



Eastern European Outlook

Ekonomisk Analys – Oktober 2014

Gradvis återhämtning trots
svagt Ryssland och Ukraina

Tema: Eurasiska ekonomiska
unionen (EEU)

SEB

Eastern European Outlook utkommer två gånger per år. Denna rapport publicerades den 8 oktober 2014.

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

Robert Bergqvist
Chefekonom
+ 46 8 506 230 16

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

Håkan Frisé
Prognoschef
Sverige
+ 46 8 763 80 67

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

Mattias Bruér
Ekonom
USA, 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 Tauraite
SEB Vilnius
Litauen
+370 52682521

Sammanfattning

Den gradvisa ekonomiska återhämtningen fortsätter i Polen/Centraleuropa och Baltikum de närmaste åren, trots den rysk-ukrainska konflikten som gör att Ryssland går in i stagnation och att Ukrainas BNP rasar i år. Men tillväxten i Polen, Lettland och Litauen blir måttlig och i Estland – som även kläms av finsk svaghet – fortsatt svag. På kort sikt pressas också ländernas tillväxt av en övergående konjunktursvacka i Tyskland/eurozonen; nolltillväxt väntas i eurozonen andra halvåret i år, i sig delvis kopplat till osäkerhet om Ukrainakrisen.

Växande privat konsumtion och under 2015 återupptagen konjunkturuppgång i Tyskland/eurozonen kompenserar för exportbortfall från Ryssland-Ukraina samt sviktande investeringar på grund av geopolitisk oro. Hushållen gynnas av fortsatt goda realinkomster (gäller framför allt Baltikum) och låga räntor; båda i hög grad en följd av fortsatt mycket låg inflation. Enskilda central- och östeuropeiska länders direkta handelskoppling till konfliktländerna är också relativt liten, med undantag för baltstaterna och ett antal andra forna Sovjet-republiker.

Den rysk-ukrainska konflikten bedöms bli långvarig. Tillväxtprognoserna bygger på de centrala antagandena att konflikten inte eskalerar militärt, att inga allvarliga störningar sker i ryska energileveranser till Europa och att handelssanktionerna mellan västmakter och Ryssland inte trappas upp. Nuvarande sanktioner – vars negativa direkta effekter antas bli relativt små – antas ligga kvar under större delen av 2015.

Detta är BNP-prognoserna för de sex länder som *Eastern European Outlook* täcker. SEB:s prognoser för 2015 ligger överlag lägre än konsensus.

- **Rysslands** BNP ökar med 0,4 procent 2014, sjunker 0,2 procent 2015 och stiger med beskedliga 1,0 procent 2016. Svaga investeringar, försvagad reallönetillväxt för hushållen och klart lägre oljepris 2015 pressar ekonomin. Rubeln sjunker ytterligare vilket bidrar till att den höga inflationen dämpas endast långsamt. Stödet för president Putin har stärkts av Ukraina-konflikten men väntas erodera över tiden.
- **Ukraina** är i djup recession och har lång väg tillbaka trots att stort valutafall stärker exportutsikterna. BNP faller med 8 procent i år, nolltillväxt nås 2015 och först 2016 återvänder en svag tillväxt på 2 procent. Inflationen är hög och banksektorn är under press. Utökade stödlån från EU/IMF kan behövas. Landet går mot ökad federalism och västorienteringen är ännu inte given trots associationsavtalet med EU.
- **Polen** med relativt små obalanser uppvisar god motståndskraft mot rysk-ukrainska konflikten. Den tyska konjunktursvackan i år är en viktig förklaring till en temporär sättnings även i Polen i höst. Stora EU-fonder och ny snar räntelättnad bidrar till växande inhemsk efterfrågan. Euro-frågan kan bli aktuell politiskt 2015-2016. BNP ökar med 2,7 procent 2014 och 3,0 respektive 3,5 procent 2015-2016.
- **Estlands** starkt exportberoende ekonomi pressas inte bara av lägre rysk tillväxt utan även av trög finsk utveckling och svaga investeringar. Estland fastnar i blek tillväxt på 1,2 procent i år, 1,3 procent 2015. Först 2016 närmar den sig 3 procent.
- **Lettland**, som växte snabbast i EU senaste två åren, får hyfsad tillväxt på 2,7 respektive 3,4 procent 2015-2016, efter årets svacka till 2,5 procent. Inhemsk konsumtion förblir central drivkraft. Koalitionsregeringen blev nyligen omvald och ingen politisk kursändring väntas.
- **Litauen** går mot en bred återhämtning i inhemsk efterfrågan; bygg- och bostadsmarknader har i år börjat vakna till liv, senare än i övriga Baltikum. BNP ökar med 2,7 procent, 3,2 procent och 4,0 procent 2014-2016. Den viktiga energisektorns situation tryggas när landet vid årsskiftet öppnar en ny gasterminal som radikalt minskar det i dag 100-procentiga beroendet av rysk gas.

En särskild **temaartikel** behandlar Rysslands projekt och ambitioner att skapa en motvikt till EU: **Den eurasiska ekonomiska unionen (EEU)**. EEU startar dock 2015 med stapplande steg med endast tre medlemmar; förutom Ryssland ingår Vitryssland och Kazakstan. Det stora potentiella medlemslandet Ukrainas associationsavtal med EU nyligen är ett streck i räkningen för Rysslands unionsbygge.

Fortsatt gradvis återhämtning men ökade nedåtrisker

- **USA leder global uppgång**
- **Övergående stagnation i eurozonen**
- **Centraleuropa står emot Ukraina-krisen väl**

Världsekonomin präglas av en **skör återhämtning**. USA visar bred styrka efter den i hög grad väderdrivna nedgången i början av året. Kinas tillväxt har i år stabiliserats nära myndigheternas mål trots nedgång på fastighetsmarknaden. Japan hackar sig fram i blek takt efter momshöjningen i våras, delvis med stöd av stigande löner. I Väst Europa är bilden splittrad; Storbritannien upprätthåller starkt momentum, i eurozonen dominerar negativa signaler.

Eurozonens BNP stagnerade andra kvartalet. Konfidensindikatorer för såväl industri som hushåll har sjunkit sedan i våras, med tendens till stabilisering på sistone. Tillverkningsindustrins inköpschefsindex låg i september mitt på expansionsgränsen 50 i Tyskland, strax däröver i Italien-Spanien och något därunder i Frankrike. Osäkerhet om Ukrainakrisen samt balansräkningsanpassning i krisländer är två skäl till dämpningen. Vi spår **nolltillväxt i eurozonen även tredje och fjärde kvartalet i år. Tillväxten repar sig gradvis 2015**, den får med sedvanlig viss eftersläpning näring av USA:s uppgång, svagare euro och penningpolitisk stimulans. Ett viktigt antagande är att Tyskland fortsätter att tuffa på i hygglig takt. Senaste halvårets dämpning i Tyskland är knuten till industri och export. Detaljhandeln har trendmässigt fortsatt att förstärkas. Små ekonomiska obalanser och rekordstark arbetsmarknad talar för att tyska svackan är kortsiktig.

Världsekonomin fortsätter att gå i otakt de närmaste åren - först 2016 minskar tillväxtgapet mellan USA och eurozonen - men tillväxten stärks ändå gradvis. Uppgången drivs av allt starkare USA-ekonomi och fortsatt mycket expansiv penningpolitik i OECD; finanspolitiken där är nu på väg in i en mer neutral fas efter tidigare åtstramningar. En viss acceleration av tillväxten i Emerging Markets bidrar positivt. **Global tillväxt växlar upp från 3,4 procent i år till trendnivån 3,8-3,9 procent 2015-2016.**

Inflationen förblir låg till följd av stora lediga resurser, den senaste tidens nedåtpress på råvaru- och livsmedelspriser och ett lägre oljepris. **Brent-priset sjunker** till i snitt 85 USD/fat 2015 då ökat utbud, bl a via att kommande "skiffergasrevolution" ger negativt avtryck i prisbilden. ECB sjösätter ny QE-politik i början av 2015 och låter styrräntan vara orörd. Fed börjar stegvis höja styrräntan i mitten av 2015. USD fortsätter att appreciera mot euron, till 1,20 nästa år.

Nedåtriskerna i BNP-prognosen har ökat sedan i våras. Det beror på ökad geopolitisk oro - bl a om Ukraina, IS-aggressionen i Irak-Syrien samt Libyen - samt svaghet i eurozonen. Rysk-ukrainska konflikten har som vi spådde i EEO i mars i år dämpat sentimentsindikatorer i en rad länder över hela Europa. Förutsatt att konflikten inte eskalerar militärt och att det inte sker mer omfattande handelssanktioner eller allvarliga störningar av ryska gasleveranser till Europa bör de negativa effekterna på sentimentsindikatorer snart börja klinga av om höstens tendenser till en diplomatisk lösning på sikt står sig. Vi står fast vid bedömningen från i våras att **konflikten ger små negativa tillväxteffekter på global nivå**. Den direkta handelskopplingen till Ryssland för enskilda länder är relativt liten, undantaget Baltikum, Finland och närliggande forna Sovjetrepubliker. Investeringsviljan väntas dock dämpas inte bara i närheten av krisområdet utan brett i Europa.

Globala nyckeltal

BNP, årlig procentuell förändring

	2013	2014	2015	2016
USA	2,2	2,3	3,4	3,1
Eurozonen	-0,4	0,7	0,9	1,5
Världen	3,3	3,4	3,8	3,9
Oljepris USD/fat	108,7	105,0	85,0	90,0
EUR/USD, dec	1,38	1,24	1,20	1,20

Källa: SEB

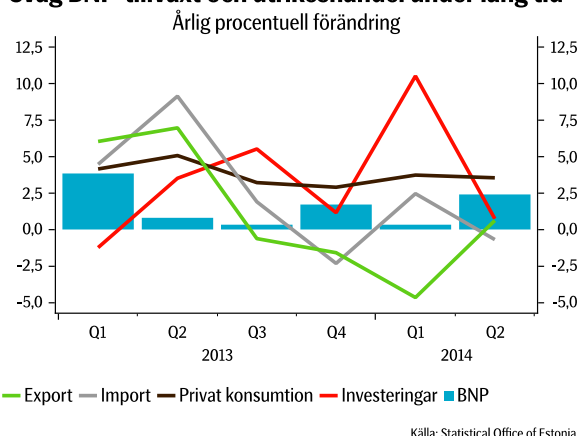
Givet begränsade sanktionseffekter, kvarstår vår prognos att den **gradvisa återhämtning** som inleddes andra halvåret 2013 i främst den **centrala delen i Östeuropa fortsätter de närmaste åren**. Det blir en övergående **svacka andra halvåret i år**. Återhämtningen blir måttlig. Växande privat konsumtion och konjunkturuppgång i Tyskland/Väst Europa kompenserar för exportbortfall i Ryssland samt för sviktande investeringar i länder nära konfliktområdet. De stora länderna i Centraleuropa har relativt liten exportandel till Ryssland. I Polen, Slovakien, Tjeckien och Ungern var också tillväxten mätt i årstakt andra kvartalet i stort sett oförändrad på god nivå jämfört med första kvartalet. **Privat konsumtion förblir central drivkraft**. Hushållen gynnas av goda realinkomstökningar via stabilisering på arbetsmarknader och fortsatt låg inflation, delvis för att det finns kvar betydande lediga resurser. Köpkraften har stärkts ytterligare bara de senaste månaderna då det svaga pristrycket i Polen, Slovakien och Ungern övergått i deflation. Detta bäddar för fortsatt låga räntor. Hushållens efterfrågan på lån väntas därmed öka och bidra till ökad konsumtion.

Blek tillväxt – bara delvis till följd av geopolitik

- Svaghet i export och investeringar
- Konsumtionsdriven tillväxt
- Tillfällig deflation

Den estniska ekonomin har mattats av, med tillväxttal på bara knappt över noll sedan mer än ett år tillbaka. Det andra kvartalet visade en förnyad uppgång i den årliga BNP-tillväxten till 2,4 procent, men det är för tidigt att tolka detta som ett tecken på en återgång till varaktigt höga tillväxttal. Faktum är att uppgången under andra kvartalet berodde på lägre import, i sin tur utlöst av en svag aktivitet i investeringarna. Även om exporten var fortsatt svag, var **bidraget från nettoexporten positivt eftersom importen sjönk ännu mer**. Att BNP-tillväxten under vissa kvartal nått upp till 2 procent i årstakt avspeglar en underliggande svaghet snarare än styrka i ekonomin. **Snabbare tillväxt under enstaka kvartal är därför sannolikt inget som kommer att visa sig vara bestående.**

Svag BNP-tillväxt och utrikeshandel under lång tid



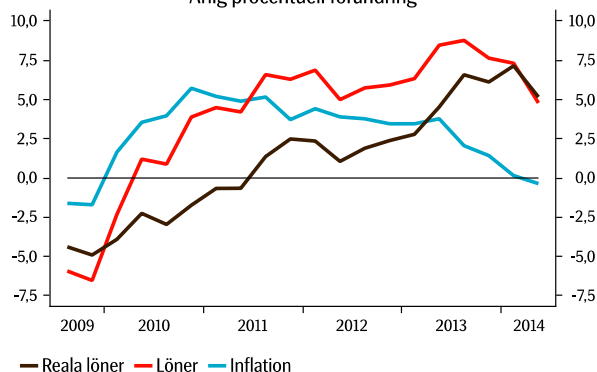
Vi väntar oss att BNP ökar med 1,2 procent under 2014 och 1,3 procent under 2015. Under 2016 stiger tillväxten på årsbasis till 2,8 procent och blir även mer bredbaserad.

Privat konsumtion har stigit i en relativt stabil takt och kommer att **förbli den drivande kraften i ekonomin under det kommande året**. Konsumtionstillväxten har varit aningens starkare i år efter att ha försvagats något under 2013. En förklaring är den negativa utvecklingen för inflationen. **Konsumenterna förväntar sig uppenbarligen att den rådande lätt deflationistiska prisutvecklingen är tillfällig**, i annat fall skulle hushållen ha visat ett mer försiktigt konsumtionsbeteende utifrån förväntningar om ännu lägre priser i framtiden.

Vi tror att konsumentprisfallen bottenar ut under det tredje kvartalet i år och ersätts av positiva inflationstal under fjärde kvartalet, när baseffekter från i fjol också börjar slå in. Med början av 2015, kommer inflationstakten att lyftas av punktskatteshöjningar, samtidigt som globala råvarupriser håller kvar inflationen på relativt måttliga nivåer. Fallande konsumentpriser har också dämpat uppåtrycket på löner. Nedväxlingen i löneökningstakten har förstärkts av den bleka utvecklingen i ekonomin.

Stark reallönetillväxt

Årlig procentuell förändring

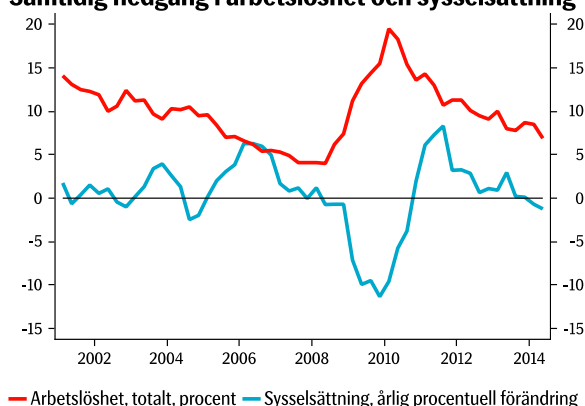


Privat konsumtion har fått stöd av flera olika faktorer.

Läget på **arbetsmarknaden** har varit mycket gynnsamt, med en arbetslöshet som fallit till 6,9 procent under andra kvartalet 2014 och med **reallöner** som växer med starka 5 procent i årstakt. Framöver kommer denna trend att försämrats något. I takt med att tillväxten i nominella löner börjar sakta av och när inflationen kommer tillbaka, kommer reallönetillväxten att hamna under en viss press. Därutöver ser sysselsättningen ut att plana ut eller minska i ett läge då företagen, för att möta utmaningen från växande löner och svag ekonomisk tillväxt, försöker öka sin produktivitet. Men löneökningstakten understöds av en krympande arbetskraft och att arbetslösheten har sjunkit under jämviktsnivån på runt 8 procent. Den krympande arbetskraften visar sig därtill i en ovanlig kombination av samtidigt minskande arbetslöshet och sysselsättning.

Även om den estniska ekonomin drivs av inhemsk konsumtion, har externbalanserna inte försämrats. Tvärtom, under det andra kvartalet visade bytesbalansen ett överskott motsvarande 0,9 procent av BNP. Detta berodde på att konsumtionstillväxten var relativt måttlig samtidigt som investeringarna stagnade.

Samtidig nedgång i arbetslöshet och sysselsättning



Källa: Statistical Office of Estonia

Svagheten i BNP-tillväxten orsakas av både export och investeringar.

Exporten förblir den svagaste länken i ekonomin – särskilt vad gäller varuexporten, som har fallit under mer än ett års tid. **Exportåterhämtningen fortsätter att hämmas av otillräcklig utländsk efterfrågan, särskilt i Finland och Ryssland.** Rysslands importrestriktioner på mat, från länder som har utfärdat sanktioner till följd av landets agerande i Ukraina, adderar till en redan svag efterfrågan från Ryssland och från närområdet. Eftersom dessa handelsförbindelser är relativt blygsamma, kommer effekterna åtminstone inledningsvis inte att bli så omfattande. Ryska sanktioner på mat kommer bara att få begränsade direkta negativa effekter på Estlands export, men kommer att visa sig mer i transportsektorn. Sedan april 2014 har Estlands totala export till Ryssland minskat med omkring 20 procent, men detta är ingenting ovanligt i handelsutbytet med Ryssland. Trots fallande export till Ryssland och Litauen har exporttillväxten fluktuerat kring noll. Exportvolymerna har fastnat på oförändrade nivåer under fyra års tid. Utländsk efterfrågan väntas bara hämta sig något under det kommande året. På den positiva sidan väntas den reala växelkursen börja falla, både via låg inflation och via nedgången i den handelsvägda kursen för euron, vilket kommer att ge visst stöd åt exporten.

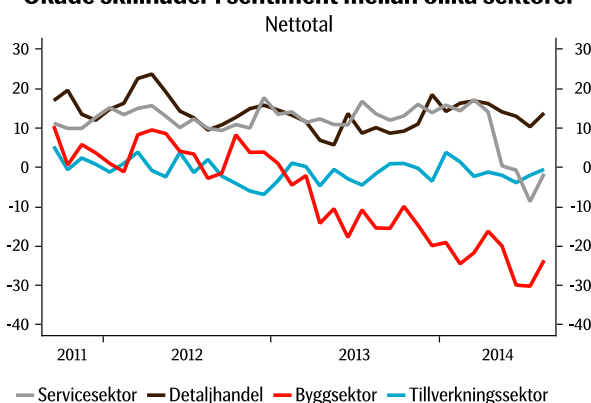
Även om nationalräkenskaperna visar en ökning för investeringarna i reala termer under första halvåret 2014, avslöjar investeringsdata för näringslivet en minskning. Samtidigt fortsätter de offentliga investeringarna att minska. **De offentliga investeringarna väntas inte återhämta sig förrän 2016. Näringslivets investeringar kommer bara gradvis att återhämta sig** under 2015. Maskinrelaterade investeringar har nyligen fallit i ännu snabbare takt än investeringarna i byggsektorn, även om byggsektorn anses vara en av de sektorer som står inför de största utmaningarna. Investeringarna i näringslivet hämmas av bleksiktiga tillväxtutsikter såväl som minskat inflöde av utländskt kapital, medan utlåningen till företagssektorn har börjat öka något igen.

Byggandet minskade under första halvåret 2014, om än ganska måttligt. Nedgången i infrastrukturprojekt motverkas av ett ökat byggande. I början av 2014 hade antalet färdigställda bostäder fullständigt återhämtat sig från de låga nivåerna under tidigare år, och utfärdandet av igångsättningsstillstånd

ökade kraftigt under andra kvartalet, vilket är en indikation på att **återhämtningen inom bostadbyggnad kommer att fortsätta.** Ökat byggande dämpade också prisökningstakten på bostadsytor till 15 procent i årstakt under andra kvartalet, och den nedåtgående trenden väntas fortsätta.

Tillväxttakten i olika sektorer i ekonomin har konvergerat runt noll, men vissa sektorer har gynnsammare förutsättningar än andra. Skillnaderna i tillväxttakt kan därför väntas öka igen. En konsumentdriven tillväxt kommer troligen att gynna detaljhandeln och tjänster relaterade till inhemsk ekonomi, medan transport, jordbruk och byggande kommer att stå inför de största svårigheterna. **Sentimentsindikatorerna fortsätter att visa ökade skillnader mellan olika sektorer, inklusive tydligt negativa utsikter för bygg- och transportsektorn, medan utsikterna för detaljhandel och tillverkningsindustri har förblivit relativt stabila.**

Ökade skillnader i sentiment mellan olika sektorer



Källa: DG ECFIN

Utlåningen accelererar gradvis; utestående lån till enskilda är 2,2 procent större än för ett år sedan och lån till företag 5 procent över nivån i fjol. Eftersom nominell tillväxt uppgick till 4,4 procent under kvartal två, växer utlåningen i en balanserad takt.

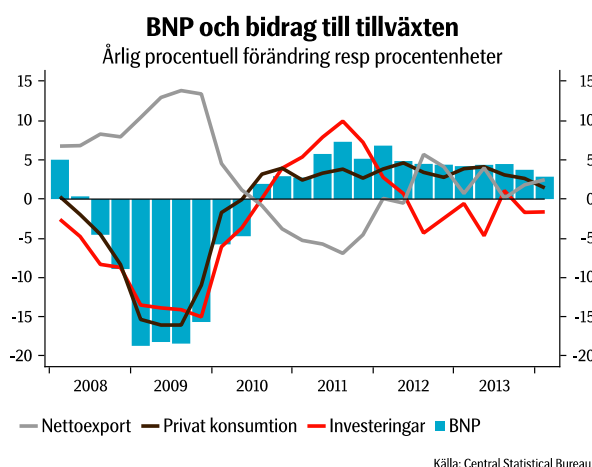
Sedan bildandet av den nya regeringen, bestående av Reformpartiet och Socialdemokraterna, har de båda koalitionspartierna förblivit populära, även om deras stöd har minskat något under de senaste månaderna. Koalitionen fokuserar på att fortsätta att öka de sociala utgifterna under nästa år, likväl som att sänka inkomstskatterna från början av 2015. **Finanspolitiken kommer därmed att förbli ett stöd för privat konsumtion.** Eftersom konsumtionstillväxten har varit starkare än tillväxten i ekonomin som helhet och arbetsmarknaden också förblivit stark, har skatteintäkterna haft en god utveckling, vilket ytterligare eldar på förväntningarna på en utgiftsexpansion. I mitten av 2014, var de offentliga finanserna i balans och det fanns inget behov av att minska den offentliga skulden.

Två nya högerpartier är på väg att bildas. Deras mål är att delta i nästa parlamentsval 2015. Båda har växt fram ur existerande högerpartier och skiljer sig inte mycket från dessa. De nya partierna väntas därför inte bli så väldigt framgångsrika i nästa val.

Geopolitik tynger tillväxten

- Vissa stödåtgärder från regeringen
- Företag söker alternativa exportmarknader
- Inhemsk konsumtion upprätthåller takten

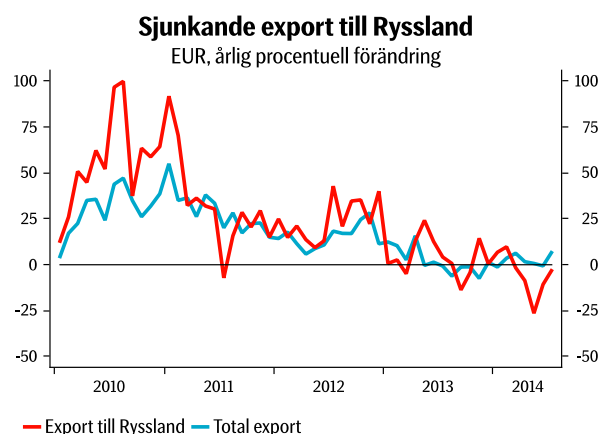
Lettlands ekonomi, som var EU:s snabbast växande ekonomi under de senaste två åren, har varit i en gradvis inbromsningsfas sedan tredje kvartalet 2013 då den årliga BNP-ökningen var så hög som 4,6 procent. Under första halvåret 2014 hamnade tillväxten i årstakt på modesta 2,5 procent. **Dämpningen är i hög grad kopplad till den rysk-ukrainska konflikten.** Byggindustrin har fortsatt att uppvisa stark tillväxt samtidigt som detaljhandelstillväxten varit hygglig. Något överraskande är stagnationen i tjänstesektorer. Denna kan förklaras av den potentiella inverkan från Ukrainakonflikten.



Det är uppenbart att tillväxten kommer att möta fortsatt motvind under de närmaste månaderna. Vid sidan att spänningarna mellan Ryssland och västmakter är den ekonomiska återhämtningen i eurozonen ännu trög. **Exporten väntas fortsätta att öka i svag takt.** I denna osäkra omvärldsmiljö kommer **konsumenterna att spela en stabiliserande roll.** Konsumentförtroendet är på en historiskt hög nivå och har varit relativt motståndskraftigt mot Ukrainakrisen. Privat konsumtion förblir robust. Samtidigt **fortsätter företagare att inta en mycket försiktig hållning,** vilket kommer att påverka en redan **svag investeringsaktivitet.** Vi spår att regeringen skyndar på nyttjandet av EU-fonder. Det väntas bli en av de högsta prioriterade frågorna för den nuvarande och nya regeringen. Sammantaget kommer ryska sanktioner och rysk ekonomisk inbromsning – landet utgjorde 18 procent av Lettlands totala export under 2013 – att sätta avtryck på den lettiska

ekonomin, men det blir inte så kraftfull att tillväxten övergår i stagnation. **Vi räknar med att BNP ökar med 2,5 procent i år, 2,7 procent 2015 och 3,4 procent 2016.**

Den **direkta inverkan från sanktionerna är ganska små, även om en rad olika industrier känner av indirekta effekter.** Värdet av livsmedel som exporteras till Ryssland beräknas motsvara 0,8 procent av total lettisk export. Men de indirekta effekterna är bredare. De omfattar t ex nedgångar i mjölkexport till Litauen och i transport- och logistiksektorer samt även en ökad osäkerhet i andra sektorer som verkar på den ryska marknaden. Det finns dock ljuspunkter. Sannolikheten är hög att lettiska mejeriproducenter bryter in på den kinesiska marknaden i en nära framtid, vilket kompenserar för marknadsförluster och skapar en stor möjlighet för landets hela jordbrukssektor. Transportsektorn har hittills hållits uppe väl. Trots potentiella risker ökade lastvolymen vid lettiska hamnar under januari-augusti med 3,9 procent jämfört med motsvarande period 2013. Frakt som transporterats av stora transportsektorer ökade i samma härad. Den försvagade ryska ekonomin kommer främst att påverka åkerier.



Företag behöver tid att anpassa sig till dessa nya förhållanden och även hjälp från regeringen. Lettlands totala exportvolym är relativt liten och det ska inte vara svårt att finna alternativa marknader. **Vad som drabbas mest är företagens lönsamhet.** När man tar med i beräkningen att Ryssland självt kommer att känna av sanktionerna är det möjligt att det kommer att bli undantag från sanktionerna. Vissa företag kan komma att tillåtas att fortsätta exportera till Ryssland eller tvärtom mötas av specifika nya administrativa restriktioner för sina aktiviteter. Företag på de marknader som påverkas tvingas verka under osäkra förhållanden.

Som ett svar på efterfrågan **inför regeringen skattefrihet för företag som drabbas av ryska sanktioner**. Den riktar sig till företag som har mer än 10 procent av sin totala försäljningsvolym till Ryssland. Därutöver kommer regeringen att anslå 4 miljoner euro i stödåtgärder för företag som tar steg in på nya exportmarknader. Samma kriterier gäller för dessa företags leverantörer. Vidare ska företag som påverkas av sanktionerna få statliga lånegarantier. Den maximala summan som kan tilldelas i lånegaranti för ett företag är 1 miljon euro.

Vi tror inte att det blir en mer expansiv finanspolitik som en respons på de negativa effekterna av den rysk-ukrainska konflikten och svagare rysk efterfrågan. Givet lägre tillväxt blir det utmanande att öka budgetutgifter, och i den rådande geopolitiska situationen finns ett klart behov av att öka militära utgifter. Men hänsyn tagen till det allvarliga läget skulle mindre budgetavvikelse vara rationellt under de närmaste åren.

Industriproduktionen sjönk med 1,5 procent under årets sju första månader, mätt i årsförändring. Tillverkningsindustrin klarade av att växa med 0,5 procent, gruvsektorn med 5,6 procent. Läget förblir spänt men inte bistert. Vi förutspår en **ojäm utveckling mellan sektorerna**, då flera sektorer som trävaror, kemi, datorer, elektronik och optisk produktion väntas visa motståndskraftig tillväxt. Livsmedelsindustrin har fortfarande positiva långsiktiga tillväxtutsikter. Trots svagare rysk tillväxt och mörka exportutsikter kunde Lettlands totala exportvolym växa med 2,5 procent under årets sju första månader mätt mot motsvarande tid i fjol. Importen gick ned med 1 procent.

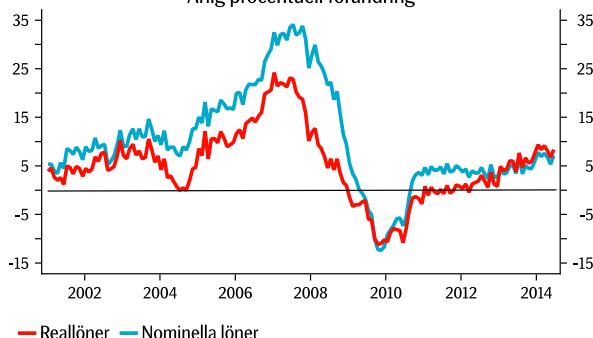
Under de första sju månaderna ökade samtidigt detaljhandelns försäljning med hyggliga 3,8 procent. Om man till låginflationsmiljön lägger förväntningar om fortsatt relativt starka nominella löneökningar blir slutsatsen att reallöner fortsätter att bidra till **växande inhemsk konsumtion**.

En gradvis uppgång i exporten under 2015 i kombination med en måttlig ökning av nuvarande låga investeringsaktivitet och något högre konsumtionstillväxt resulterar i ett fortsatt litet bytesbalansunderskott. Vi bedömer att det relativt stora underskottet i bytesbalansen på 3,6 procent av BNP under första hälften av 2014 var temporärt och främst orsakat av svag export.

Arbetslösheten fortsatte att sjunka under andra kvartalet och uppgick då till i genomsnitt 10,7 procent, en nedgång med 1,2 procentenheter jämfört med kvartalet dessförinnan. Trots lägre tillväxtutsikter väntas **arbetslösheten fortsätta att krympa**.

Sjunkande arbetslöshet har lett till en **gradvis uppgång i lönetillväxten under de senaste åren**. Under det andra kvartalet ökade löner och ersättning brutto med i genomsnitt 6,4 procent jämfört med ett år tidigare; ökningen var något större i privat sektor än i offentlig. Samtidigt är den genomsnittliga lönen i privat sektor lägre. Räknat netto ökade löner och ersättning snabbare, med 8,4 procent. Detta berodde på en sänkning av sociala försäkringsavgifter för anställda från 11 till 10,5 procent samt en höjning av den icke-beskattningsbara delen av privata inkomster som infördes i år.

Lönetillväxt åter på relativt stark nivå efter en "boom-bust"-period
Årlig procentuell förändring

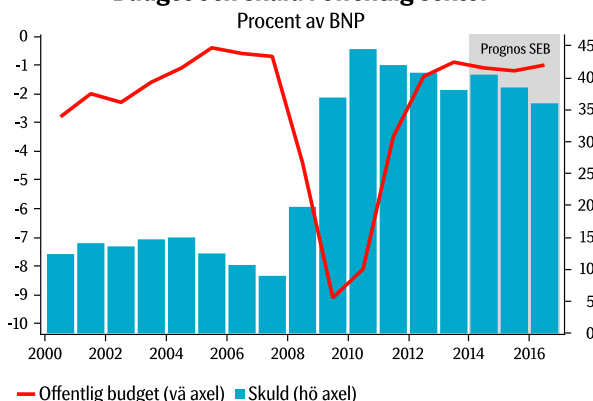


Källa: Central Statistical Bureau

Pristrycket förblir dämpat. I augusti var inflationstakten 0,8 procent. Hittills har inflationen främst drivits av ökade tjänstepriser, eftersom priser på varor är relativt stela. På kort sikt hålls inflationen nere av lägre mat- och oljepriser. Vi räknar med inflationen gradvis går upp något under 2015-2016. Prishöjningar för hushållsel från och med januari nästa år blir en av huvudfaktorerna. Växande lönetryck kommer också att börja visa sig i högre inflation. Vår inflationsprognos är 0,7 procent för 2014, 2,1 procent nästa år och 2,1 procent 2016.

Den **4 oktober** höll Lettland **parlamentsval**. Som förväntat blev center-höger-koalitionen omvald. Regeringspartierna fick 58 procent av rösterna, och väntas ta 61 av de 100 mandaten i parlamentet. Det innebär att regeringspartierna går fram jämfört med de 47 mandat de erhöll i valet 2011. Sålunda ser vi **ingen stor politisk kursändring** i korten. Goda ekonomiska fundamenta, med både offentliga finanser och externbalans i bra skick, bidrar till politisk stabilitet.

Budget och skuld i offentlig sektor



Källa: Central Statistical Bureau, SEB

Stabil tillväxt trots geopolitisk oro

- **Inhemsk efterfrågan motvikt mot utmanande exportmiljö**
- **Ryssland-Ukraina-konflikten tynger sentimentet**
- **Förbättrad energiförsörjning inom räckhåll**

Den litauiska ekonomin utvecklades hyggligt under första halvan av 2014. BNP-tillväxten höll sig hyfsat stabil på 3,1 procent i årstakt. Tillväxten drivs av inhemsk efterfrågan genom både investeringar och privat konsumtion. Samtidigt har exporten tydligt tappat fart. **På ett till två års sikt bedöms ekonomin kunna stå emot externa utmaningar och bibehålla stabil tillväxt** tack vare en återhämtning för investeringarna och starkare exportefterfrågan. Exporten till Ryssland kommer att gå trögt men den väntade återhämtningen i eurozonen ger visst stöd. Vår bedömning är att **BNP ökar med 2,7 procent 2014, med 3,2 procent 2015 och 4,0 procent 2016**.

Både export och industri har mött stora utmaningar under året. Utfallen för export- och industrisiffrorna har **påverkats negativt** av ett fall i produktionsvolymen för landets största oljeexportör, **Orlen Lietuva-raffinaderiet** som stått för så mycket som en fjärdedel av totala varuexporten. I kölvattnet av skifferoljerevolutionen i USA har Orlen Lietuva haft svårt att konkurrera med billigare amerikanska oljeprodukter på den europeiska marknaden och har därför dragit ned sin produktion rejält. Detta kommer fortsätta att tynga exporten och får skarpare effekter än de ryska sanktionerna mot litauiska livsmedelsprodukter.

Det ryska importstoppet för livsmedel som infördes i augusti 2014 kommer att påverka Litauens export negativt ett år framöver om embargot upprätthålls som planerat. **Litauen är det EU-medlemsland som drabbas hårdast av de ryska sanktionerna**. Litauens exportandel till Ryssland är hög (21 procent av totala exporten första halvåret 2014) och andelen produkter som belagts med sanktioner är bland de högsta i EU. **Effekten av sanktionerna** kommer dock att bli **begränsad**. Embargot påverkar 4 procent av Litauens totala export. I slutänden kan effekten bli ännu mindre tack vare ökad försäljning på andra marknader. Dessutom är **87 procent av exporten är vidare-export och transportsektorn väntas påverkas mer än industriföretag**. De flesta företag med verksamhet på den ryska marknaden är medvetna om riskerna och har alternativa affärsplaner. De största företag som producerar mejerivaror och sålt så mycket som 15-30 procent av produktionen i Ryss-

land har sagt att sanktionerna inte är något hot mot deras överlevnad men att det kommer att slå mot lönsamheten.



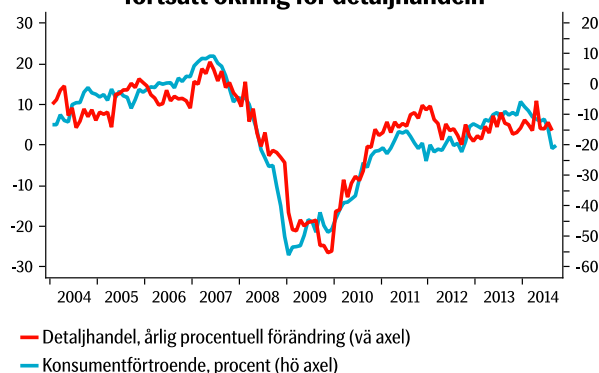
Källa: Nationella statistikbyråer, SEB

Livsmedel och jordbruksprodukter utgör hälften av den export med litauiskt ursprung som går till Ryssland. I övrigt finns det i stort sett inga känsliga exportvarugrupper kvar som kan beläggas med ytterligare sanktioner med undantag för maskiner och materiel. Dessutom planeras sanktionerna upphöra i augusti 2015 vilket därefter ger en positiv effekt. **De nuvarande sanktionerna på livsmedelsprodukter kan sänka Litauens BNP med upp till 1 procent 2014-2015**. Restriktioner på rysk energiexport skulle dock få mycket mer långtgående konsekvenser för den litauiska ekonomin än importsanktioner.

Utvecklingen i energisektorn har gått åt rätt håll under 2014. Med början i juli sänkte ryska Gazprom gaspriset med mer än 20 procent fram till 2016 för Litauens största återförsäljare av gas samt flera andra företag. Därmed kommer kostnaderna för uppvärmning bli de lägsta sedan 2007. Litauen sätter dessutom igång sin egen LNG-terminal i Klaipėda i december 2014. Terminalen kommer att ge en mer diversifierad, marknadsmässig tillgång till gas (i nuläget kommer 100 procent av gasen från Gazprom). En obligatorisk minimivolym LNG kommer att tillhandahållas av norska Statoil samtidigt som Litauen även slutit icke-bindande generella handelsöverenskommelser med sju stora globala LNG-leverantörer. När terminalen blir helt operationell 2015 kommer kapaciteten att täcka hela Litauens gasbehov och landet kommer också att kunna handla på den internationella spot-marknaden för LNG. Under 2015 kommer elkablar till Polen och Sverige att öppnas vilket skapar tillgång till nya energimarknader. I nuläget importerar Litauen elkraft från Estland, Lettland, Ryssland och Vitryssland.

Under första halvan av 2014 stärktes inhemsk efterfrågan både genom förbättrade fundamenta och hyfsat ljusa framtidsutsikter. Privata konsumtionen ökade med 5 procent i årstakt drivet av stigande reallöner, ökande sysselsättning, låg inflation och större penningförsändelser från litauer utomlands. Vid början av 2014 var **konsumentförtroendet** uppe på samma höga nivå som vid början av 2008 men **försämrades betydligt under sommaren** främst på grund av geopolitisk osäkerhet. Detaljhandeln fortsatte växa men försäljningen av varaktiga varor har bromsat in och visar tecken på att ha börjat minska.

Vikande sentiment drivet av Ukraina-krisen men fortsatt ökning för detaljhandeln



Källa: Statistics Lithuania, DG ECFIN

Konflikten mellan Ryssland och Ukraina kommer att fortsätta vara en av de viktigaste faktorerna som påverkar hushållens finansiella beslut. **Reallönerna väntas dock stiga med 4-5 procent 2015-2016** inklusive höjda minimilöner. Billigare uppvärmning kommer att ge **stöd till konsumtionen** speciellt för hushåll med de lägsta inkomsterna.

Arbetslösheten har fortsatt minska men i långsammare takt; genomsnittet under andra kvartalet 2014 var 11,2 procent. Arbetsmarknaden möter problem på två fronter. Å ena sidan är den strukturella arbetslösheten svår att få ned. Å andra sidan har anställningar med hjälp av rekryterare blivit allt mer utbrett, speciellt i bygg-, transport- och tjänstesektorerna. Paradoxalt nog kan de ryska sanktionerna minska problemen med brist på arbetskraft i transportsektorn.

Byggsektorn var den snabbast växande sektorn under första halvan av 2014 och **bostadsmarknaden började skjuta fart efter fem års stagnation**. Första kvartalet 2014 ökade försäljningen av bostäder med 44 procent i årstakt och bostadspriserna började stiga från låga nivåer. Återhämtningen på bostadsmarknaden blev dock kortlivad. Andra kvartalet bromsade försäljningen av bostäder in till 14 procent och i juli-augusti minskade antalet försäljningar med 2 procent i årstakt. Bostadsprisuppgången var måttlig. I augusti 2014 hade lägenhetspriserna i de största städerna ökat med 5 procent från lägstannivåerna.

Bakslaget för återhämtningen på bostadsmarknaden kan förklaras av flera faktorer. För det första finansierades de flesta bostadsköp under 2014 med hushållens egna tillgångar snarare än med bostadslån. Efterfrågan på lån är svag trots de mycket låga räntorna. Dessutom gjorde en del hushåll i början

av 2014 bedömningen att övergången till euro skulle driva upp bostadspriserna men efter en debatt i media med rationella argument har entusiasmen avtagit. Geopolitisk spänning har också tyngt förväntningarna kring bostadsmarknaden. Byggbolagen har haft en försiktig ton i sin kommunikation i likhet med perioden 2005-2007 innan fasighetsbubblan. Vår bedömning är att det under 2015-2016 sker en gradvis och måttlig återhämtning på bostadsmarknaden.

Investeringsökningen har varit relativt försiktig, främst på grund av kvardröjande osäkerhet om externa ekonomiska förhållanden och politiska faktorer. Första halvåret 2014 ökade investeringarna mätt med fasta priser med 12 procent i årstakt men volymen nådde trots detta bara upp till två tredjedelar av nivån innan krisen. Samtidigt ökade kapacitetsutnyttjandet i tillverkningssektorn till 76 procent vilket är rekord. Den svaga investeringsökningen och höga resursutnyttjandet indikerar att investeringarna kommer att återhämta sig i måttlig takt närmaste åren.

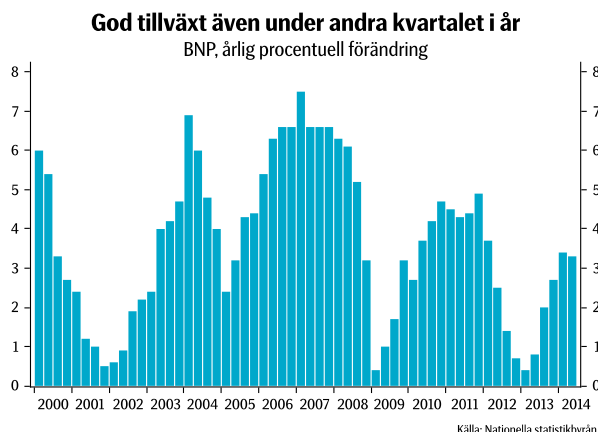
Inflationen är mycket låg; HIKP-inflationen var 0,4 procent i årstakt i augusti 2014. **Inflationstrycket kommer att vara fortsatt lågt närmaste åren**. De kostnadsdrivna inflationsimpulserna kommer att vara svaga, speciellt på kort sikt, på grund av fallande råvarupriser, billigare gas och uppvärmningskostnader och ett ökat utbud av livsmedel till följd av de ryska sanktionerna. Prisavrundningar i samband med euroövergången i januari 2015 bedöms bidra med 0,2 till 0,3 procentenheter i likhet med andra länder. Sammantaget väntas **HIKP-inflationen** för helåret **2014** hamna på **0,1 procent, 0,7 procent 2015 och 1,0 procent 2016**. Den viktigaste drivkraften för stigande inflation 2015-2016 är en gradvis ökning av efterfrågetrycket.

Den kommande **övergången till euro** har redan haft en positiv effekt på Litauens upplåningskostnader och kreditrating. **Allmänhetens inställning till euron har också blivit något mer positiv** senaste åren. Enligt en Eurobrometer-undersökning gjord i september 2014 är 47 procent av litauererna positiva till övergången till euro vilket är en ökning från 41 procent i april 2013. Samtidigt har andelen euro-negativa minskat från 55 procent till 49 procent.

Kortsiktig konjunktursvacka i spår av omvärldsoro

- Tysk tröghet och rysk svaghet dämpar
- Gynnsamt läge för inhemsk efterfrågan
- Osäkerhet och deflation ger sänkt styrränta

Polen kommer att uppvisa en **tillväxtsvacka för årets andra hälft**. Orsakerna är en temporär dämpning i den så viktiga tyska efterfrågan, inbromsning i Ryssland samt kortsiktigt sviktande investeringar till följd av ökad regional osäkerhet i initiala fasen av den rysk-ukrainska konflikten. Under inledningen av 2015 varvar dock tillväxten gradvis åter upp med stöd av att konjunktoren i Tyskland/Västeuropa repar sig. Det stärker åter sentimentbarometrar. Mer penningpolitisk stimulans nu i höst bidrar också över tiden till ökad inhemsk efterfrågan. Polens ekonomi är, med dess förhållandevis små obalanser, fortfarande väl positionerad för en god återhämtning de närmaste åren. **Växande privat konsumtion och såväl privata som offentliga investeringar blir drivkrafter när exporten hämmas** av fortsatt svaghet i Ryssland och Ukraina. **BNP ökar med 2,7 procent i år och med 3,0 respektive 3,5 procent 2015-2016; prognoserna ligger under konsensus.**



Polen var det enda EU-landet som lyckades undgå recession under den senaste globala krisen, dvs såväl under den USA-ledda fasen som den västeuropeiska fasen 2010-2013. Även **2014 har startat hyggligt**. BNP-tillväxten mätt i årstakt på 3,3 procent för andra kvartalet var i stort oförändrad jämfört med takten första kvartalet. Samtidigt kunde **vissa jättecken om en förestående inbromsning** skönjas. **Konsekutivt halverades tillväxten till 0,6 procent under andra kvartalet**, enligt nationalräkenskaperna. Huvudskälet var lägre nettoexport. Officiell månadsstatistik visar att export men även detaljhandel

sviktade påtagligt i juni-juli. **Vikande konjunkturbarometrar** pekar också mot lägre tillväxttal andra halvåret. Exempelvis har inköpschefsindex för tillverkningsindustrin (PMI), efter en tidigare stark uppgångsfas, backat från 38-månadershögsta 55,9 i februari i år till 15-månaderslägsta 49,0 för augusti då det gick under expansionsgränsen 50. En marginell uppgång till 49,5 noterades för september. Försvagad exportefterfrågan är den främsta förklaringen till nedgången i industri-PMI. **Dämpningen i konsumentförtroende har varit mindre och mätningen i september visar en uppåtstuds** och därmed uträddad nedgång. Notabelt är samtidigt att byggsektorns sentiment fortsatt att peka uppåt (om än på relativt låg nivå) och att indikatorn för total industri också stigit en aning, allt enligt EU-kommissionens månadsenkäter. Att tillverkningsindustrins index sjunkit beror förmodligen på att internationella konjunktursvängningar slår igenom mer i detta mått. Tyskland och andra västeuropeiska länder har också visat ett liknande försvagningsmönster i sina PMI. Slutsatsen är att **Polen i hög grad smittats av tysk - och i mindre grad rysk - svaghet**; ca 25 procent av exporten går till Tyskland varav en hel till industrin, 5 procent till Ryssland.

Polskt PMI skuggar tyskt PMI - och pekar mot kortsiktigt dämpad industrikonjunktur



Källa: Markit Economics, Nationella statistikbyrån

Förutsättningarna för växande inhemsk efterfrågan är gynnsamma. Privat konsumtion får näring av **fortsatt goda realinkomster** för hushållen. Lägre inflationsutsikter gör att prognosen för reallöneökningarna 2014-2015 nu skruvas upp till ca 3 procent per år från 2 procent i EEO, mars. Sysselsättningen ökar, om än i modest takt, sedan slutet av 2013 och den relativt höga arbetslösheten på ca 10 procent dämpas något. Med vårt måttliga tillväxtscenario fortsätter arbetsmarknaden att stärkas i beskedlig takt. Vidare förblir **räntorna låga**. En förväntad liten inflationsuppgång under loppet av 2015 och lugn ränteuppgång globalt talar för en svag uppgång i såväl korta som långa räntor på ett-två års sikt. Det uppmuntrar kreditefterfrågan som varit dämpad de senaste åren, mycket be-

roende på relativt strama kreditvillkor till både hushåll och företag. Polens banksystem har varit robust genom omvärldskrisen men har trots det påverkats negativt av skuldavveckling i västeuropeiska moderbanker vilka dominerar sektorn. Avklingande kris i eurozonen har lett till att **kreditförhållandena gradvis tinar upp** sedan ett år tillbaka; detta på bred front även om det under senaste kvartalen varit en åtstramning för bostadslån, att döma av centralbankens senaste bankenkät. En ökad efterfrågan på lån registreras brett över sektorerna, särskilt för konsumtionslån. Ljusnande utsikter för Polens ekonomi var bankernas klart tyngsta argument för att fortsätta lätta på kreditvillkoren. Det visar att eurokrisen är passerad som hämsko.

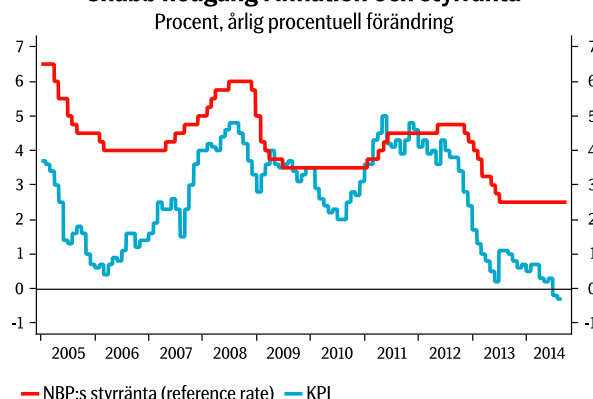
Investeringarna har som förväntat vänt uppåt i år, efter två års fall. De växte med relativt starka 10,7 procent i årstakt första kvartalet och 8,4 procent andra. Än är det svårt att avläsa mer än i så fall **marginellt negativa återverkningar från Ukraina-krisen, men en viss dämpning av investeringsaktiviteten p g a denna är att vänta** åtminstone andra halvåret. Samtidigt **pekar flera faktorer mot en god investeringskonjunktur de närmaste åren** – både i privat och offentlig sektor. Investeringskvoten är relativt låg, tillverkningsindustrins kapacitetsutnyttjande är högt och räntorna är låga. Därtill ska nya strukturmedel portioneras ut från EU:s långtidsbudget 2014-2020; Polen är störst mottagare av alla EU-länder och beloppet (på 105,8 mdr euro) är större än för budgetperioden 2007-2013 trots att EU stramat åt totala budgeten.

Inflationen har växlat ned rejält sedan mitten av 2012 då årstakten var över 4 procent. Sedan oktober 2013 har den legat under 1 procent och bröt i somras igenom nollstrecket, dvs övergick i svagt sjunkande konsumentpriser. Även producentpriserna är nedpressade; i tillverkningsindustri-PMI för augusti sjönk prisindex för tillverkade varor för 21:a månaden i rad. Vår BNP-prognos innebär att potentiell tillväxt på ca 3 procent uppnås nästa år. Likväl **ökar inflationen bara långsamt**, till i snitt 1,3 procent 2015 och 2,0 procent 2016. Lönetillväxten stiger måttligt vilket i kombination med ökad ekonomisk aktivitet och baseffekter höjer inflationen. Vissa kvarvarande lediga resurser på arbetsmarknaden gör dock att produktionsgapet sluts först 2016. Zlotyn väntas appreciera något vilket håller tillbaka importpriser. Dessutom består det svaga pristrycket från omvärlden; oljepriserna väntas sjunka nästa år och prisuppgångar i andra råvaror begränsas av modest global efterfrågan. På kort sikt hålls inflationen tillbaka av lägre priser på frukt och grönsaker till följd av ryskt importstopp.

Under det stora inflationsfallet drog centralbanken ned styrräntan dramatiskt från 4,75 procent i november 2012 till rekordlåga 2,50 procent sommaren 2013. Protokollet från senaste penningpolitiska mötet den 3 september då räntan hölls oförändrad var klart "duvaktigt". Det präglades av en markant ökad oro för svagare tillväxt i Polen och i eurozonen – delvis kopplad till Ukraina-krisen - och alltför låg inflation. **Vi spår två 25-punktersänkningar till 2,00 procent i höst**, med början vid mötet den 8 oktober; 50 punkter direkt kan inte uteslutas. Med en inflation långt under 2,5-procentmålet även

2015 så dröjer det till början av 2016 innan politiken läggs om med en första räntehöjning.

Snabb nedgång i inflation och styrränta



Källa: Nationella statistikbyrån, Polens centralbank NBP

Ekonomiska fundamenta är fortsatt relativt solida. Det tidigare stora bytesbalansunderskottet på 5,0 procent av BNP 2011 har minskat kraftigt, till 1,3 procent i fjol, av både konjunkturella och strukturella skäl; ett tecken på det sistnämnda är att exporten vunnit hyggliga marknadsandelar i flera år. Vi spår små underskott i bytesbalansen på 1-2 procent av BNP de närmaste åren. Offentliga skulden kulminerade vid 57 procent av BNP i fjol och väntas hamna runt 50 procent i år och framöver; dvs under Maastrichtkriteriets riktmärke 60 procent. Årets stora nedgång i skuld beror nästan helt på att en betydande del av privata pensionsfonders tillgångar har överförs till staten (vissa ytterligare årliga överföringar sker även framöver). Offentliga budgeten slår om från -4,3 procent av BNP i fjol till ca +5 procent i år – också det mest en följd av nämnda "pensionsaffär". Nya EU-bokföringsregler (ESA 2010 ersätter ESA 95) trädde dock i kraft med början från september i år vilka förhindrar denna typ av överföring. Polen återgår därmed till budgetunderskott 2015; med stöd av vissa konsolideringsåtgärder väntas det hamna runt 3 procent av BNP, vilket också är gränsvärdet för EU-länder.

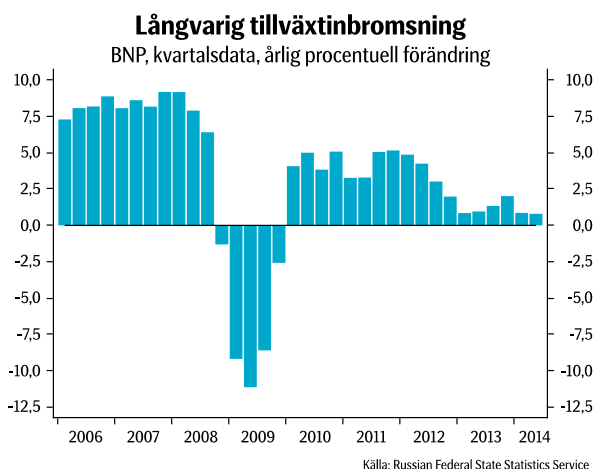
Inrikespolitiskt kämpar center-höger-koalitionen, under ledning av Medborgarplattformen, i motvind med ett sjunkande opinionsstöd det senaste året. Tidigare sparpolitik, partipolitiska spänningar i sakfrågor och "Waitergate"-skandalen där ministrar blivit avlyssnade vid restaurangbesök är några förklaringar till detta. Men vår bedömning är att **regeringen**, som är inne i andra mandatperioden sedan valet 2011, **håller samman till nästa parlamentsval hösten 2015**. En gradvis stärkt ekonomi gynnar sannolikt regeringen. **Bytet av premiärminister** i höst där Ewa Kopacz ersätter Donald Tusk som blivit utsedd till Europeiska rådets ordförande **ändrar inte den politiska kursen**. Kopacz, talman i parlamentet och tidigare hälsominister, uppges allmänt av politiska bedömare att ha stått partikamraten Tusk mycket nära i politiken. Euro-frågan kan mycket väl bli aktuell under vår prognosperiod eftersom Kopacz är en uttalad euro-anhängare. Vår bedömning har sedan länge varit att regeringen gör ekonomin redo för en eurokvalifikation på sikt men utan att binda upp sig vid en tidtabell.

Långvarig stagnation

- **Ukraina-konflikten förvärrar strukturell svaghet**
- **Pressad energisektor**
- **Ökat Putin-stöd men stigande politisk risk på lång sikt**

Konflikten med Ukraina och de kraftigt ökade spänningarna i Rysslands relationer med väst slår hårt mot den strukturellt svaga ryska ekonomin. Kapitalutflödena accelererade rejält i samband med den ryska annekteringen av Krim och den första rundan av sanktioner från väst. Både inhemska och utländska företags investeringsvilja sjönk ytterligare och förvärrade den redan fallande investeringstrenden. Börs och valuta tog rejält med stryk. Rubelförsvagningen har pressat upp inflationen och tvingat centralbanken att föra en stramare räntepolitik som med stigande långräntor inneburit ännu en hämsko för ekonomin.

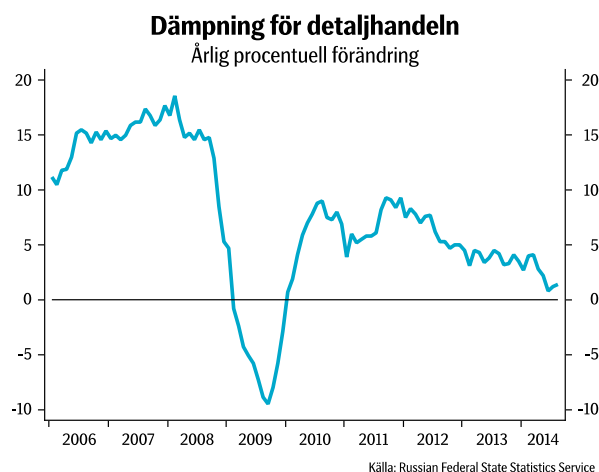
Tendenser till minskad militär och diplomatisk spänning i maj-juni ersattes med ökad eskalering efter nedskjutningen av det malaysiska passagerarplanet i mitten av juli. Konflikten förvärrades då Ryssland i slutet av augusti mer öppet började stödja separatisterna i östra Ukraina. Kapitalutflödena accelererade åter, rubel och börs försvagades på nytt och dessutom utlöstes skärpta sanktioner från väst. Sommarens hårda strider har dock mattats av efter den bräckliga vapenvila som slöts den 5 september.



Konflikten med Ukraina har förvärrat den tillväxtinbromsning som pågått under en längre tid. Trots svag tillväxt är inflationen hög och arbetsmarknaden stark (arbetslösheten har

fallit under 5 procent) vilket är ett tydligt tecken på att **inbromsningen är strukturell** snarare än konjunkturell. **Huvuddrivkraften för tillväxtinbromsningen är svaga investeringar** vilket vi understrukt i tidigare rapporter och analyser (se t ex Economic Insights, "Russia: Reigniting investments key to boosting long term economic growth", december 2013). Den dåliga investeringstrenden drivs av välkända strukturproblem såsom dåligt företagsklimat, för stort statligt inflytande över ekonomin, försämrade demografi och ett stort energiexportberoende. **Reformbehovet är stort.** Reformsteg har tagits (t ex ny budgetlag, övergång till inflationsmål) men mer behöver göras för att få upp investeringskvoten som ligger lågt jämfört med andra tillväxtekonomier. Dessvärre finns tecken på att reformarbetet nu bromsar in.

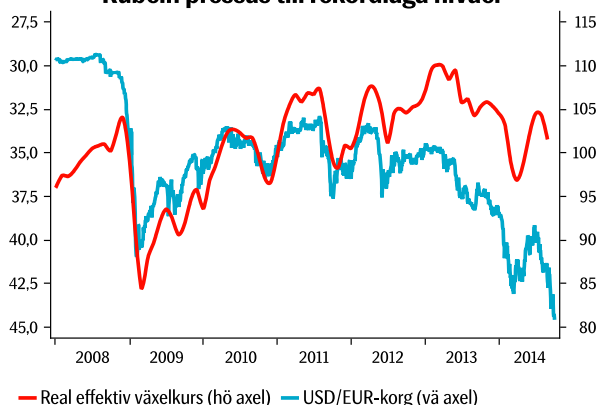
BNP-tillväxten har dämpats kraftigt jämfört med föregående år. Första halvåret 2014 växte BNP med i genomsnitt strax över 0,8 procent per kvartal jämfört med 1,3 procent för året 2013. Konjunkturindikatorer såsom inköpschefsindex och konsumentförtroende ligger på historiskt låga nivåer och pekar på stagnation snarare än återhämtning. Det dåliga företagsklimatet har fått sig ännu en knäck och västs ekonomiska sanktioner har skapat stor osäkerhet vilket ytterligare försvagar företagens investeringsvilja. Investeringarna föll i augusti med nära 3 procent i årstakt och den svaga trenden återspeglas i en knackig utveckling för industriproduktionen. Exporten är dämpad men får viss skjuts av rubelförsvagningen. Samtidigt väntas den nedgång för oljepriset som pågått de senaste månaderna fortsätta nästa år. Den **privata konsumtionen har under tidigare år varit en central drivkraft för tillväxten men försvagas nu.** Detaljhandeln har de senaste månaderna dämpats rejält och växer betydligt långsammare än under 2013. Huvudskälet är försvagad reallönetillväxt.



Västs ekonomiska sanktioner mot Ryssland har trappats upp i flera omgångar och EU har nått den "tredje" skarpaste fasen. Sanktionerna inriktades till en början mot enskilda personer (inreseförbud och frysta tillgångar) och vissa företag men har efter hand breddats för att få ett mer generellt genomslag på finans-, energi- och försvarssektorerna. Utvalda banker och företag hindras i praktiken från att låna upp pengar på europeiska och amerikanska kapitalmarknader medan större oljebolag stoppas från teknologisamarbete med EU och USA. Sanktionerna har tydligt designats för att undvika effekter på Rysslands viktiga energileveranser till Europa. Trots skärpningen blir **sanktionernas direkta tillväxteffekter ändå relativt begränsade** även om genomslaget på enskilda företag i vissa fall blir stort. De kraftigaste sanktionseffekterna är indirekta genom en ökning av osäkerheten kring utvecklingen i Ryssland samt spekulationer om att sanktionerna skärps ytterligare. Sanktionerna förvärrar därmed den redan svaga investerings-trenden och bidrar till tillväxtnbromsningen. Vår bedömning är att **nuvarande sanktioner inklusive Rysslands importstopp för livsmedel ligger kvar under 2015 men trappas inte upp. Vi väntar oss inte heller några allvarliga störningar av den ryska energiexporten till Europa.** Båda sidor drar sig för att starta ett omfattande handelskrig då eurozonens återhämtning är bräcklig och rysk ekonomi mycket svag.

Så länge en eskalering i konflikten med Ukraina undviks och sanktionerna inte trappas upp än mer bedöms Ryssland kunna undvika ett tillväxtras. Investeringsfallet kan då dämpas 2015 och den svaga rubeln samt stärkt extern efterfrågan ger visst stöd genom nettoexporten även om det väntade oljeprisfallet får motsatt effekt. **BNP väntas öka med 0,4 procent 2014. 2015 bedöms BNP minska med 0,2 procent. 2016 finns möjligheter till en försiktig återhämtning och BNP väntas öka med 1 procent.** Prognoserna ligger fortsatt under konsensus. Om väst-sanktionerna lyfts finns förutsättningar för högre tillväxt.

Rubeln pressas till rekordlåga nivåer



Källa: BIS, Macrobond

Efter en tydlig depreciering under 2013 har **rubeln fortsatt försvagas** och har sedan årsskiftet tappat omkring 20 procent mot USD under volatil handel. Rubeln är därmed en av de svagaste valutorna i tillväxtekonomierna 2014. Deprecieringen har fortsatt under hösten och rubeln har nått rekordlåga nivåer mot USD. Försvagningen har drivits av den geopolitiska ut-

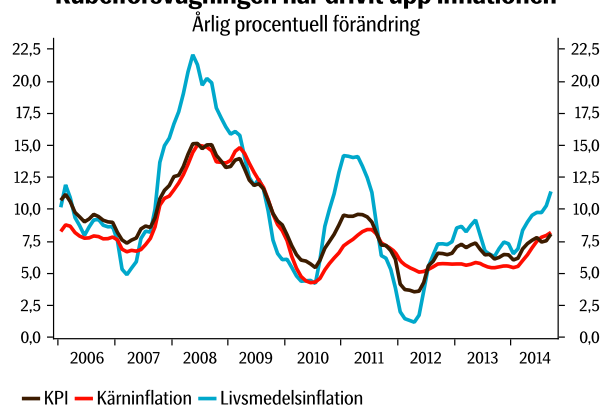
vecklingen, det fallande oljepriset samt av att centralbanken minskat sina interventioner för att stödja rubeln.

Trots försvagningen ligger den reala effektiva växelkursen fortfarande högre än för fem-sex år sedan vilket slår mot konkurrenskraften. Bedömningen är att rubeln fortfarande är övervärderad och deprecieringen väntas fortsätta. Långsiktiga drivkrafter för rubeldepreciering är som tidigare försvagningen av bytesbalansen, dåliga tillväxtutsikter samt kapitalutflöden.

Rubeln väntas stå i 40,2 mot USD vid slutet av 2014 och i 43,0 vid slutet av 2015. Vid slutet av 2016 väntas rubeln stå i 40,0.

Inflationen har stigit från 6 procent vid årsskiftet till 8,1 procent i september. Inflationsökningen förklaras till stor del av rubelförsvagningen som pressar upp inflationen genom stigande priser på importvaror. Även importstoppet på livsmedel bidrar till att höja inflationen genom uppåtpress på livsmedelspriserna. Centralbanken har tvingats revidera upp målet för inflationstakten och det medelfristiga inflationsmålet som ligger på 4 procent bedöms inte kunna nås under vår prognoshorisont. Sammantaget gör rubelförsvagningen och importstoppet för livsmedel att vi tydligt reviderat upp inflationsprognosen sedan i våras. Mätt över helåret **2014 väntas inflationen hamna på 7,4 procent. 2015 dämpas inflationen till 6,5 procent. 2016 bedöms inflationen hamna på 5,5 procent.**

Rubelförsvagningen har drivit upp inflationen



Källa: Russian Federal State Statistics Service

Centralbanken fortsätter förberedelserna för övergången till flytande växelkurs och inflationsmål 2015. Dessa måste dock göras i en mycket utmanande miljö med stigande inflation, fallande tillväxttakt och finansiell turbulens. Styrräntan har sedan i februari 2014 höjts med 250 punkter och ligger nu på 8 procent. En viktig anledning till uppstramningen av räntepolitiken är att försöka minska de stora kapitalutflödena som under första halvåret hamnade kring 75 miljarder USD jämfört med 60 miljarder USD för hela 2013. Efter en minskning andra kvartalet bedöms utflödena åter ha accelererat tredje kvartalet. Omfattande valutaserver och låg statsskuld skyddar dock mot en akut betalningsbalanskris. Styrräntan har även höjts för att motverka rubelförsvagningen och de därav stigande importpriserna. Räntehöjningarna signalerar centralbankens vilja att pressa tillbaka inflationen och bankens kommunikation indikerar inte att en mjukare penningpolitik för att stimulera

ekonomin ligger i korten. Vår bedömning är **att styrräntan ligger kvar på 8 procent under resten av 2014. 2015 höjs styrräntan med ytterligare 50 punkter**. Mot slutet av 2015 väntas en försiktig uppmjukning av penningpolitiken inledas.

I den rådande finansiella turbulensen är det **stabila bank-systemet** en tillgång. Bankerna är hyggligt välkapitaliserade och andelen dåliga lån ligger kring relativt låga 6 procent. Den snabba ökningen av konsumentkrediterna, som utgjort en av de allvarligaste systemriskerna, har dessutom bromsat in. Refinansieringsbehovet är inte speciellt stort på kort sikt. Centralbanken har dessutom skärpt sin övervakning av det finansiella systemet. Tillväxtinbromsningen kombinerat med sanktionseffekter och ett högt ränteläge skapar dock utmaningar. **Sanktionerna har i praktiken gjort det omöjligt för utvalda ryska banker att låna utomlands** vilket skapar likviditetsbrist på dollar och bidrar till rubelförsvagningen. Det finns dessutom tydliga reformbehov. Ett fåtal, stora statliga banker dominerar samtidigt som systemet saknar djup med låg kreditgivning i förhållande till BNP och generellt är dåligt på att slussa besparingar vidare till produktiva investeringar.

Lägre oljepriser pressar energisektorn

Efter en topp i juni kring 115 USD per fat har oljepriset senaste månaderna fallit tillbaka under 100 USD per fat. För 2014 bedöms oljepriset (Brent) mätt som helårsgenomsnitt hamna på 105 dollar per fat. SEB:s oljeprisprognos har reviderats ned rejält för **2015; oljepriset väntas falla till 85 dollar per fat** för att **2016** stiga något till **90 dollar per fat**. Huvudförklaringen till att ett pris över 100 dollar per fat inte kan upprätthållas är svag efterfrågan; både från Europa och från Kina. Samtidigt ökar tillgången på amerikansk skifferolja vilket också bidrar till att pressa ned oljepriset.

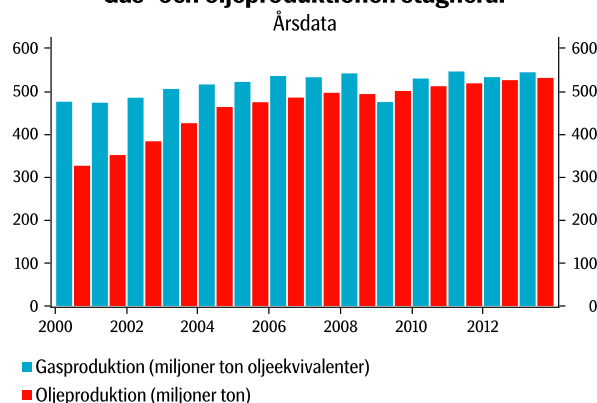
Lägre oljepriser är dåliga nyheter för rysk ekonomi. **Oljeberoendet är fortsatt mycket stort** och en välbehövlig diversifiering av energiexportberoendet har inte kommit igång på allvar. Olja står för omkring 60 procent av totala exporten och för mer än hälften av budgetintäkterna. För att citera den amerikanske senatoren John McCains beskrivning av Ryssland: "a gas station masquerading as a country". Förändringar i oljepriset får rejält genomslag, framförallt genom export- och skatteintäkter. För närvarande balanseras statsbudgeten vid ett oljepris kring 105 USD per fat. År 2007 balanserade statsbudgeten vid 40 dollar per fat. Vår tolkning är att regeringen tar tidigare års problem med snabbt ökande statsutgifter på allvar och att man därför avstår från att föra en mer expansiv finanspolitik så länge inte tillväxtinbromsningen blir betydligt kraftigare än vad som ligger i våra prognoser.

Den ryska regeringens prognos för oljepriset 2015 ligger klart högre än SEB:s, 100 dollar per fat jämfört med 85 dollar. Om vår prognos slår in blir det än mer osannolikt att tillväxtinbromsningen möts med en mer expansiv finanspolitik. Rubelförsvagningen ger visst budgetstöd då det stärker värdet i lokal valuta av statliga oljeintäkter men kan inte fullt ut motverka budgetförsvagningen. Vår bedömning är att **statsbudgeten hamnar i balans 2014. 2015 väntas ett budgetunderskott kring 1 procent av BNP som därefter ökar till 1,5 procent 2016**. Ett lägre oljepris innebär även att den väntade över-

gången till bytesbalansunderskott går snabbare. Vår bedömning är att överskottet i bytesbalansen minskar till 0,5 procent av BNP 2014. 2015 väntas ett underskott på 0,5 procent vilket ökar till 1,0 procent 2016. Omfattande valutareserver gör dock att Ryssland kan klara en försvagning av bytesbalansen utan risk för en akut betalningsbalanskris.

Ett lägre oljepris sätter press på energisektorn som sedan tidigare står inför stora utmaningar. Den **totala produktionen av gas och olja har stagnerat**. Ett problem är att många av gas- och oljefälten är gamla och att utvinningsvolymerna därför minskar. Samtidigt har det i likhet med ekonomin som helhet gjorts alldeles för lite investeringar. Ryssland är dessutom sent ute i den skifferrevolutionen; marknadsstrukturen som dominerar av ett fåtal stora statliga bolag (främst Gazprom och Rosneft) lämpar sig dåligt för att möta behovet av investeringar och ny teknologi. Ryssland har därför sökt samarbete med utländska energibolag.

Gas- och oljeproduktionen stagnerar



Källa: BP

Förutom stagnerade produktion riskerar energisektorn även att drabbas av vikande efterfrågan. De stigande spänningarna mellan Ryssland och väst har gjort att EU inlett åtgärder för att minska det europeiska beroendet av rysk naturgas, bl a genom ökad import från andra länder. Även Ukraina försöker minska det långsiktiga beroendet av rysk gas och har slutit ett avtal med Royal Dutch Shell om utvinning av skiffergas. Åtgärderna kommer dock att ta tid och både Europa och Ukraina kommer fortsatt vara beroende av rysk gas.

Väst har undvikit att rikta sanktioner mot rysk gassektor och gasexport men har lagt ett förbud för utländska företag att förse ryska bolag med teknologi och tjänster kopplade till oljeutvinning. Förbudet får små effekter på kort sikt men riskerar att skapa avsevärda besvär på längre sikt. Det finns redan exempel på hur förbudet slagit igenom. Exempelvis håller det amerikanska oljebolaget Exxon Mobil på att dra sig ur ett samarbete med Rosneft om oljeutvinning i Arktis. Om ryska energibolag inte har möjlighet att samarbeta kring teknologi och investeringar med utländska företag kommer det bli betydligt svårare att få fart på utvinningen av skifferolja samt även utvinning i mer svårtillgängliga regioner såsom Arktis.

Att vända sig mot öst och söka samarbete med Kina är ingen enkel lösning då Kina också hamnat på efterkälken i skiffer-

revolutionen och står inför liknande problem som Ryssland. Inte heller kan Kina eller resten av Asien ersätta Europas efterfrågan på gas inom överskådlig tid. Visserligen slöts i maj ett avtal mellan Gazprom och det kinesiska energibolaget CNPC om ryska gasleveranser under en trettioårsperiod. De ekonomiska fördelarna för Ryssland blir dock begränsade; exportvolymen är relativt liten mätt per år och priset avsevärt lägre än till Gazproms kunder i Europa. Gasavtalet är därför främst symboliskt även om Rysslands ambition att skapa nya marknader i Asien är tydlig.

Sammantaget är det svårt att se hur Ryssland ska kunna få fart på gas- och oljeproduktionen. Det troligaste scenariot är att produktionen stagnerar närmaste åren och därefter gradvis faller tillbaka. **Svaga framtidsutsikter för energisektorn kommer att hämma BNP-tillväxten på lång sikt.**

Hård rysk utrikespolitik oroar

Efter hand som konflikten mellan Ryssland och Ukraina rullat vidare har Rysslands målsättning klarnat. Som vi argumenterat i tidigare rapporter vill Ryssland knyta Ukraina närmare sig och hindra ett närmande till väst. När president Janukovitjs regim i våras ersattes av en västorienterad regering i Kiev förlorade Ryssland mycket av inflytandet över Ukraina. Vår bedömning är att **Rysslands mål är att tvinga fram en federalisering av Ukraina** för att därigenom skaffa sig ett mer permanent inflytande över utvecklingen och försvåra Ukrainas närmanden till EU. Detta stärker bilden av att **konflikten mellan Ryssland och Ukraina samt oron i östra Ukraina kommer att bli långvarig**. Då steg mot en federalisering av Ukraina tagits i form av planer för utökat självstyre för de två östligaste länen är Ryssland sannolikt nöjt med hur konflikten utvecklats och stödjer tills vidare vapenvilan som är en förutsättning för att västs sanktioner mot Ryssland på sikt ska hävas.

Hantering av Ukraina är ett exempel på en hårdare rysk utrikespolitisk hållning. Ryssland använder en kombination av diplomatiska, militära och ekonomiska påtryckningsmedel för att på olika vis skapa sig inflytande över sina grannländer (se tema-artikel) och förbättra det säkerhetspolitiska läget. **Ryssland har kontrat med egna sanktioner gentemot väst.** Import av livsmedel från västländer som infört sanktioner förbjöds den 7 augusti under ett år framåt. Förbud för utländska flygbolag att använda ryskt luftrum har föreslagits men inte genomförts i praktiken. En åtgärd som skulle kunna slå hårt mot enskilda utländska företag är det lagförslag som skulle möjliggöra övertagande av utländska tillgångar. Tanken är att lagen ska kompensera ryska medborgare och företag som fått sina utländska tillgångar frysa. Det är dock osäkert om lagen i praktiken kommer att användas. Generellt finns dock en tydlig trend mot en mer hårdhänt behandling av utländska företag i Ryssland.

Rysslands agerande har resulterat i mycket spända relationer med Väst. Stor oro har uppstått i flera länder i Rysslands närområde. Väst har i första hand svarat genom sanktioner som trappats upp i flera omgångar men även till viss del genom höjd militär beredskap. Detta verkar dock inte ha avskräckt Ryssland i någon större utsträckning och president Putin ver-

kar vara beredd att låta Ryssland utstå både avsevärda ekonomiska kostnader och diplomatisk isolering för att uppnå sina säkerhetspolitiska mål.

Ökat Putin-stöd på kort sikt men stigande politisk risk på lång sikt

Putins popularitet hos befolkningen har ökat rejält på grund av konflikten med Ukraina. Stödet för annekteringen av Krim är massivt och en stor majoritet stödjer även hanteringen av Ukraina. De sanktioner som införts av västländer mot Ryssland har inte drabbat gemene man i någon större utsträckning. Rysslands eget importförbud mot livsmedel får däremot viss effekt då en del importvaror försvinner från butikshyllorna och riskerar att driva upp inflationen. Snarare verkar sanktionerna och den ökade spänningen med Väst att skapa ilska mot Väst och öka Putins stöd bland befolkningen än mer; i alla fall på kort sikt. **Stödet har i opinionsundersökningar stigit till 80-90 procent.** Bilden har därmed ändrats rejält; innan konflikten med Ukraina visade undersökningarna på stagnerande stöd kring 60 procent.

Det finns i nuläget ingen utmanare till Putin om presidentposten. Avsaknaden av en person som kan utmana Putin samt en fragmenterad opposition gör att den inrikespolitiska risken på kort sikt är liten. Samtidigt skärps kontrollen över media ytterligare; en lag som innebär att utländska företag får äga högst 20 procent av ryska medieföretag väntas bli verklighet och myndigheternas kontroll över internet ska intensifieras. Nästa val (Duman slutet av 2016, presidentval 2018) ligger dessutom ännu en bit bort i tiden. Sammantaget är vår bedömning även fortsättningsvis att **den inrikespolitiska risken är liten på kort sikt.**

På lite längre sikt är dock den politiska osäkerheten betydande. Trots det ökade stödet för Putin i närtid är vår bedömning liksom tidigare att **stödet kommer att erodera över tiden**; det är svårt att se hur det rekordstarka stödet ska kunna upprätthållas. Åren 2000 till 2012 präglades av snabbt ökande levnadsstandard; BNP per capita nära fördubblades under denna period. Vårt långsiktiga scenario med svag ekonomisk tillväxt innebär dock att en period med snabbt stigande disponibelinkomster för hushållen nu ersätts med stagnerande levnadsstandard. Sannolikt kommer Putin att försöka fortsätta spela på de nationalistiska stämningar som finns för att flytta fokus från den svaga ekonomin. Frågan är dock om strategin kommer att hålla i längden. Ett möjligt scenario är att missnöjet bland befolkningen åter kommer att stiga när euforin kring Krim-annekteringen börjar lägga sig och de inhemska problemen åter kommer i förgrunden. Detta skulle skapa utrymme för politisk opposition.

Den centrala frågan för den politiska utvecklingen på längre sikt kretsar kring Putins agerande. Hur länge kommer Putin att delta i politiken? Vem kommer att ersätta honom och hur kommer överlämningen att gå till? Det finns i nuläget inga tecken på att **Putin** skulle lämna politiken och vår bedömning är att han **ställer upp i presidentvalet 2018.**

Djup recession - lång väg tillbaka

- **Ukraina pressas till federalisering**
- **Stödlån minskar risken för betalningsbalanskris**
- **Valutafall tynger hushåll och banker**

Sommarens strider i östra Ukraina mellan armén och separatister har ersatts av ännu en bräcklig vapenvila. Det politiska läget är fortsatt svårbedömt och samtidigt har den ekonomiska nedgången accelererat. Stödlån från IMF och EU som ska möjliggöra att Ukraina kan hantera återbetalningarna av utlandslån har reducerat risken för en betalningsinställelse men kan inte motverka den kraftiga minskningen i industriproduktion, investeringar och detaljhandel. Trots en stor valutaförsvagning har exporten inte kunnat väga upp svagheten i inhemsk efterfrågan. BNP-nedgången tilltog andra kvartalet till -4,6 procent i årstakt efter första kvartalets nedgång på drygt 1 procent. BNP-fallet bedöms ha accelererat rejält tredje kvartalet drivet av intensiva strider i östra Ukraina där huvuddelen av industrin ligger. **BNP väntas minska med 8,0 procent 2014. 2015 väntas nolltillväxt. 2016 accelererar tillväxten svagt till 2,0 procent.**

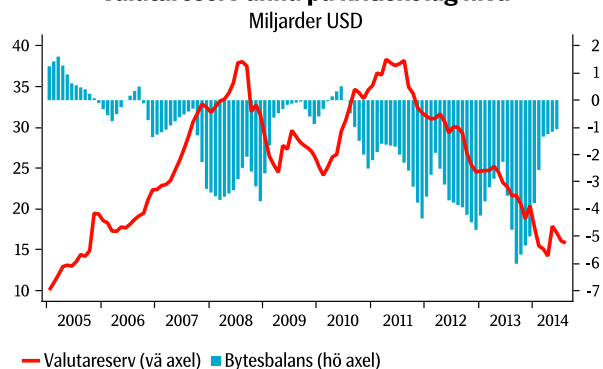
Den ukrainska armén såg i augusti ut att vara på väg att besegra separatisterna. Framgångarna vände dock snabbt när Ryssland mer öppet började stötta separatisterna och det är nu svårt att se någon militär lösning. Istället pressas Ukraina till att gå med på utökat självstyre för de östra regionerna för att nå en politisk lösning. I mitten av september röstade Ukrainas parlament igenom en lag som ger de två östligaste länen Donetsk och Luhansk ökat självstyre under en treårsperiod efter att lokalval genomförts den 2 november 2014.

Lagen blir sannolikt ett första steg mot en federalisering av Ukraina. Även om en vapenvila stoppar mänskligt lidande och materiell förstörelse så kommer federalisering att vara ett mycket högt pris att betala då Ryssland kommer att kunna använda sitt inflytande för att stoppa eller allvarligt försvåra Ukrainas strävanden att närma sig väst och EU. Regeringen tvingas därmed väga en vapenvila mot kraftigt försvagad kontroll över de östra regionerna. **Vårt huvudscenario är att Ukraina accepterar en utveckling mot federalisering och att mer omfattande strider därmed inte återupptas.** Utökad självständighet för östra Ukraina stärker vår bild av att **konflikten med Ryssland blir långvarig.** En vapenvila skapar möjligheter för ekonomisk stabilisering 2015 och försiktig tillväxtåterhämtning 2016 men federaliseringen kommer samtidigt att försämra Ukrainas långsiktiga utsikter.

Den **26 oktober** ska **nyval till parlamentet** hållas. Det är svårt att sja om valutgången. Det har funnits starkt stöd bland stora delar av befolkningen för att konflikten i östra Ukraina ska lösas genom att separatisterna besegras militärt. En politisk lösning baserad på federalisering ökar därför risken att valet resulterar i ett parlament med nationalistisk inriktning. Detta skulle riskera att ytterligare försämma förhållandet till Ryssland men även riskera att försvåra genomdrivandet av impopulära reformer.

Associationsavtalet mellan Ukraina och EU har godkänts av Europaparlamentet och ratificerats av det ukrainska parlamentet. Avtalet kommer att gälla provisoriskt men träder formellt i kraft först då det godkänts av EU:s 28 medlemsländer. Associationsavtalet kommer att ha en viktig funktion att fylla genom att öppna kanaler för dialog och samarbete och pressa på Ukrainas reformarbete. Frihandelskomponenten kommer dock att träda i kraft först vid årsskiftet 2015-2016; en eftergift från EU gentemot Ryssland för att dels stödja fredsprocessen men även undvika att Ryssland startar ett fullskaligt handelskrig gentemot Ukraina. Fördröjningen ger även de ukrainska företagen ytterligare lite tid att försöka bli mer konkurrenskraftiga innan hemmamarknaden öppnas upp för tullfria EU-produkter.

Tidigare stort bytesbalansunderskott minskar men valutaserv ännu på kritiskt låg nivå



Stödlånen på totalt omkring 30 mdr dollar från IMF och EU som löper över två år och som började betalas ut i maj har avsevärt minskat risken för en betalningsbalanskris. Kiev har visserligen reducerat gasprissubventionerna vilket är ett krav kopplat till stödlånen men i övrigt är det tunt med reformarbete. **IMF har varnat för att stödlånet kanske inte är tillräckligt omfattande;** den accelererande recessionen samt sommarens eskalering av konflikten och striderna i östra Ukraina har slagit hårt mot skatteintäkterna och BNP-nedgången blir djupare än IMF:s tidigare bedömningar. **Läget är fortsatt mycket allvarligt.**

Valutareserven ligger fortfarande på kritiskt låg nivå och centralbanken tvingas föra en mycket stram penningpolitik för att förhindra kapitalutflöden och ytterligare valutaförsvagning. Sedan årets början har styrräntan höjts med sex procentenheter till 12,50 procent. Samtidigt ökar budgetunderskottet. Vår bedömning är att **IMF och EU kommer fortsätta betala ut de nuvarande stödlånen** och med tanke på det svåra politiska läget finns sannolikt en vilja att skjuta till mer pengar.

Underskottet i bytesbalansen har under 2014 minskat rejält jämfört med förra årets underskott kring 9 procent av BNP. Vår bedömning är att bytesbalansunderskottet 2014 minskar till omkring 3 procent av BNP. Förbättringen har drivits av den kraftiga valutaförsvagningen samt minskad gasimport som gjort att handelsbalansen förbättrats från ett stort underskott till ett litet överskott. Exporten har trots hryvnia-försvagningen utvecklats mycket svagt drivet av dålig efterfrågan på den viktiga stålexporten samt en kraftig minskning av exporten till Ryssland som utgör en fjärdedel av Ukrainas totala export. Minskningen förklaras både av den ryska tillväxtinbromsningen men även av ryska handelshinder. Förbättringen av handelsbalansen drivs därför främst av kraftigt minskad import. Valutaeffekten väntas dock bidra till gradvis stärkt export under 2015.

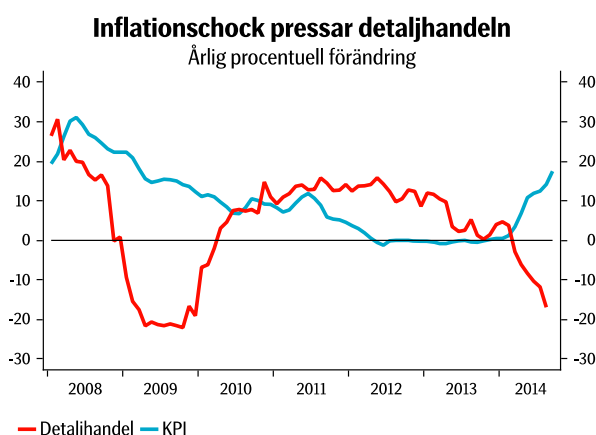
Hryvnian har sedan USD-pegen övergavs i februari pressats ned till nya rekordlåga nivåer gentemot USD; i slutet av augusti snuddade valutan vid 14 mot USD. Sedan årsskiftet är försvagningen nära 40 procent. Huvudriskerna mot hryvnian är politiska och kopplade till en ny eskalering i konflikten med Ryssland samt riskerna för en betalningsinställelse. Centralbankens kapitalkontroller ger hryvnian visst skydd men räcker inte för att motverka effekterna av mer omfattande geopolitiska chocker. Vår bedömning är att **hryvnian står i 13,0 mot USD vid slutet av 2014 och i 14,0 vid slutet av 2015 och 2016**.

Valutaförsvagningen har som väntat bidragit till att inflationen rusat i höjden. Från noll-inflation under stora delar av 2012 och 2013 har inflationen skjutit fart under 2014 och översteg i september 17 procent i årstakt. Förutom den kraftiga hryvnia-försvagningen som driver upp priset på importvaror har även reducerade gasprissubventioner bidragit till den snabba inflationsuppgången. **Mätt som årsgenomsnitt hamnar inflationen på 11,0 procent 2014. 2015 och 2016 dämpas inflationen till 10,0 procent respektive 6,0 procent.**

Deprecieringen av hryvnian tillsammans med den fallande aktiviteten i ekonomin har satt **rejäl press på banksektorn**. Bankerna skadas av den stora andelen lån och tillgångar i utländsk valuta. Utlåningen i utländsk valuta motsvarar omkring 37 procent av lånestocken. Lånetillväxten drabbas av en kombination av både efterfråge- och utbudsfaktorer i form av minskad efterfrågan på lån från hushåll och företag samt fallande kapitalkvoter på valutasäkring. Den redan extremt höga andelen dåliga lån (omkring 40 procent) väntas stiga än mer. Det finns därför en betydande risk för betalningsinställelser inom privata sektorn då möjligheterna att få stöd från regeringen eller centralbanken är små.

Hushållen pressas från flera håll. Förutom att den politiska och ekonomiska osäkerheten dämpar hushållens vilja att kon-

sumera gör den stigande inflationen kombinerat med en kraftig dämpning av tillväxttakten för de nominella lönerna att real-lönerna nu faller. Samtidigt gör försvagningen av hryvnian att det blir dyrare att finansiera hushållens lån i utländsk valuta (75 procent av bostadslånen är tagna i USD). Dessa faktorer har fått ett tydligt genomslag på detaljhandeln som försvagats rejält senaste månaderna. Från att skapat positiva tillväxtbidrag tidigare år kommer BNP-bidraget från den privata konsumtionen i år att bli kraftigt negativt.



Källa: State Statistics Service of Ukraine

Även aktiviteten i industrisektorn har minskat rejält. Industrins långvariga problem med svårigheter för den viktiga stålsektorn samt dåligt företagsklimat har förvärrats ytterligare av konflikten med Ryssland. Striderna i östra Ukraina har slagit hårt mot den redan svaga industrin. Exempelvis visar statistik för Luhansk-regionen, där hårda strider rasat, att industriproduktionen i augusti i år minskat med 85 procent jämfört med augusti 2013. Ukrainas fem östligaste län (Dnipropetrovsk, Donetsk, Charkiv, Luhansk och Zaporizjzja) står för mer än hälften av totala industriproduktionen och mer än en tredjedel av BNP. Oroligheterna i området får därmed stort genomslag och **i augusti föll industriproduktionen för Ukraina som helhet med mer än 20 procent i årstakt**. Företagens investeringsvilja påverkas negativt av den osäkra politiska utvecklingen; investeringarna minskade med nästan 20 procent i årstakt andra kvartalet.

Ryssland har sedan länge en hållhake på Ukraina genom Ukrainas stora importberoende av rysk naturgas. Förhandlingar mellan Ukraina och Ryssland om gaspriset strandade i juni 2014. Som en följd av detta avbröt Ryssland gasleveranserna och krävde att Ukraina i fortsättningen betalar i förskott. Bedömningarna varierar men Ukraina bör kunna klara sig på existerande lager fram till årsskiftet om inte vädret under hösten och början av vintern blir kallare än normalt. Om det i slutänden blir brist på gas kommer effekterna att bli mest omfattande för industrin då hushållens tillgång till gas kommer att prioriteras. En tillfällig lösning som ska garantera leveranser under hösten verkar dock vara på gång. Ukraina ska betala 385 USD per tusen kubikmeter gas och börja göra avbetalningar på gasskulden. När avbetalningarna inletts kommer Ryssland att släppa på gasen.

Ukraina sätter käppar i hjulen för ryskt unionsbygge

- **EEU ska bli motvikt till EU men få medlemmar**
- **Ukrainas väst-väg inte given trots EU-avtalet**
- **Ryssland fortsätter bromsa Ukrainas väst-integration**

Ett redskap som Ryssland har för att stärka det ekonomiska och politiska inflytandet över tidigare Sovjetrepubliker är **bildandet av Eurasiska ekonomiska unionen (EEU) som är tänkt att starta den 1 januari 2015**. Helt säkert har Rysslands president Vladimir Putin haft – och har alltså – ambitioner att få med Ukraina i denna union. Presidenten och regeringen i Ukraina och en stor del av befolkningen vill dock i stället närma sig EU.

Den 16 september 2014 ratificerade respektive godkände Ukrainas parlament och Europaparlamentet ett **associations-avtal mellan EU och Ukraina**. "Överenskommelsen väntas skapa ett djupgående politiskt partnerskap och ekonomisk integration mellan EU och Ukraina samt ge fritt marknadstillträde" uppgav Europaparlamentet i ett pressmeddelande. Avtalet börjar gälla provisoriskt då det kan ta några år innan alla EU-länder har godkänt det. Handelsbestämmelserna i associationsavtalet skulle ursprungligen trätt i kraft i november i år men Ukraina och Ryssland enades den 12 september 2014 om att skjuta upp den provisoriska starten av dessa till den 31 december 2015.

Associationsavtalet är ett viktigt steg i Ukrainas strävanden att öka integrationen med EU/Väst. Det var landets före president Janukovitj's plötsliga och oväntade kovändning strax före EU-toppmötet i Vilnius i november 2013 att inte underteckna avtalet som blev startskottet för omfattande och blodiga folkliga protester under förra vintern. Janukovitj avsattes och en ny, mer västorienterad president och regering tillträdde. Detta accepterades inte av Moskva. Strider med ryska separatister inblandade blossade upp i Krim i februari 2014 och Ryssland annekterade Krim i mars under förevändning att skydda etniska ryssar. Därefter har strider mellan ukrainska armén och separatister till och från, varvade med bräckliga vapenvilor, pågått i östra Ukraina.

Det är dock **långt ifrån givet att Ukrainas väg** med ett provisoriskt EU-associationsavtal i hamn **nu ligger helt utstakad västerut**. För det första är Ukraina, med sin historia, i hög grad ett kluvet land i folkliga väst- och östsympatier. För det andra

riskerar inbördesstrider åter att blossa upp och leda till en fortsatt uppdelning av Ukraina. För det tredje kommer sannolikt Ryssland med olika ekonomiska, politiska och militära metoder att fortsätta att försöka bromsa Ukrainas EU-integrationsarbete. Ryssland vill ha ett inflytande över det folkrika Ukraina av både säkerhetspolitiska och ekonomiska skäl. Inte minst vill Ryssland försöka upprätthålla viss kontroll på energiområdet: 30 procent av Europas behov av naturgas kommer från Ryssland varav hälften transporteras genom Ukraina. Allt detta talar också för att **konflikten med Ukraina troligen blir långvarig**.

Rysslands planer på en eurasisk union blev officiellt kända 2011 i Putins (som var premiärminister 2008-2012) programartikel "Det nya integrationsprojektet för Eurasien". Han betonade där att det inte var ett nytt Sovjetunionen som skulle bildas. Notabelt är att samme **Putin år 2005** (då han var president) fällde **kommentaren att upplösandet av Sovjetunionen var förra århundradets största geopolitiska katastrof**. Syftet med unionen, enligt Putins artikel 2011, var att ekonomiskt knyta samman EU med Asien och Stilla-havsregionen i ett framtida frihandelsområde. Medlemskap i nya eurasiska unionen skulle vara frivilligt och den skulle acceptera medlemmars europeiska integration.

Rysslands mål med EEU är ambitiöst; unionen är tänkt att på liknande vis som EU fungera som en inre marknad med fri rörlighet för kapital, personer, arbetskraft och tjänster. Marknaden ska vara fri från tullavgifter och gränskontroller. På sikt är tanken att en gemensam valuta ska skapas.

Faktiska och potentiella EEU-medlemsländer

EEU-medlemmar från starten den 1 januari 2015 i **fetstil**.

BNP-data för 2013. Befolkningsdata för 2014.

Land	BNP (PPP, mdr USD)	Befolkn. (milj)	BNP per capita (USD)
Ryssland	2 553,0	142,5	18 100
Ukraina	337,4	44,3	7 400
Kazakstan	243,6	17,9	14 100
Vitryssland	150,4	9,6	16 100
Uzbekistan	112,6	28,9	3 800
Azerbajdzjan	102,7	9,7	10 800
Turkmenistan	55,2	5,1	9 700
Georgien	27,3	4,9	6 100
Armenien	20,6	3,1	6 300
Tadzjikistan	19,2	8,1	2 300
Kirgizistan	14,3	5,6	2 500
Moldavien	13,3	3,6	3 800

Källa: CIA World Fact Book

Redan 2010 togs de första stegen mot den framtida Eurasiska ekonomiska unionen. Då bildade **Ryssland, Vitryssland och Kazakstan** en tullunion som 2012 övergick i det s k Gemen-samma ekonomiska utrymmet. Ledarna i dessa tre länder undertecknade den 29 maj i år ett unionsavtal som ska börja gälla den 1 januari 2015, dvs denna trojka ingår i EEU-starten. **Diskussioner** pågår även med de **potentiella kandidaterna Armenien, Kirgizistan och Tadzjikistan**.

Även om de ryska ambitionerna är höga har bildandet av EEU gett upphov till både kritik och oro och anses av många snarare vara ett försök att återupprätta Sovjetunionen än att skapa ett parallellt EU.

I praktiken finns det dessutom **flera inneboende svagheter med EEU-projektet**:

- För det första har det genom sin storlek klart viktigaste potentiella medlemslandet **Ukraina tydligt vänt sig mot EU** snarare än EEU. **Många av de potentiella kandidatländerna är mycket små** och dessutom på en låg utvecklingsnivå. Ett EEU utan Ukraina blir därför en betydligt svagare union.
- För det andra har det **ekonomiska samarbetet inte kommit speciellt långt**. När Ryssland i augusti i år införde importstopp för livsmedel från EU-länder och västländer som infört sanktioner mot Ryssland vägrade Kazakstan och Vitryssland att följa efter. Det handlar därför än så länge främst om politik och symbolism.
- För det tredje finns det **i flera potentiella medlemsländer stor oro** kring att **närma sig Ryssland**. Av historiska skäl är det ryska inflytandet över de forna Sovjetrepublikerna redan omfattande. De flesta har betydelsefulla ryska minoriteter vilket skapat oro för ett Ukraina-liknande scenario, och flera har även ryska militärbaser. Rysk statstelevision har stort inflytande. Dessutom har Ryssland vid flera tillfällen på olika sätt under de senaste åren utövat påtryckningar på länderna.
- För det fjärde vill **flera av länderna hellre närma sig EU** än Ryssland och i några fall ses Kina som den bästa samarbetspartnern i framtiden.

Sammantaget är vår bedömning att **den Eurasiska ekonomiska unionen kommer att starta med stapplande steg** och framstår inte som särskilt stark initialt. Det är svårt att se hur EEU åtminstone under de närmaste åren ska kunna utvecklas till en motvikt till EU med de inbyggda svårigheterna, särskilt med tanke på den fortlöpande ryska konflikten med Ukraina.

ESTLAND

	2009	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)
BNP, %	-14,7	2,5	8,3	4,7	1,6	1,2	1,3	2,8
Inflation, årsgenomsnitt, %	-0,1	3,0	5,0	3,9	2,8	0,1	1,6	1,9
Arbetslöshet, %	13,6	16,7	12,3	10,0	8,6	7,2	6,5	5,2
Bytesbalans, % av BNP	2,5	1,7	-0,2	-2,1	-1,4	-1,7	-0,8	-0,2
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-2,0	0,2	1,0	-0,3	-0,5	-0,4	-1,0	-0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	7,1	6,6	6,0	9,7	10,1	10,0	9,5	9,4
3-månaders ränta, årets slut	3,30	1,10	1,40	0,20	0,30	0,40	0,10	0,15

LETTLAND

	2009	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)
BNP, %	-14,2	-2,9	5,0	4,8	4,2	2,5	2,7	3,4
Inflation, årsgenomsnitt, %	3,3	-1,2	4,2	2,3	0,0	0,7	2,1	2,1
Arbetslöshet, %	17,5	19,5	16,2	15,0	11,9	10,8	9,8	8,6
Bytesbalans, % av BNP	8,2	2,3	-2,8	-3,3	-2,3	-1,2	-1,6	-2
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-9,1	-8,1	-3,5	-1,4	-0,9	-1,1	-1,2	-1,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	36,9	44,5	42	40,8	38,1	40,5	38,5	36,0
EUR/LVL, årets slut	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7	-	-	-
Styrränta, årets slut	4,00	3,50	3,50	2,50	0,25	0,05	0,05	0,05

LITAUEN

	2009	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)
BNP, %	-14,2	1,6	6,1	3,1	3,1	2,7	3,2	4,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	4,2	1,2	4,1	3,2	1,2	0,1	0,7	1,0
Arbetslöshet, %	13,7	17,8	15,4	13,4	11,8	11,5	10,5	10,0
Bytesbalans, % av BNP	3,7	0,1	-3,7	-0,2	1,6	0,0	-2,0	-3,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-9,3	-7,1	-5,4	-3,2	-2,1	-2,0	-1,5	0,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	29,0	37,4	38,0	40,0	39,0	41,0	40,0	35,0
EUR/LTL, årets slut	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	3,45	-	-
3-månaders ränta, årets slut	3,90	1,50	1,66	0,68	0,41	0,15	0,10	0,15
5-års ränta, årets slut	6,60	4,60	5,40	2,40	2,40	1,80	1,60	1,80

(p) = prognos

POLEN

	2009	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)
BNP, %	1,6	3,9	4,5	2,0	1,6	2,7	3,0	3,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	4,0	2,7	3,9	3,7	0,8	1,4	1,3	2,0
Arbetslöshet, %	8,1	9,7	9,7	10,1	10,3	10,4	10,1	9,5
Bytesbalans, % av BNP	-3,1	-4,3	-4,5	-3,4	-1,6	-1,0	-1,5	-2,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-7,5	-7,8	-5,1	-3,9	-4,3	5,5	-3,0	-2,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	50,9	54,9	56,2	55,6	57,0	50,0	50,0	50,0
EUR/PLN, årets slut	4,1	4,0	4,5	4,1	4,1	4,2	4,0	3,9
Styrränta, årets slut	3,50	3,75	4,50	4,25	2,50	2,00	2,00	2,50
5-års ränta, årets slut	5,91	5,52	5,34	3,21	3,78	2,1	2,7	3,3

RYSSLAND

	2009	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)
BNP, %	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,4	-0,2	1,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	11,7	6,9	8,4	5,1	6,8	7,4	6,5	5,5
Arbetslöshet, %	8,4	7,3	6,5	5,5	5,5	5,3	5,6	5,5
Bytesbalans, % av BNP	4,1	4,4	5,1	3,5	1,5	0,5	-0,5	-1,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-6,3	-3,4	1,5	0,4	-1,3	0,0	-1,0	-1,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	10,6	11,3	11,6	12,7	13,9	14,1	15,7	17,0
USD/RUB, årets slut	30,10	30,50	32,08	30,36	32,85	40,2	43,0	40,0

UKRAINA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)
BNP, %	-14,8	4,1	5,2	0,2	0,0	-8,0	0,0	2,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	16,0	9,4	8,0	0,6	-0,3	11,0	10,0	6,0
Arbetslöshet, %	9,0	8,4	8,2	7,8	8,3	9,0	9,3	8,8
Bytesbalans, % av BNP	-1,5	-2,2	-5,5	-8,3	-9,1	-2,8	-3,0	-3,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-6,3	-5,8	-3,5	-5,5	-6,5	-7,5	-6,0	-4,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	35,4	40,5	36,8	37,4	41,7	60,0	63,0	65,0
USD/UAH, årets slut	8,00	7,97	8,00	8,05	8,23	13,00	14,00	14,00

(p) = prognos

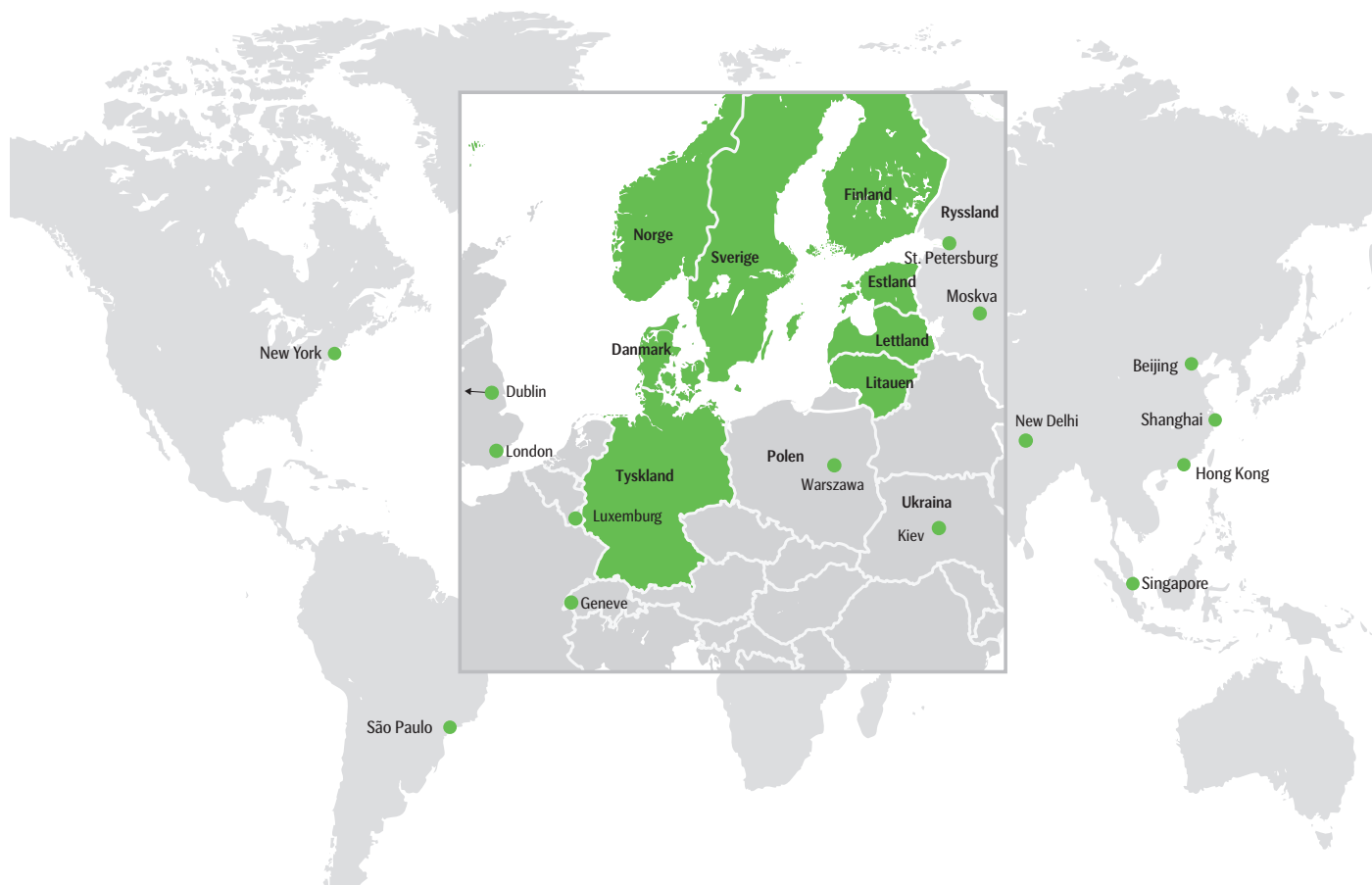
Ekonomisk Analys tillgänglig på Internet

Eastern European Outlook finns också tillgänglig på Internet: www.seb.se under Nyheter tips och råd och Nyheter, chattar och 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 2014 uppgick koncernens balansomslutning till 2 654 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 605 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.