är att bytesbalansen förblir relativt balanserad under de närmaste två åren när näringslivets framtidsstro väntas präglas av försiktighet.

Arbetslösheten föll med 3,1 procentenheter till 11,9 procent 2013, varav nästan hälften är långtidsarbetslösa. Den gynnssamma trenden fortsätter i år, men ingen skarp nedgång är att vänta. Vi förutspår en mer markerad ökning av den ekonomiska aktiviteten senare under 2014, men en möjlig efterfrågan på

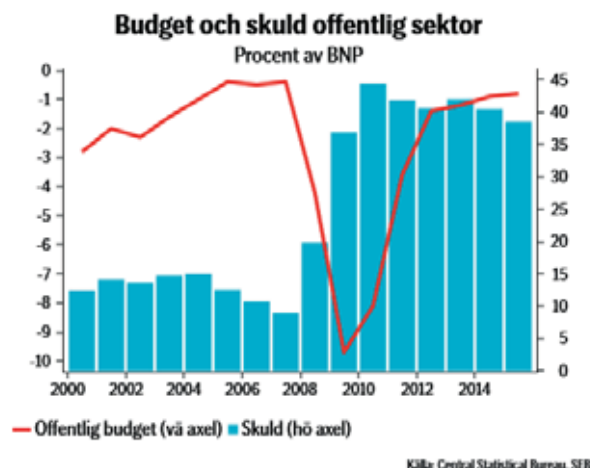
arbetskraft i alla sektorer, särskilt tjänstenäringarna. En mer akut efterfrågan på arbetskraft med speciella kunskaper och färdigheter kan väntas, vilket leder till ökade flaskhalsar. De lediga resurserna är redan begränsade inom viss tillverkningsindustri som skog, elektronik- och optikprodukter, maskiner, hushållsapparater och pappersprodukter vilket leder till krav på högre löner.

Relativt stadig inhemsk ekonomisk tillväxt fortsätter att trycka upp lönenivåerna som steg med 4,6 procent 2013. I den privata sektorn stiger lönerna ännu lite snabbare och väntas accelerera något i år. Fortsatta löneökningar väntas i den offentliga sektorn även om utrymmet i statsbudgeten inte tillåter att alla krav kan tillgodoses fullt ut. I den privata sektorn beror lönesättningen på lönsamheten i respektive sektor och företag samt på förutsättningarna på arbetsmarknaden. Gapen mellan sektorer och företag kommer därmed att leva kvar. Regeringen kommer sannolikt att hålla sitt löfte om ytterligare en sänkning av inkomstskatten nästa år. 2013 motsvarade den genomsnittliga nettolönen 72 procent av bruttolönen efter en ökning av andelen med en procentenhet då inkomstskatten sänktes från 25 till 24 procent och skattelindringen för försörjningsansvar för barn höjdes från 100 euro till 114 euro. Trots det är den genomsnittliga nettolönen i Lettland lägst i Baltikum: 72 procent jämfört med 77 procent i Litauen och 80 procent i Estland.



Den 1 januari 2014 blev Lettland det **artonde medlemslandet i eurozonen**. Övergången gick smidigt. En av anledningarna till att stödet för euron försvagades var **rädsla för högre inflation**. Som vi förutspått har dock oron **varit överdriven**. I januari 2014 steg konsumentpriserna med 0,6 procent jämfört med föregående månad. Det största uppåtrycket kom från livsmedel medan priser på kläder och skor föll. Jämfört med prisförändringarna i januari tidigare år var prisökningarna på tjänster mer än dubbelt så höga som på varor. Detta berodde delvis på bytet av valuta. Sammantaget har **införandet av euron haft en relativt liten effekt på inflationen** även om effekten delvis uppstod redan under 2013 på grund av hamstring inför valutabytet. I år kommer de huvudsakliga trenderna att styras av globala faktorer även om prisnivån kommer att stiga drivet av lokala förutsättningar. Då öppnandet av elmarknaden för hushåll sköts upp till nästa år för att bevara den politiska stabiliteten och som svar på protester bland diverse grupper i samhället väntas inflationen bli något mer dämpad i år. **Mått**

som helårsgenomsnitt väntas inflationen hamna på 1,4 procent 2014 och 3,3 procent 2015.



Statsfinanserna är under kontroll efter den tuffa budgetkonsolideringen för några år sedan. Den konsoliderade budgeten för den offentliga sektorn uppvisade 2013 ett underskott på 1,2 procent av BNP. På grund av senareläggningen av öppnandet av elmarknaden till nästa år, lägre tillväxt samt politisk press inför valet den 4 oktober sätter press på det förväntade budgetunderskottet på 0,9 procent av BNP i år men vår bedömning är att det inte blir några större avvikelser. Vår bedömning är att regeringen kommer att behålla sitt grepp om statsfinanserna.

I november 2013 upplöstes oväntat premiärminister Valdis Dombrovskis regering. Dombrovski avgick efter att ha tagit det politiska ansvaret för den olycka där ett tak på en supermarknad kollapsade och mer än 50 personer dödades. I början av 2014 bildades en ny regering av den tidigare jordbruksministern Laimdota Straujuma. Den tidigare koalitionen bestående av Unity, Reform Party, National Alliance samt oberoende medlemmar utökades med oppositionspartiet Union of Greens and Farmers. Regeringen förband sig att fortsätta Dombrovskis makroekonomiska politik.

Relativt små effekter av rysk-ukrainska konflikten

- Inhemsk efterfrågan driver tillväxten
- Återhämtning i investeringar på gång
- Euro införs 2015

Litauens ekonomiska **utsikter är fortsatt relativt stadiga**, samtidigt som mer geopolitiska spänningar har uppstått i närliggande länder och rysk tillväxt fortsatt att bromsa in. **Effekterna av den rysk-ukrainska-konflikten på Litauens ekonomi väntas bli förhållandevis små** men kommer att öka om handelssanktioner införs. Ryssland är Litauens största handelspartner och utgjorde förra året ca 19 procent av exporten och 32 procent av importen. Ser man till varor med litauiskt ursprung är Ryssland dock bara sjunde största marknad, eftersom det mesta av exporten dit är transitvaror från västländer. Ryssland förbjöd under perioden oktober 2013 till januari 2014 import av mjölk och andra mejeriprodukter, som är den största exportkategorin av litauisk tillverkad varor till Ryssland. Förbudet påverkade mejeriföretag ganska påtagligt men effekten på ekonomin som helhet var minimal och företagen lyckades styra om sina exportflöden till länder i väst. För Litauen skulle sanktioner på export till Ryssland vara mindre skadliga än importsanktioner. För närvarande importerar Litauen all naturgas från Ryssland. Litauen planerar dock att starta en egen terminal (LNG) i början av december 2014. Efter att denna terminal öppnats kommer Litauen att kunna täcka sin gasefterfrågan från andra länder än Ryssland, till en början troligen från Malaysia och från och med 2017 från USA, Kanada och Australien. Litauens exponering i utrikeshandeln med Ukraina är ganska liten; 3,6 procent av total export.

Under 2013 förblev den ekonomiska utvecklingen robust och BNP-tillväxten var i linje med sin potential. BNP ökade med 3,4 procent och tillväxten var brett fördelad. Under den första halvan av året var exporten den främsta ekonomiska drivkraften, men under andra halvåret började inhemsk efterfrågan ta över ledningen. Vi räknar med att **både konsumtion och investeringar stärks ytterligare vilket bidrar till att ge en BNP-tillväxt på 3,0 procent 2014 och 4,0 procent 2015**. Prognosen har skrivits ned med 0,5 procentenheter per år på grund av förväntade **negativa utrikeshandelseffekter av rysk-ukrainska konflikten och vår sänkta ryska tillväxtprognos**. Kortsiktigt kommer även ökad extern osäkerhet att tynga något på allmänt sentiment och inhemsk efterfrågan.

Exporttillväxten saktade in märkbart under hösten 2013. Detta på grund av **flera speciella utmaningar**. För det första så tappade landets största exportör, oljeraffinaderiet Orlen Lietuva, konkurrenskraft på den europeiska marknaden som en följd av en uppgång i importen av billigare oljeprodukter

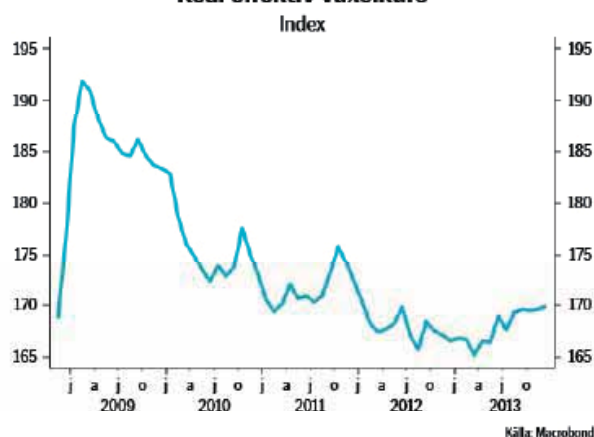
Lönerna har börjat växa snabbare än produktiviteten



Källa: Eurostat, Statistics Lithuania

från USA. Som en konsekvens föll exporten av olje- och mineralprodukter med 48 procent i januari 2014 mätt i årstakt, men importen från Ryssland gick samtidigt ned med 52 procent i kölvattnet av lägre import av råolja. För det andra höll en stor statistisk baseffekt tillbaka exporttillväxten, särskilt på spannmål. För det tredje hackade exporten av kemiska produkter då det var ett ogynnsamt läge på den internationella marknaden för gödningsmedel. Bland de stödjande faktorerna för exporttillväxten 2014 finns återhämtningen på marknader i väst. Men den svåra ekonomiska situationen och valutadepreciering på viktiga marknader i öst är negativt för efterfrågan. **Enhetsarbetskraftskostnader har gradvis börjat växa** (2,7 procent i årstakt under fjärde kvartalet 2013) och **väntas försämra konkurrenskraften för litauisk produktion** eftersom lönetillväxt överskrider produktivitetstillväxt. Den reala effektiva växelkursen förstärktes med 2 procent under loppet av 2013.

Real effektiv växelkurs



Under fjolåret uppvisade inhemsk efterfrågan klara tecken på en mer robust återhämtning och började även bidra mer till ekonomisk tillväxt, mer än vad nettoexporten gjorde. Hushåll-

lens konsumtion ökade under 2013 med 5,3 procent, den snabbaste takten sedan finanskrisen. Såväl en starkare ökning av inkomster (löner och emigranter som återsänder pengar) och sysselsättning som ett mer optimistiskt konsumentsentiment bidrog till konsumtionsuppgången. En varmare vinter och lägre uppvärmningskostnader gav stöd åt konsumtion för hushåll med låga inkomster. Vår bedömning är att det är **bäddat för fortsatt förstärkning av den privata konsumtionen** i år. Växande inkomster och krympande arbetslöshet talar för detta. Konsumentförtroende och viljan att spendera kan få sig en knäck om de externa geopolitiska spänningarna eskalerar. Givet det stora gapet jämfört med nivåerna före krisen och exportens utveckling, bör den inhemska efterfrågan dock kunna fortsätta att växa i en god takt under de närmaste åren.

Arbetslösheten uppgick till 11,8 procent 2013 och har minskat med 6 procentenheter sedan toppen 2010. Både ekonomisk tillväxt och emigration väntas **driva ned arbetslösheten ytterligare**, till 9,5 procent 2015. Samtidigt består problemen med strukturell arbetslöshet och arbetskraftsbrist i vissa sektorer. Brutto så minskar knappt emigrationen då ytterligare 40 000 lämnade landet förra året. Å andra sidan börjar återflyttning av tidigare emigranter ta fart, då fler än 20 000 litauiska medborgare återvände till landet 2013. Nettoemigrationen minskar.

Investeringar växte med 12,7 procent under 2013 då företagens sentiment stärktes. Företag föredrar ännu att finansiera investeringar med egna medel i stället för att låna från banker. Bankutlåningen till företag sjönk 3,2 procent i fjol trots mycket låga räntor, ett tecken på svag kreditaptit.



Byggbandet var med en tillväxt på 10,6 procent den **snabbast växande sektorn förra året**. Bostadsmarknadens återhämtning är i sin linda. Egna hem-försäljningen ökade med 21 procent 2013 och 43 procent i årstakt perioden januari-februari 2014. Likväl har **bostadspriserna knappt stigit från sina lägstannivåer** och de totala utestående bostadslånen ökat med 0,7 procent i årlig jämförelse. Enligt Ober-Haus prisindex ökade lägenhetspriserna i de fem största städerna med 1,1 procent i december 2013 mätt i årstakt, och med 1,9 procent under januari-februari i år. Bostadsmarknaden väntas i år få stöd av en ökning i hushållens inkomster, gynnsamma kreditvillkor inkluderande låga räntor samt jakt på alternativa investeringar när inlåningsräntor är låga.

Även då inhemska efterfrågan stärktes och exporttillväxten försvagades förblev externbalansen i gott skick; under 2013 registrerade landet en stark bytesbalans för femte året i rad. Vi räknar med att **bytesbalansen försämrats något men att den kvarstår** på uthålliga nivåer, med ett underskott som växer från 2 procent av BNP 2014 till 4 procent 2015. Om man därtill lägger låg inflation och ett litet budgetunderskott till den övergripande bilden så blir slutsatsen att den litauiska ekonomin är relativt välbalanserad.

I det stundande **presidentvalet** den 25 maj är det **rätt så troligt att Dalia Grybauskaitė blir omvald** för en andra mandatperiod. I en allmän opinionsmätning i februari fick hon 43 procents stöd, medan de två andra ledande kandidaterna – från det socialdemokratiska partiet och Labour – fick 7-8 procent. Presidenten, som tidigare varit finansminister och EU-kommisionär, är fast förespråkare för en försiktig finanspolitik. Kommande euro-anslutning i kombination med att Grybauskaitė blir omvald kommer högst troligen att ingjuta mer förtroende på finansmarknaderna.

Den 1 januari 2015 är officiellt måldatum för euro-introduktion. En snabb nedgång i inflation sedan mitten av 2012 och ett lågt budgetunderskott har resulterat i att Litauen under de senaste månaderna **uppfyllt samtliga Maastrichtkrav**. Statsbudgeten för 2013 visade ett underskott på 1,6 procent av BNP, vilket betydde att den konsoliderade offentliga sektorns underskott ej överskred 3 procent av BNP. HIKP-inflationen mätt som ett årligt genomsnitt var i februari bara 0,8 procent, komfortabelt under gränsen i Maastrichtkriteriet (inflationen får vid utvärderingen vara max 1,5 procentenheter över årsgenomsnittet för de tre EU-länder med lägst inflation).

Sannolikheten för euro-anslutning 2015 har ökat avsevärt sedan senaste utgåvan av Eastern European Outlook, oktober 2013 (bedömningen var då "50-50"-chans). Litauen får ta emot den officiella konvergensutvärderingen i mitten av juni. Ett beslut av Europeiska rådet väntas under andra halvan av juli. Obligationsräntor har sjunkit i förväntan på euro-anslutning. En uppgradering av kreditbetyget för landets skuld är trolig. Differensen mellan euro- och litas interbankräntor är redan försumbar, men räntor på lån för bankkunder skiljer sig åt med 1-2 procentenheter. Dessa kunder väntas sålunda gynnas av lägre upplåningskostnader efter euro-introduktionen.

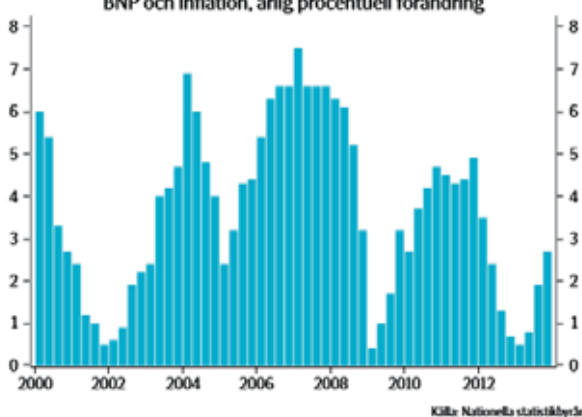
Väl positionerad för balanserad återhämtning

- **Inhemsk efterfrågan reser sig**
- **Små avtryck från Ukraina-konflikten**
- **Låg inflation ger räntehöjning först 2015**

Polen var enda EU-ekonomi som lyckades undgå recession under den senaste globala krisen, dvs såväl under den USA-drivna fasen 2008-2009 som västeuropeiska fasen 2010-2013. Samtidigt har **obalanser minskat avsevärt** och är i dag små. Detta gör att ekonomin är väl positionerad för en fortsatt god återhämtning där växande **inhemsk efterfrågan tar över stafettpipen från exporten** som central drivkraft.

BNP-tillväxten bottnade ur på strax under 1 procent i årstakt andra kvartalet i fjol efter en djupdykning från nära 5 procent i början av 2012. Nedgången drevs av sviktande konsumtion och investeringar till följd av försvagad reallönetillväxt (mycket p g a dåvarande hög inflation) för hushållen samt rekyl efter byggrushen inför fotbolls-EM-arrangemanget. Exporttillväxten dämpades måttligt trots recession i eurozonen.

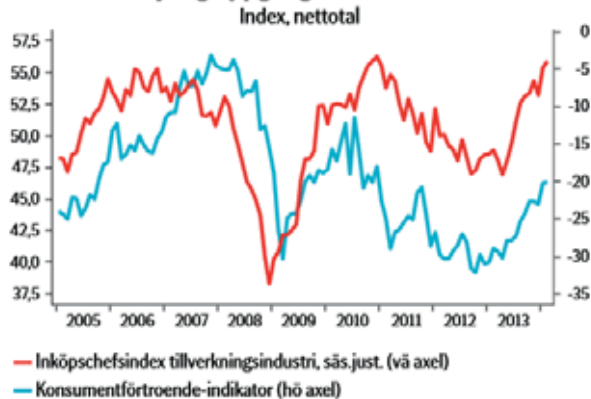
Tillväxten vänder upp under svagt pristryck
BNP och inflation, årlig procentuell förändring



Det är också exporten som hittills varit drivande bakom återhämtningen, även om inhemsk efterfrågan också börjat vakna till liv och detta något tidigare än väntat. Under fjärde kvartalet ökade BNP med 2,7 procent i årstakt och inhemsk efterfrågan bidrog då med 1,2 procentenheter av tillväxten. Både privat konsumtion och företagsinvesteringar har stärkts något. Data och indikatorer tyder på att denna **tillväxtbreddning har fortsatt första kvartalet i år**. Text ökade detaljhandelns omsättning i tolv månaderstakt med ca 5 procent i januari, i linje med avslutningen i fjol. Konsumentförtroendet, som trendmässigt pekade uppåt sedan mitten av 2013, har stärkts ytterligare. Industrins inköpschefsindex har klättrat vidare till 55,9 i februari och har legat över expansionsgränsen 50 sedan juli 2013. Av särskilt intresse är att delposten totala nya order har utvecklats star-

kare än nya exportorder i de senaste två månadsmätningarna. Detta stärker bilden av en växande inhemsk efterfrågan.

Tydlig uppgång i framtidstro



Källa: Markit Economics, nationella statistikbyrån

Exporten får fortsatt **draghjälp av främst** ökad tillväxt i Tyskland dit en fjärdedel av exporten går. Tyskland ger både direkta och indirekta spridningseffekter på polsk ekonomi via betydande tyskägda industriproduktion. Oförändrat relativt låga arbetskraftskostnader gör också att konkurrenskraften bevaras. Den svaga tillväxten i Ryssland hämmar exporten men väger ej tungt; ca 5 procent av exporten går dit. Handeln med krislandet Ukraina är än mindre. Totalt utgjorde exporten till Ryssland och Ukraina ca 3 procent av polsk BNP 2012. Den **rysk-ukrainska konflikten bör**, under förutsättning att den ej eskalerar militärt och/eller utmynnar i handelskrig mellan Väst och Ryssland, **ge små negativa avtryck** på polsk ekonomi.

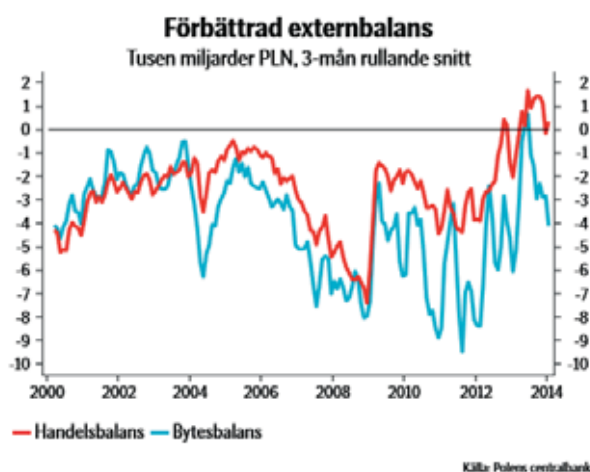
Privat konsumtion får **näring** av att reallönetillväxten återvänt i kölvattnet av fjolårets skarpa inflationsfall. **Hyggliga reallöneökningar** på ca 2 procent per år väntas. Sysselsättningen börjar åter öka svagt efter en mild nedgång i fjol och den relativt höga arbetslösheten på över 10 procent dämpas något. Vidare ger fortsatt låga räntor stöd för hushållen och uppmuntrar åter kreditefterfrågan nu när det börjat ljusna allmänt i ekonomin. En förväntad liten inflationsuppgång i Polen och lugn ränteuppgång globalt talar för en svag uppgång i såväl korta som långa marknadsräntor.

Investeringarna har backat två år i rad men väntas nu vända uppåt, i linje med vad som signaleras i den senaste stora företagsbarometern. Landets investeringskvot är förhållandevis låg. **Katalysatorer för ökad investeringsaktivitet** finns på plats i form av ett relativt högt kapacitetsutnyttjande i industrin, goda balansräkningar i företags- och banksektor samt nya EU-strukturmedel från EU:s långtidsbudget 2014-2020 där Polen är en av vinnarna. Därtill ska läggas **förbättrade kreditförhållanden**. Lånevillkoren till både företag och hushåll har

de senaste åren varit relativt strama. Det polska banksystemet har varit robust genom omvärldskrisen men har likväl påverkats negativt av skuldavveckling i västeuropeiska moderbanker vilka dominerar sektorn. Avklingande kris i eurozonen gör att kreditförhållandena nu gradvis tinar upp. Andelen banker som lätade på lånepolicyn till små- och medelstora företag var under fjärde kvartalet i fjol den högsta sedan början av 2011 och det flaggades för ytterligare lättnad första kvartalet i år, visar centralbankens bankenkät.

Sammanvägt gör detta att **BNP efter förra årets uppgång med 1,6 procent ökar med 2,7 respektive 3,4 procent 2014-2015**; det senare är en bit över rådande potentiell tillväxt på ca 3 procent. Vi har dragit ned prognosen något för båda åren. En central utgångspunkt för vår fortsatt relativt optimistiska syn på polsk ekonomi är att **fundamenta är i gott skick**. Landet har delvis med stöd av de senaste årens budgetkonsolidering – där regeringen gjorde temporär anhalt i fjol – fått bukt med tidigare stort bytesbalansunderskott, hög inflation och offentlig skuldökning. Återstår viss bekämpning av det ännu relativt stora budgetunderskottet.

Bytesbalansunderskottet har minskat från ca 4,5 procent av BNP per år 2010-2011 till 3,3 procent 2012 och ca 1,5 procent i fjol. Förbättringen är inte bara konjunkturrell via lägre import utan det tycks även ha skett en viss strukturell bättring; tre år i rad har t ex exporten vunnit hyggliga marknadsandelar, enligt EU-kommissionens data. Underskottet i bytesbalansen hamnar på långsiktigt hållbara nivåer 2,0-2,5 procent av BNP de närmaste åren. Detta minskar sårbarheten på finansmarknaden. Polen har tidigare utmärkt sig med ett relativt stort kortfristigt finanseringsbehov, vilket ibland skapat extra volatilitet i den relativt högt likvida polska valutan. Tendenser till minskad extern obalans kan delvis förklara varför Polen har stått emot senaste EM-krisen bättre än många andra EM-länder. Zlotyn försvagades beskedligt under oro i januari och även så under Ryssland/Ukraina-konflikten i februari. Zlotyn väntas stärkas från nuvarande ca 4,20 mot EUR till strax 4,05 i december 2014.



Inflationstakten har fallit överraskande djupt från över 4 procent i mitten av 2012 till 0,7 procent i januari i år. Den har legat under 1 procent sedan oktober 2013 och under centralbankens 2,5-procentmål sedan december 2012. Vissa kvarvarande lediga resurser på arbetsmarknaden, svagt förhöjd lönetillväxt och lugn växt i globala råvarupriser gör att inflationen

stiger sakta framöver, till i snitt 2,4 procent 2015. Detta gör att centralbanken väntar till början av 2015 innan den börjar höja styrräntan. Det är något senare än marknadens tro och centralbankens senaste guidning” på marsmötet om oförändrad ränta åtminstone till slutet av tredje kvartalet i år; så sent som i februari hette det orört till slutet av första halvåret. Parallellt med inflationsfallet sänktes styrräntan dramatiskt från 4,75 procent i november 2012 till rekordlåga 2,50 procent förra sommaren.

Den offentliga skuldsättningen har kulminerat i fjol vid nära 58 procent av BNP, efter en stegring från 54,8 år 2010. Uppgången har alltså varit blygsam men skett i ett känsligt härad; enligt polska regler utlöses automatiskt en hårdare finanspolitisk åtstramning om gränsen 55 överskrids. Regeringen beslöt i fjol p g a svag tillväxt att tillfälligt åsidosätta denna regel för 2013/2014. Vidare togs då beslutet att överföra en stor del av privata pensionsfonders tillgångar till staten; en engångsöverföring i år av tillgångar värda 8,5 procent av BNP samt från och med i år gradvis årliga överföringar av tillgångar för personer som går i pension inom tio år. Detta ger **häftiga effekter på offentliga finanser**. Skulden backar till ca 50 procent i år, nästan enkom p g a ”pensionsaffären”. Budgeten svänger om från ca minus 4,5 procent av BNP i fjol till plus 5,5 procent 2014, inkluderande även en viss positiv effekt av högre BNP-tillväxt. Men när det gäller budgeten så kommer Polen bara att få räkna hem ”pensionsinkomsterna” i år, för nya EU-bokföringsregler träder i kraft i höst (ESA 2010 ersätter ESA 95), enligt EU-kommissionen. Vår prognos för budgeten 2015 är minus 2,9 procent av BNP. Detta skulle i sin tur kunna öppna för euro-anslutning 2017. **Eurofrågan blir dock inte aktuell under vår prognosperiod**. Kvarstående osäkerhet om eurozonens riktning samt svagt opinionsstöd inrikespolitiskt gör att regeringen avvaktar och undviker eurofrågan åtminstone över valåret 2015. Regeringens hållning i eurofrågan verkar vara att fortsätta att göra sig redo för en euro-kvalifikation på sikt men inte binda upp sig i form av en tidtabell.

Center-höger-regeringen, som leds av Medborgarplattformen, har **tappat i popularitet** sedan den omvaldes 2011. Våren 2013 gick konservativa oppositionspartiet Lag och Rättvisa om Medborgarplattformen för första gången sedan 2007. Mätningar i januari-februari i år har visat runt 30 respektive 25 procent i stöd för de två partierna. Medborgarplattformens koalitionspartner bondepartiet PSL, som är ett litet parti, har legat på 5 procent. Regeringens pressade situation är nog en följd av tidigare sparpolitik, en reform som ger höjd pensionsålder samt partipolitiska spänningar i sakfrågor. Det är val till Europaparlamentet i vår samt parlamentsval hösten 2015. Med tanke på trängt opinionsläge kan **premiärminister Tusk komma att slå in på en lättare finanspolitik än den försiktiga åtstramning som ännu är vårt huvudscenario** för 2014-2015. I ett tal i januari i år sade Tusk bl a att regeringens mål för 2014 är att börja prioritera sociala och finansiella välfärdsfrågor för polska familjer efter krisanpassningen i landets ekonomi.

Ukraina-konflikten pressar redan svag ekonomi

- **Tillväxtnbromsning driven av strukturella svagheter**
- **Reformer krävs för att en investeringsökning ska ge tillväxt**
- **Centralbanken bekämpar inflation och kredittillväxt**
- **Radikalt försämrade relationer med Väst**

Den svaga ryska tillväxten överskuggas av den dramatiska utvecklingen av Ukraina-konflikten. Konflikten förvärrar det redan svaga läget för ekonomin. Oron har slagit igenom på de finansiella marknaderna och både rubeln och den ryska börsen har tagit rejält med stryk. Den politiska utvecklingen är svårbedömd men **vårt huvudscenario är att en militär konflikt mellan Ryssland och Ukraina kan undvikas**. I nuläget ser det inte ut som om Europa och USA kommer att införa några mer omfattande sanktioner gentemot Ryssland än de reserestriktioner samt frysta tillgångar som redan införts mot individer. Därmed är det på kort sikt främst försvagat förtroende, som får kapitalutflödena från Ryssland att accelerera och räntorna att stiga, som slår igenom på ekonomin. Dessutom driver rubelförsvagningen upp importpriserna men ger även ökade exportintäkter i energisektorn. Tillväxtnbromsningen har pågått en längre tid och drivs av strukturella svagheter, inte oron kring Ukraina-konflikten. Till skillnad från Ukraina gör omfattande valutareserver och goda statsfinanser att Ryssland inte står inför en akut betalningsbalanskris. **Rysslands agerande väntas få betydande tillväxteffekter** genom en ytterligare försämring av företags vilja att investera. Det kan inte heller uteslutas att mer verkningfulla ekonomiska sanktioner gentemot Ryssland införs.



Baserat på den officiella siffran för helårstillväxten 2013 på 1,3 procent steg BNP med 1,2 procent i årstakt fjärde kvartalet. **Tillväxtnbromsningen är till största delen strukturell** då arbetsmarkanden är fortsatt nära jämvikt och kapacitetsutnyttjandet högt. Den svaga ekonomiska utvecklingen förklaras till stor del av stagnerande investeringar men även den privata konsumtionen, som legat bakom två tredjedelar av tillväxten under tidigare år, försvagas nu. Under 2013 ökade hushållens konsumtion med 4,7 procent jämfört med strax under 8 procent 2012.

Det mesta pekar på att även **inledningen av 2014 var svag**. Indikatorer visar inga tecken på att tillväxten står inför en återhämtning. Inköpschefsindex ligger sedan i november i fjol under 50-strecket. Trots en viss förbättring i februari är den nuvarande nivån den lägsta sedan 2009. Konsumentförtroendet har försämrats de senaste två kvartalen men ligger strax över det historiska genomsnittet. Ledande indikatorer har vänt uppåt försiktigt från en låg nivå.

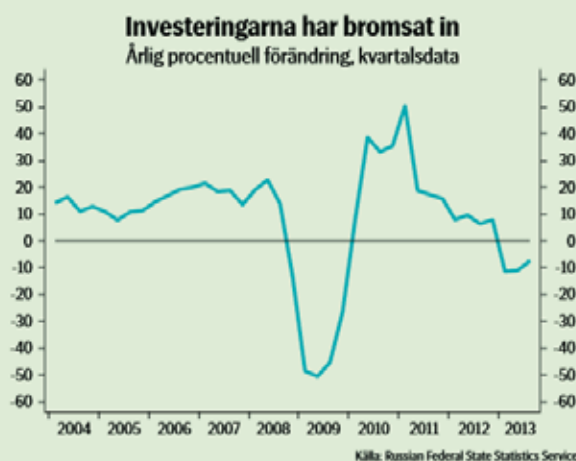


Export och industriproduktion går fortsatt trögt; mätt i årstakt ligger ökningstakten nära noll. Detaljhandelstillväxten har tydligt bromsat in under början av 2014. Även en stramare penningpolitik för att motverka rubelförsvagningen och risken för stigande inflation kommer att dämpa tillväxten. **Oljepriset** steg i samband med att Ryssland började utökad närvaron på Krim men har fallit tillbaka igen. SEB:s prognos är att oljepriset (Brent) mätt som årsgenomsnitt hamnar på **105,7 dollar per fat 2014** för att falla till **100 dollar per fat 2015** givet att konflikten kring Ukraina inte allvarligt förvärras. En förväntad dämpad utveckling för oljepriset ger därmed ingen extra tillväxtskjuts. Ljuspunkterna är få. Rubelförsvagningen ger visst tillväxtstöd genom ökade export- och skatteinkomster. Den fortsatt starka arbetsmarknaden ger stöd till den privata konsumtionen. Om en eskalering av Ukraina-konflikten kan undvikas och den globala konjunkturen fortsätter förbättras finns

möjligheter för en försiktig tillväxtacceleration andra halvåret 2014. Återhämtningen väntas fortsätta under 2015 och får stöd från en avtagande Ukraina-konflikt. **BNP väntas öka med 1,0 procent 2014 och med 1,8 procent 2015.** BNP-prognosen har reviderats ned rejält och ligger fortsatt under konsensus. Riskerna mot BNP-prognosen ligger på nedsidan; mer omfattande ekonomiska sanktioner skulle leda till kraftigt negativa effekter på tillväxten.

Reformer och investeringar nyckeln till tillväxt

Som vi understrukt i tidigare rapporter är tillväxtinbromsningen till största delen strukturell. En svag utveckling för investeringar är huvudförklaringen och trenden riskerar att förstärkas av Rysslands agerande i Ukraina-konflikten som allvarligt skadat förtroendet. Nyckeln till att få igång investeringarna är fortsatt och intensifierat reformarbete. Den höga BNP-tillväxten under perioden 1999 till 2008 drevs till stor del av engångsfaktorer samt omfattande ledig kapacitet vilket gjorde att produktionen kunde öka utan att produktionskapaciteten behövde byggas ut. I nuläget ligger dock kapacitetsutnyttjandet på en historiskt hög nivå och **Rysslands låga investeringskvot kring 20 procent av BNP behöver öka rejält.**



I praktiken finns ett mycket stort underliggande behov av investeringar. Produktionen i den viktiga **energisektorn** har stagnerat de senaste åren på grund av en hög andel gamla olje- och gasfält samt de statliga företagens dominans vilket inte gynnar innovationer och investeringar i ny teknik. Detta resulterar i svag produktivitet utveckling för energisektorn. Ryssland utmanas även genom den ökande globala produktionen av olje- och skiffergas som kräver investeringar och ny teknik om Ryssland ska kunna dra nytta av de egna skiffertillgångarna.

Regeringen har ett uttalat mål att **utveckla den östligaste delen av Ryssland** för att dra nytta av exportmöjligheterna till de snabbväxande ekonomierna i Asien. Även här krävs omfattande investeringar, inte minst i infrastruktur vilket även behövs för Ryssland som helhet. Ytterligare exempel på behovet av investeringar är de många **miljöproblemen** vilka till stor del är ett resultat av bristen på investeringar i ny, modern produktion.

Arbetsmarknaden en av få ljuspunkter

Även om det nu finns **vissa tecken på försvagning** utgör arbetsmarknaden en av få ljuspunkter och ger stöd till den privata konsumtionen. Arbetslösheten har de senaste månaderna börjat röra sig uppåt och var i januari 5,6 procent. Även om arbetslösheten därmed ökat jämfört med tidigare bottenivåer ligger den fortfarande på en historiskt sett mycket låg nivå. Reallöneökningarna har dock bromsat in rejält senaste halvåret och låg i januari på 2,5 procent i årstakt. Den dämpade löneökningstakten väntas fortsätta under 2014.

Det underliggande investeringsbehovet hålls dessvärre tillbaka av ett **mycket dåligt** företagsklimat och en rad andra strukturproblem. Huvudproblemen är omfattande korruption, stort statligt inflytande samt en ineffektiv offentlig byråkrati. **Sannolikt måste strukturproblemen minska om de positiva tillväxteffekterna av ökade investeringar inte ska åtas upp genom korruption, stigande inflation och ineffektiv offentlig verksamhet.** Små och medelstora företags investeringar hämmas dessutom av svårigheterna att få tillgång till finansiering.

Olika indikatorer på näringslivsklimat och kvaliteten på institutioner såsom World Economic Forums konkurrenskraftsranking (GCR), Världsbankens *Ease of Doing Business* index och Transparency Internationals (TI) korruptionsindikator visar att Ryssland har sämre förutsättningar än betydligt mindre utvecklade länder som exempelvis Mexiko och Turkiet.

Land	BNP/kap. (USD, PPP)	GCR 2013-2014	Ease of Doing Business	TI
Ryssland	23 501	64	92	177
Chile	22 352	34	34	22
Ungern	22 118	63	54	47
Turkiet	18 348	44	69	53
Malaysia	17 143	24	6	53
Mexiko	16 731	55	53	106
Kina	9 233	29	96	80

Källa: IMF, Transparency International, Världsbanken, World Economic Forum

Insikten kring behovet av reformer börjar växa sig starkare hos många politiker och myndigheter. Ekonomiministeriet reviderade i höstas ned den långsiktiga tillväxtprognosen till 2,5 procent per år i genomsnitt fram till 2030 och president Putin har medgivit att inhemska faktorer förklarar huvuddelen av den svaga ekonomiska utvecklingen. Det finns dock ännu **få tecken på att några genomgripande reforminitiativ kommer att presenteras inom den närmaste tiden.** Listan på strukturproblem och nödvändiga reformer kan göras lång; oljeberoende, demografisk försämring (se tema-artikel i *Eastern European Outlook oktober 2013*), svaga institutioner och näringslivsklimat, ett transportsystem i stort behov av uppgradering är några exempel. De senaste årens reformarbete har resulterat i vissa förbättringar såsom WTO-medlemskap, budgetregel samt vissa privatiseringar. Det kommer dock att krävas ett mycket mer omfattande reformprogram inom en lång rad områden om Ryssland ska kunna komma tillbaka till långsiktigt rimliga tillväxttal kring 4-5 procent.

Tillväxtinbromsningen har inte i någon större utsträckning slagit igenom på arbetslösheten och BNP-raset 2009 med ett fall på nära 8 procent fick endast begränsade effekter. Detta har flera förklaringar. Arbetskraften minskar i storlek, löneflexibiliteten är hög och a-kasseersättningen mycket låg. Sysselsättningen hålls stabil tack vare de stora möjligheterna att anpassa löner vid ekonomiska chocker. Den flexibla arbetsmarkanden är dock inte enbart av godo. Den höga omsättningen av arbetskraft försvagar incitamenten till investeringar i humankapital och företag som erbjuder jobb med mycket låga ersättningar och kompetenskrav kan leva vidare och riskerar att försvaga produktivitetstillväxten.

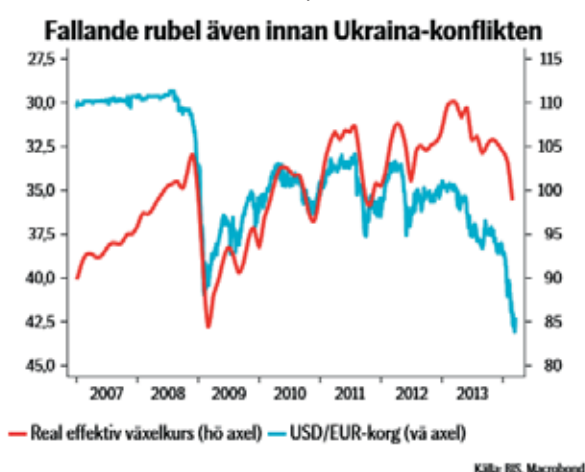
Inflationen hamnade mätt som helårsgenomsnitt på 6,8 procent 2013. Under andra halvåret dämpades inflationstakten tydligt och regeringens fryssning av reglerade priser (bl a elektricitet och gas) var en viktig bidragande orsak. I februari accelererade dock inflationen till 6,2 procent. Även livsmedelinflationen ökade något. Kärninflationen ligger kvar kring 5,5 procent. Penningpolitiken har tidigare haft växelkursen som huvudmål men styrs nu om till ett system med ett tydligt inflationsmål. I likhet med många andra tillväxtekonomier försvåras övergången till inflationsmål av den stora andelen livsmedelspriser och administrerade priser i KPI-korgen. Målet är att inflationen vid årsslutet 2014 ska ligga på 5 procent, 2015 på 4,5 procent och 2016 på 4 procent. **Mätt som årsgenomsnitt hamnar inflationen på 6,0 procent 2014 och 5,4 procent 2015.**



Rubelförsvagningen är ett rejält test av planerna på att låta rubeln flyta fritt 2015. Centralbankens bedömning att den senaste tidens rubelförsvagning gått för fort och varit för kraftig är förmodligen en viktig förklaring till den **oväntade räntehöjningen i början av mars 2014**. Sannolikt kommer centralbanken även i framtiden att tidvis försöka påverka rubeln då växelkursen har stor påverkan på ekonomin på grund av omfattande tillgångar i utländsk valuta och det stora oljeberoendet. Enveckas reporäntan har nu ersatt refinäntan som styrränta och höjdes 3 mars från 5,5 procent till 7,0 procent. Enligt centralbankens kommunikation genomfördes höjningen för att motverka en ökning av inflationen på grund av stigande importpriser och för att motverka finansiell instabilitet. Räntehöjningen **stärker bilden av att centralbanken är bestämd med att få ned inflationen** och att detta väger tyngre än kortsiktig stimulans genom en svagare valuta. I det rådande läget med finansiell turbulens och valutapress kommer det inte

vara aktuellt med några räntesänkningar trots den fortsatta inbromsningen för tillväxten. Vår bedömning är att **styrräntan höjs ytterligare och ligger på 8,0 procent vid slutet av 2014 och 8,5 procent vid slutet av 2015.**

Rubeln är en av de valutor som drabbats hårdast av oron på de finansiella marknaderna i tillväxtekonomierna. Sedan årsskiftet har rubeln tappat omkring 10 procent gentemot USD och ligger nära en rekordlåg nivå. Ukraina-konflikten har gjort att både rubeln och börsen försvagats rejält. Försvagningen av rubeln har dock pågått en längre tid drivet av de mörknande utsikterna för ekonomin samt det minskande överskottet i bytesbalansen. Trots försvagningen ligger den reala effektiva växelkursen klart över nivån för sex-sju år sedan vilket slår mot Rysslands konkurrenskraft. Fortsatt försämring av bytesbalansen, svag tillväxt och kapitalutflöden väntas pressa rubeln även under kommande år. **Vid slutet av 2014 väntas rubeln stå i 37,5 mot USD och vid slutet av 2015 i 39,0.**



En styrka under den pågående finansiella turbulensen är Rysslands stabila banksektor. Bankerna är välkapitaliserade med solida vinstmarginaler och andelen dåliga lån är hanterbar. Centralbanken har genomfört stresstester som inte pekar på att det finns några akuta systemrisker. Ryska banker har viss exponering mot Ukraina men en större risk för det finansiella systemet är den **snabba ökningen av konsumentkrediterna**. Centralbanken har under lång tid uttryckt oro för den snabba kredittillväxten och har infört åtgärder i form av exempelvis högre riskvikt på konsumentlån. Ökningstakten för konsumentkrediter har visserligen bromsats in under en längre period men ligger fortfarande för högt för att man ska kunna blåsa faran över. En stor del av konsumentutlåning utgörs dessutom av osäkrade lån. En akut kris står dock inte för dörren; den privata sektorns skuldbörda ligger kring måttliga 50 procent av BNP men det kommer sannolikt att krävas fler åtgärder från centralbanken för att bromsa in hushållens skuldsättning vilket kommer att bidra till att dämpa den ekonomiska tillväxten som under tidigare år till stor del drivits av privat konsumtion.

Statsbudgeten stärks av rubelförsvagningen eftersom huvud delen av skatteintäkterna kommer från råvaruexport, framförallt olja och gas, vilka handlas i dollar. Vår bedömning är att **underskottet i statsbudgeten hamnar på 0,8 procent av BNP 2014 och 1,1 procent 2015** vilket är något mindre än tidigare bedömningar. Statsbudgeten är fortsatt starkt kopplad till oljepriset och i nuläget behövs ett oljepris kring 110 dollar

per fat för att balansera budgeten; mer än tre gånger så mycket jämfört med 2005 och högre än SEB:s oljeprisprognos. Även om budgetunderskotten hålls tillbaka de närmaste åren väntas underskotten stiga på längre sikt drivet av en svag ekonomisk utveckling och ett stagnerande eller fallande oljepris tack vare ökande global produktion. Enligt finansministern är det inte aktuellt med några skattehöjningar innan 2018 och det kommer inte heller att skäras i budgetutgifterna de kommande tre åren. Även **bytesbalansen kommer att fortsätta försämr**as, en trend som pågått under de senaste tio åren. 2013 var överskottet nere på 1,5 procent av BNP och överträffades av kapitalutflöden. En **låg statsskuld** på omkring 11 procent av BNP samt omfattande valutareserver innebär att Ryssland inte står inför någon akut kris men på sikt måste problemen med stigande utgifter i statsbudgeten, beroendet av oljepriset samt problemen med kapitalutflöden hanteras om en betalningsbalanskris ska kunna undvikas.

Konflikten med Ukraina har allvarligt skadat relationerna med Väst

Att Ryssland vill knyta Ukraina närmare sig och motsätter sig ökad integration med EU är inget nytt. Den CIS-tullunion som än så länge innefattar Ryssland, Kazakstan och Vitryssland skulle i praktiken bli betydelselös utan ukrainskt deltagande. Att Rysslands ambition att bygga upp den så kallade Eurasiska unionen skulle resultera i ett så dramatiskt händelseförlopp var dock oväntat. Ett varningstecken var de handelshinder och hot om fullskaligt handelskrig som Ryssland lanserade när Ukraina i höstas såg ut att vara på väg att sluta ett handels- och integrationsavtal med EU. Ukrainas tidigare president Janukovitj bestämde sig dock strax innan toppmötet i Vilnius i slutet av november för att inte sluta avtalet. Ett oväntat ryskt krislån i december motsvarande 15 miljarder dollar skapade viss stabilitet och det såg ett tag ut som att Ukraina skulle kunna hantera sitt finansieringsbehov under 2014. Endast en första utbetalning på 3 miljarder dollar har genomförts och Ryssland väntas hålla inne resten av lånet och även i april 2014 återta den tillfälliga sänkningen av gaspriset. Protesterna sköt dock ny fart och Janukovitj den tidigare regimen har ersatts av en ny regering vald av parlamentet.

Ryssland accepterar inte regeringen i Kiev och tog i mars i praktiken kontrollen över Krim genom att utöka den militära närvaron. Förevändningen var att skydda de etniska ryssar som lever där men den verkliga anledningen var sannolikt att Ryssland ska kunna **utnyttja Krim som en säkerhet för att behålla inflytande över Ukraina** och förhindra integration med EU. Den 16 mars genomfördes en folkomröstning på Krim om självständighet från Ukraina. Resultatet blev en överväldigande majoritet av röster för en anslutning till Ryssland. Vår bedömning är att **Ryssland nöjer sig med införlivningen av Krim** och inte eskalerar konflikten genom ett intåg i de östra delarna av Ukraina.

Konflikten med Ukraina har radikalt försämrat Rysslands redan spända relationer med både EU och USA. Ett **militärt ingripande från västs sida är dock mycket osannolikt**. Det är istället sanktioner mot Ryssland som utgör det viktigaste påtryckningsmedlet och skulle kunna slå mot den redan svaga tillväxten. De nuvarande sanktionerna måste i sådant fall

utökas till handelsrestriktioner och finansiella restriktioner mot företag. Mer omfattande sanktioner riskerar dock att slå tillbaka på västländerna själva då flera länder i Europa har stor export till Ryssland och är beroende av rysk gas. Det finns därför ett tydligt motstånd bland flera europeiska länder att utöka de nuvarande sanktionerna som nu begränsas till individer. Ryssland anser dessutom att fortsatt inflytande över Ukraina är så viktigt att man är beredd att riskera hårdare åtgärder från Europa och USA. Vår bedömning är dock att de **nuvarande sanktionerna inte kommer att utökas till att omfatta handels- och finansiella restriktioner så länge Ryssland inte eskalerar den militära konflikten**.

Ukrainakonflikten ger Putin stöd i inrikespolitiken

Ätminstone på kort sikt har president Putins ställning stärkts av konflikten med Ukraina. Opinionsundersökningar indikerar att **president Putins stöd bland befolkningen ökat** och att en majoritet stödjer hanteringen av Krim och Ukraina även om den tydligt negativa bild av den nya regeringen i Kiev som framförts i statliga media bidragit. Motdemonstrationer har förekommit men de flesta har snabbt avbrutits av myndigheterna. Den mer liberala och västorienterade befolkningen i storstäderna kan dock antas ha en mer negativ syn på Rysslands agerande på Krim.

På kort sikt är den inrikespolitiska risken liten då både nästa val till Duman (2016) och nästa presidentval (2018) ligger relativt långt bort i tiden. Avsaknaden av en utmanare till presidentposten kombinerat med en fragmenterad opposition gör att president Putin än så länge kommer att kunna behålla sin dominerande ställning även om stödet bland befolkningen börjar svikta. Sakerligen kommer dock trenden där missnöjet bland befolkningen ökar som ett resultat av svagare ekonomisk tillväxt och därmed stagnerande levnadsstandard att fortsätta. På längre sikt finns därför en betydande risk för politiska omvälvningar.

På randen till ekonomisk kollaps

- **Stödlån från IMF/EU huvudscenario**
- **Valutaförsvagningen slår igenom på inflation och banksystem**
- **Lång väg tillbaka**

Det politiska och ekonomiska läget har försämrats dramatiskt de senaste månaderna. President Janukovitjs beslut i november 2013 att inte underteckna handels- och integrationsavtalet med EU blev en startpunkt för omfattande folkliga protester. Samtidigt föll investerarens förtroende för Ukraina dramatiskt och den redan höga riskpremien på CDS-kontrakt steg ytterligare. Ett ryskt krislån i december skapade tillfälligt viss stabilitet och förhoppningar om att Ukraina skulle kunna klara av det externa finansieringsbehovet 2014. Janukovitjs planer på att inskränka mötes- och organisationsfriheten försämrade dock åter läget och när polis stormade protesterörelsens centrum på Majdan-torget i februari eskalerade konflikten med ett stort antal döda och sårade. Janukovitj tvingades till slut fly till Ryssland och hans regim har ersatts av en **ny, västorienterad regering**. Många av regeringsmedlemmarna är både erfarna och kompetenta vilket tillsammans med en önskan att fördjupa samarbetet med EU skapar möjligheter till reformer.

Ryssland accepterar inte Ukrainas regering och tog i mars kontroll över Krim-regionen (ca 4 procent av Ukrainas BNP) under förevändning att skydda de etniska ryssar som lever där. Det verkliga skälet är dock sannolikt att behålla inflytande över utvecklingen i Ukraina och försöka förhindra utökad integration med EU. Krim har förklarat sig självständigt från Ukraina och kommer att införlivas i den ryska federationen. Även om vår bedömning är att konflikten med Ryssland inte eskalerar kommer det politiska läget i Ukraina att vara instabilt under lång tid framöver, även efter det kommande presidentvalet 25 maj.

Hög risk för betalningsinställelse
CDS, 5 år, räntepunkter



Den politiska utvecklingen slår hårt mot den redan bräckliga ekonomin och **riskerna för en betalningsinställelse är akut**. Det underliggande problemet är alltjämt det stora bytesbalansunderskottet (9 procent av BNP 2013) som drivs av en mycket svag handelsbalans. Staten ska dessutom göra omfattande återbetalningar av utlandslån under 2014. I december fick Ukraina utfästelser om ett ryskt krislån på 15 miljarder dollar samt rabatt på ryska gaspriser. Endast den första delen av lånet (3 miljarder) har betalats ut och fler utbetalningar väntas inte komma. Även gaspriserabatten upphör sista mars.

Som väntat har eroderingen av valutareserven fortsatt och den senaste tiden accelererat. Enligt officiell statistik var reserven 15 miljarder dollar i februari men den har minskat ytterligare sedan dess. Valutareserven ligger på en kritiskt låg nivå men Ukraina ser ändå ut att kunna klara sig igenom de närmaste veckorna. Vårt huvudscenario är att Ukraina **under en övergångsperiod får kortsiktig finansiell hjälp tills regeringen i Kiev hinner förhandla fram ett stödlån från IMF/EU**. Stödlånet skulle skapa stabilitet samt förutsättningar för att de hårda reformkraven kan genomföras. Även med ett sådant relativt gynnsamt scenario kommer den mycket svåra ekonomiska och politiska situationen slå igenom rejält på tillväxten. Vår bedömning är att **BNP minskar med 4 procent 2014**. Ett stabilt politiskt och finansiellt läge kombinerat med en betydligt mer konkurrenskraftig valuta efter vinterns depreciering samt en fortsatt förbättring av den globala konjunkturen skapar dock förutsättningar för återhämtning **2015 då BNP väntas öka med 2 procent**.

Vår bedömning är att det **kommer att behövas minst 25 miljarder dollar i stöd under 2014** för att täcka underskottet i betalningsbalansen samt statens återbetalningar. Även 2015 kommer det att behövas finansiell hjälp utifrån och ett stödlån behöver därför löpa över minst två år. Ett stödprogram kommer att innebära **krav på omfattande ekonomiska reformer**. IMF:s reformkrav är välkända och innefattar reducerade gasprissubventioner och en minskning av budgetunderskottet vilket tidigare ansetts vara mycket svårt att driva igenom politiskt. Skatteintäkterna har minskat kraftigt som en följd av den stigande osäkerheten och det kommer att behövas rejäla åtstramningar för att få ned budgetunderskottet som var över 6 procent av BNP 2013. Offentliga skulden är dock måttlig och motsvarade strax över 40 procent av BNP i fjol. Regeringen i Kiev har sagt sig vara beredd att genomföra alla reformer som krävs. I likhet med Ryssland är näringslivsklimatet mycket dåligt och det kommer att krävas genomgripande reformer under en lång period för att komma till rätta med problem som den omfattande korruption och ett för stort statligt inflytande över ekonomin.

Hryvnia har försvagats kraftigt i sviterna av de politiska omvälvningarna och sedan årsskiftet ligger försvagningen mot USD på mer än 20 procent efter att tillfälligt försvagats med runt 25 procent. Den låga valutareserven innebär att centralbanken inte längre kan internera för att stötta hryvnia och den tidigare valutapeggen på 8,1 mot USD har släppts. Vår bedömning i *Eastern European Outlook oktober 2013* om en devalvering under första kvartalet 2014 har därmed infriats. I början av februari 2013 införde centralbanken **kapitalkontroller** för att motverka den stigande efterfrågan på utländsk valuta. Kontrollerna stabiliserade endast tillfälligt valutavärdet. Huvudriskerna mot hryvnia är politiska och kopplade till regeringens möjligheter att genomföra IMF:s reformkrav. I huvudskenariot med ett stödlån från EU/IMF skapas dock stabilitet och en ytterligare kraftig försvagning av hryvnia bör då kunna undvikas. **Vår bedömning är att hryvnia står i 10,5 mot USD vid slutet av 2014 och i 11,0 vid slutet av 2015.**

Valutaförsvagningen slår igenom på flera vis. Importvaror blir dyrare och ger uppåtttryck på inflationen. 2013 hamnade inflationen strax under noll. Fjolårets goda skörd bidrog till att pressa ned livsmedelsinflationen andra halvåret. Det finns dock redan tecken på att prisökningar börjar skjuta fart rejält. I februari steg KPI-inflationen till 1,2 procent i årstakt. **Mått som helårsgenomsnitt hamnar inflationen på 4,0 procent 2014 och 6,0 procent 2015.**



Hryvniaförsvagningen slår även mot det bräckliga och fragmenterade banksystemet. Även om utlåningen i utländsk valuta till privat sektor minskat från drygt 50 procent 2008-2009 så motsvarar den ändå i nuläget ca 35 procent av lånestocken. En valutaförsvagning gör det dyrare för både hushåll och företag att finansiera sina lån vilket tillsammans med tillväxtrasen väntas öka den redan höga andelen dåliga lån på över 40 procent. Det har även funnits tendenser till att allmänheten försöker ta ut sina sparmedel och bankinlåningen har minskat de senaste månaderna vilket tillsammans med stigande interbankräntor är ett tecken på att **förtroendet för banksystemet sviktar**. Så länge valutaförsvagningen inte blir okontrollerad bedöms dock genomslaget på bankerna vara hanterbart. Centralbanken har infört ett **likviditetsstödprogram** och det kommer sannolikt även att behövas kapitaltillskott till enskilda banker.

Det dramatiska politiska händelseförloppet har än så länge främst slagit igenom på de finansiella marknaderna och den redan sedan tidigare mycket svaga realekonomin har därmed

hamnat i skymundan. Tillväxten fjärde kvartalet 2013 blev dock betydligt starkare än väntat drivet av ökad jordbruksproduktion och baseffekter. Enligt den officiella statistiken ökade BNP med 3,3 procent i årstakt efter fem kvartal i rad med negativ tillväxt. **För helåret 2013 hamnade BNP-tillväxten på noll.**

Vår bedömning är att BNP minskar på bred front 2014. Efterfrågan på Ukrainas stållexport är oförändrat mycket svag vilket slog hårt mot exporten under 2013 och även 2014 väntas en dålig exportutveckling. Av Ukrainas **export** går ungefär **25 procent till Ryssland** som med god marginal är den viktigaste handelspartnern. Den ryska tillväxtinbromsningen får därmed ett rejält genomslag samtidigt som det ännu inte syns något riktigt uppsving för tillväxten i eurozonen. Försvagningen av hryvnia kommer därför endast att ha en liten positiv effekt på exporten. Beroende på den politiska utvecklingen finns även en betydande risk att Ryssland kommer att återinföra handelshinder som ett sätt att utöva påtryckningar på Ukraina. För att stötta Ukraina har dock EU slopat majoriteten av importtullarna på ukrainska varor vilket motsvarar strax under en halv miljard euro per år i lägre tullavgifter.

Industriproduktionen fortsätter utvecklas svagt och minskade både 2012 och 2013. Huvudförklaringen är de fortsatta svårigheterna för stålsektorn. Stålproduktionen har fallit med mer än 30 procent sedan toppnivåerna innan krisen 2008-2009 och det finns inga tecken på att sektorn står inför en återhämtning. Även investeringarna minskade under 2013 och den ökande politiska och ekonomiska osäkerheten gör att dessa väntas fortsätta minska även 2014. En av få ljuspunkter är produktionen i jordbrukssektorn som ökade rejält under slutet av 2013 drivet av en stor skörd. Förutsättningar finns för en god skörd även i år men det finns frågetecken kring hur Krim-konflikten kan komma att påverka spannmålsexporten. Detaljhandeln har tuffat på i god takt de senaste månaderna. Den utvecklingen väntas dock brytas. Konsumentförtroendet försämrades kraftigt i december och januari vilket sannolikt förklaras av den eskalerande politiska oron. Indikatorn är nu nere på den lägsta nivån sedan våren 2011. Ökningstakten för de nominella lönerna har fortsatt bromsa vilket kombinerat med en väntad inflationsökning kommer att resultera i stagnerande reallöner. Även IMF:s krav på kraftigt reducerade subventioner av hushållens gaspriser samt en minskning av budgetunderskottet kommer att slå mot hushållens disponibelinkomster. Konsumtionen väntas därför vända från ett positivt till ett rejält negativt BNP-bidrag 2014.



ESTLAND

	2008	2009	2010	2011	2012	2013(p)	2014(p)	2015(p)
BNP, %	-4,2	-14,1	2,6	9,6	3,9	0,7	0,5	2,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	10,4	-0,1	3,0	5,0	3,9	3,2	0,6	2,6
Arbetslöshet, %	5,5	13,8	16,9	12,5	10,2	8,8	9,2	9,0
Bytesbalans, % av BNP	-9,3	2,8	2,9	1,8	-1,8	-1,0	0,2	0,7
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-2,9	-2,0	0,2	1,2	-0,3	-0,6	-1,2	-1,2
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	4,5	7,1	6,7	6,1	9,9	10,3	11,4	12,6
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	2,9	3,4
Inflation, årsgenomsnitt, %	15,3	3,3	-1,2	4,2	2,3	0,0	1,4	3,3
Arbetslöshet, %	7,5	16,9	18,7	16,2	15,0	11,9	10,5	9,0
Bytesbalans, % av BNP	-13,1	8,6	2,9	-2,2	-2,5	-0,8	-1,6	-2,2
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-4,2	-9,7	-8,1	-3,6	-1,2	-1,2	-0,9	-0,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	19,8	36,7	44,4	41,9	40,7	42,0	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	0,25	0,25	0,25

LITAUEN

	2008	2009	2010	2011	2012	2013(p)	2014 (p)	2015 (p)
BNP, %	2,6	-14,6	1,5	6,1	3,5	3,4	3,0	4,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	11,1	4,2	1,2	4,1	3,2	1,2	0,8	1,2
Arbetslöshet, %	5,8	13,7	17,8	15,4	13,4	11,8	10,5	9,5
Bytesbalans, % av BNP	-12,9	3,7	0,1	-3,7	-0,2	1,5	-2,0	-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	39,6	41,0	39,0
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	0,41	0,45	0,55
5-års ränta, årets slut	13,10	6,60	4,60	5,40	2,40	2,40	1,40	1,60

(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	1,6	2,7	3,4
Inflation, årsgenomsnitt, %	4,2	4,0	2,7	3,9	3,7	0,8	1,4	2,4
Arbetslöshet, %	7,1	8,1	9,7	9,7	10,1	10,5	10,4	10,1
Bytesbalans, % av BNP	-6,6	-4,0	-4,3	-4,5	-3,3	-1,5	-2,0	-2,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-3,7	-7,4	-7,9	-5,0	-3,9	-4,5	5,5	-2,9
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	47,1	50,9	54,8	56,2	55,6	57,8	50,0	50,0
EUR/PLN, årets slut	4,1	4,1	4,0	4,5	4,1	4,1	4,0	3,9
Styrränta, årets slut	4,00	3,50	3,75	4,50	4,25	2,50	2,50	3,00
5-års ränta, årets slut	5,34	5,91	5,52	5,34	3,21	3,78	4,20	4,60

RYSSLAND

	2008	2009	2010	2011	2012	2013(p)	2014(p)	2015(p)
BNP, %	5,2	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	1,0	1,8
Inflation, årsgenomsnitt, %	14,1	11,7	6,9	8,4	5,1	6,8	6,0	5,4
Arbetslöshet, %	6,4	8,4	7,5	6,6	5,7	5,5	5,8	6,0
Bytesbalans, % av BNP	6,2	4,1	4,6	5,2	3,7	1,5	0,8	0,2
Fin sparande, off sektor, % av BNP	4,9	-6,3	-3,4	1,5	0,4	-0,5	-0,8	-1,1
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	7,9	11,0	11,0	11,7	12,5	11,0	11,9	12,7
USD/RUB, årets slut	29,57	30,10	30,50	32,08	30,36	32,85	37,50	39,00
Rubeln mot eurodollarkorg	34,8	36,0	35,2	36,4	34,7	38,4	42,2	43,4

UKRAINA

	2008	2009	2010	2011	2012	2013(p)	2014(p)	2015(p)
BNP, %	2,3	-14,8	4,1	5,2	0,2	0,0	-4,0	2,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	25,3	16,0	9,4	8,0	0,6	-0,3	4,0	6,0
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	-5,5	-8,3	-9,0	-6,0	-5,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-3,2	-6,3	-5,8	-3,5	-5,5	-6,5	-5,0	-4,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	20,5	35,4	40,5	36,8	37,4	41,8	46,0	48,5
USD/UAH, årets slut	7,80	8,00	7,97	8,00	8,05	8,23	10,50	11,00

(p) = prognos

Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

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

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

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

Innehållet i denna rapport är baserat på uppgifter från källor som av Banken bedöms vara pålitliga. Banken lämnar dock ingen garanti för fullständigheten eller riktigheten i dessa uppgifter. De som tar del av rapporten uppmanas att basera sina investeringsbeslut på undersökningar de själva bedömer vara nödvändiga.



SEB är en ledande nordisk finansiell koncern. Som relationsbank erbjuder SEB i Sverige och de baltiska länderna rådgivning och ett brett utbud av 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 2013 uppgick koncernens balansomslutning till 2 485 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 475 miljarder kronor. Koncernen har cirka 16 000 medarbetare. 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.