



Eastern European Outlook

Ekonomisk Analys – Mars 2015

Baltikum och Centraleuropa
står väl emot Ukraina-konflikten
och djup rysk recession

Tema: Ryska finansiella reserver

S|E|B

Eastern European Outlook utkommer två gånger per år. Denna rapport publicerades den 25 mars 2015.

Rapporten skrevs av Mikael Johansson (chefredaktör), Andreas Johnson, 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, Ryssland, Ukraina
+46 8 763 80 32

Dainis Gaspuitis
SEB Riga
Lettland
+371 67779994

Vilija Tauraite
SEB Vilnius
Litauen
+370 52682521

Sammanfattning

Baltikum och Centraleuropa fortsätter att uppvisa god motståndskraft mot rysk-ukrainska konflikten samt ryska livsmedelssanktioner och accentuerad ekonomisk svaghet. Huvudskälet är gynnsamma villkor med starka re-alinkomster för hushållen (gäller särskilt Baltikum) som ger robust privat konsumtion. Framöver stöttar även ljusnande exportutsikter till Tyskland. Men tillväxttalen blir sammantaget måttliga de närmaste åren när rysk export viker och svaga företagsinvesteringar bara stärks långsamt som en följd av geopolitisk oro i regionen. Precis som i övriga Europa förblir inflationen mycket låg i Baltikum och Centraleuropa, framför allt på grund av låga energipriser. I Estland studsar dock inflation upp relativt snabbt i kölvattnet av en alltmer ansträngd arbetsmarknad där fortsatt emigration bidrar till ökad arbetskraftsbrist och fortsatt hög lönetillväxt. Samtliga baltstater brottas med emigrationsproblem och underliggande svag demografisk utveckling.

Den rysk-ukrainska konflikten bedöms fortfarande bli långvarig och vapenvilan bräcklig. Sanktionspolitiken är alltmer svårbedömd. Orsaken är en ökad splittring inom EU om en gemensam hållning mot Ryssland. Huvudscenariot är att sanktionerna från Väst ligger kvar åtminstone 2015.

Ryssland går mot ett stort BNP-fall i år i spåren av nedväxlingen av oljepris, den rubeldrivna inflationschocken och fortsatta finansiella sanktioner från Väst. Starka finansiella reserver utgör ett skydd närmaste åren. Men dessa gröps samtidigt ur och rysk ekonomi, som redan präglas av stora strukturproblem, kommer att vara i ett klart bräckligare tillstånd när den först 2017 kommer ur recessionen.

Ukraina är i akut ekonomisk kris, med närmast uttömda centralbanksreserver. Den nyligen beslutade utökningen av internationella stödlån samt kommande skuldnedskrivning med privata obligationsinnehavare gör att landet kan undvika en betalningsinställelse.

Detta är BNP-prognoserna för de sex länder som *Eastern European Outlook* täcker. SEB:s prognoser för 2015 och 2016 ligger generellt något lägre än konsensus.

- **Rysslands** BNP faller med 5,0 procent 2015 och sjunker 1,0 procent 2016. En viss uppgång i oljepriset bidrar till stabiliseringen. Rubeln är sårbar men stärks gradvis.
- **Ukraina** backar rejält även i år, med 6,0 procent. Valutaraset – som framöver vänds i en viss appreciering – bidrar till en svag exportdriven tillväxt på 1,0 procent 2016.
- **Polen**, med relativt solida fundamenta, växer med 3,4 procent respektive 3,6 procent 2015-2016. Polen växer därmed snabbast i Östeuropa. Den negativa tillväxteffekten från schweizerfrancens uppgång på många polska bolån blir relativt liten.
- **Estlands** starkt exportberoende ekonomi är sakta på väg ur en relativt djup tillväxtsvacka 2013-2014. BNP ökar med 2,2 procent i år och 2,7 procent 2016.
- **Lettland** får oförändrad tillväxt på 2,4 procent i år följt av en stegring till 2,7 procent 2016. Stundande presidentval kan ge politisk instabilitet men ekonomin är robust.
- **Litauens** tillväxt dämpas något i år, till 2,6 procent, men varvar upp till goda 3,5 procent 2016. Den viktiga energisektorns situation tryggas med stöd av en ny gasterminal och kraftkablar som radikalt minskar beroendet av rysk energiimport.

Fortsatt gradvis återhämtning men deflationsrisker kvar

- **USA leder global uppgång**
- **Centraleuropa står emot Ukraina-krisen väl**
- **Sanktionspolitiken svårbedömd**

Världsekonomin återhämtar sig gradvis med stöd av amerikansk uppgång, nedväxlingen av energipriser som bara stiger svagt framöver, starkt expansiv penningpolitik och stigande tillgångspriser. USA väntas snart åter visa bred styrka efter övervägande besvikelser i konjunktursignalerna på sistone. I Väst Europa och eurozonen ljusnar tillväxtutsikterna nu något när fundamentalt relativt robusta Tyskland går starkare och krislandet Spanien är på väg upp, även om Italien och Frankrike hackar brottandes med strukturproblem. Storbritannien upprätthåller ganska starkt momentum. I Asien hankar Japan sig fram med hjälp av förbättrad export till framför allt USA. Kinas tillväxt fortsätter dock att långsamt bromsa in och regimen parerar detta med mer ekonomisk-politiska stimulanser. På global nivå har konjunkturindikatorer stärkts något jämfört med i höstas. Sammantaget varvar **världsekonomin BNP-tillväxt** successivt upp från **3,4 procent i fjol till 3,6 procent i år och 3,9 procent 2016**. Det senare är i linje med trendtillväxt på strax under 4 procent.

Globala nyckeltal

BNP, årlig procentuell förändring

	2013	2014	2015	2016
USA	2,2	2,4	3,1	3,2
Eurozonen	-0,5	1,1	1,3	1,7
Världen	3,2	3,4	3,6	3,9
Oljepris USD/fat	108,7	99,6	60,0	70,0
EUR/USD, dec	1,38	1,21	1,00	1,00

Källa: SEB

Kvarvarande lediga resurser i stora delar av världen ger fortsatt lågt lönetryck, även om löneökningarna i USA accelererar till följd av stramare arbetsmarknad; arbetslösheten där matchar nästan redan jämviktsnivån. Råvaru- och matpriser stiger svagt. Oljepriset (Brent) ökar från i genomsnitt 60 USD/fat i år till 70 nästa år, en kraftig nedrevidering från 85-90 i förra *Eastern European Outlook*, oktober 2014. Allt talar för att **inflationen förblir låg**; i närtid uppmäts på många håll fortsatt deflation p g a energieffekter. Underliggande inflation och inflationsförväntningar ligger långt under centralbankernas mål. ECB fortsätter med sin expansiva penningpolitik utan mer åtgärder. Fed och BoE börjar stegvis höja sina styrräntor i

september 2015 respektive februari 2016. Euron försvagas ytterligare och EUR/USD går mot paritet i år.

Den rysk-ukrainska konflikten och förväntade ryska recessionen ger små negativa tillväxteffekter globalt. Handelskopplingen till Ryssland för enskilda länder är relativt liten, undantaget Baltikum, Finland och närliggande forna Sovjetrepubliker. Företagens investeringsvilja dämpas dock inte bara i närheten av krisområdet utan även brett i Europa.

Konflikten bedöms fortfarande bli långvarig och vapenvilan (senaste uppgörelsen "Minsk 2" i februari i år) bräcklig. Den **fortsatta sanktionspolitiken** från en rad västnationer samt ryska motdrag är **svårbedömd**. USA har hela tiden sedan den startades kort efter Rysslands Krim-annektation för ett år sedan legat steget före EU och haft ett högre tonläge mot Ryssland, delvis troligen för att det ekonomiska utbytet är klart mindre för USA. Den bilden lär bestå. EU utvärderar löpande om sanktioner ska förlängas eller trappas upp. En ökad splittning inom EU om hållningen mot Ryssland kan skönjas. Till en början var motiven främst ekonomiska. På senare tid har vissa länder inte velat provocera Moskva för att säkra vapenvilan. Framöver kan senaste årets frammarsch för nationalistiska - men samtidigt ryssvänliga - politiska partier (i t ex Frankrike, Grekland och Ungern) komplicera en enig syn. **Huvudscenariot är att sanktionerna från Väst ligger kvar åtminstone 2015.**

Tillväxten i centrala och sydöstra delen av Östeuropa har som SEB förväntat sig varit **motståndskraftig mot Ukraina-krisen och svag rysk efterfrågan**. Huvudskälet är **god inhemsk efterfrågan**, där konsumtionen får näring av relativt stark lönetillväxt, låg inflation och sjunkande arbetslöshet. Även räntor pressas ned i linje med mönstret i Väst Europa. Konsumentförtroendet i Centraleuropa är på historiskt god nivå; i Tjeckien tangeras rekordhögsta. Centraleuropas export till Ryssland är relativt liten. Klart viktigare är Tyskland och där har SEB i februari-mars gjort vissa uppjusteringar av BNP-prognoserna. Företagens investeringar i Centraleuropa har dock varit relativt svaga. Investeringsstillväxten hämmas av den geopolitiska oron i närområdet men väntas ändå öka framöver. Generellt sett har milda dämpningar av BNP-tillväxten registrats för flertalet länder andra halvåret i fjol. Sedan i höstas har SEB reviderat ned tillväxtprognoserna bara något trots klart försämrade utsikter för Ryssland; Polen-prognosen höjs nu till något. En **sämlare investeringsutveckling är huvudrisk i BNP-bedömningarna** för Centraleuropa.

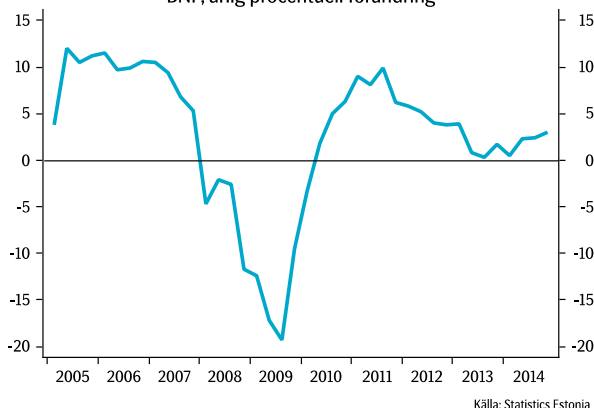
Lönedriven inflation hotar trots svag återhämtning

- **Goda realinkomster ger robust konsumtion**
- **Ryssland hämmar men sänker ej exporten**
- **Ingen kursomläggning efter parlamentsval**

Estland är **sakta på väg att ta sig ur sin relativt djupa tillväxtsvacka** 2013-2014 som orsakades av svag extern efterfrågan och fallande offentliga investeringar. Detta **trots att tunga handelspartnern Ryssland nu går in i recession**. Ljusnande exportutsikter i Västeuropa, fortsatt god privat konsumtion samt nästa år lite starkare investeringar kompenserar för exportbortfall till Ryssland och fortsatt mager finsk tillväxt. Men sammanvägt blir återhämtningen trög. Lägg därtill att **alltmer besvärande utbudsrestriktioner på arbetsmarknaden** hämmar tillväxten. **BNP väntas öka med 2,2 procent 2015 och 2,7 procent 2016**, efter fjolårets ökning med 2,1 procent. Så sent som 2012 växte Estland med 4,7 procent näst snabbast i EU (efter Lettland).

Tillväxten accelererade gradvis under 2014, från nära noll första kvartalet mätt i årstakt till 3,0 procent sista kvartalet, trots accentuerade ryska exporttapp. **Förbättringen andra halvåret drevs av en uppgång i tillverkningsindustrin**, främst i de viktiga exportinriktade branscherna elektronik- och trävaror som bl a redovisade säljlyft till Sverige. Delvis bidrog positiva baseffekter. Detaljhandelns försäljning växte stadigt i en årstakt om 5-6 procent. Bygg- och transportvolymerna dämpades dock. Det sviktande byggandet bedöms till stor del vara en temporär reky efter en stark start på året, medan transportsektorns svaghet är mer varaktig eftersom den i hög grad är kopplad till vikande rysk transittrafik.

Tillväxt på väg att repa sig efter svacka 2013-2014
BNP, årlig procentuell förändring



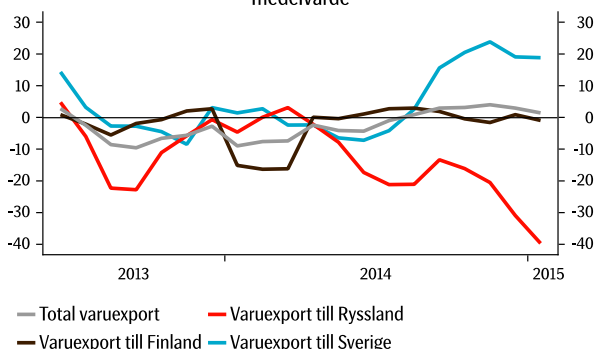
Barometrar stödjer tesen att konjunkturen i stort sett har bottnat och att uppgången blir trevande. Enligt EU-kommissionens månatliga indikator har industrins sentiment stigit bara marginellt sedan i somras efter en tydlig dämpning i början av 2014 i anslutning till rysk-ukrainska konflikten utbrott. Konsumentförtroendet har legat kvar stabilt på höga historiska nivåer ända sedan slutet av 2013, efter tidigare trendmässig stegring. Ukraina-krisen har inte satt några negativa spår där.

Utrikeshandeln har stor påverkan på ekonomins utveckling eftersom Estland har en exceptionellt hög exportandel av BNP på 75-80 procent. Huvudmarknader är Sverige (18 procent av total export), Finland (15 procent), Lettland (11 procent) och Ryssland (10 procent). Varuexporten sjönk i fjol med 2 procent mätt i löpande priser. Den ökade till Sverige och Lettland men föll till Finland och Ryssland; den senare med 15 procent.

Svaghet i rysk försäljning är dock ingenting nytt. Den dämpades kraftigt redan i slutet av 2012 och har varit svag och slagig sedan dess, med ökad nedgång i fjol. **En svag total exportökning väntas i år** när Västeuropa växer något snabbare men Ryssland tynger efterfrågan; först 2016 blir det lite bättre fart i exporten. Viss omorientering till nya marknader lindrar negativa ryska effekter, bland dem även sanktionseffekter på jordbruk och livsmedelsproducenter. Vidare ger fortsatt eurodepreciering visst stöd eftersom ca 60 procent av exporten går utanför eurozonen. Rysk turism till Estland föll i fjol med 10 procent i spåren av rubelrasen, men total turism steg ändå 2 procent.

Export till Sverige upp - Ryssland ned

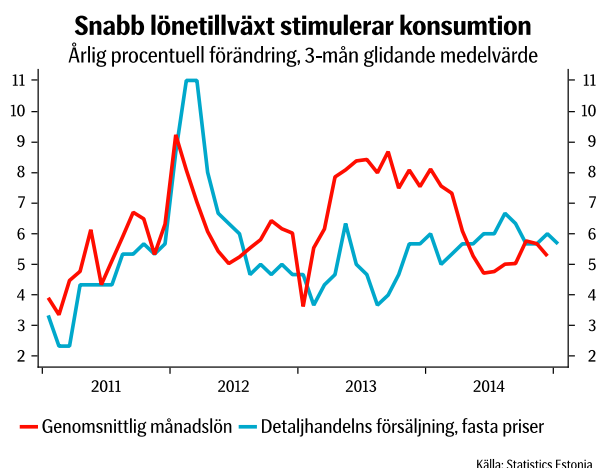
Löpande pris EUR, årlig procentuell förändring, 3-mån glidande medelvärde



Investeringsaktiviteten har varit svag i två år och **ökar bara gradvis** framöver med stöd av EU-strukturmedel samt förnyad fart i byggandet, drivet av bostäder, efter rekylen nedåt andra halvåret i fjol. Ökat utbud av bostäder väntas moderera den snabba husprisstegringen; snabbast i EU första halvåret 2014,

näst snabbast efter Irland tredje kvartalet. Geopolitisk osäkerhet i närområdet och osäkra exportutsikter dämpar företagens investeringsvilja.

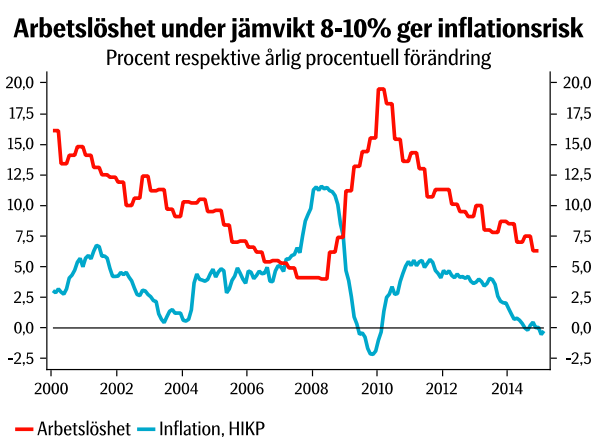
Privat konsumtion förblir draglok. Hushållens goda villkor består, särskilt i år innan inflationen permanent studsar upp. Starka realinkomster och låga räntor driver på detaljhandel och bilförsäljning. Ännu något lägre arbetslöshet, fortsatt nominell lönetillväxt på 5-6 procent och oförändrad låg inflation ger bränsle i år. Även inkomstskattesänkningen (till 20 från 21 procent), ökat familjestöd och höjd minimilön bidrar.



Arbetslösheten har trendmässigt sjunkit sedan kulmen på 19,8 procent första kvartalet 2010 i samband med depressionen. Ett **minskande utbud av arbetskraft** har skyndat på nedgången, vilket är följder av en fortsatt nettoemigration (som dock visat tecken på minskning senaste två åren) och lågt barnafödande. 2014 sjönk arbetslösheten till 7,4 procent och sysselsättningen steg svagt; fjärde kvartalet var arbetslösheten 6,3 procent – lägsta nivån sedan 2008. Prognosen för i år och nästa år är 6,5 respektive 5,8 procent. Detta är **väl under beräknad jämviktsarbetslöshet** på 8-10 procent. Efter överhettningen 2006-2007 uppmättes under 2008 en arbetslöshet på 4-nivån och lönedriven inflationsexplosion på över 10 procent. Förhållandena i ekonomin är förstås annorlunda nu med en BNP-tillväxt på beskedlig nivå, lågt pristryck från omvärlden och på kort sikt sänkt energiinflation. Dessutom finns lärdomarna av vad som skedde efter en överdriven inhemsk efterfrågan och kreditillväxt. Men den **allt stramare arbetsmarknaden riskerar att på ett par års sikt ge inflationsproblem**. I januari 2015 visade en enkät att ett av fem tjänsteföretag och ett av tio industribolag såg arbetskraftsbrist som det största produktionshindret. En annan varningssignal är internationell statistik över enhetsarbetskraftskostnader som visar att Estland tillsammans med Island och Norge för de tre senaste åren (2014 är OECD:s prognos gjord i november) sticker ut med en avvikande hög ökningstakt bland alla OECD-länder; senaste två åren ca 6 procent per år i Estland.

Pristrycket är ännu obefintligt. I januari föll årstakten i HIKP till -0,5 procent, främst drivet av energikomponenter. **Lägre energipriser** var också huvudskäl till att inflationen för helåret 2014 uppgick till låga 0,5 procent – kraftigt ned från 3,2 pro-

cent 2013. Energiprisnedgången var bredbaserad och den största på 20 år. Prisökningar på livsmedel och jordbruksvaror var ytterst svaga och hölls i viss mån tillbaka av överutbud till följd av det ryska importstoppet som infördes i augusti i fjol och som planeras ligga kvar åtminstone ett år. Även kärninflationen föll i fjol trots snabb lönetillväxt. Minskade vinster i näringslivet bidrog. **Inflationen förblir oförändrat låg i år** när oljeeffekter under dryga första halvåret kraftigt dämpar tolv-månaderstakten. För 2016 förutspås en uppgång i oljepriset med 10 USD/fat. I korgen ligger också nya höjningar av konsumtionsskatter/avgifter (bl a på gas) och administrativa priser. Vidare väntas det ackumulerade höga lönetrycket börja slå igenom på konsumentpriserna när företag försöker förbättra sina vinster. Sammantaget pekar detta mot att **inflationen lyfter rejält nästa år till i snitt 2,3 procent**.



Offentliga finanser är starka. Estland fortsätter att uppvisa lägst offentlig skuld i EU; ca 10 procent av BNP. Fortsatt små budgetunderskott på ½ procent av BNP väntas, dock med risk för att det stiger till ¾ procent i år eftersom finanspolitiken har en lätt expansiv inriktning via både högre utgifter och sänkta skatter. Bland annat ökar sociala transfereringar till hushållen, pensioner höjs med ca 6 procent och försvars- och säkerhetsutgifter stiger med hänvisning till Ukraina-krisen.

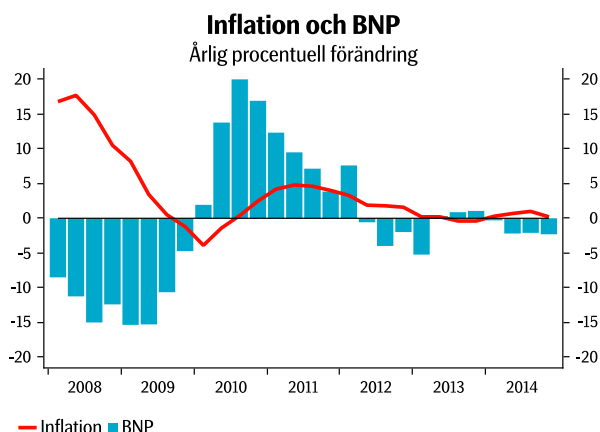
Estland har lång tradition - ända sedan den tidigare budgetlagen som infördes 1999 och som ersattes med en ny förra året – att värna om budgetdisciplin. Budgeten har också varit nära balans sedan 2010. **Någon större kursomläggning av den ekonomiska politiken är heller inte att vänta** efter utgången av det parlamentsval som hölls den 1 mars 2015. Det styrande center-högerpartiet Reformpartiet har suttit i olika regeringskoalitioner ända sedan 1999 och blev efter valet 2007 för första gången största parti i parlamentet. Ännu är det tidigt att sja om detaljer i den nya koalitions politik. Men notabelt är att premiärminister Taavi Rõivas i vintras gjorde utspel om att skatterna på arbetskraft bör sänkas de närmaste åren och att även skattebördan för låginkomsttagare bör lindras.

Privat konsumtion fortsätter driva tillväxten

- **Starka reallöneökningar**
- **Skakig export, svaga investeringar**
- **Arbetslösheten nära strukturell jämvikt**

2014 växte den lettiska ekonomin med 2,4 procent vilket var den **svagaste ökningen under perioden efter krisen**.

Aktiviteten i tillverkningsindustrin och på fastighetsmarknaden bromsade in medan byggsektorn uppvisade den snabbaste ökningen. Detaljhandeln och tjänstesektorn uppvisade positiva trender. Trots oro för krympande rysk transithandel fortsatte den uppåtgående trenden för transportsektorn även om utsikterna för 2015 är osäkra. Den huvudsakliga drivkraften för BNP-tillväxten 2014 var privat konsumtion som bidrog med 1,5 procentenheter till den totala tillväxten. Offentlig konsumtion bidrog med 0,6 procentenheter och nettoexporten med 0,2 procentenheter. Investeringarna motsvarade svaga 1,6 procent.



Även 2015 bedöms den privata konsumtionen vara ekonomins viktigaste motor. Förutsättningarna finns för fortsatt tillväxt men takten kommer att bestämmas av förtroendet hos konsumenterna. Mycket av osäkerheten kring tillväxten är kopplad till investeringarna. Enkätundersökningar bekräftar att **företagen är försiktigt inställda till expansion.** Tillgången till EU-fonder kommer att spela en stor roll. Tack vare bättre utsikter för eurozonen finns potential för en exportuppgång vilket skulle kunna få en viss positiv effekt på investeringsaktiviteten. För tjänsteexporten är läget mer komplext. Sammantaget är bedömningen att **BNP ökar med 2,4 procent 2015 och med 2,7 procent 2016.**

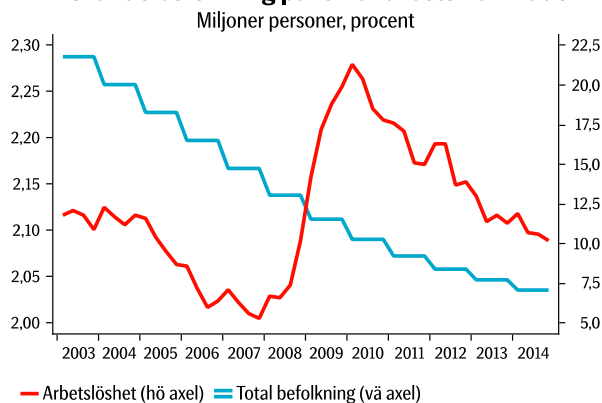
Trots utmanande externa förhållanden i form av ryska sanktioner, rubelförsvagningen och dess effekter på marknaderna i grannländerna och den tröga återhämtningen i eurozonen. Lettlands export ökade med 2,2 procent 2014. Importen föll med 0,4 procent. **Exporten väntas öka försiktigt i år.** Ryssland och Litauen är Lettlands viktigaste exportmarknader och mottog 16 procent vardera av den lettiska exporten 2013. Många företag, framförallt de med fokus på Ryssland och närliggande marknader, kommer att minska sin exponering och fortsätta leta efter nya marknader. För många stängs den ryska marknaden. De **största förändringarna finns i exporten av mejeriprodukter.** Mindre exportvolym till Ryssland kommer också att underminera exporten till Litauen. De företag som agerade snabbt på de ryska sanktionerna är i ett bättre läge. Företagen har varit lyckosamma i att etablera sig på marknaderna i Asien och Mellanöstern vilket bidrar till vår försiktigt optimistiska exportprognos. Historien visar att **Ryssland alltid spelat en betydande men inte kritisk roll.** Den negativa ryska effekten motverkas till viss del av positiv utveckling i eurozonen.

I fjol ökade detaljhandeln med 3,6 procent. I januari 2015 sköt försäljningen fart och ökade med 6,7 procent i årstakt. Ökningen ger skäl att tro att konsumenterna kommer att utnyttja det gynnsamma läget med bland annat deflation. På grund av kvardröjande osäkerhet väntas detaljhandeln bromsa in något kommande månader. Bedömningen är att segment kopplade till renovering av bostäder kommer att fortsätta öka. På lång sikt kommer den privata konsumtionen att följa utvecklingen på arbetsmarknaden och säkerhetsläget i regionen. Trots i grunden goda förutsättningar **väntas tillväxten för konsumtionen bli måttlig.** Konsumenterna har fortfarande farhågor kring den långsiktiga ekonomiska utvecklingen och är relativt passiva på fastighetsmarknaden. De har också dragit upp sitt sparande.

2014 föll arbetslösheten till 10,8 procent mätt som helårsgenomsnitt, 1,1 procentenhet lägre än 2013. Fjärde kvartalet i fjol föll arbetslösheten till 10,2 procent. **Arbetslösheten väntas fortsätta minska 2015, till viss del på grund av fortsatt emigration och demografiska förändringar.** Under 2014 ökade sysselsättningsgraden med 0,9 procentenheter men antalet jobb minskade med 9 200. Jobben ökade i transport- och byggsektorerna. Inom jordbruk, skogsbruk och fiske samt inom tillverkningsindustrin och utbildningssektorn minskade dock antalet jobb. Lettland **närmar sig gradvis den naturliga jämviktsnivån för arbetslösheten på 9-10 procent vilket innebär en risk för stigande inflation på medellång sikt.** Samtidigt har företagen fortsatt svårt att tillsätta specialisttjänster. I vissa regioner kommer arbetslösheten att stiga.

Arbetsgivarna kommer att möta en allt äldre arbetskraft. 2015 väntas arbetslösheten mätt som helårsgenomsnitt sjunka något till 9,9 procent och minskningen fortsätter 2016 till 9,4 procent.

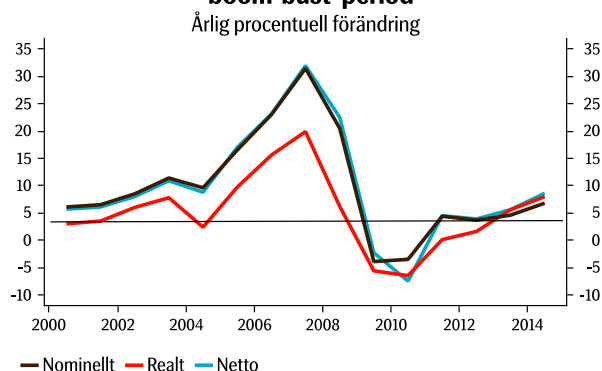
Minskande befolkning påverkar arbetsmarknaden



Källa: United Nations, Central Statistical Bureau

Trots tillväxtinbromsningen i fjol var lönetillväxten den snabbaste under perioden efter krisen. De nominella lönerna ökade med 6,8 procent. Även om lönerna stigit snabbare i privat sektor än i offentlig sektor, var den genomsnittliga nominella lönen lägre i privat sektor. En viktig förklaring för löneökningarna var ökningen av minimilönen. Givet skatteförändringar och låg inflation **ökade de reala nettolönerna med 8 procent 2014**. De reala nettolönerna väntas i år fortsätta uppvisa goda ökningarna men i något långsammare takt. Med början i år höjdes minimimånadslönen från 320 euro till 360 euro samtidigt som inkomstskatten sänktes från 24 till 23 procent för att minska arbetskraftens skattebörda. I likhet med 2014 kommer dock löneökningarna att fokusera på att belöna nyckelanställda eller vissa kategorier anställda.

Lönetillväxt åter på stark nivå efter en "boom-bust"period



Källa: Central Statistical Bureau

Fallande energi- och livsmedelspriser slår igenom på inflationen som tillfälligtvis kommer att vara negativ. I februari 2015 låg konsumentpriserna 0,1 procent under priserna ett år tidigare. Varupriserna minskade med 1 procent medan priserna på tjänster ökade med 2,4 procent. **Det dämpade pristrycket väntas bestå drivet av låga energi- och livsmedelspriser.** Livsmedelspriserna kommer fortsätta pressas tills exporten av

livsmedel åter skjuter fart. På grund av problem med finansieringen riskerar Ryssland att inte fullt ut kunna genomföra sådden vilket kan leda till problem med skörden och påverka priserna i regionen i höst. Samtidigt kommer priserna på allmännyttiga tjänster att höjas. Förändringarna i oljepriset gör att deflationen kommer att fortsätta under första halvåret men **inflationen väntas återkomma andra halvåret**. Om återhämtningen för oljepriset blir trög kan inflationen hamna under prognosen för 2015 på 0,7 procent. Nästa år väntas inflationen stiga till 2,1 procent.

2014 hamnade budgetunderskottet på 313 miljoner euro men underskottet för de regionala budgetarna var 86 miljoner euro. Uppskattningar gjorda med hjälp av ESA-metodologi visar att underskottet i statsbudgeten var 1,4 procent av BNP 2014. Underskottet väntas fortsätta vara lågt.

Den 1 januari till 30 juni 2015 ansvarar Lettland för ordförandeskapet för EU:s ministerråd vilket har bidragit till politisk stabilitet. **Presidentval** kommer att genomföras sent i maj eller i början av juni. Den sittande presidenten Andris Berzins har inte uppgett om han ställer upp i valet för att försöka vinna en andra mandatperiod. Beslutet påverkas sannolikt av hans bedömning om stödet för att omväljas är tillräckligt stort. Det är i nuläget oklart vilka andra kandidater som väntas ställa upp. Det osäkra läget väntas fortsätta. Beroende på utfallet går det inte att utesluta ett scenario där **valresultatet kan leda till politisk instabilitet** och till och med en regeringskollaps. Presidentvalet kan få olika partier att ändra uppfattning i olika nyckelfrågor.

Den 4 oktober 2014 genomförde Lettland **parlamentsval**. Premiärminister Laimdota **Straujuma**s center-höger koalition vann en klar majoritet. Koalitionen bestående av partierna Enighet, De gröna och böndernas union samt Den nationella alliansen vann 61 av de 100 mandaten i parlamentet. Regeringspartierna gick därför framåt jämfört med de 47 mandat de erhöll i valet 2011. Valrörelsen överskuggades av i Ukraina-konflikten och det största oppositionspartiet, det ryssvänliga och vänsterinriktade partiet Harmoni förlorade sju mandat. Två nya partier, Lettlands regionala allians och Lettland från hjärtat vann sju respektive åtta mandat och tog därmed plats i parlamentet för första gången. Regeringens största utmaning blir att upprätthålla finanspolitisk stabilitet, bemöta krav på högre utgifter och höja försvarsutgifterna till 2 procent av BNP. En annan utmaning blir att avreglera gasmarknaden i enlighet med EU:s tredje energipaket då en omfattande lobbyorganisation försöker skjuta upp processen.

Motståndskraftig tillväxt trots osäker omvärldsmiljö

- Tillväxten leds av privat konsumtion
- Svaga investeringar en riskfaktor
- Liten påverkan från ryska sanktioner

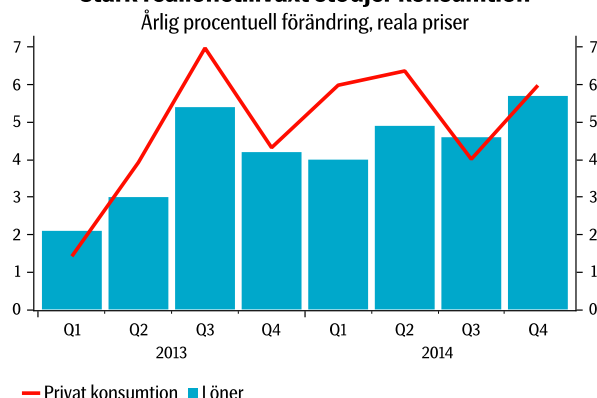
Den ekonomiska **tillväxten förblev stadig** under hela loppet av 2014, **trots den geopolitiska spänningen** kopplad till den rysk-ukrainska konflikten och svag tillväxt i eurozonen. BNP ökade med 3 procent, främst med stöd av inhemsk efterfrågan. Osäkerhet fortsätter att prägla den ekonomiska omgivningen i år när tillväxten hämmas av den ryska recessionen och fortsatt svag investeringsaktivitet. Vi spår att **BNP-tillväxten hamnar på 2,6 procent 2015 och 3,0 procent 2016**. Precis som i övriga Europa **förblir inflationen mycket låg** framför allt på grund av låga energipriser. Genomsnittlig inflation (HIKP) väntas uppgå till -0,4 procent 2015 och 0,3 procent 2016.

Privat konsumtion steg förra året med 5,6 procent; den snabbaste takten sedan 2007. Solida fundamenta låg bakom denna ökning. Först och främst var de genomsnittliga reala lönerna i slutet av året 5,7 procent högre än ett år tidigare. Andra inkomstslag ökade också. Regeringen började i fjol återställa pensioner som tillfälligt sänktes under krisen. Penningöverföringar från emigranter ökade med 13 procent under de första tre kvartalen 2014. Sysselsättningen växte med 2 procent förra året. Dessutom innebar en nedgång i priserna för central uppvärmning, elektricitet, bränsle och vissa livsmedelsprodukter att mer pengar blev tillgängliga för andra varor och tjänster. Konsumentförtroendet påverkades negativt av den geopolitiska spänningen i mitten av 2014 men repade sig i inledningen av 2015. Den litauiska ekonomin har väl stått emot ryska handelssanktioner och detta har troligen mildrat effekterna från geopolitiska spänningar på hushållens stämningsläge. Deflation har också spelat en positiv roll genom att stärka optimismen. De närmaste åren kan konsumentförtroendet komma att bli skakigt och privata konsumtionstillväxten kan sålunda tappa en del momentum. Å andra sidan kommer konsumtionen **att stödjas av real lönetillväxt** på 4,5 procent både under 2015 och 2016 och av ökad sysselsättning. Vi räknar med att **privat konsumtion växer med 4-5 procent per år 2015-2016**.

Arbetslösheten förblev relativt trög förra året, vilket indikerar fortsatta strukturproblem. Arbetslösheten minskade med 1,1 procentenheter mellan 2013 och 2014 men uppgick ändå till 10,7 procent. Enligt vår prognos **sjunker arbetslösheten gradvis** till 10,0 procent 2015 och 9,5 procent 2016. Utländska investerare efterlyser också fortlöpande förbättringar av den

rigida arbetsmarknadslagstiftningen för att göra den mer flexibel och näringslivsvänlig, men den politiska responsen fortsätter troligen att vara nedtonad den närmaste tiden.

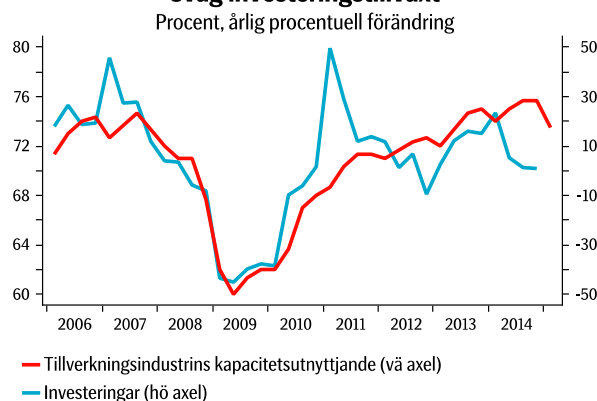
Stark reallönetillväxt stödjer konsumtion



Källa: Statistics Lithuania, Macrobond, SEB

Investeringstillväxten var knappast imponerande 2014; investeringarna ökade med i genomsnitt 6 procent i fasta priser; Under det första kvartalet 2014 uppgick tillväxten till bara 0,9 procent. **Fortsatt osäkerhet** var den viktigaste dämpande faktorn för investeringsviljan. Trots att räntorna var mycket låga så stagnerade företagslånen 2014 till följd av svag efterfrågan på krediter. Geopolitisk osäkerhet fortsätter att tynga investeringar 2015. Samtidigt har tillverkningsindustrins kapacitetsutnyttjande också trendmässigt börjat vika och krympte i februari 2015 till en tvåårslägsta nivå. Dessa båda faktorer pekar mot **svag investeringstillväxt** den närmaste tiden.

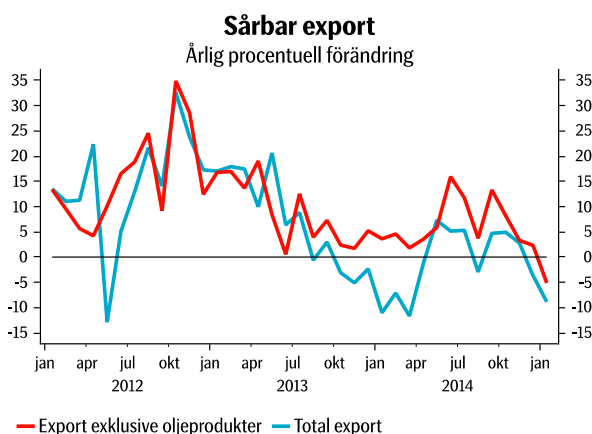
Svag investeringstillväxt



Källa: Statistics Lithuania, Macrobond, SEB

Trenderna på fastighetsmarknaden var motstridiga under 2014. Under det första halvåret ökade antalet affärer på bostadsmarknaden med så mycket som 27 procent i årstakt, för att sedan under andra halvåret falla med 2 procent. Bostadspriserna ökade med i genomsnitt 3,7 procent under helåret 2014. I år **fortsätter bostadsmarknaden att påverkas negativt av osäkerhet** och får följaktligen svårt att uppvisa någon märkbar tillväxt trots förbättrade fundamentala drivkrafter.

Exporten var ganska svag under 2014. Den totala varuexporten sjönk med 0,6 procent. Tvärtom vad man kanske kunde ha förväntat sig **ökade exporten till Ryssland med 4,4 procent** till följd av en uppgång i vidareexporten av maskiner och utrustning. Den tyngsta faktorn bakom den tröga exporten förra året var en **massiv nedgång i utländska försäljningen av raffinerade oljeprodukter**, som är Litauens största exportgren. Den drog ned exporttillväxten med 5,7 procentenheter. Effekten av ryska sanktioner på jordbruks- och livsmedelsvaror var nästan fem gånger mindre och uppgick till 1,2 procentenheter.



Geografisk diversifiering och expansion på nya marknader har präglat Litauens exportstrategi efter annonseringen av ryska sanktioner. Denna strategi har visat sig vara ganska fruktbar. Medan exporten av jordbruks- och livsmedelsvaror till Ryssland sjönk så steg sådan export till andra länder, vilket har minimerat effekterna av det ryska embargot. Regeringen förstärkte sina diplomatiska ansträngningar för att bygga upp nya handelsrelationer med USA, Kanada och länder i Latinamerika och Mellanöstern. Litauen har också antagit en lag som öppnar för köttexport till muslimska och judiska konsumenter.

I januari 2015 var exportsiffrorna dock ännu inte uppmuntrande, främst beroende på fallet i försäljning av raffinerade oljeprodukter och transportfordon. Räknat exklusive oljeprodukter så minskade exporten i årstakt för första gången på fem år. Under 2015 väntas exporten påverkas negativt av såväl recessionen i Ryssland och på vissa andra östeuropeiska marknader som dessa länders valutadeprecieringar. Å andra sidan ger ljusare utsikter för eurozonen stöd åt exportförsäljningen. Låga globala oljepriser

gynnar Litauens export av oljeprodukter eftersom de blir mer konkurrenskraftiga jämfört med amerikanska produkter. Sammantaget räknar vi med en **modest exporttillväxt 2015**.

Transportsektorn har stått emot effekterna av de ryska sanktionerna bättre än förväntat. Exempelvis ökade järnvägsfrakten med 2 procent 2014 jämfört med 2013. En gynnsam utveckling av bränslepriser är en fördel för transportsektorn den närmaste tiden.

Litauen anslöt sig till eurozonen den 1 januari 2015. Vi förutspår bara **små positiva effekter** av euromedlemskapet de närmaste åren på grund av en högst osäker global miljö och bara måttlig global tillväxt. Effekterna kommer via något högre utländska investeringar. Det **allmänna stödet för eurointrädet** har enligt de senaste opinionsmätningarna **stigit** till 68 procent i februari 2015. De förhärskande deflationstrenderna har dämpat euro-relaterad rädsla för en ökad inflation. Låga globala oljepriser och därmed följande billigare bränsle pressade ned den årliga inflationstakten i februari 2015 till -1,8 procent och maskerade därmed avrundningseffekter uppåt på priserna efter övergången till euro.

Efter att ha förra våren ha uppfyllt Maastrichtkriterierna för offentliga finanser för att kvalificera sig för medlemskap i eurozonen 2015 är Litauen ännu bland de få EU-länder som **klarar av de finanspolitiska kraven**. Under de tre första kvartalen 2014 var det offentliga budgetunderskottet 2,6 procent av BNP, medan den offentliga skulden stod i strax under 40 procent av BNP. Med beaktande av planlagda inlösen av euro-obligationer 2015, 2016 och 2018 beräknas landets offentliga skuld minska ytterligare på medelfristig sikt. Budgetunderskottet väntas i år ligga kvar under 3 procent av BNP, även om regeringens mål på 1,2 procent kan bli en utmaning på grund av ganska optimistiska tillväxtantaganden.

Förra året utgjorde en milstolpe för Litauens energisystem, med **en serie energiprojekt** som kommer att öka **diversifieringen av energiimport**. I december 2014 öppnades terminalen för flytande naturgas i Klaipėda. Detta projekt hjälpte Litauen att redan i maj 2014 förhandla till sig lägre naturgaspriser från det ryska företaget Gazprom. I januari 2015 låg naturgaspriset 9,5 procent högre än det reducerade priset men landet var inte längre till 100 procent beroende av import från Gazprom. I slutet av 2015 öppnar Litauen en 700 megawatts kraftkabel till Sverige och en 500 megawatts kabel till Polen. Dessa båda kommer att minska priset på elektricitet och erbjuda fler importalternativ. Litgrid AB, den litauiska operatören för kraftöverföring, bedömer att marknadspriset på el minskar med 15 procent efter att kabeln till Sverige tagits i bruk.

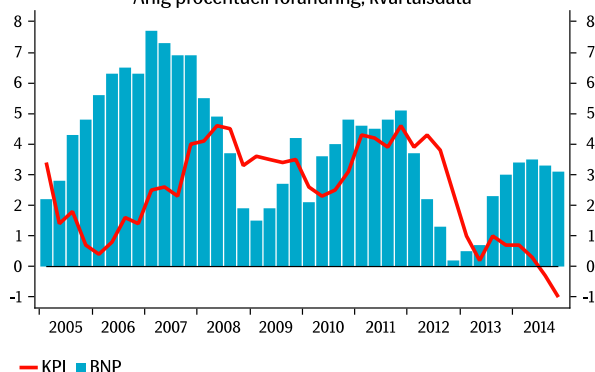
Står väl emot Ukraina-krisen och "CHF-chock" mot bolån

- **Inhemsk efterfrågan driver hygglig tillväxt**
- **Måttlig inflationsuppgång först 2016**
- **Styrräntan kvar på rekordlåg nivå**

Polens ekonomi uppvisar som förväntat **god motståndskraft mot den rysk-ukrainska konflikten**. Huvudsäket är **växande inhemsk efterfrågan**. Expansiv penningpolitik samt relativt solida fundamenta i ekonomi och banksystem bidrar positivt. Privat konsumtion och såväl privata som offentliga investeringar fortsätter att driva ekonomin de närmaste åren. Den modesta exporttillväxten stärks bara något när ökad efterfrågan från den tunga tyska marknaden motverkar accelererad nedgång i Ryssland-Ukraina i år; exporten till Ryssland föll i fjol med 14 procent mätt i löpande pris. **BNP väntas öka med 3,4 procent i år, efter 3,3 procent i fjol, och med 3,6 procent 2016**. Detta gör Polen till den snabbast växande ekonomin i Östeuropa (Ungern var tiondelen före 2014) men är samtidigt inte mer än **i linje med potentiell tillväxt** på 3-3,5 procent, dvs en hygglig tillväxt. Det senare talar för att nuvarande obefintliga prstryck bara stiger måttligt.

God tillväxt utan inflation

Årlig procentuell förändring, kvartalsdata



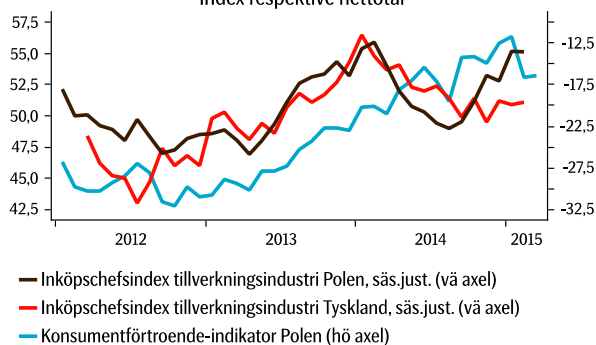
Källa: Nationella statistikbyrån

Det har varit relativt bra och jämn fart i ekonomin ända sedan mitten av 2013, med undantag av en svacka i industrikonjunkturen andra halvåret i fjol. Vi tycks få rätt i huvudtesen i *Eastern European Outlook*, oktober 2014, att **svackan blir snart övergående**. Orsakerna till nedgången var sannolikt en temporär dämpning i tysk tillväxt, inbromsningen i Ryssland samt kortsiktigt sviktande företagsinvesteringar till följd av ökad regional osäkerhet i den initiala fasen av Ukraina-krisen. **Tyska faktorn bedömdes väga tyngst** eftersom inköpschefsindex för Polens tillverkningsindustri (PMI) under många år skuggat just

Tysklands dito och att båda vek påtagligt förra våren-sommaren. Följsamheten är logisk då så mycket som ca ¼ av exporten – varav en hel del industrirelaterat – går till Tyskland. För övrigt utgör den ryska exportandelen beskedliga 5 procent. Sedan bottenmärket i augusti i fjol på 49 har den kortsiktigt ledande **PMI-indikatorn stigit trendmässigt** till 55 i februari i år. Index tal över 50 signalerar expansion. Notabelt är att Polens index under denna period gått starkare än det tyska som stigit svagt till 51. Detta pekar sammantaget mot att en bredare återhämtning i industriproduktionen har inletts.

Industrins framtidstro har repat sig på sistone, konsumentförtroende kvar på god nivå

Index respektive netttotal



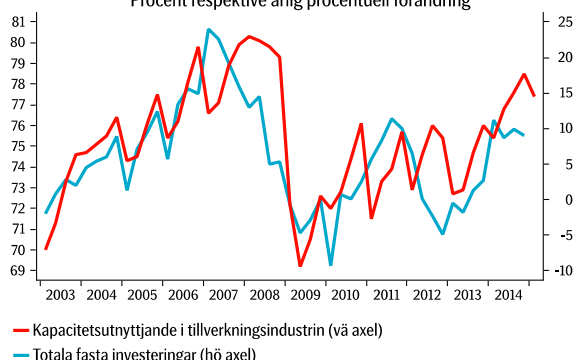
Källa: Markit Economics, Nationella statistikbyrån

Förutsättningarna för växande inhemsk efterfrågan är gynnsamma. **Privat konsumtion får bränsle av ökande reala disponibla inkomster för hushållen**. Låga inflationsutsikter ger reallöneökningar på över 3,5 respektive 2,5 procent 2015-2016. Dessutom har i år pensioner höjts och skattelindringar/ökat barnbidrag införts för barnfamiljer. Sysselsättningen fortsätter öka, om än i svag takt, och arbetslösheten sjunker från 9,1 procent i fjol till ned mot 8,0 som snitt för 2016. Räntorna förblir låga vilket successivt höjer en ljum kredittillväxt. Tidigare strama lånevillkor från bankernas sida har tinats upp sedan ett och ett halvt år tillbaka, även om det skett en viss åtstramning för bolånen på senare tid. **Fördyrningen av bolån i schweizerfranc bedöms ge en relativt liten negativ konsumtionseffekt** trots att många hushåll har just CHF-lån (se ruta sid 13).

Investeringarna vände upp rejält i fjol efter två svaga år. Det tyder på att Ukraina-krisen bara har liten dämpande inverkan. Flera faktorer pekar mot en **fortsatt god investeringskonjunktur**. Investeringskvoten är relativt låg, Polen är störst mottagare av EU-strukturfonder, finansieringskostnaderna har sjunkit markant och tillverkningsindustrins kapacitetsutnyttjande har under senaste året stigit från 75 till 78 procent, efter

att i flera år ha legat i intervallet 70-75. Det är historiskt högt och nära toppen på 80 procent i början av 2008. Sambandet mellan utnyttjandegrad och faktiska investeringar är starkt.

Ökat kapacitetsutnyttjande leder till mer investeringar



Källa: Nationella statistikbyrån

Deflationen (-1,3 procent årstakt i januari) biter sig fast **åtminstone första halvåret 2015** när energi och livsmedel dämpar årstakten och underliggande inflationen är svag. På ett-två års sikt studsar inflationen upp till följd av högre energipriser, ökad aktivitet i ekonomin och växande lönetryck i spåren av en alltmer ansträngd arbetsmarknad; strukturell nivå på ca 10 procent passerades i fjol. Men **inflationen blir inte högre än måttliga 1,5 procent som årsgenomsnitt 2016**. Inflationen förväntas alltså även på två års sikt ligga långt under centralbankens mål 2,5 procent. Det betyder **fortsatt ackommoderande penningpolitik**. Styrräntan ligger sannolikt kvar på rekordlåga 1,5 procent prognosperioden ut, efter en distinkt sänkning med 50 punkter i oktober i fjol följt av ett lika stort steg i början av mars 2015. Centralbanken motiverade det senaste beslutet med att den såg en förlängd period med deflation och en klart ökad risk att inflationen ligger kvar under målet på medelfristig sikt. Notabelt var att uttalandet avrundades med att räntesänkningen var den sista i sänkingscykeln. Med tanke på den kortsiktiga deflationspressen och mycket låga inflationsförväntningar bland företag och hushåll utesluter vi inte att det ändå kan bli ännu en räntelättnad, till 1,0 procent. I närtid resulterar detta riskscenario i en viss försvagning av zlotyn (PLN), efter en relativt skarp appreciering i vinter. **Förstärkningstrenden i zlotyn återupptas över tiden**, delvis som följd av relativa tillväxtfördelar i östregionen, men blir sammanlagt liten. Om ett år står EUR/PLN i 4,05, jämfört med dagens 4,15.

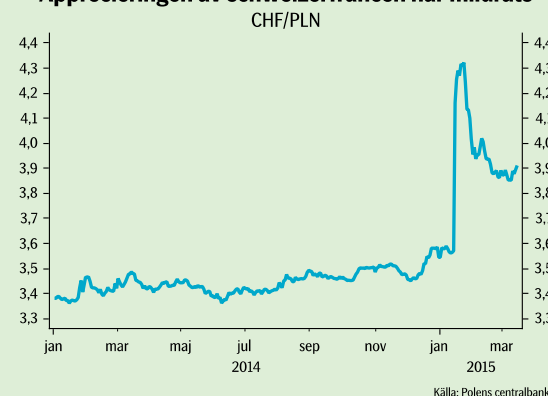
Finanspolitiken mjukas upp något i år efter tidigare moderat finanspolitisk åtstramning. Detta delvis av valtaktiska skäl. Center-höger-koalitionen - det stora liberala och EU-vänliga partiet Medborgarplattformen tillsammans med lilla Polska bondepartiet - siktar inför **höstens parlamentsval** på att vinna en tredje mandatperiod i rad. Den utmanas av största oppositionspartiet det nationalkonservativa Lag och rättvisa som gått framåt i opinionsmätningarna. Efter valet kan det bli en återgång mot viss åtstramning eftersom regeringen, under tryck från EU-regler, strävar efter att varaktigt pressa ned budgetunderskottet under 3 procent av BNP, från ca 3,5 procent 2014. Vår bedömning är att underskottet redan i år ham-

nar på knappt 3 procent, med hjälp av god ekonomisk tillväxt samt nollinflation som håller tillbaka en hel del sociala utgifter som är inflation-indexerade. Offentliga skulden ligger stilla vid 50 procent av BNP.

"CHF-chocken" blir relativt liten

Polska låntagare är "på papperet" mest exponerade av alla i Östeuropa för fördyrningen av lån efter den stora CHF-apprecieringen som följde direkt efter att Schweiz centralbank den 15 januari i år oväntat hävde sin förstärkningsgräns mot EUR. Ca 565 000 personer har bolån i CHF, till en summa motsvarande 34 miljarder USD – ca 7 procent av Polens BNP. Den totala bolånestocken är fördelad på 54 procent i PLN, 37 procent i CHF och övriga 9 procent i andra valutamål. Riskerna med valutalån har de senaste åren varit en het fråga i debatten bland såväl ekonomer och banker som politiker, med ökad temperatur efter CHF-uppgången nio månader före parlamentsvalet.

Apprecieringen av schweizerfransen har mildrats



Vår bedömning är dock att den negativa effekten av "CHF-chocken" på polsk ekonomi blir relativt liten. Det finns flera skäl:

1. Valutarörelsen har mildrats. Apprecieringen av CHF mot PLN var som störst efter en vecka ca 20 procent, men har sedan dess rekylerat ned och är nu 9 procent.
2. Många av lånen är knutna till rörlig CHF-ränta som blev negativ då Schweiz centralbank i januari gick över till minusränta.
3. Kreditkraven är striktare på de bolåntagare som har valutalån.
4. Valutamål är koncentrerade till höginkomsttagare, enligt centralbankens data. Denna grupp är inte den mest konsumtionsintensiva.
5. Regeringen förbereder någon form av stödåtgärder. Bankföreringen presenterade i början av mars ett förslag till inrättandet av särskilda "stabiliseringsfonder" ur vilka utsatta låntagare ska kunna få stöd vid vissa stressnivåer. Förslaget innefattar även konvertering av lån i CHF till PLN. Detta är något som för övrigt Ungern redan är på väg att slutföra för alla ungerska låntagare, från CHF till HUF, en process som startade i november i fjol, alltså innan den senaste CHF-dramatiken.

Djup och bred BNP-nedgång 2015

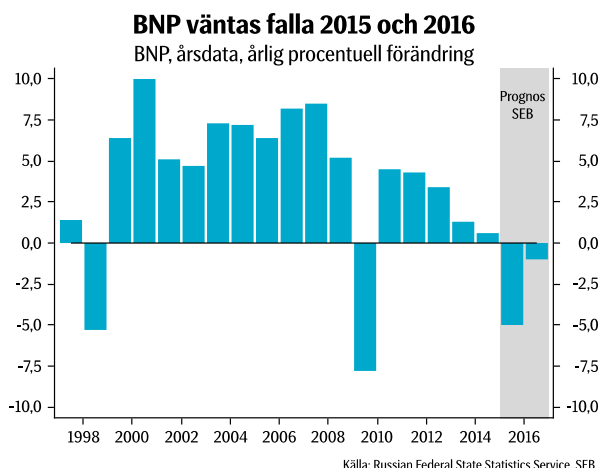
- **Oljeprisfallet pressar rubeln**
- **Kraftigt accelererande inflation**
- **Undviker statsfinansiell kris**

Den ryska ekonomin står inför en **djup recession 2015**. Den sedan länge strukturellt svaga och fortsatt starkt energiexportberoende ekonomin drabbas hårt av det kraftiga oljeprisfallet. **SEB:s oljeprisprognos** har reviderats ned rejält sedan i höstas och ligger nu på **60 USD/fat för 2015** och **70 USD/fat för 2016** jämfört med 85 respektive 90 USD i *Eastern European Outlook*, oktober 2014. Oljeprisfallet i slutet av 2014 har försvagat rubeln kraftigt vilket i sin tur resulterat i snabbt accelererande inflation, stora kapitalutflöden och kraftiga räntehöjningar. Det lägre oljepriset minskar budgetintäkterna vilket hindrar regeringen från att stödja tillväxten med expansiv finanspolitik. Känslighetskalkyler av oljeprisfall av bland andra IMF indikerar att en nedgång i oljepriset med 10 USD på ett år resulterar i en negativ BNP-effekt på 1-1,5 procent.

Sanktionerna från Väst som riktas både mot individer och enskilda företag i finans- och energisektorerna har visat sig få **allt mer kännbara effekter**. De direkt berörda företagen har fått stora problem med utlandsupplåningen och är i praktiken utestängda från europeiska och amerikanska kapitalmarknader vilket skapar svårigheter att finansiera större investeringsprojekt. Sanktionerna skapar dessutom generell osäkerhet bland företagen och förvärrar den sedan länge svaga investerings-trenden. **Huvudscenariot är att sanktionerna** som infördes efter Rysslands Krim-annektering för ett år sen och successivt trappats upp **ligger kvar under 2015 men inte eskaleras**. Utvecklingen är dock svårbedömd och bestäms i slutänden av vad som händer i konflikten med Ukraina. Förutom sanktionerna så slår de allvarligt försämrade relationerna med Väst även mot utländska företags investeringsvilja.

Sammantaget blir BNP-nedgången bred. Av BNP-komponenterna bedöms endast nettoexporten ge ett positivt bidrag till tillväxten 2015 tack vare den kraftiga deprecieringen av rubeln. Den svaga tillväxten på 0,6 procent 2014 vänds till ett **rejält BNP-fall på 5,0 procent 2015**. Faktorer som skulle kunna motverka ett kraftigt BNP-fall 2015 är antingen en rejäl återhämtning i oljepriset eller en lösning på konflikten med Ukraina som resulterar i hävda sanktioner och tydligt förbättrade relationer med Väst. Bedömningen är dock att båda dessa scenarier har låg sannolikhet. **BNP-fallet bromsas 2016 till 1,0 procent** tack vare en försiktig uppgång för oljepriset och

ökad export drivet av en fortsatt förstärkning av den globala efterfrågan.



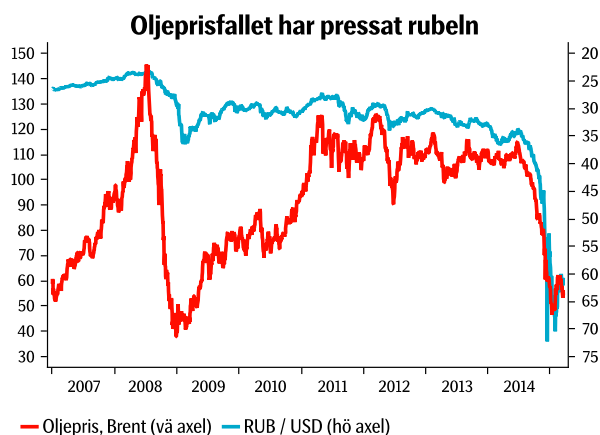
Bortom prognoshorisonten väntas inte BNP-fallet följas av någon kraftig återhämtning. Resursutnyttjandet är mycket högt; både kapacitetsutnyttjandet bland företag men även på arbetsmarknaden där arbetslösheten visserligen börjat stiga men ändå ligger under jämvikt. Reformen för att komma till rätta med den långa raden **strukturproblem** blir avgörande för tillväxten vilket vi argumenterat för i tidigare rapporter (se exempelvis *Eastern European Outlook*, mars 2014). Följderna av misslyckandet med att diversifiera ekonomin bort från det omfattande energiexportberoendet där olja står för omkring 60 procent av totala exporten har blivit tydliga i samband med oljeprisfallet. Ekonomin hämmas även av många andra problem, bland annat dåligt företagsklimat, försämrad demografi och svaga institutioner.

Det ser fortsatt mörkt ut på reformfronten. En del reformsteg har tagits de senaste åren (exempelvis WTO-medlemskap, en ny budgetregel och vissa privatiseringar) men dessa är otillräckliga för att ge några större positiva effekter. Den låga reformviljan förvärras av att det saknas tydliga alternativ till den nuvarande politiska ordningen. Inte heller det kraftigt försämrade ekonomiska läget har gett upphov till några större reforminitiativ. En ettårig **"anti-krisplan"** presenterades i slutet av januari men den fokuserar på att försöka lösa problem i närtid och innehåller i princip inga ansatser till strukturreformer. Planen omfattar omkring 35 miljarder dollar (ca 1,5 procent av BNP) och delar av pengarna ska tas från Reservfonden och Nationella socialförsäkringsfonden. Tema-artikeln "Ryska finansiella reserver" beskriver i mer detalj både de utmaningar statsfinanserna står inför och de verktyg i form av exempelvis valutareserven som finns till hands för att bemöta dessa. Två-

tredjedelar av planen ska användas till fortsatta bankrekapitaliseringar samtidigt som näringsliv och jordbruk ska få vissa subventioner och skattelättnader. Då reformutsikterna ser dåliga ut är bedömningen att **BNP-tillväxten på medellång sikt kommer att hamna kring 2 procent** på grund av högt resursutnyttjande och strukturproblem.

Indikatorerna visar att ekonomin står inför en **försvagning**. Inköpschefsindex (PMI) för tillverkningssektorn försvagades kraftigt kring årsskiftet men ligger efter en förbättring i februari på 49,7. Uppgången blir sannolikt tillfällig och kan förklaras med återhämtningen för oljepriset och rubeln. **Konsumentförtroendet har fallit kraftigt** under slutet av 2014 och ledande indikatorer har vänt nedåt.

Rubeln har haft en nedåtgående trend sedan mitten av 2011. Under andra halvan av 2014 accelererade nedgången och rubeln pressades i mitten av december till en rekordlåg nivå mot USD. **Korrelationen mellan oljepriset och rubelkursen är stark** och valutaförsvagningen drevs i första hand av höstens oljeprisfall. Rubelförsvagningen är betydligt kraftigare än vid oljeprisnedgången 2008. I februari 2015 stärktes dock rubeln drivet av ökat oljepris och förväntningar om att Västs ekonomiska sanktioner inte kommer att skärpas ytterligare. Trots förstärkningen är rubeln fortsatt mycket känslig för en ny oljeprisnedgång och hot om utökade sanktioner. Baserat på SEB:s oljeprisprognos och antagandet att sanktionerna ligger kvar 2015 men inte eskaleras är vår bedömning att valutans gradvis kommer att stärkas. **Rubeln väntas stå i 55,0 mot USD vid slutet av 2015 och i 50,0 vid slutet av 2016.**

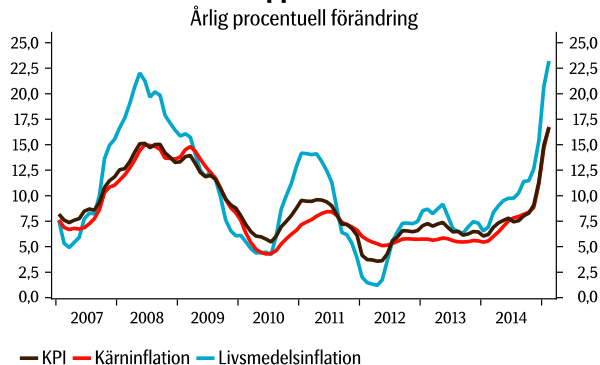


Källa: Macrobond

Den kraftiga rubelförsvagningen har drivit upp inflationstakten rejält. **I februari var inflationen 16,7 procent**; den snabbaste ökningstakten sedan 2002. Även det importförbud mot livsmedel och jordbruksvaror från västländer som infördes i augusti i fjol med en löptid på ett år har bidragit genom att pressa upp livsmedelsinflationen. **Rubeln blir avgörande för hur inflationen utvecklas framöver.** Baserat på vårt rubelscenario med en gradvis förstärkning väntas inflationen kulminera strax under 20 procent under andra kvartalet. Andra halvåret 2015 börjar inflationstakten dämpas. Mätt som helårsgenomsnitt bedöms inflationen hamna på **16,0 procent 2015**. Nästa år dämpas inflationen

ytterligare till 9,0 procent drivet av baseeffekter och rubelstabilisering. Centralbanken bedömer att det medelfristiga inflationsmålet på 4 procent kan nås först 2017.

Rubelförsvagning och importstopp av livsmedel har drivit upp inflationen



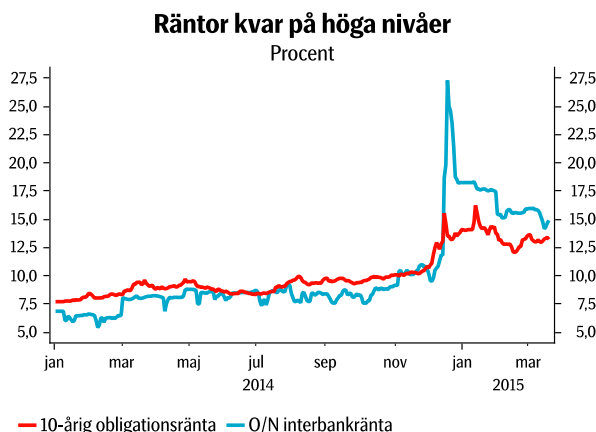
Källa: Russian Federal State Statistics Service

Kombinationen av rubelförsvagning, accelererande inflation och tillväxtinbromsning skapar stora utmaningar för centralbanken. Den finansiella turbulensen och det kraftiga rubelfallet gjorde att centralbanken i december 2014 höjde styrräntan från 9,5 procent till 17 procent för att försöka stabilisera rubeln och motverka kapitalutflöden. I slutet av januari sänkte dock centralbanken styrräntan till 15,0 procent och i mars sänktes den ytterligare till 14,0 procent. Enligt pressmeddelandena var argumenten för sänkningarna att inflationsaccelerationen är tillfällig, att den kraftiga räntehöjningen i december stabiliserade finansiella marknader samt oro för tillväxten.

Räntepolitiken kommer att bli en svår balansgång för centralbanken framöver. Å ena sidan slår höga räntor hårt mot tillväxten genom företagens investeringar men även genom att dämpa tillväxten för konsumentkrediterna. Å andra sidan riskerar allt för snabba styrräntesänkningar att försvaga rubeln, leda till än högre inflation och göra att kapitalutflödena som under 2014 var rekordhöga och översteg 150 miljarder USD accelererar. I samband med övergången till inflationsmål i höstas är det meningen att rubeln ska flyta fritt men centralbanken förbehåller sig rätten att agera om den finansiella stabiliteten hotas. Efter en inledande försvagning efter räntesänkningen i januari har dock rubeln apprecierat i takt med att oljepriset återhämtat sig. Vår bedömning är därför att det **så länge oljepriset inte åter vänder nedåt** och därmed påverkar rubeln finns **visst utrymme för gradvisa styrräntesänkningar** och att centralbanken använder detta utrymme för att stötta tillväxten. Sänkningarna blir dock försiktiga. **Vid slutet av 2015 väntas styrräntan ligga strax under 10 procent.** 2016 fortsätter en försiktig uppmjukning av penningpolitiken.

Sanktionerna, rubelförsvagningen och tillväxtinbromsningen har satt **stark press på banksystemet**. I samband med den finansiella turbulensen i december 2014 sköt framför allt interbankräntorna men även statsobligationsräntorna i höjden. Senaste tiden finns **dock tecken på stabilisering** och räntorna har fallit tillbaka igen även om de fortfarande ligger på förhöjda nivåer och hämmar aktiviteten i ekonomin. Bankerna

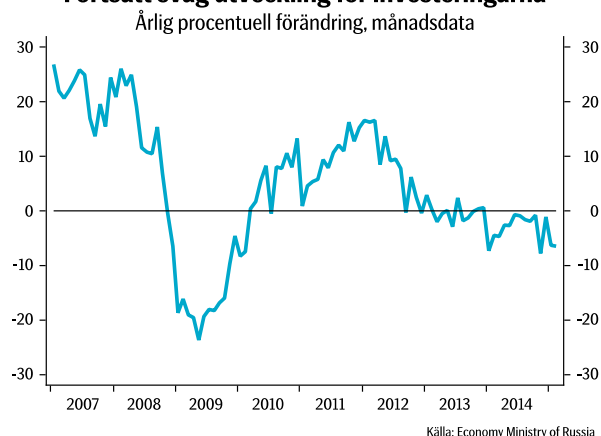
är hyfsat stabila och andelen dåliga lån ligger relativt lågt strax under 7 procent även om andelen kommer att stiga rejält framöver. Det kommer dock att krävas omfattande rekapitaliseringar och det program som ingår i regeringens anti-krisplan kommer sannolikt att behöva utökas. Detta kommer i sin tur att sätta ytterligare press på statsfinanserna. **Huvudscenariot** är dock att en **storskalig bankkris kan undvikas**.



De senaste månaderna har kreditvärderingsföretagen sänkt Rysslands kreditbetyg till skräpstatus. Exempelvis sänkte i slutet av februari Moody's betyget till Ba1 med negativa utsikter. Motiveringen var lägre tillväxtutsikter, försvagning av statsfinanserna och minskade reserver samt frågor kring betalningsviljan till följd av den pågående krisen i Ukraina, oljeprisfallet och den kraftiga försvagningen av rubeln. Nedgraderingarna var väntade men reser ändå **allvarliga frågor kring statsfinansernas motståndskraft** mot oljeprisnedgången och finansiell stress. En krympande men fortfarande stor valutareserv och en låg statsskuld ger ett grundläggande skydd. Kombinerat med rekapitaliseringsplaner för banksektorn blir bedömningen dock att **Ryssland undviker en statsfinansiell kris**.

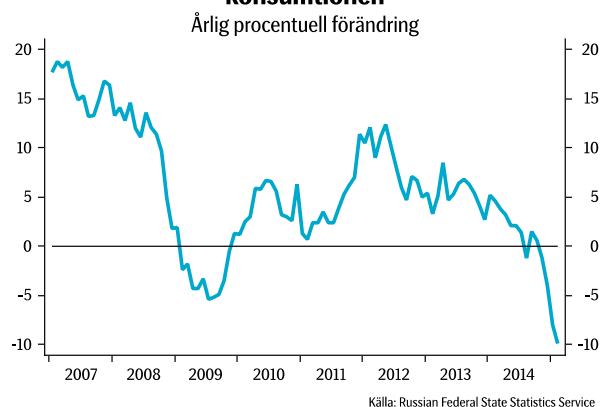
En **svag trend för investeringarna** drivet av strukturproblem är huvudförklaringen för de senaste årens tydliga tillväxtinbromsning. Konflikten med Ukraina har försämrat den dåliga utvecklingen ytterligare. Västs sanktioner skapar osäkerhet och slår mot de ryska företagens investeringsvilja. Företagsklimatet har försämrats än mer och den hårdnande attityden gentemot utländska företag gör att många av dessa redan har börjat dra ned på sin verksamhet i Ryssland (till exempel banker men även företag som Carlsberg) eller har lagt tidigare expansionsplaner på hyllan. I den viktiga energisektorn får sanktioner och avbrutna samarbeten med utländska företag (t ex Rosneft och Exxon Mobil) tydligt negativt genomslag. Investeringarna väntas fortsätta falla 2015.

Fortsatt svag utveckling för investeringarna



Detaljhandeln steg kraftigt i december men föll tillbaka rejält i januari och än mer i februari. Den starka försäljningen i december drevs av den kraftiga rubelförsvagningen och därmed följande förväntningar om prishöjningar på bland annat vitvaror, bilar och datorer. Försäljningsökningen blev dock som väntat endast tillfällig och **utsikterna för den privata konsumtionen ser mörka ut 2015**. Hushållen kommer att pressas av den höga inflationen som slår mot reallönerna. Reallönetillväxten har dämpats sedan 2012 och faller nu kraftigt i årstakt; i februari 2015 var nedgången rekordstora 9,9 procent. Reallönerna väntas falla ytterligare drivet av accelererande inflation och stagnerande nominella löner. Dessutom stiger nu arbetslösheten om än från en historiskt mycket låg nivå. Ökningen väntas fortsätta men nivån håller sig strax över 6 procent under prognosperioden. En ytterligare hämsko för konsumtionen är att den snabba ökningen av konsumentlån under senare år tagit tvärstopp drivet av hårdare reglering från centralbanken, stigande räntor och finansiell stress i banksystemet. Sammantaget går den **privata konsumtionen** från att ha varit en central drivkraft för tillväxten under tidigare år till att ge ett **kraftigt negativt bidrag till BNP 2015**.

Kraftigt fallande reallöner kommer att slå mot konsumtionen



Starkt Putin-stöd, försvagad opposition

Inrikespolitiken domineras alltjämt av president Putin. Det finns inga tecken på att Putins popularitet, som fått en rejäl skjuts av Krim-annekteringen och hanteringen av Ukraina samt den aggressiva hållningen mot Väst, ännu dämpats i någon större utsträckning. **Putins stöd** i opinionsundersökningar ligger **kvar kring 85 procent**. Sedan de omfattande demonstrationerna 2011-2012 (som utlöstes av dåvarande premiärminister Putins beslut att ställa upp i presidentvalet) har **oppositionen försvagats kraftigt**. Putins återtagande av presidentposten 2012 har resulterat i en hårdhänt hantering av opposition och kritiker. Statens kontroll över media har skärpts och används dels för att understödja presidenten och regeringen, dels för att misskreditera opposition och oliktankande samt piska upp anti-väst stämning.

Förutom oppositionsfientlig media har ett stort antal oppositionella och Putin-kritiker antingen flytt utomlands, fängslats, satts i husarrest eller på annat sätt utmanövrerats de senaste åren. Ett exempel är turerna kring aktivisten Aleksej **Navalny** som åtalats, dömts till fängelse och sedan snabbt släppts. I slutet av februari mördades Boris **Nemtsov**, en av de mest välkända Putin-kritikerna och motståndare till politiken gentemot Ukraina. Oavsett vem som ligger bakom ökar mordet oron bland oppositionella ytterligare och slår mot en redan splittrad och desorganiserad opposition. Det finns i nuläget inga tecken på några större förändringar i inrikespolitiken. Vi håller därför fast vid bedömningen att **den inrikespolitiska risken är liten i närtid**.

Det rekordstarka **Putin-stödet väntas dock erodera över tiden** drivet av djupnande ekonomiska problem och stagnande levnadsstandard. Det är dock svårt att säga hur snabbt stödet kommer att försvagas. Statskontrollerade media skyller Rysslands ekonomiska problem på Väst. Putins stöd påverkas också i stor utsträckning av vad som händer med utrikespolitiken framöver och förhållandet till Ukraina och Väst. Nästa val är parlamentsvalet i slutet av 2016 följt av presidentval 2018. Den allvarliga försämringen av det ekonomiska läget skapar i grunden bättre förutsättningar för en mer aktiv politisk opposition. Det börjar dock bli **ont om tid för den fragmenterade oppositionen att hinna organisera sig** för att kunna utgöra ett reellt politiskt alternativ i valet. Vårt **huvudscenario** är därför att **Putins parti Enade Ryssland går segrande ur parlamentsvalet 2016** även om partiet inte är lika populärt som han själv är. I nuläget finns ingen utmanare till Putin om presidentposten och det mest sannolika scenariot är därför att **Putin vinner presidentvalet 2018** och sitter kvar en andra mandatperiod till 2024.

Inga tecken på mjukare utrikespolitik

Det hårdnande inrikespolitiska klimatet speglas i aggressiv utrikespolitik. Vår tidigare bedömning att Ryssland försöker tvinga fram en federalisering av Ukraina för att motverka integrationen med Väst verkar slå in. **Minsk 2-uppgörelsen** om vapenvila i östra Ukraina innefattar ändringar av Ukrainas konstitution som i praktiken innebär utökad autonomi för Donetsk- och Luhansk-regionerna. Detta **ger Ryssland ett permanent inflytande över utvecklingen i Ukraina**. Hu-

udmålet är att stärka Rysslands säkerhetspolitiska läge genom att förhindra ett ukrainskt Nato-medlemskap och stoppa eller allvarligt försvåra integrationen med EU och Väst. Ukraina siktar på att lämna in en ansökan om EU-medlemskap 2020.

Konflikten med Ukraina är huvudanledningen till de allvarligt försämrade relationerna med Väst. Ryssland har visat att fortsatt inflytande över Ukraina är så viktigt att man är beredd att utstå hårda åtgärder från Väst. Rysslands relation till framförallt USA hade dock börjat försämrats redan innan konflikten med Ukraina bröt ut. Ett antal faktorer såsom turerna i Magnitsky-affären, Rysslands beviljande av uppehållstillstånd åt visselblåsaren Edward Snowden samt kontroverser kring hanteringen av inbördeskriget i Syrien är exempel på **flera år med hårdnande rysk utrikespolitik**.

Förutom Ukraina försöker Ryssland även stärka sitt inflytande över andra länder i närområdet. Detta tar sig uttryck både genom militära styrkedemonstrationer men inte minst genom diplomatisk press och ekonomiska påtryckningar; se temartikel om den Eurasiska ekonomiska unionen i *Eastern European Outlook*, oktober 2014. Ryssland försöker också motverka de europeiska ländernas försök att upprätthålla enighet i politiken gentemot Ryssland, sannolikt med förhoppningar om att inflytande över europeiska politiska partier ökar sannolikheten att sanktionerna mot Ryssland hävs. Det finns **kopplingar mellan Ryssland och flera europeiska politiska partier**, både på vänster- och högerkanten. Grekiska Syriza och ungerska Jobbik är exempel på tydligt ryssvänliga partier medan franska Nationella fronten har en öppet positiv inställning till Putin.

Det finns **små utsikter att det inom de närmaste åren sker någon större förbättring i relationen mellan Ryssland och Väst**. De senaste 15-20 årens integration med Väst har reverserats snabbt och bland både befolkning och politiker finns en djup misstro mot både USA och Europa. Statskontrollerade media har förstärkt den negativa inställningen. Ryssland försöker i stället **utöka samarbetet med andra tillväxtekonomier**; inte minst med **Kina**. I maj 2014 vären slöts ett avtal om gasleveranser till Kina och i december ett valutaswap-avtal. Det är dock osäkert hur stor nytta Ryssland kommer att kunna dra av ökat samarbete. Länderna konkurrerar om inflytande i Asien samtidigt som Kina genom sin ekonomiska och politiska tyngd i stor utsträckning kan diktera villkoren för samarbetet, något som blev tydligt i samband med gasavtalet som var fördelaktigt för Kina.

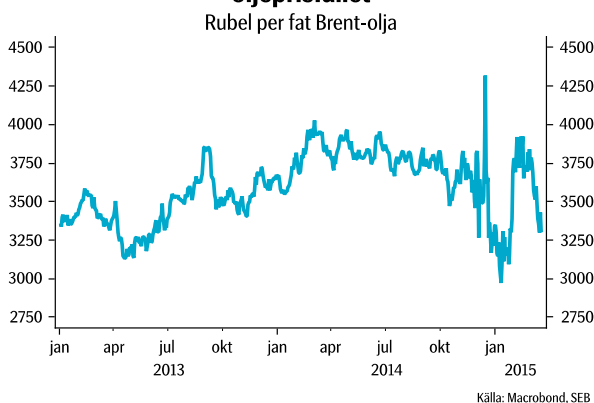
Tema: Ryska finansiella reserver

- **Ryska statsfinanser pressas från flera håll**
- **Valutareserven ger skydd närmsta åren...**
- **...men försvagade säkerhetsbuffertar på längre sikt**

Rysslands alltjämt stora beroende av budgetintäkter från energlexport har gjort att det kraftiga oljeprisfallet rest frågetecken kring statsfinanserna. Sanktioner från Väst har förvärrat läget och bidragit till att kapitalutflödena var rekordstora 2014. De senaste månaderna har bl a Moody's sänkt Rysslands kreditbetyg till skräpstatus. Ryssland har genom den låga statsskulden och omfattande valutareserven i utgångsläget starka finansiella muskler men nedgraderingarna speglar de utmaningar som ryska statsfinanser nu ställs inför.

Flera faktorer slår mot statsfinanserna. Den viktigaste är oljeprisfallet. Sedan toppnivån i juni 2014 har oljepriset grovt räknat halverats. Samtidigt har dock även rubeln försvagats kraftigt vilket stärker värdet i lokal valuta av de statliga oljeintäkterna. Vid toppnivån var ett fat Brent-olja värt omkring 3 940 rubel. Sedan dess har både oljepriset och rubeln fallit rejält i värde men oljepriset har fallit mer än rubeln. I nuläget är ett fat Brent-olja värt omkring 3 300 rubel, en minskning med ca 16 procent jämfört med juni. Rubelförsvagningen mildrar därmed minskningen av budgetintäkterna men kan inte fullt ut motverka det kraftiga oljeprisfallet.

Rubelförsvagningen kan inte fullt ut motverka oljeprisfallet

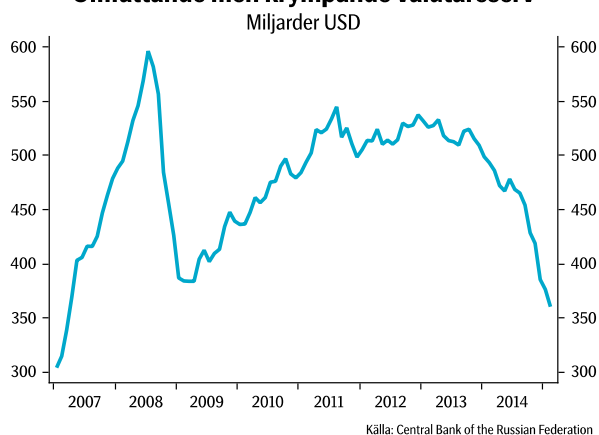


Förutom det lägre oljepriset påverkas statsfinanserna av flera andra faktorer. Dämpningen av den ekonomiska aktiviteten minskar budgetintäkterna. Den privata konsumtionen faller kraftigt vilket resulterar i **krympande skatteintäkter**. Minskade budgetintäkter har i statsbudgeten mötts med minskade utgifter. Antalet federala civilanställda ska minskas med 10 procent, statsanställdas löner ska också sänkas med 10 procent.

Det kommer även att krävas **omfattande statligt stöd för att staga upp banksektorn**. Kombinationen av sanktioner, rubelförsvagning och inbromsningen för tillväxten sätter hård press på bankerna och det kommer att krävas stora rekapitaliseringar. Den "anti-krisplan" som presenterades i slutet av januari 2015 innefattar bankrekapitaliseringar på motsvarande omkring 1 procent av BNP. Behovet avgörs till stor del av hur kraftigt ökningen av andelen dåliga lån blir. Rekapitaliseringar på minst 2 av BNP verkar dock mer rimligt. Förutom bankrekapitaliseringar används statliga resurser för att hjälpa företag att kunna möta sin upplåning i utländsk valuta.

I *Eastern European Outlook*, oktober 2014 var prognosen att budgetunderskottet 2015 skulle hamna på 1 procent av BNP. Sammantaget gör dock en radikalt lägre oljeprisprognos, förväntningar om ett kraftigt BNP-fall på 5 procent vilket ger minskade skatteintäkter samt bankrekapitaliseringar att underskottet blir betydligt större. **Budgetunderskottet bedöms 2015 hamna kring 3,5 procent av BNP. 2016 väntas underskottet minska till 2,0 procent** baserat på en återhämtning för oljepriset och bättre utsikter för tillväxten.

Omfattande men krympande valutareserv



Ryssland har genom den **låga statsskulden** ett **grundläggande skydd**. Även den omfattande **valutareserven**, i nuläget omkring 17 procent av BNP, utgör **en skyddsvall** mot försvagade statsfinanser och kapitalutflöden. Under 2014 minskade dock valutareserven rejält från omkring 510 miljarder dollar till 385 miljarder. En stor del av nedgången förklaras av centralbankens interveneringar under hösten för att försöka stödja rubeln. Minskningen har fortsatt under februari och mars trots att centralbanken inte intervenerat direkt på valutamarknaden sedan i januari. En av huvudförklaringarna verkar vara att centralbanken genomför repotransaktioner gentemot företag. Centralbanken tillhandahåller euro och dollar i utbyte mot rubel denominerade tillgångar. Transaktionerna görs för att försöka mildra problemen med ryska företags upplåning i utländsk valuta som orsakas av sanktionerna från Väst. Sber-

bank har uppskattat ryska företags refinansieringsbehov av lån i utländsk valuta till över 100 miljarder dollar 2015.

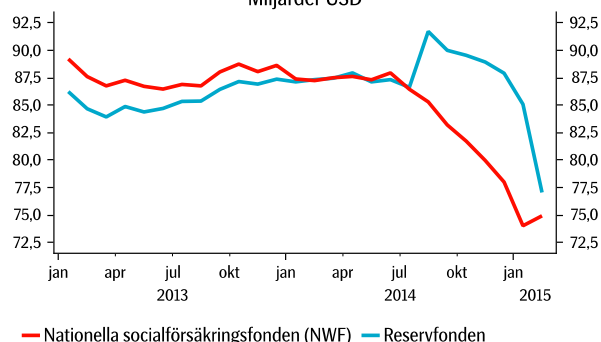
Av den totala valutareserven utgörs omkring 40 procent av två fonder; **Reservfonden** och **Nationella socialförsäkringsfonden (NWF)**. Fonderna skapades 2008 genom en uppdelning av den tidigare Stabiliseringsfonden som bildades 2004. Efter den finansiella krisen 1998 började skyddsbuffertar byggas upp och hög ekonomisk tillväxt kombinerat med stigande oljepriser underlättade processen. Tanken är att ett överskott i statsbudgeten ska överföras till de två fonderna. Överskottet slussas först till Reservfonden som vid behov ska kunna användas för att täcka ett budgetunderskott. Om Reservfonden redan överstiger 7 procent av BNP förs överskottet istället till NWF. Reglerna för användning av NWF är striktare än för Reservfonden. Fonden ska användas till långsiktiga sociala åtgärder, investeringar och som stöd till pensionssystemet.

Regeringen använder redan båda dessa fonder för att möta försvagade statsfinanser, kapitalutflöden och i form av stöd till företag som på grund av sanktioner från Väst har svårigheter att klara sin upplåning. Exempelvis har Novatek redan erhållit stöd från NWF och både Rosneft och Lukoil har ansökt om stöd för att kunna genomföra omfattande investeringar. Fonderna har därmed redan minskat tydligt.

nansiell kollaps blir därför en allvarligt försvagad motståndskraft på längre sikt. Ett annat problem är att **fondernas resurser används för att lösa problem orsakade av strukturella svagheter**. Därmed skjuts nödvändiga reformer på framtiden.

Statliga fonder används för att möta den ekonomiska nedgången

Miljarder USD



Källa: Ministry of Finance of the Russian Federation

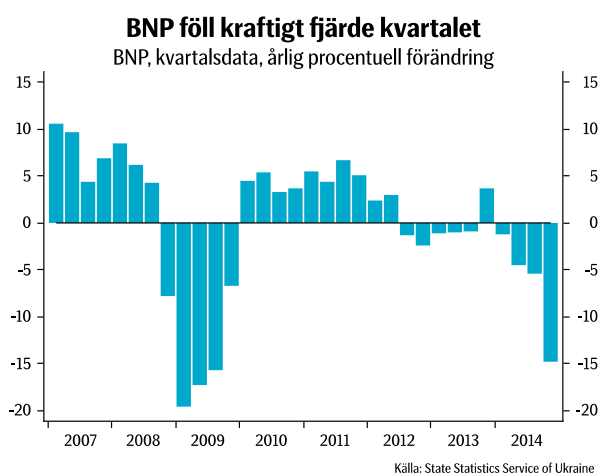
Minskningen väntas fortsätta; finansminister Siluanov har uppgett att **regeringen avser att använda stora delar av Reservfonden under 2015 och 2016**. Reservfonden skulle med denna plan vara så uttömd 2016 att den inte längre skulle kunna uppfylla sin funktion som en skyddsvall mot underskott i statsbudgeten. En möjlighet är att även NWF trots restriktionerna kommer att användas för att täcka de väntade budgetunderskotten. **Huvudscenariot är därmed att Ryssland under 2015 och 2016 kommer att använda stora delar av Reservfonden och NWF**. Kombinerat med den låga statsskulden kan en statsfinansiell kris därför undvikas.

Under åren med höga oljepriser kunde fonderna byggas upp men nu är läget ett annat. Med de nuvarande förväntningarna om betydligt lägre oljepriser jämfört med tidigare kombinerat med underskott i statsbudgeten kommer det bli svårt att fylla på fonderna igen. Därmed försvagas Rysslands säkerhetsbuffertar rejält framöver och **priset för att undvika en statsfi-**

Finansiell kollaps undviks med stödåtgärder

- **BNP-fallet fortsätter 2015**
- **Bräcklig vapenvila, frusen konflikt?**
- **Inflationschock sänker konsumtionen**

Ukrainas ekonomi är inne i djup recession. **Fjärde kvartalet 2014 föll BNP med nästan 15 procent** jämfört med samma kvartal föregående år. Helåret 2014 minskade BNP därmed med 6,5 procent. Allt pekar på att **BNP fortsätter falla kraftigt 2015**. Striderna i de östra delarna där en stor del av industrin ligger har fått kraftiga effekter. Både industriproduktion och export störs genom ödelagda produktionsanläggningar och sönderslagen infrastruktur. I januari föll industriproduktionen med mer än 20 procent i årstakt. Exporten drabbas även av problemen för den ryska ekonomin. Snabbt accelererande inflation drivet av en kraftig valutaförsvagning slår hårt mot privat konsumtion samtidigt som offentlig konsumtion hämmas av minskade skatteintäkter och ansträngningar att få ned budgetunderskottet. Ukraina står vid randen av en statsfinansiell kris. Ett utökat och förlängt internationellt stödlåneprogram kombinerat med skuldnedskrivning ger dock möjlighet att klara av finansieringen av de stora utlandslånen kommande år.



Sammantaget blir nedgången för ekonomin bred och **BNP väntas minska med 6 procent 2015**. Det finns två tydliga **nedåtrisker**. För det första kan den sköra vapenvilan kollapsa. För det andra finns en risk att förhandlingarna om skuldnedskrivningar inte når önskat utfall. Om dessa två fallgropar kan undvikas finns en möjlighet till återhämtning **2016** och **BNP bedöms öka med 1,0 procent**. Exporten leder återhämtningen drivet av valutaförsvagningen och bättre efterfrågan från

omvärlden. Vägen tillbaka blir dock lång då nödvändiga reformåtgärder hämmar tillväxten på kort sikt.

I mitten av februari nåddes en uppgörelse om vapenvila i östra Ukraina: **"Minsk 2"**. Ett eldupphör är dock ingen lösning på konflikten. Även om striderna blir mindre intensiva och på sikt upphör kommer konflikten att leva vidare. Ett exempel är en dispyt om hur ryska gasleveranser till östra Ukraina ska hantearas. Inget pekar på att regeringen i Kiev kommer att kunna återta kontrollen över de separatistkontrollerade områdena. Minsk 2 innefattar förändringar av Ukrainas konstitution i riktning mot "decentralisering" vilket i praktiken innebär utökad autonomi för Donetsk- och Luhanskområdena. **Huvudscenariot** är att **Minsk 2 upprätthålls** men att **Ryssland kommer att använda Donetsk och Luhansk för att behålla inflytande över Ukraina** och motverka ett närmande till Väst. Det ser därför ut som att östra Ukraina utvecklas till en **"fusen" konflikt** i likhet med exempelvis Sydossetien eller Transnistrien. Detta är sannolikt det "bästa" möjliga scenariot. Ett allvarigare scenario är att Minsk 2 i likhet med den föregående vapenvilan bryter samman och att separatisterna försöker utöka det kontrollerade området genom exempelvis en offensiv mot hamnstaden Mariupol.

Samma dag som Minsk 2 slöts meddelade IMF preliminärt att Ukrainas två-åriga stödlån som godkändes i april 2014 ersätts med en **kreditfacilitet (EFF, Extended Fund Facility) som löper över fyra år**. Kreditfaciliteten godkändes i mitten av mars. Inklusive det gamla lånet omfattar IMF:s totala stöd nu 22 miljarder dollar. Det utökade IMF-lånet är inte dramatiskt mycket större än det tidigare lånet på 17,5 miljarder dollar. Förutom IMF tillkommer även utökade lån från i första hand EU och USA men även från Världsbanken. Det **totala stödprogrammet** väntas uppgå till **omkring 40 miljarder dollar**. I de 40 miljarderna ingår dock omkring 17 miljarder dollar i förväntade skuldnedskrivningar.

Den kraftiga valutaförsvagningen har gjort att den offentliga skulden i förhållande till BNP på kort tid stigit dramatiskt och i nuläget ligger kring 100 procent av BNP jämfört med strax över 70 procent vid slutet av 2014. Målet med nedskrivningen är att reducera skuldsättningen till hållbar nivå. Förhandlingar med långivare har inletts men dessa väntas pågå länge och det råder **stor osäkerhet kring hur skuldnedskrivningen kommer att gå till**. Några saker går dock att slå fast. Nedskrivningen väntas bara innefatta lån tagna i utländsk valuta då de inhemska skulderna kan inflateras bort. En stor del av skulderna i utländsk valuta hålls av IMF eller andra internationella institutioner och det är osannolikt att denna del skulle behöva omstruktureras. Därmed återstår lån i utländsk valuta på omkring 17 miljarder dollar. Dessa innehas av Ryssland (3 mdr),

förvaltningsbolaget Franklin Templeton Investments (8 mdr), utländska banker (3 mdr) och utländska regeringar (3 mdr). Det går i nuläget inte att säga hur omstruktureringen kommer att gå till men sannolikt kommer långgivarna att ställas inför ett antal olika alternativ i form av direkta nedskrivningar av lånen, lägre räntor eller förlängda löptider.

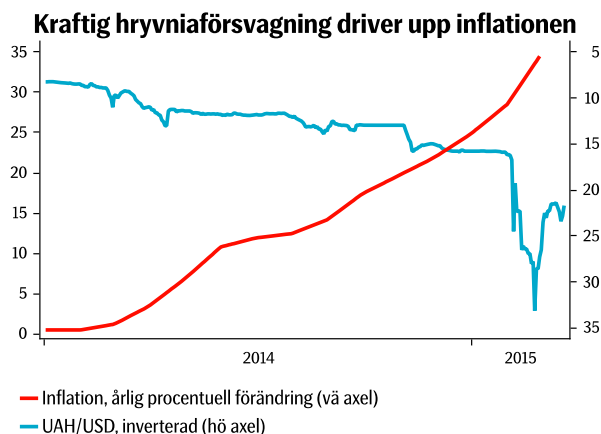
Den fyraåriga kreditfaciliteten ger Ukraina mer tid att genomföra det **omfattande reformprogram** som IMF kräver. Det akuta målet med reformprogrammet är att **stabilisera ekonomin i närtid** genom att säkerställa finansiell stabilitet och stärka offentliga finanser. Penningpolitiken ska baseras på en flexibel valutakursregim med flytande växelkurs som ger motståndskraft mot externa chocker. Inflationen ska pressas ned till ensiffriga tal 2018. Rekapitaliseringar kommer att behövas för att rädda de hårt pressade bankerna som genom den stora andelen lån och tillgångar i utländsk valuta skadas av den kraftiga valutaförsvagningen. Ett annat akut problem är att komma till rätta med det stora budgetunderskottet som 2014 hamnade strax under 7 procent av BNP. Underskottet ska reduceras till under 3 procent 2018; i första hand genom minskade utgifter. Borttagandet av de kostsamma gassubventionerna som redan påbörjats ska fortsätta med målet att subventionerna ska vara helt borta april 2017. Dessutom ska kostnaderna för offentliga löner och pensioner sänkas och inkomstskatten ska bli mer progressiv. Målet är att den **offentliga skulden ska minska till 71 procent av BNP 2020**. Åtgärder är nödvändiga men kommer att bidra till BNP-nedgången 2015.

Reformprogrammet ska inte bara lösa de mest akuta problemen utan även möjliggöra en långsiktigt positiv utveckling och god tillväxt genom **strukturella reformer**. Här ingår anti-korruptionsåtgärder och reformering av statliga företag. Utbildnings- sjukvårds- och energisektorerna ska reformeras. Exempelvis ska energieffektiviteten förbättras och det statliga gasbolaget Naftogaz ska omstruktureras.

Vid sidan av stridernas kraftigt negativa effekter på industriproduktion och export är det den **kraftiga försvagningen av hryvnian** som får störst genomslag på ekonomin. Förutom bankerna har även hushåll och icke-finansiella företag omfattande exponering mot utländsk valuta och kostnaden för att finansiera lånen i utländsk valuta stiger rejält och slår mot privat konsumtion respektive investeringar.

Hryvnian deprecierade kraftigt under 2014 drivet av utvecklingen i östra Ukraina, försvagade statsfinanser och den därmed ökande risken för en betalningsbalanskris. Sedan början av 2015 har hryvnian försvagats ytterligare under hög volatilitet. Centralbanken har tvingats till drastiska åtgärder för att försöka stabilisera hryvnian. Den kritiskt låga och krympande valutaservan har omöjliggjort valutainterventioner och centralbanken har i stället chockhöjt styrräntan från 14 procent vid årsskiftet till den nuvarande nivån på 30 procent. Centralbanken har även laborerat med kapitalkontroller. Kombinationen av det utökade stödprogrammet och skuldnedskrivningen väntas ge visst stöd till hryvnian framöver. Bedömningen är att **hryvnian står i 30,0 vid slutet av 2015 och i 20,0 vid**

slutet av 2016. Styrräntan väntas sänkas till omkring 20 procent vid slutet av 2015.



Källa: Macrobond, State statistics service of Ukraine

Hryvniaförsvagningen slår även igenom i form av snabbt accelererande inflation. Efter två år med noll-inflation sköt inflationen i höjden 2014. Accelerationen har fortsatt 2015 och **i februari var inflationen över 34 procent**. Även om minskade gasprissubventioner också bidrar har uppgången i första hand drivits av den kraftiga valutaförsvagningen och hryvnian blir avgörande för inflationen framöver. **Helåret 2015 väntas inflationen hamna på 31,0 procent**. 2016 dämpas inflationen till **17,0 procent**. Inflationen slår hårt mot hushållens disponibelinkomster genom sjunkande reallöner. Arbetslösheten har börjat stiga och låg under tredje kvartalet 2014 på 8,9 procent. Hushållen drabbas även av ansträngningarna att minska statens utgifter. De negativa effekterna syns tydligt i form av en kraftig nedgång för detaljhandeln.

Valutaförsvagningen har gjort att importen fallit kraftigt och det stora **underskottet i bytesbalansen**, som varit ett problem under många år, **har minskat rejält** och väntas hamna på 2,0 procent 2015. Valutaförsvagningen har dock inte gett någon effekt på exporten som i januari föll med 32 procent i årstakt. Förklaringarna är den sönderslagna infrastrukturen i östra Ukraina, svårigheter att säkra exportfinansiering samt problemen för den ryska ekonomin som med omkring 25 procent av total export är den största marknaden för Ukrainas exportvaror. Dessutom är efterfrågan på den viktigaste exportvaran stål fortsatt trög.

ESTLAND

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

LETTLAND

	2009	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)
BNP, %	-14,2	-2,9	5,0	4,8	4,2	2,4	2,4	2,7
Inflation, årsgenomsnitt, %	3,3	-1,2	4,2	2,3	0,0	0,7	0,7	2,1
Arbetslöshet, %	17,5	19,5	16,2	15,0	11,9	10,8	9,9	9,4
Bytesbalans, % av BNP	8,0	2,3	-2,8	-3,3	-2,3	-3,1	-3,3	-3,6
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-8,9	-8,2	-3,4	-0,8	-0,9	-1,4	-1,3	-1,3
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	36,4	46,8	42,7	40,9	38,2	40,3	38,5	36,2
3-månaders ränta, årets slut	7,38	0,85	1,85	0,53	0,26	0,08	0,0	0,0

LITAUEN

	2009	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)
BNP, %	-14,9	1,7	6,1	3,9	3,2	3,0	2,6	3,5
Inflation, årsgenomsnitt, %	4,2	1,2	4,1	3,2	1,2	0,2	-0,4	0,3
Arbetslöshet, %	13,7	17,8	15,4	13,4	11,8	10,7	10,0	9,5
Bytesbalans, % av BNP	3,7	0,1	-3,7	-0,2	1,6	1,5	-1,0	-2,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-9,3	-6,9	-9,0	-3,2	-2,6	-2,0	-1,5	-0,5
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	29,0	36,3	37,3	39,9	39,0	41,0	41,0	37,0
3-månaders ränta, årets slut	3,90	1,50	1,66	0,68	0,41	0,18	0,0	0,0
5-års ränta, årets slut	6,60	4,60	5,40	2,40	2,40	1,15	0,30	0,60

(p) = prognos

POLEN

	2009	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)
BNP, %	2,6	3,7	4,8	1,8	1,7	3,3	3,4	3,6
Inflation, årsgenomsnitt, %	4,0	2,7	3,9	3,7	0,8	0,1	0,0	1,5
Arbetslöshet, %	8,1	9,7	9,7	10,1	10,3	9,1	8,7	8,2
Bytesbalans, % av BNP	-3,9	-5,1	-5,0	-3,8	-1,5	-1,0	-1,5	-2,0
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-7,5	-7,6	-4,9	-3,7	-4,0	-3,5	-2,9	-2,8
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	50,9	53,6	54,8	54,4	55,7	49,5	50,0	50,0
EUR/PLN, årets slut	4,1	4,0	4,5	4,1	4,1	4,3	4,1	3,9
Styrränta, årets slut	3,50	3,75	4,50	4,25	2,50	2,0	1,5	1,50
5-års ränta, årets slut	5,91	5,52	5,34	3,21	3,78	2,1	2,4	2,9

RYSSLAND

	2009	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)
BNP, %	-7,8	4,5	4,3	3,4	1,3	0,6	-5,0	-1,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	11,7	6,9	8,4	5,1	6,8	7,8	16,0	9,0
Arbetslöshet, %	8,4	7,3	6,6	5,7	5,5	5,2	6,1	6,3
Bytesbalans, % av BNP	4,1	4,6	5,2	4,0	2,2	2,4	3,2	2,5
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-6,3	-3,4	1,5	0,4	-1,3	-0,5	-3,5	-2,0
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	10,6	11,3	11,6	12,7	13,9	15,8	16,9	17,5
USD/RUB, årets slut	30,10	30,50	32,08	30,36	32,85	58,06	55,00	50,00

UKRAINA

	2009	2010	2011	2012	2013	2014(p)	2015(p)	2016(p)
BNP, %	-14,8	4,1	5,2	0,2	0,1	-6,5	-6,0	1,0
Inflation, årsgenomsnitt, %	16,0	9,4	8,0	0,6	-0,3	12,1	31,0	17,0
Arbetslöshet, %	9,0	8,4	8,2	7,8	8,3	8,9	9,3	9,0
Bytesbalans, % av BNP	-1,5	-2,2	-6,3	-8,1	-9,1	-2,5	-2,0	-2,6
Fin sparande, off sektor, % av BNP	-6,3	-5,8	-3,5	-5,5	-6,5	-6,8	-6,1	-4,7
Skuld, offentlig sektor, % av BNP	35,4	40,5	36,8	37,4	41,7	72,7	102,0	107,0
USD/UAH, årets slut	8,00	7,97	8,00	8,05	8,23	15,77	30,00	20,00

(p) = prognos



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 2014 uppgick koncernens balansomslutning till 2 641 miljarder kronor och förvaltat kapital till 1 708 miljarder kronor. Koncernen har cirka 16 000 medarbetare. Läs mer om SEB på www.sebgroup.com/sv.

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.